

العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة: أدلة وقرائن عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري

دكتور/ علاء على أحمد حسين¹

مستخلص الدراسة:

تمثل هدف القضية البحثية المطروحة من قبل الدراسة الحالية، في تقديم أدلة تفسيرية وقرائن عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري، للعواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة في عدة نواحي محاسبية قبل التطبيق الإلزامي لتلك التقارير في بيئة الأعمال المصرية. في سبيل تحقيق هذا الهدف، قامت الدراسة الحالية باختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، وذلك بالدعم التطبيقي على عينة قوامها 63 شركة مساهمة غير مالية مقيدة في سوق الأسهم المصري خلال نطاق فترة الدراسة من عام 2013 وحتى عام 2018.

اعتمدت الدراسة الحالية لاختبار الفروض البحثية إحصائياً، على نماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*، وذلك من خلال استخدام برنامج (*SPSS*) الإصدار (24)، وبرنامج (*E-Views*) الإصدار (10).

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج والتي من أهمها، توافرت أدلة إحصائية على وجود تأثير سلبي معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وتكلفة التمويل بالملكية، ووجود تأثير إيجابي معنوي على سيولة الأسهم، في حين تبين عدم وجود أي تأثير دال إحصائياً لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول صحة الفروض البحثية للدراسة (الأول، الثاني، والثالث) في صورتهم البديلة، ورفض الفرض البحثي الرابع للدراسة في صورته البديلة وقبوله في صورته العدمية.

المصطلحات الأساسية:

التقارير المتكاملة، العواقب الاقتصادية، إدارة الأرباح الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، العوائد غير العادية للأسهم، عدم تماثل المعلومات.

¹ أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ومعار حالياً كأستاذ مشارك بقسم المحاسبة، كلية إدارة الأعمال، جامعة تبوك، المملكة العربية السعودية.

e-mail: dr_alaaahusseini@bus.asu.edu.eg; ahusseini@ut.edu.sa

Abstract:

This study aimed to provide early practical evidence from the Egyptian Stock Market, for the economic consequences of the level of disclosure quality according to the integrated reporting in several aspects of accounting, before the mandatory application of those reports in the Egyptian business environment. In order to achieve this goal, the study examine the effect of the level of disclosure quality according to the integrated reporting, on the level of real earnings management, the cost of equity capital, stock liquidity, and abnormal stock returns, using 63 of the companies listed in the Egyptian Stock Exchange, over the period of 2013 to 2018.

The Longitudinal Regression Models of the Panel Data were adopted to test the research hypotheses using the SPSS (ver.24) and E-Views (ver.10) programs.

The study concluded to several findings, most important of which, that the level of disclosure quality according to the integrated reporting, have a negative significant effect on the level of real earnings management, cost of equity capital, and a positive significant effect on firm's stock liquidity, and no significant effect on the abnormal stock returns.

Keywords:

Integrated Reporting, Economic Consequences, Real Earnings Management, Cost of Equity Capital, Stock Liquidity, Abnormal Stock Returns, Information Asymmetry.

1. مقدمة:

تواجه إدارات الشركات في الآونة الأخيرة مجموعة من التحديات التي ترتبط بشكل أساسي بتقريرها المالية الحالية بمنظورها التقليدي ذات التركيز على الأداء المالي قصير الأجل، والتي تعكس إلى حد كبير الآثار المالية للأحداث التاريخية، وغالباً ما تغفل عن العديد من الجوانب والمعلومات المرتبطة بقياس وتحليل وتفسير الأحداث التي تلاحق الشركات مستقبلاً، والتي من شأنها يمكن أن تؤثر تأثيراً كبيراً على قيمة الشركة وأدائها المستقبلي. وكنتيجة لذلك، وحيث أن الضغوط التنافسية التي تشهدها الأسواق على المدى القصير، تجعل من الصعب على مديري الشركات تقييم العواقب الاقتصادية *Economic Consequences* الطويلة الأجل لقراراتهم، وكرد فعل لعدم رضا مستخدمي التقارير المالية بشكلها التقليدي المعدة وفقاً لمتطلبات المعايير المحاسبية حول العالم، أصبح هناك إتفاقاً وتأييداً بين الأكاديمين والممارسين للمهنة على ضرورة إعادة النظر في استراتيجية الإفصاح عن المعلومات التي تتضمنها التقارير السنوية، خاصة في ظل التطورات الديناميكية السريعة والمتلاحقة التي تشهدها البيئة الاقتصادية العالمية.

على الرغم من أن معظم الشركات المسجلة بأسواق الأسهم، حاولت أن تقدم المزيد من المعلومات غير المالية بتقريرها السنوية بجانب معلوماتها المالية، من خلال تبنيها إعداد أنواع أخرى من التقارير مثل: تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات، التقارير البيئية، وتقارير التنمية المستدامة، إلا أنها لم تنجح في تقديم معلوماتها المالية وغير المالية وتلك الخاصة باستراتيجية الأعمال بالشركة، بطريقة متكاملة تعزز من فهم واستفادة أصحاب المصالح من تقارير الشركة السنوية، وتساعد في تقييم قدرة الشركة على خلق القيمة والمحافظة على استدامتها.

وفي سبيل دعم الشركات في إعداد تقارير تدمج المعلومات المالية وغير المالية داخل إطار تنفيذي واحد متكامل، قام المجلس الدولي للتقارير المتكاملة *The International Integrated Reporting Council (IIRC)* في عام 2013، بوضع إطار متكامل لإعداد التقارير كأحدث تطور في سلسلة طويلة من التقارير المقترحة والابتكارات لتوفير منظور أكثر شمولاً عن أداء الشركات.

وقد عرف (IIRC) التقارير المتكاملة *Integrated Reporting* بأنها: "عملية منهجية تقوم على التفكير المتكامل، والتي ينتج عنها تقرير واحد متكامل من جانب الشركة، والذي من شأنه يساعد على خلق قيمة مستقبلية لمستخدمي تلك التقارير، ويساهم في توضيح الأبعاد ذات الصلة فيما يتعلق بخلق تلك القيمة. ويعد التقرير المتكامل بمثابة رسالة موجزة عن رؤية ورسالة واستراتيجية الشركة، آليات الحوكمة المطبقة بالشركة، أداء الشركة المالي وغير المالي، والآفاق المستقبلية للشركة، وذلك في سياق البيئة الخارجية المحيطة بها، والتي تؤدي إلى خلق قيمة اقتصادية لها على المدى القصير والمتوسط والطويل" (IIRC, 2013).

إزاء ما تقدم، واتساقاً مع مفهوم التقارير المتكاملة وفقاً لـ (IIRC)، يمكن للباحث القول بأن عملية تكوين أو خلق القيمة لا تتم داخل الشركة فقط، بل تتأثر أيضاً بالبيئة الخارجية، بما في ذلك الظروف الاقتصادية، والتغير التكنولوجي، وثورة المعلومات، والقضايا الاجتماعية، والتحديات البيئية التي تؤثر على أداء الشركات، وكذلك طريقة إدارة الموارد المختلفة والعلاقات مع أصحاب المصالح بالشركة، وهو الأمر الذي تداركته التقارير المتكاملة من حيث سعيها لتقديم رؤى أكثر وضوحاً وشمولية بشأن الطريقة التي تتفاعل بها الشركة مع البيئة الخارجية، وبشأن تخصيص الموارد والعلاقات التي تأثرت بها.

في الآونة الأخيرة، وفور إصدار الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة *The IIRC Framework* في عام 2013، اكتسب مجال التقارير المتكاملة أهمية متزايدة على كافة المستويات، سواء على مستوى الشركات أو الدول، أو على مستوى المنظمات والهيئات الدولية. فعلى سبيل المثال، شاركت أكثر من 100 شركة من الشركات الرائدة في دنيا الأعمال على مستوى العالم كشركة *Pepsi*، بنك *HSBC*، *Deutsche Bank*، في البرنامج التجريبي *Pilot Integrated Reporting Program* الذي وضعه (IIRC) في عام 2013، كما قام واضعي المعايير والهيئات المهنية في استراليا والبرازيل والهند واليابان وسنغافورة بتقديم العديد من المنتديات والحوارات النقاشية والمحاضرات الإثرائية لتبيان أهمية ومنافع إعداد التقارير المتكاملة للشركات، كذلك حدد التقرير الصادر عن القمة التي عقدتها مجموعة *The Business 20 (B20)* في عام 2014 - وهي تضم مجموعة من قادة الأعمال من الشركات العالمية الكبيرة والتي تقدم المشورة لحكومات دول مجموعة العشرين *G20* - التأييد الواضح من جانب *B20* لسياسة وتوجهات (IIRC)، حيث حدد التقرير مجموعة من المبادئ الأساسية للتقارير المتكاملة، التي يمكن من خلالها تحسين التقارير السنوية للشركات، ذلك التحسين المأمول الذي يجب أن يكون مدفوعاً باحتياجات المستثمرين، وهو الأمر الذي يتطلب السماح للشركات بتحديد أفضل السبل للإفصاح بتقاريرها عن المعلومات المتعلقة بخلق قيمة للشركة والمخاطر المحيطة بها، كما سلط التقرير الضوء على أن الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC)، يحقق رؤية أكثر شمولية لكيفية خلق قيمة مستقبلية للشركة على مر الزمن، من خلال توفير المزيد من الأفكار عن استراتيجيات الأعمال بالشركة، الحوكمة، الأداء، والنظرة المستقبلية التي تتضمنها تقارير الشركة (Huang & Watson, 2015).

استناداً للغرض الأساسي من إعداد وعرض التقارير المتكاملة وفقاً لـ (IIRC)، من خلال تقديم تفسير أشمل وفهم أوسع لأصحاب المصالح بشأن استراتيجية وأنشطة وأداء الشركة، بطريقة تسمح بتقييم قدرة الشركة على خلق قيمة اقتصادية على المدى القصير والمتوسط والطويل والحفاظ عليها، واتفقاً مع هذا الخط الفكري، ومن خلال مراجعة وتحليل الباحث لأدبيات الفكر المحاسبي الأكاديمي والمهني المعنية بمجال الدراسة كما تناولها الباحث بالتفصيل المناسب في الأقسام القادمة من الدراسة، يرى الباحث أن

العلاقة بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والعواقب الاقتصادية المرتبطة بهذا المستوى من جودة الإفصاح، مسألة جدلية ما زالت في حاجة إلى مزيد من الدراسة والتفحص، للوصول إلى فهم أفضل للآثار المترتبة على هذا الإطار الجديد لإعداد التقارير وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية، وهو ما شكل الباعث الأساسي الذي دفع الباحث إلى إلقاء الضوء على هذه القضية من خلال الدراسة الحالية، لما يمثله مجال إعداد التقارير المتكاملة - الذي لا يزال في مراحله الناشئة - وآثاره الاقتصادية من أهمية أكاديمية وعلمية متزايدة في وقتنا الراهن، حيث تسعى الدراسة الحالية لتقديم أدلة تفسيرية وقرائن عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري، للعواقب الاقتصادية لجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة قبل التطبيق الإلزامي لتلك التقارير في بيئة الأعمال المصرية، وذلك بدراسة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية *Real Earnings Management*، تكلفة التمويل بالملكية *Cost of Equity Capital*، سيولة الأسهم *Stock Liquidity*، والعوائد غير العادية للأسهم *Abnormal Stock Returns*، من خلال تقدير أربعة نماذج محاسبية متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، أولهم لقياس تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وثانيهم لقياس تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية، وثالثهم لقياس تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة الأسهم، ورابعهم لقياس تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم، مع الدعم التطبيقي على عينة قوامها 63 شركة مساهمة غير مالية مقيدة في سوق الأسهم المصري خلال نطاق فترة الدراسة (2013-2018).

على الرغم من أن التأثيرات المحاسبية لجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وما ترتبط بها من عواقب اقتصادية في البيئة المحاسبية المصرية ما زالت مسألة تجريبية، إلا أن الأدلة المستخلصة من نتائج الدراسة الحالية، أشارت إلى أن مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (كمتغير مستقل)، يؤثر تأثيراً سلبياً معنوياً على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، (كمتغيرات تابعة)، بينما يؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً على سيولة الأسهم (كمتغير ثالث تابع)، في حين لا يترك أي تأثير دال إحصائياً على العوائد غير العادية للأسهم (كمتغير رابع تابع).

تعد الدراسة الحالية في محاولتها لتضييق الفجوة البحثية المتواجدة في مكتبة البحوث والدراسات المحاسبية المعنية بمجال الدراسة، بمثابة مساهمة وإضافة علمية لإثراء أدبيات الفكر المحاسبى فيما يتعلق بالعواقب الاقتصادية لجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة للشركات المساهمة المقيدة في سوق الأسهم المصري، من خلال عدة أبعاد، وذلك على النحو التالي:

(1) تميزت الدراسة الحالية في حدود علم الباحث وإطلاعاً لأدبيات الفكر المحاسبى الأكاديمي والمهني في مجال العواقب الاقتصادية لجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، باعتبارها من الدراسات القليلة التي أجريت في البيئة المحاسبية المصرية، وقدمت أدلة تطبيقية من سوق الأسهم المصري، بشأن تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، وهو ما يعد اسهاماً تطبيقياً سواء على مستوى الأدبيات المعنية بدراسة الآثار الاقتصادية لجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، أو على مستوى الممارسة العملية للكيانات والجهات المعنية المهمة بمجال الدراسة، أو على مستوى المتعاملين بسوق المال المصري.

(2) تميزت الدراسة الحالية بأنها شملت وبشكل مباشر، أربعة أبعاد بحثية محاسبية (مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم)، مثلت حزمة من العواقب الاقتصادية التي تتأثر إيجاباً أو سلباً بحسب ما توصلت إليه الأدلة العملية للدراسة، بمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة قبل التطبيق الإلزامي لتلك التقارير في بيئة الأعمال المصرية، وذلك تماشياً مع النهج العلمي الحديث للعديد من الدراسات السابقة التطبيقية المعاصرة المهمة بدراسة التأثيرات الحقيقية للمحاسبة، والتي تبنت دراسة تأثر عدة نواحي محاسبية (كمتغيرات تابعة) بمتغير مؤثر رئيسي وحيد، مما يضيف ذلك أهمية متزايدة للدراسة الحالية.

(3) أسهمت الدراسة الحالية لأدبيات الفكر المحاسبى التطبيقى، باعتبارها قدمت أربعة نماذج محاسبية كمية متعددة المتغيرات، عكست مؤشرات ذات دلالات إحصائية فى تفسير العلاقات التأثيرية بين المتغيرات البحثية المقترحة بالدراسة.

(4) تعد الدراسة الحالية من الدراسات المحاسبية القليلة فى البيئة المصرية التى استندت فى اختبار فروضها البحثية إحصائياً، على نموذج التأثيرات الثابتة *Fixed Effect Model*، باعتباره الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات الفروض البحثية وتفسير العلاقة بين متغيرات النماذج التطبيقية بالدراسة، وذلك وفقاً لنتائج مجموعة من الاختبارات الإحصائية التى قام بها الباحث لتحديد النموذج الأفضل من بين مجموعة مقترحة من نماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*، مما يعد ذلك مساهمة من الباحث فى تعزيز النهج العلمى من خلال مواكبة التيار البحثى للدول المتقدمة.

(5) تميزت الدراسة الحالية باعتمادها فى جانبها التطبيقى على فترة زمنية ملائمة وحديثة امتدت لستة سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2013 وحتى عام 2018، وذلك على عينة قوامها 63 شركة مساهمة غير مالية مقيدة فى سوق الأسهم المصرى، بحيث غطت 5 قطاعات اقتصادية مختلفة من القطاعات الاقتصادية بسوق المال المصرى.

يأمل الباحث، فى ضوء ما خلصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج، وما اقترحه الباحث من توصيات، أن تمثل الدراسة الحالية إضافة ولو بقدر بسيط إلى مكتبة البحوث والدراسات المحاسبية المصرية.

ولأغراض تحقيق الأهداف التى تسعى إليها الدراسة الحالية، والإجابة على تساؤلات مشكلتها البحثية، اعتمد الباحث على المنهجية التالية لتنظيم الأقسام المتبقية من الدراسة:

▪ **القسم الثانى:** تناول دراسة مرجعية تحليلية للاسهامات العلمية التى قدمتها أدبيات الفكر المحاسبى الأكاديمى والمهنى لأغراض القراءة الأدبية لإطار المفاهيمى للتقارير المتكاملة من منظور المحاسبة المالية.

▪ **القسم الثالث:** خصص لمراجعة وتحليل أهم الأدبيات السابقة المعاصرة المتعلقة بمتغيرات الدراسة، بغرض التوصل إلى الفجوة البحثية، ومن ثم اشتقاق وصياغة الفروض التى تستند عليها الدراسة.

▪ **القسم الرابع:** تناول مشكلة وتساؤلات الدراسة الحالية واشتقاق الفجوة البحثية.

▪ **القسم الخامس:** غطى أهداف الدراسة الحالية.

▪ **القسم السادس:** تناول أهمية الدراسة الحالية.

▪ **القسم السابع:** عرض القيود الجغرافية والزمنية والموضوعية والفنية التى تخضع لها الدراسة الحالية.

▪ **القسم الثامن:** تناول توصيفاً لمجتمع وعينة ونطاق الدراسة التطبيقية، فضلاً عن مصادر جمع

- بيانات هذه الدراسة، واللازمة لأغراض قياس متغيرات المشكلة البحثية خلال النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة، واختبار فروض الدراسة، وبناء وصياغة النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المقترحة.
- **القسم التاسع:** تناول تحديداً وتوصيفاً لمتغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبية.
 - **القسم العاشر:** قدم عرضاً تفصيلياً للتحليل الإحصائي لبيانات الدراسة، وصولاً لتحليل ومناقشة نتائج اختبارات فروض الدراسة، وتقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات المناسبة.
 - **القسم الحادي عشر:** خصص لعرض أهم النتائج التي أسفر عنها الإطار النظري والجانب التطبيقي للدراسة الحالية.
 - **القسم الثاني عشر:** انتهى باقتراح التوصيات التي توصل إليها الباحث من خلال دراسته النظرية والتطبيقية، وأهم مجالات البحث المستقبلية التي تدعو إليها الدراسة الحالية.

2. الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة من منظور المحاسبة المالية:

يستهدف نظام معلومات المحاسبة المالية إنتاج وتوصيل المعلومات المحاسبية التي يعتمد عليها العديد من أصحاب المصالح، لأغراض مساعدتهم في عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية التي تحقق لهم أهدافهم ومصالحهم. وبطبيعة الحال، يجب أن تكون هذه المعلومات المالية مستوفية لخصائصها النوعية كأحد المقومات الرئيسية للإطار المفاهيمي للمحاسبة المالية سواء الأساسية منها أو المعززة لها. ومع ازدياد طلب أصحاب المصالح في الشركات، على المعلومات غير المالية كمية ووصفية، والتي غالبيتها ذات بعد استراتيجي، واجتماعي، وبيئي، وحوكمي، واستدامي، فقد أحدث ذلك تصدعاً في نظام معلومات المحاسبة المالية، الذي أصبح عاجزاً عن توفير مثل هذه المعلومات، مما أوجد الحاجة الملحة إلى ضرورة العمل على تطويره، لكي يصبح قادراً على إنتاج وتوصيل المعلومات غير المالية جنباً إلى جنب المعلومات المالية من منظور تنفيذي متكامل دعماً للأداء المستقبلي للشركة.

بهذا الشكل، يرى الباحث أن هناك عدة تساؤلات هامة أصبحت تفرض نفسها في هذا المجال:

- هل يمكن تطوير نظام معلومات المحاسبة المالية بالشكل الذي يجعل مخرجاته من التقارير تحوي بين طياتها المعلومات المالية وغير المالية من منظور واحد متكامل، ومن ثم تصبح أكثر فائدة وذات جدوى لتحسين عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية من قبل أصحاب المصالح؟.
- وإذا كانت الإجابة بنعم، فما هي الأداة التي يمكن أن يستند إليها في إحداث هذا التطوير؟.
- وكيف يمكن إحداث التطوير المنشود؟.

تتبنى الدراسة الحالية هدف الاستناد إلى التطورات الحديثة في مجال المحاسبة المالية، لإحداث مثل هذا التطوير المنشود في نظام معلومات المحاسبة المالية، فقد اتفقت العديد من الإصدارات المهنية وأوراق العمل المنشورة لمكاتب المراجعة الأربعة الكبار (Big4) (PWC, 2019; Deloitte, 2015; EY, (2014; KMPG, 2013; BRLF, 2011; Deloitte, 2011a, Deloitte, 2011b; IFAC, 2011) وكذلك العديد من الأدبيات التي إنطوى عليها الفكر المحاسبى المتخصص في هذا المجال (على، (2012)، (Jaffar et al., 2018; Rivera-Arrubla et al., 2017; Sierra-García et al. 2015; Robertson & Samy, 2014)، أنه بإمكان الشركات (وبخاصة تلك المقيدة بأسواق الأوراق المالية) إحداث هذا التطوير المنشود من خلال تبنيها مدخل إعداد التقارير المتكاملة، تلك الأداة التي تعد بمثابة تحولاً جوهرياً في منهج تفكير إدارة الشركات فيما يتعلق بنماذج الأعمال واستراتيجية الشركة وأدائها

لخلق القيمة الاقتصادية، وتعمل على تقديم نظرة متكاملة وشمولية للشركة، وذلك فيما يتعلق بعملياتها وأنشطتها، وبالمخاطر المحيطة بها، والفرص المتاحة أمامها، بغرض تحقيق إدارة أكثر استدامة وخلق القيمة في المستقبل، وذلك باعتبار أن هذه التقارير تركز على مزيد من الإفصاح عن المعلومات غير المالية عن استراتيجية الشركة، وحول المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة والأداء الاستدامى، فضلاً عن المعلومات المالية، على أن يتم توفير تلك المعلومات سواء تاريخية أو مستقبلية بشكل واضح وموجز ومنسق وقابل للفهم بما يحقق قابلية المقارنة، مما يساهم في تحسين شفافية بيئة المعلومات لدى الشركة وجودة معلوماتها المحاسبية، وهو ما ينعكس على ارتفاع جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وبالتالي الحد من عدم تماثل المعلومات، ليس فقط بين إدارة الشركة ومستخدمي المعلومات، ولكن أيضاً بين تلك المستخدمين وبعضهم البعض، ومن ثم ترشيد قرارات أصحاب المصالح، وتمكينهم من تقييم قدرة الشركة على خلق القيمة والحفاظ عليها.

بدأت محاولات إعداد ونشر التقارير المتكاملة من خلال إصدار البنك الوطني في كندا عام 1989 تقرير مسؤولية اجتماعية كجزء من الاستدامة. وفي الفترة من عام 2000 وحتى عام 2003 قام البنك بتبني المبادئ التوجيهية لمبادرة التقرير العالمي للاستدامة. وفي عام 2005 احتل البنك المرتبة الأولى للمسؤولية الاجتماعية في كندا. وفي أعقاب الأزمة المالية العالمية في عام 2008 التي أدت إلى زيادة الجدل والتدقيق في النماذج التقليدية للمحاسبة والإفصاح، ومع ظهور العديد من المبادرات من قبل المنظمات والأفراد استجابةً للحاجة لإعداد تقارير متكاملة، زاد الاهتمام بتلك التقارير منذ مطلع العقد الثاني من القرن الحادي والعشرين، ففي أغسطس 2010 تم الاعلان عن تشكيل لجنة لإعداد تقارير الأعمال المتكاملة الدولية في المملكة المتحدة، وفي عام 2011 تم تغيير الاسم ليصبح المجلس الدولي للتقارير المتكاملة (IIRC) وهي هيئة دولة مستقلة تتمتع بدعم دولي واسع النطاق من جانب أعضاء المجلس من الأكاديميين، المهنيين، منظمي البورصات المالية على مستوى العالم، وواضعي المعايير. وفي أكتوبر 2011 أطلقت (IIRC) ورقة للمناقشة بعنوان: "تحو التوصل لأساس منطقي ومقترحات لوضع إطار لإعداد التقارير المتكاملة في القرن الحادي والعشرين". وفي نوفمبر عام 2011 عقدت مجموعة العشرين G20 اجتماعها بفرنسا، وقد نتج عن الاجتماع تشكيل ثلاث فرق عمل لوضع مقترحات لإطار إعداد التقارير المتكاملة. وفي 26 سبتمبر 2012 عقدت (IIRC) مؤتمراً دولياً تم فيه نشر "الكتاب السنوي للبرنامج التجريبي 2012 عن التقارير المتكاملة"، بغرض التفاعل مع ردود الفعل الواردة عن الإطار لتطويره، مع العمل على دخول التطبيق العملي للتقارير المتكاملة حيز التنفيذ.

وقد لعبت التطورات الكبيرة التي حدثت في المحاسبة الاجتماعية والبيئية، ومحاسبة الاستدامة على حد سواء، في ظهور الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة والذي صدر عن (IIRC) في ديسمبر 2013، والذي ركز بدوره على خلق القيمة الاقتصادية المستقبلية لأصحاب المصالح. ويشير الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة (IIRC, 2013) إلى مجموعة من الخصائص والمبادئ التي يجب أن يتصف بها التقرير المتكامل للشركة، تتمثل في: (1) التركيز على الاستراتيجية والتوجه المستقبلي، (2) ترابط المعلومات، (3) العلاقات مع أصحاب المصالح، (4) الأهمية النسبية، (5) الإيجاز، (6) الموثوقية والاكتمال، (7) الاتساق والقابلية للمقارنة، كما شمل الإطار عدة أبعاد رئيسية يجب أن يتضمنها التقرير

المتكامل، تتمثل في: (1) النظرة العامة للشركة والبيئة الخارجية، (2) الحوكمة، (3) نموذج الأعمال، (4) الفرص والمخاطر، (5) الاستراتيجية وتخصيص الموارد، (6) الأداء والمخرجات، (7) التطلعات المستقبلية، (8) أسس الإعداد والعرض، فضلاً عن القواعد الإرشادية المستخدمة بالتقرير المتكامل. بهذا الشكل، يتضح أن العناصر السابقة هي عناصر محددة، تشمل جنباً إلى جنب المعلومات المالية وغير المالية الكمية والوصفية، وأن الأمر ليس مجرد تلخيص وتجميع للتقارير القائمة، حيث أن التقارير المتكاملة تسعى لتحقيق هدف رئيسي وهو دمج وتكامل المعلومات المالية وغير المالية معاً في إطار تنفيذي واحد. كذلك، فإن التقارير المتكاملة توضح بشكل سردي خطوات خلق القيمة المستقبلية للشركة، وذلك من خلال ترجمة استراتيجية الشركة إلى نموذج للأعمال *Business Model*، الذي بدوره يستفيد من الأشكال المختلفة لرأس مال الشركة وفقاً للإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC) (مثل: رأس المال المالي، المصنع، البشري، الفكري، الاجتماعي والعلاقات، والطبيعي) في خلق القيمة وتحقيقها والاستفادة منها (Laptes & Sofian, 2016).

في هذا المجال، أشارت دراسة (ابراهيم، 2018) أنه على الرغم من أن الوفاء بمتطلبات التقارير المتكاملة يتم بشكل إلزامي بالنسبة للشركات المدرجة في بورصات الأسهم في دولة كجنوب إفريقيا، إلا أن مديري تلك الشركات يتمتعون بمرونة كبيرة وبسلطة تقديرية واسعة بشأن شكل ومحتوى وتفاصيل تقاريرها المتكاملة، ويرجع السبب الرئيسي في ذلك، أن إطار التقارير المتكاملة قائم على مجموعة من المبادئ - كما أشار إليها الباحث سلفاً - والتي من شأنها الاعتراف بالتفاوت الواضح بين الظروف الفردية للشركات، مما يمنح تلك الشركات المرونة اللازمة في إعداد التقارير، 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 سلطة التقدير أو الحكم الشخصي عند تحديد ما هي الأحداث المادية التي يجب قياسها والإفصاح عنها، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار الظروف الخارجية المحيطة بالشركة، وبالتالي ستقرر الشركات مستوى الإفصاح الملائم بتقريرها 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).

جدير بالذكر، فمع الانتشار السريع والتطبيق الواسع لكبرى الشركات العالمية للتقارير المتكاملة، ثار جدل أكاديمي كبير حول تلك التقارير، حيث تبنت العديد من الأدبيات وجهات نظر يتضح فيها التعارض والاختلاف فيما بينها، فقد قامت بعض الدراسات (Kannenberg & Schreck, 2019; Diplock, 2018; Hogue, 2017; Petković et al., 2017; Villiers et al., 2017; Frías-Aceituno et al., 2013; Arnold et al., 2012) بتناول فوائد المتكاملة، وتناولت فوائدها كأحدث اتجاهات الفكر المحاسبي في مجال الإفصاح والتي تمثل الحل الأمثل لمعالجة التصدع الذي أصاب النماذج التقليدية للمحاسبة والإفصاح، وركزت تلك الدراسات على أهمية التقارير المتكاملة في تكوين وخلق القيمة والحفاظ عليها، وتحسين النظم والعمليات وقرارات تخصيص الموارد والعلاقات مع أصحاب المصالح بالشركة. كما أشارت دراسة (Lee & Yeo, 2017) إلى أن التقارير المتكاملة تعد ابتكاراً هاماً من شأنه أن يجعل تقارير الشركات أكثر ملائمة للاستثمارات طويلة الأجل. وعلى النقيض من ذلك، فقد وجهت دراسات أخرى (Eccles & Serafeim, 2015; Brown & Dillard, 2014) انتقادات

Cheng et al., 2014; Stubbs & Higgins, 2014) انتقادات شديدة للتقارير المتكاملة، حيث يستند أصحاب هذا الاتجاه في وجهة نظرهم، على أن تركيز التقارير المتكاملة مثله مثل النموذج المالي التقليدي، ينصب على تعظيم القيمة للمساهمين أو مقدمي رأس المال على حساب احتياجات غيرهم من أصحاب المصالح الأخرى، وهو الأمر الذي يتعارض مع نظرية أصحاب المصالح، كما أنه يصعب فهم وتطبيق مفاهيم رأس المال المختلفة الواردة ضمن إطار إعداد التقارير المتكاملة، كذلك يصعب تغطية كافة معلومات التقارير المتكاملة في ظل غياب المعايير المناسبة للتطبيق التي من شأنها تعمل على تنظيم وتوجيه الممارسات المحاسبية بشأن التقارير المتكاملة.

وفقاً للسياق السابق، يمكن للباحث القول، على الرغم من أن التقارير المتكاملة هي تطور حديث العهد في مجال المحاسبة والإفصاح، إلا أن الأدلة بدأت تظهر بعض الفوائد والعوائد والمناخ الاقتصادية الإيجابية المرتبطة بتطبيق تلك التقارير من قبل الشركات، منها ما هو داخلياً، والتي تتعلق بقرارات تخصيص الموارد الداخلية المتاحة، وزيادة المشاركة مع أصحاب المصالح، وانخفاض المخاطر، والسمعة الجيدة للشركة، ومنها ما هو خارجياً، والتي تتعلق بتلبية الاحتياجات المتزايدة لأصحاب المصالح من الحصول إلى جانب المعلومات المالية، على معلومات عن البيئة المحيطة بالشركة، ومعلومات اجتماعية، ومعلومات عن نموذج الحوكمة التي تطبقه الشركة، وإدارة المخاطر التنظيمية التي تتمثل في الإجراءات التي تتخذها الشركة للاستجابة إلى متطلبات أسواق المال والمتطلبات التشريعية الأخرى.

تجدر الإشارة في هذا المقام، أن مجموعة كبيرة من الدراسات الأكاديمية (*Girella et al., 2019; Iredele, 2019; Gerwanski et al., 2018; Joshi, 2018; Ofoegbu et al., 2018; Buitendag et al., 2017; Fasan & Mio, 2017; Fernando et al., 2017*) تناولت العديد من النظريات المفسرة لتبني إعداد التقارير المتكاملة من قبل الشركات بشكل اختياري، فوفقاً لنظرية الوكالة *Agency Theory* يمكن أن تساعد التقارير المتكاملة في تخفيض عدم تماثل المعلومات فيما بين مديري الشركات وأصحاب المصالح بتلك الشركات، ومن ثم الحد من تكلفة الوكالة، ووفقاً لنظرية أصحاب المصالح *Stakeholder's Theory* يمثل الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بشكل اختياري إحدى الوسائل الهامة لإدارة علاقات قوية مع أصحاب المصالح، حيث تساعد معلومات تلك التقارير على تقييم القيمة الاقتصادية للشركة وقدرتها على الحفاظ عليها، أما فيما يتعلق بنظرية الإشارة *Signalling Theory* والنظرية الشرعية *Legitimacy Theory*، فإن تبني الشركة إعداد التقارير المتكاملة إنما يرسل إشارة واضحة إلى الأسواق والمنافسين، بأن الشركة تتخذ خطوات وإجراءات جادة نحو تلبية والوفاء باحتياجات وتوقعات مختلف أصحاب المصالح، وذلك من خلال تقديم معلومات ذات جودة مرتفعة، لأغراض تحسين سمعتها وزيادة شرعيتها فيما بين أصحاب المصالح. أما من وجهة نظر افتراضات النظرية المؤسسية *Institutional Theory* التي تقوم على ضرورة أن تتوافق الشركة مع القواعد والإجراءات والمعايير السائدة في بيئتها المؤسسية التي تعمل فيها، حيث يمكن أن تتعرض أعمال الشركة لتأثيرات من أصحاب المصالح الخارجية كالحكومات والمنظمات والهيئات التنظيمية، وأن التزام الشركة بالنظم والقواعد الرسمية يكسبها الشرعية فيما بين أصحاب المصالح، فإن هذا الأمر يتضح من خلال الدور الهام والفعال الذي لعبته (*IIRC*) في نمو وتطوير والانتشار السريع للتقارير المتكاملة بين عدد كبير من الشركات الكبيرة سواء تلك التي أصدرتها بالفعل، أو تلك التي تخطط لإصدارها في الوقت الراهن.

أما على صعيد الأدبيات الأكاديمية التي إنطوى عليها الفكر المحاسبي التطبيقي والتي اهتمت بدراسة العواقب الاقتصادية لجودة الإفصاح المحاسبي وفقاً للتقارير المتكاملة، حيث يتم تفسير جودة الإفصاح بأنها القدرة على توفير معلومات ذات منفعة لكافة مستخدمي تلك المعلومات تفيد بشأن اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، توصل الباحث إلى أن العديد من تلك الأدبيات قد أخذت مجالات رؤية متنوعة في دراستها وتحليلها للعواقب الاقتصادية على الشركات المرتبطة بجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة. كما أن معظم تلك الأدبيات اعتمدت في جانبها التطبيقي على بيانات أرشيفية للتقارير المتكاملة عن الشركات في جنوب أفريقيا، كنتيجة لإلزام بورصة جوهانسبرج، الشركات المسجلة لديها بالإفصاح عن تقاريرها المتكاملة بداية من مارس 2010 وفقاً لمبادئ حوكمة الشركات الواردة بقانون (King III) في جنوب أفريقيا، ذلك القانون الذي يقدم إطاراً لحوكمة الشركات إلى جانب قضايا الاستدامة التي لها تأثير على أعمال الشركة وأدائها المالي (Laptes & Sofian, 2016). ولأغراض هذه الدراسة، سوف يتناول الباحث أهم تلك الأدبيات في نطاق ما يخدم متطلبات الدراسة الحالية.

فمن خلال مراجعة وتحليل الأدبيات السابقة المرتبطة بدراسة العلاقة بين جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للمنشأة، استخلص الباحث نوعين من النتائج التجريبية المتعارضة عند تفسير تلك العلاقة، فقد توصلت بعض الدراسات (Pavlopoulos et al., 2019; Cosma et al., 2016; Lee & Yeo, 2018) إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة معنوية بين جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للمنشأة، ويستند أنصار تلك الدراسات في تبريرهم لطردية العلاقة السابقة، إلى أن اتباع الشركة للإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة سيكون له تأثير إيجابي كبير على أصحاب المصالح بالشركة، حيث أنه بارتفاع مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، سيؤدي الأمر بطبيعة الحال إلى تحسين نوعية المعلومات المتاحة لأصحاب المصالح، مما يتيح لهم تفسيرات هامة بشأن توزيع رأس المال على نحو أكثر كفاءة، وتقديم معلومات أفضل للعلاقات المتشعبة بين استراتيجية الشركة وطرق أدائها لأعمالها بغرض خلق قيمة اقتصادية للشركة. في حين، توصلت دراسة (Bijlmakers, 2018) إلى عدم خطية العلاقة بين جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين القيمة السوقية للمنشأة، أي عدم وجود ارتباط مباشر بين ارتفاع (انخفاض) مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وبين ارتفاع (انخفاض) القيمة السوقية للمنشأة.

كذلك، من خلال مراجعة وتحليل الأدبيات السابقة المرتبطة بدراسة العلاقة بين جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ودقة تنبؤات المحللين الماليين عن أداء الشركة، توصلت دراسة (Zhou et al., 2017) التي أجريت على عينة شملت 443 مشاهدة من الشركات المسجلة ببورصة جوهانسبرج بجنوب إفريقيا خلال الفترة (2009-2012)، إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين دقة تنبؤات المحللين الماليين عن أداء الشركة، أي أن ارتفاع (انخفاض) مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) أخطاء التنبؤ من قبل المحللين الماليين، وهو ما يشير إلى أن الخصائص الجديدة والفريدة للتقارير المتكاملة تعتبر ذات أهمية كبيرة بالنسبة للمحللين الماليين في تقييمهم للأداء اللاحق للشركة. كذلك، قدمت الدراسة دليلاً إضافياً على وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين تكلفة التمويل، وكانت تلك العلاقة أكثر قوة في الشركات التي تتمتع بمتابعة منخفضة من قبل المحللين الماليين، مما يشير إلى أن المستوى المرتفع من جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يظهر أكثر وضوحاً في البيئات

التي تتصف بنقص شديد في توافر المعلومات. وفي هذا السياق، قامت دراسة (Bernardi & Stark, 2015) ببحث العلاقة بين مستويات الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وبين دقة تنبؤات المحللين الماليين، على عينة من الشركات المسجلة ببورصة جوهانسبرج بجنوب إفريقيا خلال فترتين مختلفتين قبل وبعد التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة، وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين مستويات الإفصاح عن الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي وبين دقة تنبؤات المحللين الماليين للشركات الممثلة في عينة الدراسة في الفترة قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة، في حين كانت تلك العلاقة سالبة وذات دلالة معنوية في الفترة بعد التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة.

استكمالاً لهذا السياق، ومن خلال مراجعة وتحليل الأدبيات السابقة المرتبطة بدراسة العلاقة بين جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وعدم تماثل المعلومات، استخلص الباحث رأيين متعارضين لتفسير تلك العلاقة، حيث يرى أنصار الرأي الأول، أن تطبيق الشركات للتقارير المتكاملة وارتفاع مستوى جودة الإفصاح عن المعلومات المالية ودمجها وتكاملها مع المعلومات المالية، يساعدها في تخفيض مشكلة الوكالة، وتخفيض عدم التأكد بشأن الأداء طويل الأجل، وتحسين منفعة المعلومات بالنسبة للمستثمرين. وقد أيدت النتائج التجريبية لدراسة (García-Sánchez & Noguera-Gómez, 2017) التي أجريت على عينة شملت 995 شركة من 27 دولة خلال الفترة (2009-2013)، ما يتوقعه أصحاب هذا الرأي، حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين مستويات جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين عدم تماثل المعلومات. كذلك، استنتجت دراستي (Yusuf, 2018; Akker, 2017) أن إطار التقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC)، له علاقة عكسية مباشرة مع عدم تماثل المعلومات. وعلى النقيض من ذلك، يرى أنصار الرأي الثاني، أن التقارير المتكاملة لن يكون لها تأثير واضح على تخفيض عدم تماثل المعلومات، نظراً للمخاطر والتحديات التي تواجهها الشركات نتيجة الإفصاح عن التقارير المتكاملة، مما قد يعوق ذلك تحقيق الفوائد والمنافع المرجوة منها. وقد اتفقت مع توقعات أصحاب هذا الرأي، النتائج التجريبية لدراسة (Martinez, 2016) التي أجريت على عينة من 124 شركة دولية متعددة الجنسيات خلال الفترة (2011-2015)، حيث قدمت تلك الدراسة دليلاً تطبيقياً على أن عدم تماثل المعلومات لا يرتبط بعلاقة خطية جوهرية مع مستويات جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.

3. مراجعة وتحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة:

تحقيقاً للأهداف البحثية التي تسعى إليها الدراسة الحالية، يعتمد الباحث في هذا القسم من الدراسة، على مراجعة وتحليل أهم الاسهامات العلمية التي قدمتها أدبيات الفكر المحاسبي التطبيقي المعاصرة، التي اهتمت بدراسة العواقب الاقتصادية لجودة الإفصاح المحاسبي وفقاً للتقارير المتكاملة، وذلك من خلال دراسة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، وصولاً منها إلى بناء وصياغة فروض الدراسة الحالية في صورتها البديلة على أساس أكاديمي ومرجعي، وذلك على النحو التالي:

1/3 الدراسات المتعلقة بتأثير جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية:

يعتبر من أشهر التعاريف التي وضعت لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية وأكثرها انتشاراً واستخداماً من قبل الأكاديميين والباحثين، ذلك التعريف الذي قدمته دراسة (Roychowdhury, 2006)، حيث عرفتها بأنها: "انحراف تصرفات الإدارة عن الممارسات التشغيلية العادية، لتحقيق الأرباح المستهدفة بشكل يبدو بأنها قد تحققت من خلال الأنشطة الاقتصادية الحقيقية المؤداة، بغرض تضليل بعض أصحاب المصالح دون غيرهم".

تعتمد ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على تركيز إدارة الشركة على استخدام المتغيرات الحقيقية التي تتضمن اتخاذ إجراءات وقرارات إدارية وتشغيلية حقيقية ومتعمدة، والتي تدخل في نطاق سلطاتها وترها مناسبة لإعادة هيكلة عمليات الشركة، وذلك للتحكم في توقيت حدوث بعض الأنشطة أو العمليات سواء كانت متعلقة بالانتاج، الاستثمار، توقيت المبيعات، وتوقيت بيع الأصول، وذلك عن طريق تأجيل عمليات مالية معينة لفترة مالية تالية، أو تقديم عمليات كان ينبغي حدوثها في فترة مالية تالية، مثل تأجيل أو تقديم عمليات بيع أو شراء أو استثمار، أو تخفيض بعض النفقات الاختيارية كالنفقات البيعية، النفقات الإدارية والعمومية، نفقات الدعاية والإعلان، ونفقات البحث والتطوير.

تلجأ إدارة الشركة غالباً إلى ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية من خلال هيكلة المعاملات الاقتصادية الحقيقية والتلاعب في التوقيتات والحجم، وذلك في حالة إحكام المعايير المحاسبية وانخفاض مرونتها، وكذلك في ظل تشديدات الهيئات التنظيمية وإجراءات الحوكمة وتزايد الدعاوى القضائية. في هذا السياق، يرى الباحث، أن اعتماد إدارة الشركة على مثل هذه الممارسات الإدارية والتشغيلية المضللة، تتأثر بها المعلومات المحاسبية وبخاصة المرتبطة بقائمة التدفقات النقدية، مما يؤدي بدوره إلى التأثير السلبي على صافي التدفقات النقدية من الأنشطة المختلفة، ومن ثم على القيمة الاقتصادية للشركة في الأجل الطويل، وهو الأمر الذي يجب أن تنتبه له إدارات الشركات، فضلاً عن ضرورة إيجاد الآليات المناسبة التي تضمن تقييد أو الحد من مثل تلك الممارسات.

يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية. ومن خلال مراجعة واستقراء أهم الأدبيات التي تضمنها الفكر المحاسبي التي اهتمت بمجال التقارير المتكاملة، تبين للباحث ندرة شديدة في البحوث والدراسات المحاسبية السابقة، التي اهتمت بدراسة العلاقة التأثيرية بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ومستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، حيث لم يحظ قياس وتحليل وتفسير تلك العلاقة التأثيرية الاهتمام الكافي من جانب الأدبيات المحاسبية، الأمر الذي ينم على إغفال واضح من قبل الأكاديميين والممارسين للمهنة، على دراسة وتحليل الاهتمام المتزايد لإدارات الشركات بجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة باعتبارها أحد المحددات أو العوامل المؤثرة التي قد تفسر التغير والاختلاف في مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية كأحد العواقب الاقتصادية للتقارير المتكاملة، ولم يتكشف للباحث سوى دراسة محاسبية تطبيقية واحدة فقط (Shirabe & Nakano, 2019) - في حدود علم الباحث وإطلاعه - قد تناولت تلك العلاقة التأثيرية بالدراسة والتحليل، إلا أنها تمت في بيئة أجنبية، حيث أجريت على عينة كبيرة من الشركات اليابانية شملت 45313 مشاهدة خلال الفترة

من أعوام (2004-2017). وقد توصلت الدراسة السابقة، إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وهو ما يشير إلى أن انخفاض مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، سوف يعكس وبشكل دائم الارتفاع في مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة. وقد أشارت الدراسة، أن عكسية العلاقة التأثيرية السابقة، تتفق مع وجهة النظر القائلة بأن خصائص التقارير المتكاملة، تغرس تدريجياً التفكير المتكامل *Integrated Thinking* داخل الشركة، وتعزز من اتخاذ القرارات مع التركيز على المدى الطويل، إلى جانب أنها تؤدي إلى ممارسات لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية أكثر تحفظاً. كذلك أشارت الدراسة السابقة، إلى أن تأثير التقارير المتكاملة على ممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية سوف يظهر أكثر وضوحاً وقوة بعد عامين تقريباً أو أكثر بعد تقديم الشركة لتقاريرها المتكاملة.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، يمكن للباحث القول بأن هذه العلاقة التأثيرية تحتاج إلى مزيد من التمحيص والتحري، وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية. وتتوقع الدراسة الحالية، أن مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بالشركات الممثلة في عينة الدراسة، سوف يتأثر بشكل سلبي ومعنوي بمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الأول الذي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha1: "يوجد تأثير سلبي معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بالشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري".

2/3 الدراسات المتعلقة بتأثير جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية:

يحظى مفهوم تكلفة رأس المال *Cost of Capital* بأهمية كبيرة سواء في الأدب المحاسبي والتمويلي أو على مستوى الممارسة العملية، باعتباره من العناصر الرئيسية لنجاح وبقاء واستمرار الشركة في دنيا الأعمال، وكذلك لتقييم جودة قراراتها الاستثمارية، وتوجيه أموالها نحو الاستثمارات التي تحقق قيمة مضافة للشركة (Rusticus, 2019). ويرتبط أى قرار مالى يتعلق بتمويل أى جانب من جوانب النشاط الاستثمارى الذى تقوم به الشركة، ببعدين أساسيين يجب أخذهم بعين الاعتبار، أولهما العائد المتوقع تحقيقه جراء استثمار هذه الأموال، وثانيهما تكلفة هذه الأموال المستثمرة فى النشاط أو المشروع الاستثمارى. وتواجه الشركات بمجموعة من القرارات الاستثمارية التى يجب عليها المفاضلة بينها واختيار القرار الذى يوجه الموارد المالية للشركة إلى استخدامات مجدية وذات عائد اقتصادى، ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد، بل يجب أن يغطى هذا العائد التكلفة التى ستحملها الشركة فى سبيل توفير التمويل اللازم لتنفيذ القرار الاستثمارى الذى تم اختياره، وبشكل أكثر إيضاحاً، فإن تكلفة رأس المال تعتبر من أهم المتغيرات التى يتوقف عليها قبول أو رفض المشروع الاستثمارى (أحمد، 2018).

جدير بالذكر، فإن تكلفة التمويل بالملكية تعبر عن معدل العائد المتوقع الذى يرغب المستثمرون فى تحقيقه على استثماراتهم فى الأسهم العادية للشركة، حيث يتم استخدام هذا المعدل على نطاق واسع كمؤشر فى التقييم والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية، وتقدير علاوة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فى الأسهم.

يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية كأحد العواقب الاقتصادية للتقارير المتكاملة. وبمراجعة أهم أدبيات الفكر المحاسبي التطبيقي المرتبطة بهذا المجال، توصل الباحث إلى أن الأدلة التجريبية للدراسات السابقة لم تسفر عن نتائج حاسمة، حيث تم رصد وجهتي نظر متعارضة في تفسير العلاقة التأثيرية بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين تكلفة التمويل بالملكية.

يرى أنصار وجهة النظر الأولى، أن هناك تأثير سلبي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية، فقد وجدت بعض الدراسات (Vitolla et al., 2019; Zhou et al., 2017; Zhou, 2014) أدلة تطبيقية تدعم وجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية، ويستند أصحاب هذا الرأي بشأن سلبية العلاقة التأثيرية السابقة، على أن الشفافية وتحسين بيئة المعلومات من خلال ارتفاع مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، قد يؤدي إلى خفض تكلفة التمويل بالملكية من خلال انخفاض مخاطر المعلومات والحد من أخطاء التقدير، والتقليل من حالة عدم التأكد بشأن الأداء المستقبلي للشركة، حيث أن التقارير المتكاملة تتيح لمقدمي رأس المال فهم استراتيجية الشركة ونموذج أعمالها، وكذلك كيفية خلق القيمة مع مرور الزمن، إذ ينص المبدأ الأول الخاص بالتركيز على الاستراتيجية والتوجه المستقبلي كأحد المبادئ الرئيسية للإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة الصادر عن (IIRC)، على ضرورة أن تقدم التقارير المتكاملة نظرة ثاقبة عن استراتيجية الشركة ومدى ارتباطها بقدرة الشركة على خلق القيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل، واستخدامها لمختلف أشكال رؤوس الأموال، ومن ثم فإن التقارير المتكاملة ستساعد المستثمرين في تقدير وتقييم العائد والمخاطرة، مما يقلل من معدل العائد المتوقع الذي يرغب المستثمرون في تحقيقه على استثماراتهم، وهو ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل بالملكية، وهذا الأمر يتسق بطبيعة الحال مع فكرة مؤداها أن المستثمرين يكونوا على استعداد لقبول معدل عائد لاستثماراتهم أقل من المتوقع الذي يرغبونه في سبيل تخفيض مخاطر المعلومات وأخطاء التقدير. فضلاً عن ما سبق، فإن الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة، نص على أن تلك التقارير تهدف بشكل واضح إلى تعزيز المساءلة والإشراف على الأشكال المختلفة لرأس مال الشركة، وتعزيز فهم الترابط فيما بينهم، مما يعني أن التقارير المتكاملة تعمل كألية هامة للرقابة على سلوك وتصرفات مديري الشركات، حيث سيكونوا أكثر مسئولية عن تصرفاتهم الإدارية وأكثر حذراً من خلال توجيههم نحو الاستثمار في المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة، والحد من الاستثمار في مشروعات قد تؤدي إلى تدهور قيمة الشركة، وهو الأمر الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض تكلفة التمويل بالملكية.

يرى أنصار وجهة النظر الثانية، أنه لا يوجد تأثير مباشر بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين تكلفة التمويل بالملكية، فقد توصلت دراستي (Hsiao et al., 2018; Barth et al., 2017a) إلى أن ارتفاع أو انخفاض تكلفة التمويل بالملكية لا يتأثر بشكل مباشر بمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، إلا أن هذا التأثير قد يحدث بشكل غير مباشر بدلالة عدم تماثل المعلومات، على اعتبار أن الإفصاح بصفة عامة يمكن أن يستخدمه مديرو الشركات في الحد من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة وبين مستخدمي المعلومات، وكذلك بين المستخدمين الداخليين والخارجيين لتلك المعلومات، مما قد يؤدي إلى حدوث انخفاض كبير في تكلفة التمويل بالملكية.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات السابقة المعنية بتحري تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية، يمكن للباحث القول بأن الجدل الأكاديمي ما زال مطروح بشأن اتجاه ودلالة تلك العلاقة التأثيرية المتقلبة وغير المستقرة، مما تحتاج إلى مزيد من التمحيص والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض، وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية، مما قد يقلل من الجدل المستمر المثار حولها. وتتوقع الدراسة الحالية، أن تكلفة التمويل بالملكية بالنسبة للشركات الممتلئة في عينة الدراسة، سوف تتأثر بشكل سلبي ومعنوي بمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الثاني الذي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₂: "يوجد تأثير سلبي معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية بالشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري".

3/3 الدراسات المتعلقة بتأثير جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة الأسهم:

تكتسب سيولة الأسهم أهمية كبيرة لكل من المستثمرين والشركات المصدرة للأسهم، حيث أن ارتفاع سيولة الأسهم تمكن المستثمرين من إمكانية بيعها بسعر مرتفع، كما أن النظريات المستندة إلى الأداء التشغيلي *Operating Performance Based Theories* تؤكد أن سيولة الأسهم تؤثر بشكل مباشر على أداء الشركة وربحيتها، وبالتالي تؤثر على قيمة الشركة، وكذلك تؤثر بشكل غير مباشر على تخفيض تكلفة رأس المال، وذلك كنتيجة لزيادة حصيلة الإصدار، والتي قد ترجع إلى ارتفاع سيولة الأسهم (Nguyen et al., 2016).

جدير بالذكر، ففي ظل المستويات المرتفعة من عدم تماثل المعلومات، يحاول المستثمرون تجنب مشكلة الاختيار العكسي *Adverse Selection*، عن طريق خفض السعر الذين هم على استعداد لدفعه مقابل سهم الشركة كأحد أشكال حماية الأسعار، وهو ما يقلل من إمكانية التفاوض، نتيجة حدوث هامش سعري كبير بين سعر طلب الشراء وسعر عرض البيع في سوق الأسهم، وكلما زاد الهامش السعري كلما انخفضت سيولة الأسهم (Carvalho & Murcia, 2016).

انطلاقاً من أهمية سيولة الأسهم بالنسبة للمستثمرين والشركات المصدرة، فقد توالت جهود الأكاديميين والباحثين في العديد من الدراسات، للكشف عن المحددات أو العوامل التي قد تؤثر على سيولة الأسهم، وكان من أهمها تطبيق إعداد التقارير المتكاملة. ولذلك، يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة الأسهم كأحد العواقب الاقتصادية للتقارير المتكاملة. ومن خلال مراجعة الأطر النظرية والأدلة التجريبية للأدبيات المحاسبية التي تناولت فحص وتحليل ودراسة تلك العلاقة التأثيرية، توصل الباحث إلى أن تلك الدراسات (Yusuf, 2018; Barth et al., 2017a; Barth et al., 2017b; Akker, 2016)، قد تبنت خطأً فكرياً واحداً تجاه تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة الأسهم، حيث يقضى بوجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة الأسهم، وخاصة في ظل وجود متغيرات حاكمة معينة مثل: حوكمة الشركات، أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات، جودة الأرباح، ودرجة التعقد التنظيمي للشركة. كما أكدت أدلتها التجريبية، أن سيولة الأسهم، سوف تعكس وبشكل دائم الارتفاع في مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة. وقد أشارت تلك

الدراسات في إطار تنفيذها لطردية العلاقة التأثيرية السابقة، أنه نظراً لأن التقارير المتكاملة تتعامل مع رؤوس الأموال التي يصعب تحديدها وتحتوى على معلومات تطلعية تفتقر إلى اليقين، فقد يؤثر ارتفاع مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة الأسهم، عن طريق تحفيز المستثمرون للحصول على عوائد إضافية من خلال القيام بمزيد من التداولات الإضافية على أسهم الشركة.

في هذا الصدد، وكما أن دراسات الأدب المحاسبى (Yusuf, 2018; García-Sánchez & Noguera-Gámez, 2017, Akker, 2016) أثبتت أدلتها النظرية والتجريبية أن هناك علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين مستويات جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين عدم تماثل المعلومات كما أشار الباحث سلفاً، فإنه من الثابت أيضاً وتماشياً مع أظهرته دراستى (Leuz & Wysocki, 2016; Tao, 2015) أن عدم تماثل المعلومات هو أحد المحددات أو أحد العوامل التفسيرية لسيولة الأسهم.

وبهذا الشكل، نفترض الدراسة الحالية أن تحسن جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، يؤدي إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات، وزيادة سيولة الأسهم، ومن ثم تتوقع الدراسة الحالية وجود تأثير إيجابي معنوي بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وسيولة أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، علماً بأن الدراسة الحالية ستتبنى مقياس متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات، والذي يمثل الفرق بين أعلى طلب شراء لسهم الشركة (وهو يمثل بالنسبة للمستثمر السعر الذي يرغب شراء السهم به وبالنسبة للبائع أدنى سعر على استعداد للبيع به) وبين أعلى عرض بيع لسهم الشركة (وهو يمثل بالنسبة للمستثمر السعر الذي يرغب بيع السهم به وبالنسبة للمشتري أدنى سعر على استعداد لدفعه) (Akker, 2016)، حيث يرتبط هذا المقياس ارتباطاً وثيقاً بظاهرة عدم تماثل المعلومات، فقد يلجأ صناع السوق أو المنظمون إلى وضع سعر للشراء منخفض جداً، وسعر للبيع مرتفع جداً، وبالتالي زيادة الهامش السعري للحد من التعامل في الأسهم التي يحيط بها ظاهرة عدم تماثل المعلومات، وذلك لمنع التعامل عليها، بما قد يؤدي إلى انخفاض الإقبال على تداول تلك الأسهم، بالشكل الذي ينعكس سلباً على سيولتها (فودة، 2017)، ومن ثم يرتبط متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم بعلاقة طردية مع عدم تماثل المعلومات، وبالعلاقة عكسية مع سيولة الأسهم. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الثالث الذي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₃: "يوجد تأثير إيجابي معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة أسهم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري".

4/3 الدراسات المتعلقة بتأثير جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم:

يتمثل العائد غير العادي لسهم الشركة في الفرق بين العائد الفعلي المحقق للسهم خلال فترة زمنية معينة، وبين العائد المتوقع للسهم الذي كان يطمح المساهمون والمستثمرون في تحقيقه خلال نفس الفترة الزمنية والذي يأخذ في الاعتبار درجة المخاطر المنتظمة *Systematic Risk* غير القابلة للتنوع. يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم كأحد العواقب الاقتصادية للتقارير المتكاملة. وبمراجعة أدبيات

الفكر المحاسبي التطبيقي المرتبطة بهذا المجال، تبين للباحث أن الأدلة التجريبية للعديد من تلك الأدبيات أسفرت عن نتائج غير حاسمة، بل شابها التناقض والتباين الواضح فيما بينها. فقد توصلت دراساتى (Pavlopoulos et al., 2019; Cosma et al., 2018) إلى وجود تأثير إيجابى ذو دلالة معنوية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم. وعلى النقيض من ذلك، وجدت دراسة (Dube, 2017) دليل تطبيقي يدعم وجود تأثير سلبى ذو دلالة معنوية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم. فى حين، تبنت العديد من الدراسات (Willows & Rockey, 2018; Yusuf, 2018; Akker, 2016; Meijden, 2016) خطأً فكرياً واحداً تجاه العلاقة التأثيرية بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والعوائد غير العادية للأسهم، حيث يقضى بعدم وجود تأثير لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم، حيث أكدت أدلتها التجريبية أن ارتفاع أو انخفاض العوائد غير العادية للأسهم لا يتأثر بشكل مباشر بمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة. وفى إطار تنفيذ عدم خطية العلاقة التأثيرية السابقة، أشارت دراسة (Rensburg & Botha, 2014) إلى أن تلك النتيجة السابقة التى تم التوصل إليها، قد تكون إما بسبب أن المعلومات تنعكس فى سعر السهم سواء قبل أو بعد إصدار التقرير المتكامل، أو إما بسبب أن التقرير المتكامل لا يستخدم كتقرير أساسى يستند عليه فى قرارات شراء وبيع الأسهم من قبل المستثمرين.

بهذا الشكل، وفى ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحرى تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم، تبين للباحث أن الجدل بين الأكاديميين والممارسين للمهنة ما زال سارياً حول اتجاه تلك العلاقة التأثيرية المتذبذبة وغير المستقرة، مما تحتاج إلى مزيد من التحييص والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض، وبخاصة فى البيئة المحاسبية المصرية، مما قد يقلل من الجدل المستمر المثار حولها. وتتوقع الدراسة الحالية، أن العوائد غير العادية لأسهم الشركات الممثلة فى عينة الدراسة، سوف تتأثر بشكل إيجابى أو سلبى ومعنوى بمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بحسب نتائج الدراسة التطبيقية. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الرابع الذى تستند عليه الدراسة الحالية فى صورته البديلة، فى العبارة التالية:

Ha4: " يوجد تأثير معنوى لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة فى سوق الأسهم المصرى".

4. مشكلة وتساؤلات الدراسة واشتقاق الفجوة البحثية:

اشتقت فروض الدراسة الحالية بغرض فحص تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (كمتغير مستقل) على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم (كمتغيرات تابعة). وقد تكشّف للباحث فى ضوء ما ما انتهت إليه الدراسة النظرية وبعد مراجعة وتحليل الدراسات المتعلقة بالعلاقات التأثيرية بين المتغيرات البحثية، محدودية فى البحوث والدراسات المحاسبية السابقة وبخاصة فى البيئة المحاسبية المصرية، التى اهتمت بدراسة العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وذلك من حيث اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، خاصة بعد أن أسفرت

الأدلة التجريبية لمعظم تلك البحوث والدراسات القليلة عن نتائج متذبذبة وغير حاسمة، إلى جانب أن أغلبيتها قد اعتمدت في جانبها التطبيقي على بيانات مستخرجة من شركات تنتمي لبيئات أجنبية تختلف في خصائصها وسماتها وطبيعتها القانونية والاقتصادية والثقافية عن خصائص بيئة الأعمال المصرية كأحد أفضل الاقتصاديات نمواً بين الأسواق الناشئة.

بهذا الشكل، يظهر جلياً وجود فجوة بحثية لم يتم تغطيتها حتى الآن، وقد أخذ الباحث على عاتقه تقليل تلك الفجوة، من خلال تحرى واختبار هذه التأثيرات المحاسبية قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة في بيئة الأعمال المصرية، بغرض تقديم أدلة تفسيرية وقرائن عملية مبكرة عن وجودها واتجاهها وقوتها ودلالاتها، لعينة مختارة من الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرى.

وهكذا، يمكن للباحث صياغة عناصر مشكلة الدراسة الرئيسية من خلال التساؤلات التالية:

1/4 هل هناك تأثير معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بالشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرى؟، وإذا ما وجد هذا التأثير، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته؟.

2/4 هل هناك تأثير معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية بالشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرى؟، وإذا ما وجد هذا التأثير، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته؟.

3/4 هل هناك تأثير معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة أسهم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرى؟، وإذا ما وجد هذا التأثير، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته؟.

4/4 هل هناك تأثير معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرى؟، وإذا ما وجد هذا التأثير، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته؟.

5. أهداف الدراسة:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة الحالية واشتقاق الفجوة البحثية، يسعى الباحث لتحقيق الهدف الرئيسى التالى: دراسة علاقات الانحدار الممثلة بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (كمتغير مستقل) وبين العواقب الاقتصادية المرتبطة بهذا المستوى من جودة الإفصاح، من حيث مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم (كمتغيرات تابعة)، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الرقابية التى قد يكون لها تأثير محتمل على المتغيرات التابعة.

وصولاً لتحقيق هذا الهدف، تسعى الدراسة الحالية إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية.

2/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، على تكلفة التمويل بالملكية.

3/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، على سيولة الأسهم.

4/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، على العوائد غير العادية للأسهم.

6. أهمية الدراسة:

تستقى الدراسة الحالية أهميتها من خلال كونها من أوائل الدراسات العربية والمحلية، التي تسعى إلى تضيق الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي، من خلال تقديمها دليلاً تطبيقياً وعملياً مبكراً من بيئة الأعمال المصرية، عن تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العواقب الاقتصادية المرتبطة بهذا المستوى من جودة الإفصاح، من حيث مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، وذلك من خلال بناء وتوصيف وتقدير أربعة نماذج محاسبية متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، مع الدعم التطبيقي على عينة قوامها 63 شركة مساهمة غير مالية مقيدة في سوق الأسهم المصري خلال نطاق فترة الدراسة من عام 2013 وحتى عام 2018، مع إمكانية الاستفادة على المستوى الأكاديمي، وكذلك على مستوى الممارسة العملية للكليات والجهات المعنية المهمة بمجال الدراسة، من استعراض وتحليل النتائج التي توصل إليها الباحث من خلال دراسته النظرية والتطبيقية.

7. قيود الدراسة:

تخضع الدراسة الحالية للقيود التالية:

1/7 القيود الجغرافية:

اقتصر الجانب التطبيقي للدراسة الحالية على الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري، وهي تلك الشركات التي تتزايد بها دوافع القيام بممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (المتغير التابع الأول بالدراسة) (Khalil & Ozkan, 2016)، ودون أن تمتد الدراسة لغيرها من الشركات المالية، حيث استبعدت الشركات المدرجة في قطاعات البنوك والخدمات المالية باستثناء البنوك، لما لهذه الشركات من طبيعة خاصة للعمليات التي تزاولها عن تلك التي تزاولها منشآت الأعمال الأخرى والتي تقتضى معها معالجات خاصة لكل نوعية منها، فضلاً عن اختلاف بيئة إعداد التقارير المالية ومكوناتها عن بقية القطاعات النوعية الأخرى.

2/7 القيود الزمنية:

فرض التحليل الإحصائي للدراسة الحالية، قيام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية تركز في قياسها لمتغيرات الدراسة، على تحليل البيانات المالية الفعلية السنوية (متضمنة بيانات التداول وأسعار وعوائد الأسهم) للشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري والممثلة في عينة الدراسة، وذلك خلال نطاق فترة الدراسة (2013-2018). وكنتيجة لاحتمالية عدم الاتساق الهيكلي لتلك البيانات، أو نظراً لعدم تماثل الظروف الاقتصادية السائدة في كل سنة مالية عن غيرها من السنوات المالية الأخرى داخل النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة، خاصة في ظل الأحداث السياسية التي مرت بها البلاد خلال تلك الفترة، فإن الباحث يعلم تماماً أن ذلك الأمر، قد يشكل أحد القيود التي تؤثر سلباً في بعض الحالات على دقة النتائج.

3/7 القيود الموضوعية:

استندت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لمتغيرات الدراسة لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على عدة نماذج للقياس دون أن تمتد الدراسة لغيرها من نماذج القياس الأخرى، وهو الأمر الذي يعلمه الباحث تماماً أنه قد يؤدي في بعض الأحوال إلى نتائج مختلفة في حالة الاعتماد على نماذج قياس أخرى بديلة. فقد استندت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لمستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (المتغير التابع الأول بالدراسة)، على مؤشر تجميعي *Aggregate Index* يتضمن تجميعاً لثلاثة مقاييس مختلفة تمثل قيم المستويات غير العادية لكل من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، تكاليف الإنتاج، والتدفقات الاختيارية، وهو ما يتماشى مع الخط الفكري للعديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعاصرة. كما استندت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لتكلفة التمويل بالملكية (المتغير التابع الثاني بالدراسة)، على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية *The Capital Asset Pricing Model (CAPM)*، كأحد أكثر النماذج الاقتصادية شيوعاً واستخداماً في العديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعاصرة كمقياساً ملائماً لقياس تكلفة التمويل بالملكية. كذلك، استندت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لسيولة الأسهم (المتغير التابع الثالث بالدراسة)، على مقياس متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم، كأحد أشهر المقاييس المستخدمة في الدراسات التجريبية المعاصرة للكشف عن سيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات. في حين، استندت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي للعوائد غير العادية للأسهم (المتغير التابع الرابع بالدراسة)، على استخراج الفرق بين معدلي العائد الفعلي والعائد المتوقع للأسهم، وذلك تماشياً مع العديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعاصرة والمعنية بقياس العوائد غير العادية لأسهم الشركات المقيدة في أسواق المال. بينما استندت الدراسة الحالية في قياسها لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير الرئيسي بالدراسة)، على مؤشر التقارير المتكاملة *Integrated Reporting Score (IR-SCORE)*، باعتباره يتناسب إلى حد كبير مع هذا النوع من الدراسات التطبيقية الذي تنتمي إليه الدراسة الحالية، ومع طبيعة الشركات في بيئة الأعمال المصرية، وبخاصة الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري المختارة كمجتمع لهذه الدراسة، حيث صمم هذا المؤشر استناداً إلى متطلبات إطار التقارير المتكاملة المحدد من قبل المجلس الدولي للتقارير المتكاملة (IIRC) الصادر في ديسمبر 2013.

4/7 القيود الفنية:

ركزت الدراسة الحالية على عدة أبعاد محاسبية مثلت بعض العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وذلك من حيث مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، دون أن تمتد لغيرها من العواقب الاقتصادية الأخرى، والتي يمكن أن تكون مجالاً خصباً لطرح للنقاش على نطاق واسع في الأدبيات المحاسبية المستقبلية، مثل: القيمة السوقية للمنشأة، الأداء المالي، التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية، دقة تنبؤات المحللين الماليين وقرارات المستثمرين، ونشاط سوق المال.

8. توصيف مجتمع وعينة ونطاق الدراسة التطبيقية ومصادر جمع البيانات:

هدفت الدراسة الحالية إلى تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، كحزمة من العواقب الاقتصادية المرتبطة بهذا المستوى من جودة الإفصاح. ولتحقيق هذا الهدف، حدد الباحث مجتمع الدراسة التطبيقية من جميع الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرى خلال نطاق فترة الدراسة، والذي يشمل بيانات مالية فعلية تمتد لست سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2013 وتنتهى في عام 2018. ولقد قام الباحث بانتقاء مفردات عينة الدراسة وفقاً لأسلوب العينة الحكمية، على أن يحكم اختيار الشركات التي تتضمنها تلك العينة خلال نطاق فترة الدراسة ولأغراض تحقيق التجانس فيما بينها، المعايير والشروط التالية:

1/8 أن تكون نهاية السنة المالية للشركة المختارة في نهاية ديسمبر من كل عام، ولأغراض توحيد واتساق القياس، ولمنع أى قصور أو ضعف قد يحدث عند مقارنة النتائج، ومن ثم تستبعد الشركات التي تعد قوائمها المالية في تاريخ آخر بخلاف ذلك.

2/8 أن تمسك الشركة المختارة حساباتها بالعملة المحلية (الجنيه المصرى)، وذلك لأغراض استبعاد تأثيرات تحويل القيم المالية والتغيرات في أسعار الصرف، ومن ثم تستبعد الشركات التي تمسك حساباتها بعملة بخلاف ذلك.

3/8 أن تتوفر للشركة المختارة وبصفة منتظمة خلال نطاق فترة الدراسة، كافة البيانات الفعلية اللازمة لحساب متغيرات الدراسة، ولأغراض إجراء الاختبارات البحثية، مع استبعاد أى مشاهدات مفقودة لأى متغير من متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة.

4/8 أن تكون الشركة المختارة قد مضى على قيدها في البورصة المصرية أكثر من ست سنوات (أى قيدت قبل بداية عام 2013 والذي يمثل أول عام للنطاق الزمنى المحدد لفترة الدراسة).

5/8 أن تتوفر للشركة المختارة القوائم المالية السنوية المستقلة خلال نطاق فترة الدراسة، لأنها تعكس الموقف المالى الحقيقى للشركة.

6/8 أن تنتمى الشركة المختارة إلى أحد القطاعات الاقتصادية² بسوق الأسهم المصرى الذى يتضمن كحد أدنى 8 شركات خلال نطاق فترة الدراسة، ولأغراض استبعاد التقديرات غير الدقيقة عند قياس مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (المتغير التابع الأول بالدراسة) (Baatour et al, 2017; Ferentinou & Anagnostopoulou, 2016).

طبقاً للمعايير والشروط السابقة، فقد بلغ إجمالى حجم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرى الممثلة في عينة الدراسة 63 شركة، تغطى خمسة قطاعات مختلفة من القطاعات الاقتصادية بسوق المال المصرى وهو ما يمثل 36% من مجتمع الدراسة البالغ 175 شركة مساهمة غير مالية مقيدة في سوق الأسهم المصرى حتى نهاية عام 2018.

وقد تراوح إجمالى عدد المشاهدات للشركات المساهمة غير المالية الممثلة في عينة الدراسة خلال النطاق المحدد لفترة الدراسة المتاحة للتحليل الإحصائى ما بين 376 مشاهدة و363 مشاهدة، وذلك بعد استبعاد بعض المشاهدات المفقودة لبعض متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة.

² نظراً لأن عام 2018 هو آخر النطاق الزمنى لفترة الدراسة الحالية، فقد اعتمدت الدراسة على الوضع المستخدم لتسكين الشركات بقطاعات السوق المصرى المعمول به حتى نهاية عام 2019، وذلك قبل قيام إدارة البورصة المصرية بعملية إعادة الهيكلة الشاملة التى طالت قطاعات السوق، مع إعادة تسكين الشركات في قطاعاتها المختلفة بناءً على نشاطها الرئيسى المولد للإيراد أو صافى الإيراد بحسب الأحوال، والتي تم بدء العمل بها مطلع العام 2020، والتي هدفت رفع كفاءة وزيادة عمق وتنافسية السوق المصرى.

يوضح الباحث من خلال الجدول [1]، توزيع الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري بحسب القطاعات الاقتصادية المنتمية إليها، ونسبة تمثيلها داخل عينة الدراسة:

جدول [1]

توزيع الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري بحسب القطاعات الاقتصادية ونسبة تمثيلها داخل عينة الدراسة

نسبة التمثيل داخل عينة الدراسة	حجم شركات عينة الدراسة	نوع القطاع
28.6%	18	التشييد ومواد البناء
15.9%	10	أغذية ومشروبات
15.9%	10	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
26.9%	17	العقارات
12.7%	8	سياحة وترفيه
100%	63	الإجمالي

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

اعتمد الباحث في جمع البيانات المالية الفعلية لمتغيرات الدراسة التطبيقية، التي تمتد لست سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2013 وتنتهي في عام 2018، فضلاً عن بعض البيانات المالية الأخرى التي تم جمعها لعام 2012 لأغراض قياس بعض المتغيرات البحثية، على التقارير والقوائم المالية السنوية والإيضاحات المتممة لها المنشورة على بعض قواعد البيانات بالمواقع الإلكترونية الرسمية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وتقارير مجلس الإدارة السنوية المرفقة بالقوائم المالية والمعدة وفقاً لأحكام المادة (40) من قواعد الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، وتقارير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين والمعدة وفقاً لأحكام المادة (30) من قواعد الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، وتقارير لجان المراجعة، وتقارير الإحصاءات السنوية للسوق الرئيسي الصادرة من مركز معلومات البورصة المصرية، والنشرات الدورية للهيئة العامة للرقابة المالية، وكذلك بعض المواقع الإلكترونية على شبكة الانترنت ذات الصلة مثل: موقع خبراء المال القابضة https://data.mec.biz/saudi_mec، وموقع البورصة المصرية www.egx.com.eg، وموقع معلومات مباشر www.mubasher.info.

9. بناء وتوصيف متغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبي:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة، ولأغراض تحقيق الأهداف البحثية، يمكن للباحث تحديد وتوصيف متغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبي، على النحو التالي:

1/9 المتغيرات التابعة للدراسة (العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة) -

:Dependent Variables

تمثل العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (من حيث مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم)، وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغيرات التابعة محل الاهتمام في الدراسة الحالية. وسوف يقدم الباحث في نطاق ما يخدم متطلبات الدراسة الحالية، عرضاً تفصيلياً لمنهجية القياس المحاسبي لتلك المتغيرات الأربعة، وذلك على النحو التالي:

1/1/9 المتغير التابع الأول للدراسة (مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية):

يمثل مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير التابع الأول محل الاهتمام في الدراسة الحالية. ولأغراض الدراسة الحالية، اعتمد الباحث في قياسه المحاسبي للاستدلال على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على مؤشر تجميعي يتضمن ثلاثة مقاييس مختلفة يمكن الاعتماد عليهم معاً في قياس مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية في الشركة، والذي يتأسس على المنهجية التي صاغتها دراسة (Roychowdhury, 2006)، وهو ما يتماشى مع الخط الفكري للعديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعاصرة (Baatour et al., 2017; Ferentinou & Anagnostopoulou, 2016; Rodriguez-Ariza et al., 2016; Braam et al., 2015; Moradi et al., 2015; Cohen, 2008).

تعتمد المنهجية التي صاغتها دراسة (Roychowdhury, 2006)، في قياس مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، على تقدير معالم عدة نماذج للانحدار، والتي تسمح باحتساب المستويات العادية لكل من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، تكاليف الإنتاج، والنفقات الاختيارية، على أن يعقب ذلك إيجاد الفرق بين المستويات الفعلية (للمشاهدات) والمستويات العادية المقدر باستخدام معالم الانحدار المقدر من نماذج الانحدار، لأغراض تقدير المستويات غير العادية - والتي تمثل أخطاء التقدير العشوائية (البواقى) الناتجة من نماذج الانحدار - لكل من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، تكاليف الإنتاج، والنفقات الاختيارية، والتي تعد دليلاً على ممارسة الشركة لعمليات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وذلك على النحو التالي:

• تقدير المستوى غير العادي للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية كمقياس للتلاعب بالمبيعات:

قد تتخذ إدارة الشركة قرارات بشأن زيادة نمو مبيعات الفترة، من خلال منح خصومات كبيرة، أو التساهل في شروط الائتمان عند البيع الآجل، بالشكل الذي يترتب عليه زيادة حجم المبيعات، الأمر الذي يعزز من أرباح الفترة الحالية في مقابل التضحية بالأرباح المستقبلية، ويؤدي إلى التأثير في التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية في ذات الفترة. ويمكن اكتشاف تأثير التلاعب في المبيعات من خلال علاقة خطية بين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والمبيعات والتغير في المبيعات، من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$CFO_{i,t} / TAS_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(Sales_{i,t} / TAS_{i,t-1}) + \beta_3(\Delta Sales_{i,t} / TAS_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \dots (1)$$

حيث، $CFO_{i,t}$ صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، $TAS_{i,t-1}$ إجمالي الأصول للشركة i في آخر الفترة السابقة $t-1$ ، $Sales_{i,t}$ صافي المبيعات للشركة i في آخر الفترة الحالية t ، β_0 الحد الثابت في معادلة الانحدار، $\beta_1-\beta_3$ معالم الانحدار المقدر في نموذج الانحدار، $\epsilon_{i,t}$ خطأ التقدير العشوائي (البواقى) الناتج من نموذج الانحدار للشركة i في آخر الفترة الحالية t وهو يعبر عن المستوى غير العادي للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية Abn_CFO الذي يمثل الفرق بين المستوى الفعلي للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والمستوى العادي المقدر للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية باستخدام معالم الانحدار المقدر من نموذج الانحدار السابق، والذي يمكن تمثيله من خلال المعادلة التالية:

$$Abn_CFO_{i,t} = CFO_{i,t}/TAS_{i,t-1} - [\beta_0 + \beta_1(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(Sales_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \beta_3(\Delta Sales_{i,t}/TAS_{i,t-1})] \dots (2)$$

• **تقدير المستوى غير العادي لتكاليف الانتاج كمقياس للتلاعب فى مستويات حجم الانتاج:**

قد تتخذ إدارة الشركة قرارات بشأن الإفراط فى حجم الانتاج عن المستويات المطلوبة العادية، بغرض تخفيض نصيب الوحدة المباعة من التكاليف الثابتة، الأمر الذى يترتب عليه خفض تكلفة البضاعة المباعة، ومن ثم زيادة كبيرة مبالغ فيها فى مجمل الربح، وعلى الرغم من ذلك فإن الشركة ستظل تتحمل بتكاليف انتاج وغيرها من التكاليف الأخرى، الأمر الذى يترتب عليه زيادة تكاليف الانتاج السنوية مقارنة بالمبيعات، فضلاً عن تخفيض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية فى ضوء مستوى المبيعات. ويمكن اكتشاف تأثير التلاعب فى مستويات حجم الانتاج، من خلال نموذج الانحدار التالى:

$$PRODcost_{i,t}/TAS_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(Sales_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \beta_3(\Delta Sales_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \beta_4(\Delta Sales_{i,t-1}/TAS_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \dots (3)$$

حيث، $PRODcost_{i,t}$ تكاليف الانتاج والتى تتحدد بإجمالى تكلفة البضاعة المباعة والتغير فى رصيد المخزون للشركة i فى آخر الفترة الحالية t ، $\Delta Sales_{i,t-1}$ التغير فى صافى المبيعات للشركة i فى آخر الفترة السابقة $t-1$ ، $\beta_1-\beta_4$ معالم الانحدار المقدر فى نموذج الانحدار، $\epsilon_{i,t}$ خطأ التقدير العشوائى (البواقى) الناتج من نموذج الانحدار للشركة i فى آخر الفترة الحالية t وهو يعبر عن المستوى غير العادى لتكاليف الانتاج $Abn_PRODcost$ الذى يمثل الفرق بين المستوى الفعلى لتكاليف الانتاج والمستوى العادى المقدر لتكاليف الانتاج باستخدام معالم الانحدار المقدر من نموذج الانحدار السابق، والذى يمكن تمثيله من خلال المعادلة التالية:

$$Abn_PRODcost_{i,t} = PRODcost_{i,t}/TAS_{i,t-1} - [\beta_0 + \beta_1(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(Sales_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \beta_3(\Delta Sales_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \beta_4(\Delta Sales_{i,t-1}/TAS_{i,t-1})] \dots (4)$$

• **تقدير المستوى غير العادى للنفقات الاختيارية كمقياس للتلاعب فى النفقات الاختيارية:**

قد تتخذ إدارة الشركة قرارات بشأن تخفيض النفقات الاختيارية التى تشمل النفقات البيعية، النفقات الإدارية والعمومية، نفقات الدعاية والإعلان، ونفقات البحث والتطوير، الأمر الذى يترتب عليه زيادة الأرباح والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للفترة الحالية، فى مقابل التضحية بالأرباح والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية المستقبلية. ويمكن اكتشاف تأثير التلاعب فى النفقات الاختيارية، من خلال نموذج الانحدار التالى:

$$DiscExp_{i,t}/TAS_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(Sales_{i,t-1}/TAS_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \dots (5)$$

حيث، $DiscExp_{i,t}$ النفقات الاختيارية والتى تتحدد بإجمالى النفقات البيعية والإدارية والعمومية ونفقات الدعاية والإعلان (مع استبعاد نفقات البحث والتطوير نظراً لأن البيانات المالية المتاحة للشركات المصرية لا تتيح إفصاح مباشر عن عمليات البحث والتطوير) للشركة i فى آخر الفترة الحالية t ، $\beta_1-\beta_2$ معالم الانحدار المقدر فى نموذج الانحدار، $\epsilon_{i,t}$ خطأ التقدير العشوائى (البواقى) الناتج من نموذج الانحدار للشركة i فى آخر الفترة الحالية t وهو يعبر عن المستوى غير العادى للنفقات الاختيارية $Abn_DiscExp$ الذى يمثل الفرق بين المستوى الفعلى للنفقات الاختيارية والمستوى العادى المقدر للنفقات الاختيارية باستخدام معالم الانحدار المقدر من نموذج الانحدار السابق، والذى يمكن تمثيله من خلال المعادلة التالية:

$$Abn_DiscExp_{i,t} = DiscExp_{i,t}/TAS_{i,t-1} - [\beta_0 + \beta_1(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(\Delta Sales_{i,t-1}/TAS_{i,t-1})] \dots (6)$$

• تقدير المؤشر التجميعي لمستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية:

يمكن من خلال استخدام المقاييس الثلاثة المختلفة السابقة، قياس مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بالشركة، فقد تتخذ إدارة الشركة بشأن إدارة أرباحها استخدام أحد أو جميع الممارسات الثلاثة السابقة، وذلك من خلال التخفيض غير العادي لكل من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية والنفقات الاختيارية، مع الزيادة غير العادية لتكاليف الإنتاج. ووفقاً لذلك، يمكن الوصول إلى المؤشر التجميعي لمستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية $REM-Index_{i,t}$ للشركة i في آخر الفترة t ، من خلال تجميع قيم المستويات غير العادية لكل من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، تكاليف الإنتاج، والنفقات الاختيارية، والذي يمكن التعبير عنه من خلال الصيغة الرياضية التالية:

$$REM-Index_{i,t} = (-Abn_OCF_{i,t}) + Abn_PRODCost_{i,t} + (-Abn_DISEXP_{i,t}) \dots (7)$$

جدير بالذكر، ولأغراض الحصول على هذا القياس المجمع، فوفقاً لدراسة (Zang, 2012)، تم ضرب قيم المستويات غير العادية لكل من التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، والنفقات الاختيارية في (-1)، ومن ثم فإن ارتفاع تلك القيم ستعكس بطبيعة الحال قيام إدارة الشركة بممارسة إدارة الأرباح من خلال التلاعب في المبيعات عن طريق زيادة حجم المبيعات من خلال منح خصومات كبيرة أو التساهل في شروط الائتمان عند البيع الآجل، وكذلك عن طريق تخفيض النفقات الاختيارية التقديرية. وفي هذا السياق، ووفقاً لدراسة (Cohen & Zarowin, 2010)، لم يتم ضرب قيمة المستوى غير العادي لتكاليف الإنتاج في (-1)، نظراً لأن ارتفاع تكاليف الإنتاج، إنما يدل على الإفراط في حجم الإنتاج عن المستويات التشغيلية العادية، مما يخفض من تكلفة البضاعة المباعة، ومن ثم تحقيق زيادة كبيرة متعمدة في أرباح الفترة الحالية.

وهكذا، ووفقاً للسياق السابق، فكلما زادت قيمة المؤشر التجميعي للمقاييس الثلاثة السابقة، كلما دل على ارتفاع مستوى ممارسة الشركة لعمليات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، والعكس صحيح.

2/1/9 المتغير التابع الثاني للدراسة (تكلفة التمويل بالملكية):

تمثل تكلفة التمويل بالملكية - والتي تعبر عن معدل العائد المتوقع الذي يرغب المستثمرون في تحقيقه على استثماراتهم في الأسهم العادية للشركة - وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير التابع الثاني محل الاهتمام في الدراسة الحالية. ومن خلال مراجعة واستقراء لأهم الأدبيات المحاسبية والتمويلية السابقة المعنية بنماذج قياس تكلفة التمويل بالملكية، وجد الباحث أن هناك مدخلين رئيسيين استندت عليهما البحوث والدراسات السابقة واللذين يختلفان فيما بينهما في قياسهما المحاسبي لتكلفة التمويل بالملكية، حيث يعتمد المدخل الأول والذي درج على تسميته في الفكر المحاسبي والتمويلي بمدخل "التكلفة الضمنية لرأس المال"، على توزيعات الأرباح النقدية المستقبلية المتوقعة في تقدير معدل العائد المتوقع الذي يرغب المستثمرون في تحقيقه، في حين يعتمد المدخل الثاني على استخدام معدلات العائد الفعلية المحققة لسهم الشركة في تقدير معدل العائد المتوقع لذات السهم. ونظراً لعدم توافر معلومات موثوق بها في بيئة الأعمال المصرية المتعلقة بتوزيعات الأرباح النقدية، فقد فرض نطاق تطبيق الدراسة الحالية وما تسعى إليها من أهداف، إلى استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) كأحد نماذج المدخل الثاني بالرغم ما يعانيه هذا المدخل من مشكلات تتعلق بأخطاء التقدير،

إلا أن هذا النموذج وعلى الرغم من الجدل الحاد بشأن مدى ملاءمته في قياس تكلفة التمويل بالملكية، فإنه يعد من أكثر النماذج الاقتصادية شيوعاً واستخداماً في العديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعاصرة كمقياس لتكلفة التمويل بالملكية (أحمد، 2018)، (Song et al., 2018; Boyer et al., 2017; Hasan & Habib, 2017; Ayrapetova & Larionova, 2016; Bertomeu & Cheynel, 2016)، والذي تتأسس آلية عمله في قياس تكلفة التمويل بالملكية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على الصيغة الرياضية التالية:

$$CEC_{i,t} = Rf_t + Beta_{i,t} (RM_t - Rf_t) \dots (8)$$

حيث، $CEC_{i,t}$ تكلفة التمويل بالملكية والتي تعبر عن معدل العائد المتوقع لسهم الشركة i خلال الفترة t ، Rf_t معدل العائد الخالي من المخاطر $Risk Free Rate$ والذي يتحدد على أساس عائد أدون الخزنة المصرية التي تصدرها الدولة للأجل القصير خلال الفترة t ، $Beta_{i,t}$ مقياس إحصائي لدرجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنوع ويعبر عن حساسية تغير عائد سهم الشركة i تجاه تغير عائد محفظة السوق خلال الفترة t ، RM_t عائد مؤشر سوق الأسهم المصري الرئيسي $EGX 30$ خلال الفترة t . جدير بالذكر، فإن قيمة $Beta$ للسوق بأكمله تساوي (1)، ولذلك فإذا كانت قيمة $Beta$ للشركة أقل من (1) فهذا يشير إلى انخفاض درجة المخاطر المنتظمة لسهم الشركة، في حين إذا كانت قيمة $Beta$ للشركة أكبر من (1) فهذا يشير إلى ارتفاع درجة المخاطر المنتظمة لسهم الشركة. ولأغراض احتساب قيمة $Beta$ لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، تم الاعتماد على بيانات شهرية لمدة 72 شهر، علماً بأن قيمة $Beta$ تمثل قيمة معلمة الانحدار المقدر في معادلة الانحدار البسيط لنموذج السوق $Market Model$ والذي يتأسس على استخدام العائد الفعلي الشهري لسهم الشركة ومقارنته بالعائد الشهري لمؤشر سوق الأسهم المصري الرئيسي $EGX 30$ ، ثم تجميع العوائد الشهرية للحصول على العائد السنوي المجمع لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، وذلك على النحو التالي:

$$R_{i,t} = \alpha_{0i} + Beta_i (RM_t) + \epsilon_{i,t} \dots (9)$$

حيث، $R_{i,t}$ العائد الفعلي لسهم الشركة i خلال الفترة t وقد تم احتسابه من خلال تجميع الفرق بين سعر الإغلاق الشهري للسهم وسعر الافتتاح الشهري للسهم مقسوماً على سعر الافتتاح الشهري للسهم خلال السنة، RM_t عائد مؤشر سوق الأسهم المصري الرئيسي $EGX 30$ خلال الفترة t وقد تم احتسابه من خلال تجميع الفرق بين سعر الإغلاق الشهري للمؤشر وسعر الافتتاح الشهري للمؤشر مقسوماً على سعر الافتتاح الشهري للمؤشر خلال السنة، α_{0i} الحد الثابت في معادلة الانحدار للشركة i ، $Beta_i$ معلمة الانحدار المقدر في معادلة الانحدار للشركة i .

3/1/9 المتغير التابع الثالث للدراسة (سيولة الأسهم معبراً عنها بمتوسط الهامش السعري النسبي للأسهم):

تمثل سيولة الأسهم وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير التابع الثالث محل الاهتمام في الدراسة الحالية. ولأغراض هذه الدراسة، واتساقاً مع العديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعاصرة والمعنية بقياس سيولة أسهم الشركات المقيدة في أسواق المال (فودة، 2017)، (Huang et al., 2017; Sayari,

(*Omri, 2017; Hakim, 2008; Jain et al., 2006*)، اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لسيولة الأسهم وفي ضوء طبيعة البيانات المالية المتاحة لسوق الأسهم المصري، على مقياس متوسط الهامش السعري النسبي لسهم كل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، كأحد أشهر المقاييس المستخدمة للكشف عن سيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات - كما أشار الباحث سلفاً - وذلك وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

$$Bid-Ask Spread_{i,t} = (The Price Ask of Stock_{i,t} - The Price Bid of Stock_{i,t}) / [(The price Ask of Stock_{i,t} + The Price Bid of Stock_{i,t}) / 2] \dots (10)$$

حيث، $Bid-Ask Spread_{i,t}$ متوسط الهامش السعري النسبي لسهم الشركة i في آخر الفترة t كمقياس عكسي بديل لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات، $The Price Ask of Stock_{i,t}$ أعلى طلب شراء لسهم الشركة i في آخر الفترة t وهو يمثل بالنسبة للمستثمر السعر الذي يرغب شراء السهم به وبالنسبة للبائع أدنى سعر على استعداد للبيع به، $The Price Bid of Stock_{i,t}$ أعلى عرض بيع لسهم الشركة i في آخر الفترة t وهو يمثل بالنسبة للمستثمر السعر الذي يرغب بيع السهم به وبالنسبة للمشتري أدنى سعر على استعداد لدفعه.

وهكذا، فكلما زاد متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم، كلما دل على ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، ومن ثم دل على انخفاض سيولة الأسهم، والعكس صحيح.

4/1/9 المتغير التابع الرابع للدراسة (العوائد غير العادية للأسهم):

تمثل العوائد غير العادية للأسهم وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير التابع الرابع محل الاهتمام في الدراسة الحالية. ولأغراض هذه الدراسة، وتماشياً مع العديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية المعاصرة والمعنية بقياس العوائد غير العادية لأسهم الشركات المقيدة في أسواق المال (الجمعي، 2015)، اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي للعوائد غير العادية للأسهم وفي ضوء طبيعة البيانات المالية المتاحة لسوق الأسهم المصري، لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على الصيغة الرياضية التالية:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - ER_{i,t} \dots (11)$$

حيث، $AR_{i,t}$ العائد غير العادي لسهم الشركة i خلال الفترة t ، $R_{i,t}$ معدل العائد الفعلي لسهم الشركة i خلال الفترة t وقد تم احتسابه من خلال تجميع الفرق بين سعر الإغلاق الشهري للسهم وسعر الافتتاح الشهري للسهم مقسوماً على سعر الافتتاح الشهري للسهم خلال السنة، $ER_{i,t}$ معدل العائد المتوقع لسهم الشركة i خلال الفترة t وتم احتسابه من خلال الاستناد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) وقد سبق للباحث الإشارة إلى آلية عمل هذا النموذج عند توصيف وتحديد منهجية قياس المتغير التابع الثاني للدراسة (تكلفة التمويل بالملكية).

جدير بالذكر، فإن العوائد غير العادية للأسهم تمثل في حد ذاتها مقياساً لعدم تماثل المعلومات (Yusuf, 2018; Akker, 2017)، فكلما زادت العوائد غير العادية للأسهم، كلما دل على ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، والعكس صحيح.

2/9 المتغير المستقل للدراسة (مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة معبراً عنه بمؤشر التقارير المتكاملة) - *Independent Variable*:

يمثل مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بناءً على فروض الدراسة وأهدافها، المتغير المستقل الرئيسي محل الاهتمام في الدراسة الحالية. وتحقيقاً لأهداف هذه الدراسة، اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على مقياس بديل الذي قدمته دراسة (Lee & Yeo, 2016)، والذي يعرف في الأدبيات المحاسبية الأكاديمية المعاصرة بمؤشر التقارير المتكاملة (IR-SCORE)، حيث يعد هذا المقياس بمثابة تحليل محتوى لجودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة من خلال المعلومات المتكاملة التي تقدمها الشركات في تقاريرها السنوية واستناداً على متطلبات إطار التقارير المتكاملة الصادر عن المجلس الدولي للتقارير المتكاملة (IIRC) في ديسمبر 2013.

تجدر الإشارة في هذا المقام، أنه بمراجعة الباحث للأدبيات السابقة التي تضمنها الفكر المحاسبي، استندت الدراسة الحالية على مؤشر (IR-SCORE) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، تأسيساً على العديد من المبررات التي يوجزها الباحث في النقاط التالية (ابراهيم، 2018)، (Barth et al., 2017b; Cahan et al., 2016; Lee & Yeo, 2016):

(1) إن العديد من الأدبيات المحاسبية التطبيقية لجأت إلى استخدام المؤشرات المستخرجة من بعض المؤسسات المهنية وقواعد البيانات العالمية لقياس مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، مثل: مؤشر *Environmental, Social and Corporate Governance (ESG)* الصادر عن قاعدة بيانات *Bloomberg*، مؤشر *Corporate Governance Vision and Strategy (CGVS)* الصادر عن قاعدة بيانات *Thomson Reuters* كأكبر مصدر رائد على المستوى العالمي لتوفير المعلومات للشركات والمهنيين، ومؤشر (KLD) لقياس المسؤولية الاجتماعية والبيئية والحوكمة لأفضل 3000 شركة أمريكية الصادر عن مؤسسة *KLD Research & Analytics Inc.*، وذلك على الرغم من أن معظم تلك المؤشرات قد صممت كمقاييس بديلة لأداء المسؤولية الاجتماعية والأداء البيئي للشركات وليس الإفصاح عنها، مما يحدث ذلك تصدعاً في نتائج الدراسات التطبيقية في حالة الاعتماد على تلك المؤشرات في قياس مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.

(2) إن المؤشرات السابقة المستخلصة من بعض المؤسسات المهنية وقواعد البيانات العالمية، تتضمن بيانات مجموعة واسعة من الشركات، بصرف النظر عما إذا كانت تلك الشركات قد أصدرت تقريراً متكاملًا أم لا.

(3) تستند المؤشرات السابقة المستخلصة من بعض المؤسسات المهنية وقواعد البيانات العالمية، على التقارير الرسمية والمفصّل عنها الصادرة عن الشركات، إلا أنها تعكس أيضاً معلومات من مصادر أخرى، مثل: وسائل الإعلام الإخبارية، ومعلومات خاصة يتم الحصول عليها بشكل غير رسمي من الشركات ذاتها، مما يحدث ذلك تصدعاً آخر في نتائج الدراسات التطبيقية في حالة الاعتماد عليها في قياس مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.

(4) طورت بعض الدراسات مقياس آخر بديل لقياس مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، يعتمد على مصادر بيانات من خارج الشركة، كما هو الحال في دراستي (Barth et al., 2017a) و (Barth et al., 2017b)، حيث تمثل هذا المقياس في نظام لتسجيل نقاط لكل شركة من الشركات المتقدمة لنيل جائزة إعداد التقارير المتكاملة *Scoring System to Award Integrated Reporting*، بحيث تستخدم تلك النقاط من قبل لجنة تتكون أعضاؤها من محكمين مستقلين عن المديرين التنفيذيين لتقييم الشركة، إلا أن هذا المقياس يتقيد بمجموعة من المحددات الخاصة بحجم العينة، وبفترة البيانات، كذلك بعدد المسابقات السنوية المتاحة أمام الشركات، وهو الأمر الذي يجعل نتائج الدراسات التطبيقية التي تعتمد على ذلك المقياس وخاصة في بيئة الأعمال المصرية مقيدة بمثل تلك المحددات.

(5) طالما أنه لا يوجد إلزام حتى الآن في بيئة الأعمال المصرية للشركات المساهمة بإصدار تقارير متكاملة، وترك أمر الإفصاح عن المعلومات وفقاً لإطار التقارير المتكاملة اختيارياً لمديري الشركات، فإن الدراسة الحالية تتطلب أن يشمل مجتمع الدراسة ولأغراض تقديم أدلة وقرائن عملية مبكرة قبل التطبيق الإلزامي لتلك التقارير، تلك الشركات التي قد تصدر تقارير وفقاً لمتطلبات الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة، أو تلك الشركات التي قد تصدر تقارير ذات مستوى مرتفع من الجودة متوافقة مع خصائص مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ولكنها لا تصدر تقارير تحت مسمى التقارير المتكاملة.

إزاء ما تقدم، فقد شكلت المبررات السابقة الباعث الأساسي لاتجاه الباحث نحو استخدام مؤشر (IR-SCORE) لقياس مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، باعتباره يتناسب إلى حد كبير مع هذا النوع من الدراسات التطبيقية الذي تنتمي إليه الدراسة الحالية، ومع طبيعة الشركات في بيئة الأعمال المصرية، وبخاصة الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري المختارة كمجتمع لهذه الدراسة، حيث صمم هذا المؤشر استناداً إلى متطلبات إطار التقارير المتكاملة المحدد من المجلس الدولي للتقارير المتكاملة (IIRC) الصادر في ديسمبر 2013، والذي يتضمن ثمانية أبعاد رئيسية (والتي تشمل على مجموعة من الأسئلة)، وهي على النحو التالي (IIRC, 2013): (1) النظرة العامة للشركة والبيئة الخارجية (ماذا تفعل الشركة؟)، وما هي الظروف التي تعمل في ظلها؟، (2) الحوكمة (ما هو هيكل الحوكمة؟، وكيف يمكن لهذا الهيكل أن يدعم قدرة الشركة على خلق قيمة في المدى القصير والمتوسط والطويل؟)، (3) نموذج الأعمال (ما هي المدخلات الرئيسية، أنشطة القيمة المضافة، والمخرجات التي تهدف من خلالها الشركة إلى خلق قيمة على المدى القصير والمتوسط والطويل؟)، (4) الفرص والمخاطر (ما هي الفرص والمخاطر الرئيسية التي تواجهها الشركة؟)، (5) الاستراتيجية وتخصيص الموارد (إلى أين تريد الشركة أن تصل إليه؟، وما هي الطرق والإجراءات المناسبة للوصول إلى ذلك؟)، (6) الأداء والمخرجات (كيف قامت الشركة بأداء أهدافها الاستراتيجية والاستراتيجيات ذات الصلة؟، وما هي النتائج الرئيسية الناتجة عن أنشطتها؟)، (7) التطلعات المستقبلية (ما هي الفرص، المخاطر، والتحديات في ظل ظروف عدم التأكد التي من المرجح أن تواجهها الشركة في تحقيق أهدافها الاستراتيجية؟)، وما هي الآثار المحتملة لاستراتيجياتها وأدائها المستقبلي؟، (8) أسس الإعداد والعرض (ما هي الأمور الهامة التي يجب على الشركة أن تحددتها وتدرجها في تقاريرها المتكاملة؟، وكيف يمكن للشركة قياس مثل هذه الأمور الهامة كمياً وقيماً؟).

استكمالاً لما سبق، وفي ظل غياب إطار نظري *Theoretical Framework* بشأن كيفية إعطاء أهمية نسبية لكل بعد من أبعاد مؤشر (*IR-SCORE*)، وتماشياً مع دراستي (*Ghani et al., 2018; Lee & Yeo, 2016*)، اعتمدت الدراسة الحالية لقياس مؤشر (*IR-SCORE*) على المدخل غير المرجح الذي يعامل جميع الأبعاد الثمانية الرئيسية للمؤشر بأهمية متساوية، ويعطى وزن نسبي متساوي لكل منهم، علماً بأن كل بعد من هذه الأبعاد الرئيسية يحتوى على خمس أبعاد فرعية، حيث يعطى لكل بعد فرعي درجة تبدأ من (0) 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. ومن ثم، واستناداً على المنهجية السابقة في تسجيل النقاط، فإن الحد الأدنى لدرجة المؤشر (*IR-SCORE*) هو (0) (8 أبعاد رئيسية \times 5 أبعاد فرعية لكل بعد رئيسي \times الدرجة (0))، في حين أن الحد الأقصى لدرجة المؤشر (*IR-SCORE*) هو (200) (8 أبعاد رئيسية \times 5 أبعاد فرعية لكل بعد رئيسي \times الدرجة (5)). وبشكل أكثر إيضاحاً، إذا حققت الشركة الدرجة (5) في جميع الأبعاد الفرعية لجميع الأبعاد الرئيسية، فإن الشركة ستحصل على 200 درجة. وبالمثل، إذا فشلت الشركة في تقديم أى معلومات تتعلق بالتقارير المتكاملة في جميع الأبعاد الفرعية لجميع الأبعاد الرئيسية، فإن الشركة ستحصل على 0 درجة.

وهكذا، تشير الدرجة المرتفعة لمؤشر (*IR-SCORE*)، إلى أن الشركة قد كشفت عن المزيد من معلومات التقارير المتكاملة في تقاريرها السنوية، الأمر الذي يدل على ارتفاع مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بالشركة وبما يتوافق مع متطلبات إطار التقارير المتكاملة، والعكس صحيح.

3/9 المتغيرات الرقابية للدراسة – *Control Variables*:

تبحث الدراسة الحالية تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (كمتغير مستقل)، على العواقب الاقتصادية المرتبطة بهذا المستوى من جودة الإفصاح، من حيث مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم (كمتغيرات تابعة). ولأغراض التحكم وضبط تأثير بعض العوامل أو المتغيرات الحاكمة الأخرى على تلك العلاقات التأثيرية، فقد قام الباحث بتضمين النماذج التطبيقية المقترحة بالدراسة الحالية والمثلة لتلك العلاقات، ببعض من تلك العوامل أو المتغيرات، والتي من المتوقع أن يكون لها تأثيراً محتملاً على العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم) للشركات المساهمة غير المالية المفيدة في سوق الأسهم المصري محل الدراسة، علماً بأنها لا تدخل ضمن نطاق أو مجال الدراسة الحالية، وهو ما اصطلح على تسميتها في البحوث والدراسات الأكاديمية بالمتغيرات الضابطة أو الرقابية.

بمراجعة أهم دراسات الأدب المحاسبي السابقة المتعلقة بهذا المجال، توصل الباحث إلى أن هناك بعض المتغيرات التي قد تؤثر تأثيراً هاماً وجوهرياً في العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم) بخلاف المتغير المستقل بالدراسة الحالية، وهو الأمر الذي يجعل أخذ هذه المتغيرات بعين الاعتبار عند دراسة العلاقات التأثيرية بين المتغير المستقل وبين المتغيرات التابعة محل الاهتمام في الدراسة الحالية، أمراً ضرورياً وذات أهمية. وتتمثل أهم هذه المتغيرات التي تناولتها الدراسة

الحالية، وأمكن للباحث حصرها وتحديد منهجية قياسها في ضوء البيانات المتاحة ضمن التقارير والقوائم المالية المنشورة للشركات الممثلة في عينة الدراسة، ووفقاً لبيانات التداول وأسعار وعوائد الأسهم التي أمكن للباحث التوصل إليها، وفقاً لما هو موضح بجدول [2]:

جدول [2]

المتغيرات الرقابية ومنهجية قياسها وفقاً لدراسات الأدب المحاسبي السابقة

المتغيرات التابعة (العواقب الاقتصادية)				الدراسات السابقة	منهجية القياس	المتغير الرقابي
العوائد غير العادية للأسهم	سيولة الأسهم	تكلفة التمويل بالملكية	مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية			
•	•	•	•	(Alhadab et al., 2016) (Barth et al., 2017b) (Pavlopoulos et al., 2019) (Vitolla et al., 2019)	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	حجم الشركة
•	•	•	•	(Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2016) (Pavlopoulos et al., 2019) (Yusuf, 2018) (Zhou, 2014)	القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	نسبة الرافعة المالية
•	•	•	•	(Alhadab et al., 2016) (Barth et al., 2017a) (Barth et al., 2017b) (Rani et al., 2013)	تم استخدام مؤشر مقترح من الباحث كقياس بديل لنسبة التزام الشركة بآليات حوكمة الشركات (أنظر الجدول [3]).	نسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات
•	•	•	•	(Hsiao et al., 2018) (Meijden, 2016) (Zhou, 2014)	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة مدرجة في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة S&P/EGX ESG Index، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.	المسؤولية الاجتماعية
	•	•		(Barth et al., 2017a) (Barth et al., 2017b)	إجمالي المخزون والعملاء في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	درجة تعقد الشركة
•		•	•	(Akker, 2017) (Alhadab et al., 2016) (Hsiao et al., 2018) (Vitolla et al., 2019)	القيمة السوقية لإجمالي حقوق المساهمين في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين في آخر الفترة.	فرص النمو المستقبلية
•	•		•	(Akker, 2017) (Shirabe & Nakano, 2019) (Yusuf, 2018)	صافي الربح التشغيلي في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	معدل العائد على الأصول
	•		•	(Alhadab et al., 2016) (Barth et al., 2017a) (Barth et al., 2017b)	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت نتيجة نشاط الشركة في آخر الفترة خسارة، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.	صافي الخسارة التشغيلية
•	•			(Yusuf, 2018)	صافي الربح التشغيلي في آخر الفترة إلى عدد الأسهم المكتتب فيها.	ربحية السهم

تابع - جدول [2]

المتغيرات التابعة (العواقب الاقتصادية)				الدراسات السابقة	منهجية القياس	المتغير الرقابي
العوائد غير العادية للأسهم	سيولة الأسهم	تكلفة التمويل بالملكية	مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية			
			•	(Alhadab et al., 2016) (Alhadab, 2012)	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة تتعامل مع مكتب مراجعة من الأربعة الكبار (BIG4)، أو يأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.	جودة المراجعة
			•	(فودة، 2017)	(القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة مطروحاً منها القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في أول الفترة) إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في أول الفترة.	معدل نمو الأصول
		•		(Hsiao et al., 2018) (Vitolla et al., 2019) (Zhou, 2014)	تمثل معلمة الانحدار المقدرة في معادلة الانحدار البسيط لنموذج السوق Market Model والذي يتأسس على استخدام العائد الفعلي الشهري لسهم الشركة ومقارنته بالعائد الشهري لمؤشر سوق الأسهم المصري الرئيسي EGX 30، ثم تجميع العوائد الشهرية للحصول على العائد السنوي المجمع للشركة.	درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنوع
	•			(Yusuf, 2018)	عدد الأسهم المتداولة خلال الفترة (ويمثل متوسط حجم التداول اليومي مضروباً في عدد أيام التداول خلال الفترة) إلى عدد الأسهم المكتتب فيها.	حجم التداول
•				(Akker, 2017) (الجعدي، 2015)	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة تنتمي للقطاعات الصناعية، ويأخذ القيمة (0) إذا كانت الشركة تنتمي للقطاعات الخدمية.	نوع القطاع

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

جدول [3]

المؤشر المقترح لقياس نسبة التزام الشركة بآليات حوكمة الشركات

<p>اعتمدت الدراسة الحالية فى قياس نسبة التزام الشركة بآليات حوكمة الشركات على مؤشر تجميعى تتراوح قيمته من (0) إلى (12) بحسب مدى توافر آليات الحوكمة بالشركة، والتي تضمنها الإصدار الثالث من دليل حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية الصادر عن مركز المديرين المصرى التابع للهيئة العامة للرقابة المالية فى أغسطس من عام 2016 (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2016)، مع الأخذ فى الاعتبار تحويل كل آلية من آليات الحوكمة بشكل منفرد إلى مقياس ثنائى عن طريق تخصيص وزن نسبي (1) فى حالة التزام الشركة بآلية الحوكمة وتخصيص وزن نسبي (0) بخلاف ذلك، بحيث يمثل الحد الأقصى للدرجة الفعلية التى يمكن أن تحصل عليها الشركة وتمثل فى ذات الوقت الدرجة المثالية 12 درجة، فى حين يمثل الحد الأدنى 0 درجة. ومن ثم يمكن قياس نسبة التزام الشركة بآليات حوكمة الشركات، من خلال تطبيق المعادلة الرياضية التالية:</p> <p>نسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات (%) = (الدرجة الفعلية التى حصلت عليها الشركة ÷ الدرجة المثالية 12) × 100</p>	
م	آليات حوكمة الشركات التى استندت عليها الدراسة الحالية
1	عدد مناسب لأعضاء مجلس الإدارة على نحو يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته وبما فى ذلك تشكيل لجانه.
2	عدد مرات اجتماع مجلس الإدارة لا يقل عن 4 مرات سنوياً.
3	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، بحيث تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل.
4	عدم الجمع أو الازدواجية بين منصبى رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب.
5	عدد أعضاء لجنة المراجعة يتراوح بين ثلاث إلى خمس أعضاء غير تنفيذيين.
6	عدد مرات اجتماع لجنة المراجعة لا يقل عن 4 مرات سنوياً.
7	استقلالية أعضاء لجنة المراجعة، بحيث تقتصر عضوية اللجنة على الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين، أو على أعضاء من خارج الشركة.
8	توافر المعرفة والدراية المالية والمحاسبية لعضو واحد على الأقل من أعضاء لجنة المراجعة.
9	وجود لجنة للترشيحات من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين، على أن يكون رئيس اللجنة من الأعضاء المستقلين.
10	وجود لجنة للمكافآت من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين.
11	وجود لجنة لإدارة المخاطر من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين.
12	وجود لجنة للحوكمة من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

يعرض الباحث من خلال جدول [4]، توصيفاً لمتغيرات الدراسة، ورمزها الممثل لها عند التحليل الإحصائى للبيانات، والعلاقات المتوقعة للمتغيرات المفسرة مع المتغيرات التابعة:

جدول [4]
توصيف متغيرات الدراسة

العلاقة المتوقعة مع المتغيرات التابعة				رمز المتغير في التحليل الإحصائي	اسم المتغير	صفة المتغير
العوائد غير العادية للأسهم	سيولة الأسهم معبرا عنها بمتوسط الهامش السعري النسبي للأسهم	تكلفة التمويل بالملكية	مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية	<i>Econ</i>	العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، وتشمل المتغيرات التالية: > الأول: مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية > الثاني: تكلفة التمويل بالملكية > الثالث: سيولة الأسهم معبرا عنها بمتوسط الهامش السعري النسبي للأسهم > الرابع: العوائد غير العادية للأسهم	المتغيرات التابعة
				<i>REM-Index</i>		
				<i>CEC</i>		
				<i>Bid-Ask Spread</i>		
				<i>ASR</i>		
±	-	-	-	<i>IR-SCORE</i>	مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة معبرا عنه بمؤشر التقارير المتكاملة	المتغير المستقل
+	-	-	-	<i>CSIZE</i>	حجم الشركة	المتغيرات الرقابية
-	±	+	+	<i>FLEV</i>	نسبة الرافعة المالية	
-	-	-	-	<i>CCGM-Index</i>	نسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات	
-	-	+		<i>CSRdummy</i>	المسؤولية الاجتماعية	
	+	+		<i>COMPLEXITY</i>	درجة تعقد الشركة	
-		-	±	<i>MTB</i>	فرص النمو المستقبلية	
+	+		±	<i>ROA</i>	معدل العائد على الأصول	
	+		+	<i>LOSSdummy</i>	صافي الخسارة التشغيلية	
-	-			<i>EPS</i>	ربحية السهم	
			-	<i>AUDQdummy</i>	جودة المراجعة	
			-	<i>GRA</i>	معدل نمو الأصول	
		+		<i>Beta</i>	درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتوزيع	
	±			<i>TVOLUME</i>	حجم التداول	
+				<i>SECTORdummy</i>	نوع القطاع	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

10. التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية واختبار فروض الدراسة وصياغة وتقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة الحالية، ولأغراض تحقيق الأهداف البحثية التي تسعى لها، قام الباحث باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار (24)، وبرنامج مشاهدات الاقتصاد القياسي (E-Views) الإصدار (10)، في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية، من خلال الاعتماد على بعض الاختبارات والتحليلات والأساليب الإحصائية في معالجة البيانات،

لأغراض اختبار فروض الدراسة لتحديد مدى قبول صحتها من عدمه، ومن ثم اقتراح وصياغة وتقدير النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المناسبة. ومن خلال هذا القسم من الدراسة، يتناول الباحث عرضاً تفصيلياً للتحليل الإحصائي لبيانات الدراسة، وذلك على النحو التالي:

1/10 اختبارات صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي:

اعتمد الباحث للتحقق من صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، على إجراء الاختبارات الإحصائية التالية:

1/1/10 اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي:

للتحقق من مدى اقتراب بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة *Related Quantitative Variables* للتوزيع الطبيعي *Normal Distribution*، قام الباحث باستخدام اختبار *Jarque-Bera Test*. وتكون قاعدة القرار برفض الفرض العدمي بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، والعكس صحيح (Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki et al., 2018; Verbeek, 2014). ويوضح الباحث من خلال جدول [5] نتائج اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي:

جدول [5]

نتائج اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي

باستخدام *Jarque-Bera Test*

Kurtosis	Skewness	Jarque-Bera Test		Observations	المتغيرات الكمية المتصلة
		p-value	Jarque-Bera		
7.644	-0.329	0.000	344.592	376	REM-Index
24.882	-2.862	0.000	7737.494	363	CEC
27.265	4.276	0.000	10011.580	363	Bid-Ask Spread
356.4	18.792	0.000	1910274	363	ASR
2.560	0.209	0.056	2.560	376	IR-SCORE
2.136	0.168	0.001	13.467	376	CSIZE
3.188	0.472	0.001	14.509	376	FLEV
2.561	0.210	0.056	5.766	376	CCGM-Index
34.28	3.451	0.000	16075.730	376	COMPLEXITY
32.002	4.311	0.000	14342.610	376	MTB
21.279	-2.631	0.000	5668.194	376	ROA
127.2	8.607	0.000	246256.800	376	EPS
247.368	14.297	0.000	948359.300	376	GRA
356.241	18.786	0.000	1908639	363	Beta
7.272	2.019	0.000	522.750	363	TVOLUME

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [5]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لجميع المتغيرات أقل من 5% - فيما عدا المتغيرين مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ومؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بأليات حوكمة الشركات - مما يدل على أن النمط الذي تسلكه بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة لا يتبع التوزيع الطبيعي، ومن ثم قبول الفرض العدمي بأن تلك البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويؤكد ذلك أن معاملات الالتواء *Skewness* لا تقترب من الصفر، كما أن غالبية معاملات التفرطح *Kurtosis* لا تتراوح بين (3، -3). ولذلك، وفي محاولة من الباحث للتغلب على مشكلة عدم تبعية معظم بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي، فقد تم إعادة إجراء اختبار *Jarque-Bera Test* بعد استخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي *Natural Logarithm Function* لتلك البيانات، إلا أن نتائج إعادة الاختبار لم تفرز بجديد، حيث أن النمط الذي تسلكه بيانات معظم المتغيرات مازال لا يتبع التوزيع الطبيعي.

وجدير بالذكر، فإن هذه المشكلة يمكن التغاضي عنها، وذلك نظراً لكبر حجم مشاهدات عينة الدراسة المتاحة للتحليل الإحصائي، والتي تراوحت للمتغيرات الكمية المتصلة بين (363-376) مشاهدة، بحيث يكون هذا الشرط غير ذي تأثير على صحة النماذج التطبيقية للدراسة (Verbeek, 2014)، خاصة وأن غالبية القيم الاحتمالية *p-value* لتلك المتغيرات مساوية للصفر.

2/1/10 اختبار علاقة التداخل الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة المفسرة:

اختبر الباحث مدى وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد *Multi-Collinearity* بين متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة والرقابية)، باستخدام مقياس *Collinearity Diagnostics*، وذلك من خلال حساب معامل التباين المسموح به *Tolerance* لكل متغير من تلك المتغيرات المفسرة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين *Variance Inflation Factor (VIF)*، إذ يعد ذلك الاختبار مقياساً لتأثير التداخل الخطي (أي الارتباط) بين المتغيرات المستقلة والرقابية. ويرى أصحاب الخبرة في المجال الإحصائي (Kutner et al., 2005)، أنه كلما كانت قيمة معامل *Tolerance* أكبر من 0.1، وقيمة *VIF* أقل من 10، فإن ذلك يعد مبرراً كافياً للحكم على أن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطي. وقد جاءت نتائج الاختبار كما هو موضح بجدول [6]:

جدول [6]

نتائج اختبار التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المفسرة

باستخدام مقياس *Collinearity Diagnostics*

Collinearity Diagnostics								المتغيرات المفسرة*
النموذج التطبيقي الرابع		النموذج التطبيقي الثالث		النموذج التطبيقي الثاني		النموذج التطبيقي الأول		
<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	
1.313	0.762	1.290	0.775	1.274	0.785	1.236	0.809	<i>IR-SCORE</i>
1.521	0.657	1.927	0.519	1.638	0.611	1.641	0.609	<i>CSIZE</i>
1.467	0.682	1.367	0.732	1.380	0.725	1.436	0.696	<i>FLEV</i>
1.280	0.781	1.311	0.763	1.270	0.787			<i>CSRdummy</i>
		1.183	0.845	1.157	0.864			<i>COMPLEXITY</i>
1.163	0.860			1.125	0.889	1.141	0.877	<i>MTB</i>
1.769	0.565	2.190	0.457			1.665	0.600	<i>ROA</i>
		1.562	0.640			1.567	0.638	<i>LOSSdummy</i>
1.698	0.589	1.691	0.591					<i>EPS</i>
						1.468	0.681	<i>AUDQdummy</i>
						1.045	0.957	<i>GRA</i>
				1.009	0.991			<i>Beta</i>
		1.237	0.808					<i>TVOLUME</i>
1.466	0.713							<i>SECTORdummy</i>

* تم حذف المتغير الرقابي نسبة الالتزام بأليات حوكمة الشركات والتي اعتمدت الدراسة الحالية لقياسه على مؤشر (CCGM-Index) من كافة النماذج التطبيقية بالدراسة الحالية، نظراً لارتباط هذا المتغير بعلاقة ارتباط تامة مع مؤشر (IR-SCORE) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل الرئيسي بالدراسة)، وذلك وفقاً لنتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة، وسوف يتناول الباحث نتائج هذا الاختبار في الجزئية القادمة من هذا القسم من الدراسة.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

بفحص قيم معامل *Tolerance* الواردة بجدول [6] لجميع المتغيرات المفسرة (المستقلة والرقابية) المتعلقة بالنماذج التطبيقية للدراسة، تبين للباحث أنها أكبر من 0.1، كما أن غالبية قيم معامل تضخم التباين (*VIF*) أقل بكثير من القيمة 10، مما يدل على أن جميع المتغيرات المفسرة يوجد فيما بينها ارتباط ضعيف جداً، ومن ثم فإن النماذج التطبيقية الخطية للدراسة، لا تعاني من تعدد العلاقات الخطية، أو مشكلة التداخل (الازدواج) الخطي المتعدد.

3/1/10 اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

قام الباحث لاختبار علاقات الارتباط الأحادية *Univariate Correlation* بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة، باستخدام مصفوفة الارتباط بيرسون *Pearson Correlation Matrix*. ويوضح الباحث من خلال جدول [7] نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة: يتضح للباحث من جدول [7]، ما يلي:

- ترتبط قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل للدراسة)، بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية مع كل من: مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (*REM-Index*)، تكلفة التمويل بالملكية (*CEC*)، متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي بديل لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (*Bid-Ask Spread*) (والذي يعكس ذلك أن العلاقة في جوهرها هي علاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) وبين سيولة الأسهم)، العوائد غير العادية للأسهم (*ASR*)، درجة تعقد الشركة (*COMPLEXITY*)، وربحية السهم (*EPS*)، وترتبط بعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية مع كل من: حجم الشركة (*CSIZE*)، نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، المسؤولية الاجتماعية (*CSRdummy*)، وجودة المراجعة (*AUDQdummy*)، كما تبين وجود علاقة ارتباط موجبة تامة ذات دلالة معنوية بين قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين المتغير الرقابي مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط الخطى بين المتغيرين الواحد الصحيح، لذا فقد تم حذف مؤشر (*CCGM-Index*) من كافة النماذج التطبيقية بالدراسة.
- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة (*CSIZE*)، مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، ومعدل العائد على الأصول (*ROA*)، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، صافي الخسارة التشغيلية (*LOSSdummy*)، ومعدل نمو الأصول (*GRA*)، وبين مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (*REM-Index*) (المتغير التابع الأول للدراسة).
- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، ومؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة (*CSIZE*)، درجة تعقد الشركة (*COMPLEXITY*)، ودرجة المخاطر المنظمة غير القابلة للتوزيع (*Beta*)، وبين تكلفة التمويل بالملكية (*CEC*) (المتغير التابع الثاني للدراسة).
- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة (*CSIZE*)، مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، والمسؤولية الاجتماعية (*CSRdummy*)، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، معدل العائد على الأصول (*ROA*)، وربحية السهم (*EPS*)، وحجم التداول (*TVOLUME*)، وبين متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي بديل لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (*Bid-Ask Spread*) (المتغير التابع الثالث للدراسة).
- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة (*CSIZE*)، مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، ومعدل العائد على الأصول (*ROA*)، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: ربحية السهم (*EPS*)، حجم التداول (*TVOLUME*)، ونوع القطاع (*SECTORdummy*)، وبين العوائد غير العادية للأسهم (*ASR*) (المتغير التابع الرابع للدراسة).

جدول [7]
نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النموذج التطبيقية للدراسة

متغيرات النموذج التطبيقية	REM-Index	CEC	Bid-Ask Spread	ASR	IR-SCORE	CSIZE	FLEV	CCGM-Index	CSRdummy	COMPLEXITY	MTB	ROA	LOSSdummy	EPS	AUDQdummy	GRA	Beta	TVOLUME	SECTORdummy	
	1																			
		1																		
			1																	
				1																
					1															
						1														
							1													
								1												
									1											
										1										
											1									
												1								
													1							
														1						
															1					
																1				
																	1			
																		1		
																			1	
																				1

* مستوى المعنوية p -value أقل من 5%.

** مستوى المعنوية p -value أقل من 1%.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

وهكذا، وفي ضوء قيم وإشارات معالم الارتباط التي أظهرتها نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة، يتضح للباحث اتساق تلك النتائج مع ما تتوقعه الدراسة الحالية، حيث وجدت مؤشرات مبدئية على احتمالية ظهور تأثير لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، وهو ما يمثل أساساً مناسباً لاختبار فروض الدراسة الحالية باستخدام تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات لأسلوب *Panel Data*.

4/1/10 اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

قام الباحث للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية *Times Series Stationary* لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة، باستخدام اختبارات جذور الوحدة *Unit Root Tests* لمعرفة مدى استقرار السلاسل الزمنية عبر الزمن. وتكون قاعدة القرار بقبول الفرض العدمي بأن السلسلة الزمنية للمتغير ليست مستقرة، إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، والعكس صحيح، (Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki, Tomasz et al., 2018; Verbeek, 2014). ويوضح الباحث من خلال جدول [8] نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

جدول [8]

نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة

باستخدام *Unit Root Tests*

Unit Root Tests						متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة
PP-Fisher (χ^2)		Augmented Dickey-Fuller		Levin, Lin & Chu t values		
p-value	value	p-value	value	p-value	value	
0.000	410.80	0.000	233.44	0.000	-7.70	REM-Index
0.000	180.94	0.000	135.51	0.000	-4.96	CEC
0.000	288.20	0.000	347.83	0.000	-48.68	Bid-Ask Spread
0.000	377.22	0.000	345.72	0.000	-16.70	ASR
0.000	220.84	0.000	250.80	0.000	-13.30	IR-SCORE
0.000	250.50	0.000	272.10	0.000	-13.74	CSIZE
0.000	218.93	0.000	212.20	0.000	-12.33	FLEV
0.000	220.90	0.000	251.10	0.000	-14.69	CCGM-Index
0.000	221.77	0.000	245.16	0.000	-12.98	CSRdummy
0.000	222.64	0.000	239.22	0.000	-11.27	COMPLEXITY
0.000	255.10	0.000	190.10	0.000	-36.58	MTB
0.000	294.10	0.000	207.60	0.000	-8.18	ROA
0.000	326.25	0.000	220.35	0.000	-12.46	LOSSdummy
0.000	358.60	0.000	233.10	0.000	-16.73	EPS
0.000	346.41	0.000	219.92	0.000	-13.55	AUDQdummy
0.000	334.22	0.000	206.73	0.000	-10.37	GRA
0.000	422.60	0.039	139.71	0.000	-5.61	Beta
0.000	200.10	0.000	181.10	0.000	-56.10	TVOLUME
0.000	311.18	0.000	160.41	0.000	-5.29	SECTORdummy

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [8]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لجميع متغيرات النماذج التطبيقية أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن علاقات الانحدار بين متغيرات تلك النماذج، ليست علاقات انحدار زائفة *Spurious Regression*، أي أنها صالحة لتطبيق نماذج الانحدار الخطى متعددة المتغيرات عليها، ومن ثم رفض الفرض العدمي بأن السلاسل الزمنية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة ليست مستقرة.

2/10 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

بعد التأكد من صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، وبحساب الإحصاءات الوصفية *Descriptive Statistics* لمتغيرات الدراسة، يقدم الباحث وصفاً إحصائياً تحليلياً للسّمات الرئيسية لبيانات متغيرات النماذج التطبيقية المقترحة بالدراسة الحالية، حيث جاءت النتائج كما هو موضح بجدول [9]:

جدول [9]

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة

Range	Standard Deviation	Mean	Maximum	Minimum	n.	متغيرات النماذج التطبيقية
9.964	1.093	-0.032	4.842	-5.122	376	<i>REM-Index</i>
1.407	0.244	0.353	1.541	0.134	363	<i>CEC</i>
0.666	0.071	0.037	0.666	0.000	363	<i>Bid-Ask Spread</i>
2.747	0.356	0.457	1.830	-0.917	363	<i>ASR</i>
117	25.393	85.226	143	26	376	<i>IR-SCORE</i>
7.010	1.572	19.976	24.000	16.990	376	<i>CSIZE</i>
1.275	0.234	0.396	1.286	0.011	376	<i>FLEV</i>
0.750	0.163	0.546	0.917	0.167	376	<i>CCGM-Index</i>
1	0.312	0.110	1	0	376	<i>CSRdummy</i>
2.641	0.228	0.234	2.641	0.000	376	<i>COMPLEXITY</i>
15.510	1.454	1.528	15.770	0.260	376	<i>MTB</i>
0.960	0.087	0.037	0.256	-0.704	376	<i>ROA</i>
1	0.412	0.220	1	0	376	<i>LOSSdummy</i>
70.450	3.708	0.895	55.250	-15.20	376	<i>EPS</i>
1	0.495	0.430	1	0	376	<i>AUDQdummy</i>
10.166	0.525	0.117	9.262	-0.904	376	<i>GRA</i>
3.677	1.776	1.883	4.074	0.397	363	<i>Beta</i>
0.028	0.005	0.004	0.028	0.000	363	<i>TVOLUME</i>
1	0.490	0.600	1	0	376	<i>SECTORdummy</i>

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [9]، ما يلي:

- بلغت قيمة الوسط الحسابي لمستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (*REM-Index*)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة -0.032، وهي تقترب مع ما توصلت إليه دراسة (*Braam et al., 2015*)، والتي تمت على عينة من الشركات المساهمة في 27 دولة، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي -0.006. فضلاً عن ما سبق، يلاحظ أن قيمة الانحراف المعياري لهذا المتغير، قد بلغت 1.093، مما يعكس وجود تفاوت لمستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة، حيث بلغت أقل قيمة -5.122، بينما بلغت أعلى قيمة 4.842.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لتكلفة التمويل بالملكية (*CEC*)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 0.353، وهي تقل عما توصلت إليه دراسة (أحمد، 2018)، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي 0.647، بينما تزيد عما توصلت إليه دراسة (*Hasan & Habib, 2017*)، والتي تمت على عينة من الشركات المساهمة الاسترالية، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي 0.034. وعلى الرغم من أن أقل قيمة لهذا المتغير قد بلغت 0.134، بينما بلغت أعلى قيمة 1.541، إلا أنه يلاحظ التجانس لتكلفة التمويل بالملكية فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو ما يدعمه أن قيمة الانحراف المعياري التي بلغت 0.244، أقل من قيمة الوسط الحسابي لهذا المتغير.

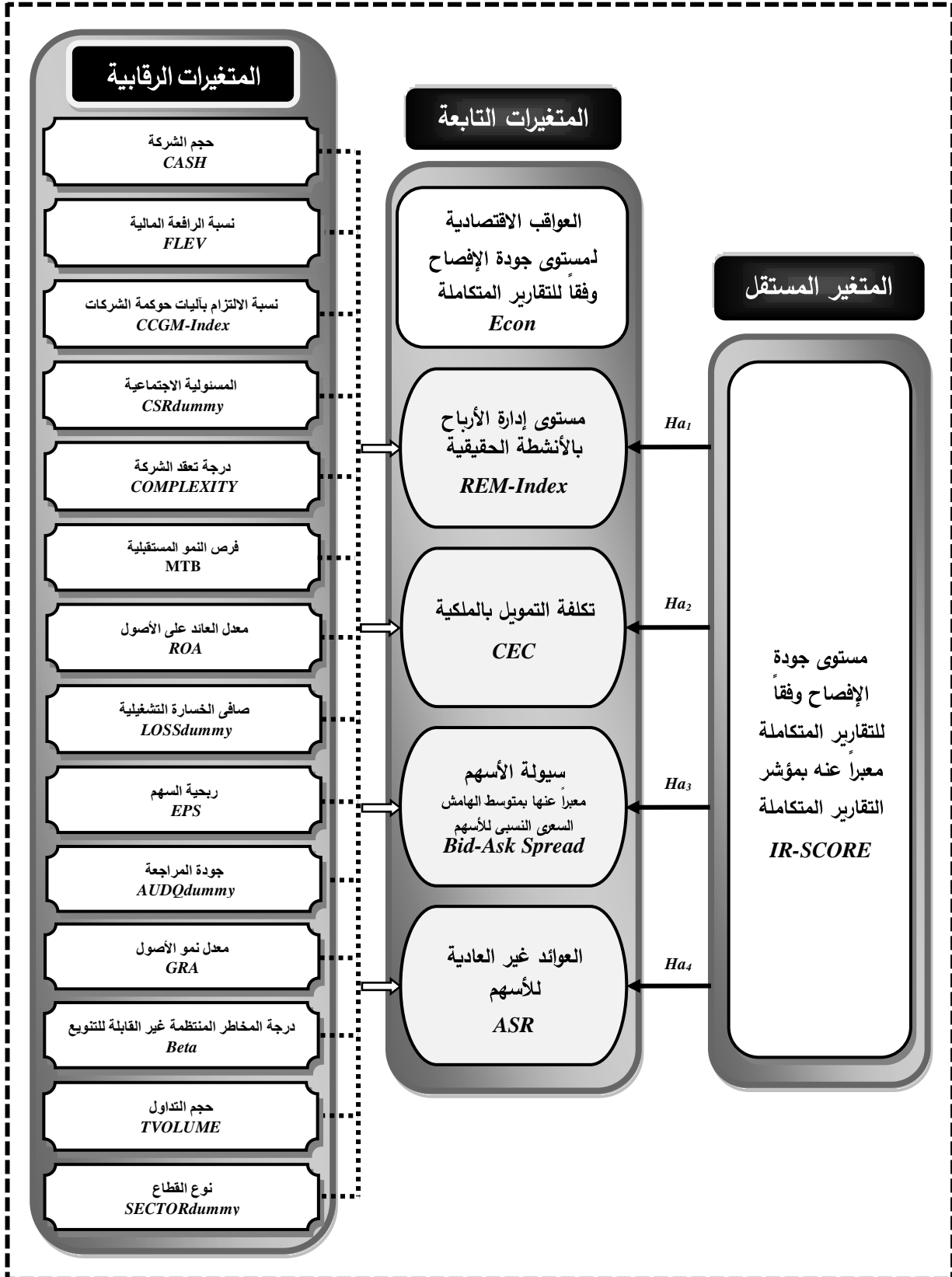
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لمتوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي لبديل لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (*Bid-Ask Spread*)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 0.037، وهي تتشابه مع ما توصلت إليه دراسة (فودة، 2017)، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي 0.040، كذلك تتشابه نوعاً ما مع ما توصلت إليه دراسة (Huang et al., 2017)، والتي تمت على عينة من الشركات الأمريكية، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي 0.085.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي للعوائد غير العادية للأسهم (*ASR*)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 0.457 وبانحراف معياري قدره 0.356. وجدير بالذكر، يرى الباحث أنه من الصعوبة إجراء مقارنة موثوقة لهذه النتيجة مع دراسات أخرى أجريت في ظروف وأوضاع اقتصادية وعلى أسواق مال مختلفة إذ ما قورنت بالدراسة الحالية، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي التي توصلت إليها دراسة (الجعدي، 2015) -1.202، والتي تمت على عينة من الشركات المدرجة في بورصة عمان، كما بلغت قيمة الوسط الحسابي التي توصلت إليها دراسة (Pavlopoulos et al., 2019) 0.035، والتي تمت على عينة من الشركات المساهمة في 25 دولة على مستوى العالم.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لمؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 85.226 وبانحراف معياري قدره 25.393، وهو الأمر الذي يعكس التفاوت الكبير في قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة، حيث بلغت أقل قيمة 26، بينما بلغت أعلى قيمة 143، ويرجع السبب في ذلك من وجهة نظر الباحث إلى أن الدراسة الحالية تتطلب أن يشمل مجتمع الدراسة ولأغراض تقديم أدلة وقرائن عملية مبكرة قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة في بيئة الأعمال المصرية، تلك الشركات التي قد تصدر تقارير وفقاً لمتطلبات الإطار المفاهيمي للتقارير المتكاملة، أو تلك الشركات التي قد تصدر تقارير ذات مستوى مرتفع من الجودة متوافقة مع خصائص مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة ولكنها لا تصدر تقارير تحت مسمى التقارير المتكاملة، وذلك طالما أنه لا يوجد إلزام حتى الآن للشركات المساهمة في بيئة الأعمال المصرية بإصدار تقارير متكاملة، وترك أمر الإفصاح عن المعلومات وفقاً لإطار التقارير المتكاملة اختيارياً لمديري الشركات.

3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة إحصائياً:

يسعى الباحث من خلال هذا القسم من الدراسة، إلى استخدام الأساليب والتحليلات الإحصائية المناسبة وفقاً لطبيعة فروض الدراسة والبيانات المتحصل عليها لتحديد مدى قبول صحتها من عدمه، ومن ثم تقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات الممثلة لها، وذلك من خلال اختبار العلاقات التأثيرية بين مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (كمتغير مستقل)، وبين العواقب الاقتصادية المرتبطة بهذا المستوى من جودة الإفصاح من حيث مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم (كمتغيرات تابعة)، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الرقابية والتي قد يكون لها تأثيراً محتملاً على المتغيرات التابعة محل الاهتمام في الدراسة الحالية. ويمكن للباحث التعبير عن النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للدراسة الحالية للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية، من خلال عرض الشكل [1]:

الشكل [1]

النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية



- المصدر: (الشكل من إعداد الباحث).

وهكذا، ومن خلال توصيف الباحث في القسم السابق من الدراسة الحالية، لمتغيرات الدراسة والمنهجية المتبعة لقياسها المحاسبي، وعلاقة المتغيرات المفسرة المتوقعة مع المتغيرات التابعة، فضلاً عن التعبير من خلال الشكل [1] عن النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية، يمكن للباحث صياغة النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح في الدراسة الحالية في شكل معادلة انحدار، وذلك على النحو التالي:

$$Econ_{i,t} = \beta_0 - \beta_1(IR-Score_{i,t}) \pm \beta_2(CSIZE_{i,t}) \pm \beta_3(FLEV_{i,t}) - \beta_4(CCGM-Index_{i,t}) \pm \beta_5(CSRdummy_{i,t}) + \beta_6(COMPLEXITY_{i,t}) \pm \beta_7(MTB_{i,t}) \pm \beta_8(ROA_{i,t}) + \beta_9(LOSSdummy_{i,t}) - \beta_{10}(EPS_{i,t}) - \beta_{11}(AUDQdummy_{i,t}) - \beta_{12}(GRA_{i,t}) + \beta_{13}(Beta_{i,t}) \pm \beta_{14}(TVOLUME_{i,t}) + \beta_{15}(SECTORdummy_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (12)$$

حيث، $Econ_{i,t}$ العواقب الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة للشركة i خلال الفترة t (والذي يعبر عنها بأربعة جوانب مختلفة: الأول مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية $REM-Index$ ، الثاني تكلفة التمويل بالملكية CEC ، الثالث سيولة الأسهم معبراً عنها بمتوسط الهامش السعري النسبي للأسهم $Bid-Ask Spread$ ، والرابع العوائد غير العادية للأسهم ASR)، $IR-Score_{i,t}$ كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة للشركة i خلال الفترة t ، $CSIZE_{i,t}$ حجم الشركة i خلال الفترة t ، $FLEV_{i,t}$ نسبة الرافعة المالية للشركة i خلال الفترة t ، $CCGM-Index_{i,t}$ كمقياس بديل لنسبة الالتزام بالآليات حوكمة الشركات للشركة i خلال الفترة t مع مراعاة أنه تم حذف هذا المتغير من كافة النماذج التطبيقية بالدراسة الحالية نظراً لارتباطه بعلاقة ارتباط تامة مع مؤشر $(IR-Score)$ كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل الرئيسي بالدراسة)، $CSRdummy_{i,t}$ المسؤولية الاجتماعية للشركة i خلال الفترة t ، $COMPLEXITY_{i,t}$ درجة تعقد الشركة i خلال الفترة t ، $MTB_{i,t}$ فرص النمو المستقبلية للشركة i خلال الفترة t ، $ROA_{i,t}$ معدل العائد على الأصول للشركة i خلال الفترة t ، $LOSSdummy_{i,t}$ صافي الخسارة التشغيلية للشركة i خلال الفترة t ، $EPS_{i,t}$ ربحية سهم الشركة i خلال الفترة t ، $AUDQdummy_{i,t}$ جودة المراجعة للشركة i خلال الفترة t ، $GRA_{i,t}$ معدل نمو الأصول للشركة i خلال الفترة t ، $Beta_{i,t}$ درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنوع للشركة i خلال الفترة t ، $TVOLUME_{i,t}$ حجم التداول للشركة i خلال الفترة t ، $SECTORdummy_{i,t}$ نوع القطاع الذي تنتمي إليه الشركة i خلال الفترة t ، β_0 الحد الثابت في معادلة الانحدار، $\beta_1-\beta_{15}$ معالم الانحدار المقدر في معادلة الانحدار، $\epsilon_{i,t}$ خطأ التقدير العشوائي (البواقي) الناتج من معادلة الانحدار للشركة i خلال الفترة t .

جدير بالذكر، وبعد الانتهاء من إجراء اختبارات صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، فقد استند الباحث لأغراض اختبار فروض الدراسة الحالية إحصائياً لتحديد مدى قبول صحتها من عدمه، على أسلوب البيانات الطولية $Panel Data (Longitudinal Data)$ ، والذي يمثل مزيجاً بين بيانات السلاسل الزمنية $Time-Series Data$ والبيانات المقطعية (اللحظية) $Cross-Sectional Data$ ، والذي يتم بموجبه جمع بيانات ظاهرة بحثية محددة لمجموعة من منشآت الأعمال لفترة زمنية معينة، وذلك من خلال تطبيق نماذج الانحدار الطولية الثلاثة التالية على النماذج التطبيقية المقترحة بالدراسة الحالية (Chireka & Fakoya, 2017; Nwakuya & Ijomah, 2017; Okeke & Okeke, 2016; Verbeek, 2014).

• نموذج الانحدار التجميعي $Pooled OLS Regression Model$:

يعتبر هذا النموذج أبسط نماذج الانحدار الخطية متعددة المتغيرات لأسلوب $Panel Data$ ، حيث بموجبه يتم اعتبار جميع مشاهدات الدراسة الحالية، ككيان واحد دون الأخذ في الاعتبار أى اختلافات فيما بين

الشركات الممثلة في عينة الدراسة عبر الزمن أو بسبب اختلاف القطاعات الاقتصادية المنتمية إليها، وهو ما يشير إلى أن معلمة الحد الثابت ومعالم الانحدار المقدره بهذا النموذج والذي يعتمد في تقديرها على طريقة المربعات الصغرى (*OLS*)، تكون ثابتة لكل الشركات ولجميع الفترات الزمنية داخل النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة.

• **نموذج التأثيرات الثابتة *Fixed Effect Model*:**

يعكس هذا النموذج أى اختلافات أو فروق بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة بسبب اختلاف القطاعات الاقتصادية المنتمية إليها، حيث يفترض هذا النموذج وجود متغيرات أو عوامل غير ملاحظة والتي تختلف من قطاع اقتصادى لآخر فيما بين الشركات، وتؤثر على المتغيرات التابعة ولا تتغير خلال جميع الفترات الزمنية داخل النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة، مما يسمح لكل شركة بأن يكون لها معلمة الحد الثابت الخاصة بها بمعادلة الانحدار، وتكون معالم الانحدار المقدره بهذا النموذج ثابتة لكل الشركات ولجميع الفترات الزمنية داخل النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة. ويعتمد هذا النموذج في تقدير الحد الثابت ومعالم الانحدار على نموذج المربعات الصغرى الخاص بالمتغيرات الوهمية *Least Squares Dummy Variable Model (LSDV)*.

• **نموذج التأثيرات العشوائية *Random Effect Model*:**

بموجب هذا النموذج يتم الأخذ في الاعتبار أن جميع الشركات الممثلة في عينة الدراسة تختلف في خطأ التقدير العشوائى (البواقى) الناتج من معادلة الانحدار، كنتيجة لتعامل هذا النموذج مع الاختلافات فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة عبر الزمن أو الاختلاف في القطاعات الاقتصادية المنتمية إليها، على أنها متغيرات عشوائية *Random Variables*، ومن ثم يتم إضافة هذه الاختلافات كمكونات عشوائية إلى خطأ التقدير العشوائى (البواقى). ويعتمد هذا النموذج في تقدير الحد الثابت ومعالم الانحدار على طريقة مقدار المربعات الصغرى العامة *Generalized Least Square Estimator (GLS)*. ولتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة من نماذج الانحدار الطولية الثلاثة السابقة لأسلوب *Panel Data*، بغرض تمثيل بيانات فروض الدراسة الحالية إحصائياً، اعتمد الباحث على إجراء الاختبارات الإحصائية التالية:

(1) اختبار ***Wald Test (Restricted F-Test)*** بين نموذج الانحدار التجميعى ونموذج التأثيرات الثابتة،

فإذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، فإن نموذج الانحدار التجميعى يكون هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فروض الدراسة الحالية إحصائياً، أما إذا كانت غير ذلك، فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فروض الدراسة الحالية إحصائياً.

(2) اختبار ***Lagrange Multiplier Test (Breusch-Pagan Test)*** بين نموذج الانحدار التجميعى

ونموذج التأثيرات العشوائية، فإذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، فإن نموذج الانحدار التجميعى يكون هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فروض الدراسة الحالية إحصائياً، أما إذا كانت غير ذلك، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يكون هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فروض الدراسة الحالية إحصائياً.

(3) اختبار ***Hausman Test (x² Test)*** بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، فإذا

كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، فإن نموذج التأثيرات العشوائية يكون هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فروض الدراسة الحالية إحصائياً، أما إذا كانت غير ذلك، فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فروض الدراسة الحالية إحصائياً.

1/3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة الأول إحصائياً:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل لفرض الدراسة الأول، والخاص بتأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$REM-Index_{i,t} = \beta_0 - \beta_1(IR-SCORE_{i,t}) - \beta_2(CSIZE_{i,t}) + \beta_3(FLEV_{i,t}) \pm \beta_4(MTB_{i,t}) \pm \beta_5(ROA_{i,t}) + \beta_6(LOSSdummy_{i,t}) - \beta_7(AUDQdummy_{i,t}) - \beta_8(GRA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (13)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [10]، نتائج اختبار فرض الدراسة الأول إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*:

جدول [10]

نتائج اختبار فرض الدراسة الأول إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*

المتغير التابع (مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية <i>REM-Index</i>)												المتغيرات المفسرة
نموذج التأثيرات العشوائية <i>Random Effect Model</i>				نموذج التأثيرات الثابتة <i>Fixed Effect Model</i>				نموذج الانحدار التجميعي <i>Pooled OLS Regression Model</i>				
(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		
p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	
0.608	0.514	1.056	0.543	0.811	0.239	4.981	1.189	0.482	0.704	0.823	0.580	Constant
0.013	-2.628	0.002	-0.006	0.078	-1.810	0.003	-0.005	0.080	-1.757	0.002	-0.004	IR-SCORE
0.619	-0.498	0.057	-0.028	0.017	-2.529	0.026	-0.066	0.550	-0.599	0.045	-0.027	CSIZE
0.115	1.581	0.335	0.529	0.044	2.102	0.423	0.888	0.108	1.612	0.281	0.453	FLEV
0.813	-0.237	0.045	-0.011	0.769	-0.294	0.066	-0.019	0.816	-0.233	0.040	-0.009	MTB
0.100	-1.651	0.804	-1.327	0.068	-1.881	0.591	-1.111	0.058	-1.906	0.812	-1.548	ROA
0.559	0.585	0.171	0.100	0.034	2.225	0.097	0.216	0.414	0.819	0.167	0.137	LOSSdummy
0.173	1.364	0.167	0.228	0.999	0.001	0.522	0.001	0.353	1.112	0.235	0.261	AUDQdummy
0.013	2.503	0.103	0.258	0.022	2.422	0.125	0.303	0.004	2.897	0.107	0.311	GRA
0.250				0.337				0.298				R ²
0.199				0.235				0.195				Adjusted R ²
0.987				0.986				1.065				Standard Error
2.421				296.6				13.432				F-statistic
1.015				0.000				0.000				p-value (F-statistic)
1.557				2.048				1.566				Durbin-Watson

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

ولتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة من نماذج الانحدار الطولية الثلاثة السابقة لأسلوب *Panel Data* الموضحة بجدول [10]، بغرض تمثيل بيانات فرض الدراسة الأول إحصائياً، قام الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية، وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [11]:

جدول [11]

نتائج اختبارات المفاضلة الإحصائية بين نماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*

لتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الأول إحصائياً

Wald Test		Lagrange Multiplier Test		Hausman Test	
p-value	Restricted F-Test	p-value	Breusch-Pagan Test	p-value	x ² Test
0.001	1.988	0.000	7.418	0.005	19.043

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [11]، أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $Restricted F$ -Test أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الأول إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. كذلك، اتضح أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $Breusch-Pagan Test$ أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الأول إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. وأخيراً، فقد اتضح أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $x^2 Test$ أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الأول إحصائياً عن نموذج التأثيرات العشوائية.

استناداً على ما سبق، فإنه يمكن الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الأول إحصائياً وتفسير العلاقة بين متغيرات النموذج التطبيقي الأول بالدراسة. وبناء على ذلك، وبعد إعادة تقدير معالم الانحدار لنموذج التأثيرات الثابتة بعد استبعاد المتغيرات المفسرة غير المعنوية، جاءت نتائج اختبار فرض الدراسة الأول إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة $Fixed Effect Model$ ، كما هو موضح بجدول [12]:

جدول [12]

نتائج اختبار فرض الدراسة الأول إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة $Fixed Effect Model$

<i>(T) Test</i>		<i>Unstandardized Coefficients</i>		المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
<i>p-value</i>	<i>T-statistic</i>	<i>Standard Error</i>	β		
0.055	1.990	0.338	0.674	<i>Constant</i>	مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (REM-Index)
0.074	-1.834	0.001	-0.002	<i>IR-SCORE</i>	
0.056	-1.985	0.021	-0.041	<i>CSIZE</i>	
0.005	2.994	0.274	0.821	<i>FLEV</i>	
0.043	-2.114	0.481	-1.016	<i>ROA</i>	
0.008	2.800	0.007	0.019	<i>LOSSdummy</i>	
0.043	2.117	0.094	0.198	<i>GRA</i>	
0.337				R^2	
0.210				<i>Adjusted R²</i>	
0.983				<i>Standard Error</i>	
2.297				<i>F-statistic</i>	
0.000				<i>p-value (F-statistic)</i>	

المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [12]:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين ($ANOVA$) بلغت 2.297 عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية).
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة 0.210، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 21% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية)، بينما نسبة 79% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.

• وجود تأثير سلبي معنوي لمؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بمعامل تفسير قدره ($\beta = -0.002$) عند *p-value* أقل من 10%، على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (*REM-Index*)، مما يمكن معه القول بأن هذه النتيجة قدمت دليلاً تفسيرياً وقرينة عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة في بيئة الأعمال المصرية، على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الأول للدراسة (*Ha1*) في صورته البديلة. وتتفق النتيجة السابقة مع ما انتهت إليه دراسة (*Shirabe & Nakano, 2019*). وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من: (1) نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، (2) صافي الخسارة التشغيلية (*LOSSdummy*)، (3) معدل نمو الأصول (*GRA*)، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من: (1) حجم الشركة (*CSIZE*)، (2) معدل العائد على الأصول (*ROA*)، على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (*REM-Index*).

أخيراً، وللتحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي، والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل، اعتمد الباحث على إجراء مجموعة الاختبارات الإحصائية التالية:

(1) اختبار *Jarque-Bera Test*، لتحديد ما إذا كان خطأ التقدير العشوائي (البواقي) الناتج من نموذج الانحدار يتبع أو يقترب من التوزيع الطبيعي، وذلك إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%.

(2) اختبار *Autocorrelation Test (Durbin-Watson)*، للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) الناتج من نموذج الانحدار، وذلك إذا كانت قيمة (*Durbin-Watson*) مساوية أو تقترب من القيمة (2) سواء ارتفاعاً أو هبوطاً.

(3) اختبار *Kao Test*، لدراسة وجود تعاون مشترك *Co-Integration* بين المتغيرات المكونة لنموذج الانحدار في الأجل الطويل، وذلك إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أقل من 5%، وهو الأمر الذي يشير إلى توازن نموذج الانحدار في الأجل الطويل. وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [13]:

جدول [13]

نتائج اختبارات التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي الممثل لفرض الدراسة الأول،

والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل

<i>Jarque-Bera Test</i>		<i>Autocorrelation Test</i>		<i>Kao Test</i>	
<i>p-value</i>	<i>Jarque-Bera</i>	<i>Durbin-Watson</i>	<i>p-value</i>	<i>T Test</i>	
0.000	28.968	2.045	0.001	-3.622	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [13]، أن خطأ التقدير العشوائي (البواقي) لا يتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار *Jarque-Bera* أقل من 5%. كما اتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين خطأ التقدير العشوائي (البواقي)، حيث أن قيمة (*Durbin-Watson = 2.045*) تقترب من القيمة (2). كذلك، اتضح وجود تعاون مشترك بين المتغيرات المكونة للنموذج في الأجل الطويل، حيث أن القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أقل من 5%، وهو ما يشير إلى توازن النموذج في الأجل الطويل.

بذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الأول للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$REM-Index_{i,t} = 0.674 - 0.002(IR-SCORE_{i,t}) - 0.041(CSIZE_{i,t}) + 0.821(FLEV_{i,t}) - 1.016(ROA_{i,t}) + 0.019(LOSSdummy_{i,t}) - 0.198(GRA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (14)$$

2/3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة الثاني إحصائياً:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل لفرض الدراسة الثاني، والخاص بتأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$CEC_{i,t} = \beta_0 - \beta_1(IR-SCORE_{i,t}) - \beta_2(CSIZE_{i,t}) + \beta_3(FLEV_{i,t}) + \beta_4(CSRdummy_{i,t}) + \beta_5(COMPLEXITY_{i,t}) - \beta_6(MTB_{i,t}) + \beta_7(Beta_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (15)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [14]، نتائج اختبار فرض الدراسة الثاني إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*:

جدول [14]

نتائج اختبار فرض الدراسة الثاني إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*

المتغير التابع (تكلفة التمويل بالملكية <i>CEC</i>)												المتغيرات المفسرة
نموذج التأثيرات العشوائية <i>Random Effect Model</i>				نموذج التأثيرات الثابتة <i>Fixed Effect Model</i>				نموذج الانحدار التجميعي <i>Pooled OLS Regression Model</i>				
(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		
p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	
0.077	-1.773	0.150	-0.266	0.001	-3.279	0.563	-1.846	0.072	-1.803	0.116	-0.208	Constant
0.158	-1.853	0.001	-0.002	0.074	-1.791	0.000	-0.001	0.005	-1.762	0.001	-0.002	IR-SCORE
0.011	2.544	0.008	0.020	0.000	3.628	0.029	0.105	0.013	2.504	0.006	0.015	CSIZE
0.017	-2.392	0.046	-0.110	0.000	-4.177	0.076	-0.316	0.060	-1.890	0.038	-0.073	FLEV
0.989	-0.014	0.032	0.000	0.920	-0.101	0.053	-0.005	0.697	0.390	0.027	0.010	CSRdummy
0.112	1.593	0.040	0.063	0.000	4.388	0.004	0.019	0.004	2.906	0.035	0.102	COMPLEXITY
0.310	-1.018	0.006	-0.006	0.660	0.440	0.008	0.004	0.263	-1.121	0.005	-0.006	MTB
0.938	-0.078	0.000	0.000	0.081	1.980	0.001	0.002	0.155	1.375	0.008	0.011	Beta
0.256				0.388				0.321				R ²
0.197				0.246				0.211				Adjusted R ²
0.128				0.125				2.317				Standard Error
4.889				2.735				16.305				F-statistic
0.000				0.000				0.000				p-value (F-statistic)
1.786				2.138				1.507				Durbin-Watson

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

ولتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة من نماذج الانحدار الطولية الثلاثة السابقة لأسلوب *Panel Data* الموضحة بجدول [14]، بغرض تمثيل بيانات فرض الدراسة الثاني إحصائياً، قام الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية، وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [15]:

جدول [15]

نتائج اختبارات المفاضلة الإحصائية بين نماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data* لتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثاني إحصائياً

Wald Test		Lagrange Multiplier Test		Hausman Test	
p-value	Restricted F-Test	p-value	Breusch-Pagan Test	p-value	χ^2 Test
0.000	2.218	0.000	9.664	0.000	25.516

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [15]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار *Restricted F-Test* أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثاني إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. كذلك، اتضح أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار *Breusch-Pagan Test* أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثاني إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. وأخيراً، فقد اتضح أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار χ^2 Test أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثاني إحصائياً عن نموذج التأثيرات العشوائية.

استناداً على ما سبق، فإنه يمكن الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثاني إحصائياً وتفسير العلاقة بين متغيرات النموذج التطبيقي الثاني بالدراسة. وبناء على ذلك، وبعد إعادة تقدير معالم الانحدار لنموذج التأثيرات الثابتة بعد استبعاد المتغيرات المفسرة غير المعنوية، جاءت نتائج اختبار فرض الدراسة الثاني إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة *Fixed Effect Model*، كما هو موضح بجدول [16]:

جدول [16]

نتائج اختبار فرض الدراسة الثاني إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة *Fixed Effect Model*

(T) Test		Unstandardized Coefficients		المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
p-value	T-statistic	Standard Error	β		
0.001	3.471	0.517	1.796	Constant	تكلفة التمويل بالملكية (CEC)
0.053	-1.943	0.000	-0.001	IR-SCORE	
0.000	3.812	0.027	0.102	CSIZE	
0.000	-4.357	0.070	-0.307	FLEV	
0.000	2.250	0.038	0.083	COMPLEXITY	
0.000	-4.213	0.000	-0.001	Beta	
		0.387		R ²	
		0.253		Adjusted R ²	
		0.125		Standard Error	
		2.882		F-statistic	
		0.000		p-value (F-statistic)	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [16]:

- أن قيمة *F* المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين (*ANOVA*) بلغت 2.882 عند *p-value* أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (تكلفة التمويل بالملكية).

- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة 0.253، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 25.3% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (تكلفة التمويل بالملكية)، بينما نسبة 74.7% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.
- وجود تأثير سلبي معنوي لمؤشر ($IR-SCORE$) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بمعامل تفسير قدره ($\beta = -0.001$) عند p -value أقل من 10%، على تكلفة التمويل بالملكية (CEC)، مما يمكن معه القول بأن هذه النتيجة قدمت دليلاً تفسيرياً وقرينة عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة في بيئة الأعمال المصرية، على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر ($IR-SCORE$) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) تكلفة التمويل بالملكية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثاني للدراسة (Ha_2) في صورته البديلة. وتتفق هذه النتيجة مع ما انتهت إليه بعض الدراسات (*Vitolla et al., 2019; Zhou et al., 2017; Zhou, 2014*). وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من: (1) حجم الشركة ($CSIZE$)، (2) درجة تعقد الشركة ($COMPLEXITY$)، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من: (1) نسبة الرافعة المالية ($FLEV$)، (2) درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنبؤ ($Beta$)، على تكلفة التمويل بالملكية (CEC).

أخيراً، وللتحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي، والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل، قام الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية (السالفة الذكر عند تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة الأول)، وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [17]:

جدول [17]

نتائج اختبارات التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي الممثل لفرض الدراسة الثاني، والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل

<i>Jarque-Bera Test</i>		<i>Autocorrelation Test</i>		<i>Kao Test</i>	
<i>p-value</i>	<i>Jarque-Bera</i>	<i>Durbin-Watson</i>		<i>p-value</i>	<i>T Test</i>
0.000	44.80	2.147		0.047	-1.671

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [17]، أن خطأ التقدير العشوائي (البواقى) لا يتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار *Jarque-Bera* أقل من 5%. كما اتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين خطأ التقدير العشوائي (البواقى)، حيث أن قيمة ($Durbin-Watson = 2.147$) تقترب من القيمة (2). كذلك، اتضح وجود تعاون مشترك بين المتغيرات المكونة للنموذج في الأجل الطويل، حيث أن القيمة الاحتمالية p -value للاختبار أقل من 5%، وهو ما يشير إلى توازن النموذج في الأجل الطويل. بذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الثاني للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$CEC_{i,t} = 1.796 - 0.001(IR-SCORE_{i,t}) + 0.102(CSIZE_{i,t}) - 0.307(FLEV_{i,t}) + 0.083(COMPLEXITY_{i,t}) - 0.001(Beta_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots (16)$$

3/3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة الثالث إحصائياً:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل لفرض الدراسة الثالث، والخاص بتأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كقياس عكسي لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$Bid-Ask Spread_{i,t} = \beta_0 - \beta_1(IR-Score_{i,t}) - \beta_2(CSIZE_{i,t}) \pm \beta_3(FLEV_{i,t}) - \beta_4(CSRdummy_{i,t}) + \beta_5(COMPLEXITY_{i,t}) + \beta_6(ROA_{i,t}) + \beta_7(LOSSdummy_{i,t}) - \beta_8(EPS_{i,t}) \pm \beta_9(TVOLUME_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (17)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [18]، نتائج اختبار فرض الدراسة الثالث إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*:

جدول [18]

نتائج اختبار فرض الدراسة الثالث إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*

المتغير التابع (سيولة الأسهم معبراً عنها بمتوسط الهامش السعري النسبي للأسهم <i>Bid-Ask Spread</i>)												المتغيرات المفسرة
نموذج التأثيرات العشوائية <i>Random Effect Model</i>				نموذج التأثيرات الثابتة <i>Fixed Effect Model</i>				نموذج الانحدار التجميعي <i>Pooled OLS Regression Model</i>				
(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		
p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	
0.030	2.182	0.062	0.135	0.097	1.664	0.169	0.281	0.002	3.189	0.043	0.138	Constant
0.001	-3.324	0.000	0.000	0.002	-3.104	0.000	-0.000	0.011	-2.559	0.000	-0.000	IR-SCORE
0.057	-1.911	0.003	-0.006	0.105	-1.625	0.009	-0.014	0.007	-2.736	0.002	-0.006	CSIZE
0.037	2.099	0.017	0.035	0.004	2.895	0.024	0.069	0.154	1.429	0.013	0.019	FLEV
0.375	0.889	0.012	0.010	0.066	-1.904	0.000	-0.000	0.140	1.480	0.009	0.014	CSRdummy
0.935	0.082	0.014	0.001	0.283	1.076	0.017	0.019	0.222	-1.223	0.012	-0.015	COMPLEXITY
0.283	1.075	0.040	0.043	0.012	2.678	0.021	0.056	0.586	0.545	0.043	0.024	ROA
0.731	-0.344	0.008	-0.003	0.801	-0.253	0.008	-0.002	0.724	-0.354	0.008	-0.003	LOSSdummy
0.044	2.151	0.002	0.004	0.072	1.855	0.002	0.003	0.047	1.993	0.002	0.003	EPS
0.000	15.014	0.623	9.357	0.000	12.194	0.757	9.227	0.000	17.146	0.548	9.396	TVOLUME
0.454				0.744				0.549				R ²
0.440				0.683				0.534				Adjusted R ²
0.040				0.040				0.049				Standard Error
42.649				12.140				47.144				F-statistic
0.000				0.000				0.000				p-value (F-statistic)
1.423				1.675				1.100				Durbin-Watson

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

ولتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة من نماذج الانحدار الطولية الثلاثة السابقة لأسلوب *Panel Data* الموضحة بجدول [18]، بغرض تمثيل بيانات فرض الدراسة الثالث إحصائياً، قام الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية، وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [19]:

جدول [19]

نتائج اختبارات المقاضلة الإحصائية بين نماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data* لتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثالث إحصائياً

Wald Test		Lagrange Multiplier Test		Hausman Test	
p-value	Restricted F-Test	p-value	Breusch-Pagan Test	p-value	χ^2 Test
0.000	3.714	0.000	8.741	0.008	19.126

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [19]، أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $Restricted F$ -Test أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثالث إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. كذلك، اتضح أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $Breusch-Pagan$ Test أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثالث إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. وأخيراً، فقد اتضح أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار χ^2 Test أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثالث إحصائياً عن نموذج التأثيرات العشوائية.

استناداً على ما سبق، فإنه يمكن الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الثالث إحصائياً وتفسير العلاقة بين متغيرات النموذج التطبيقي الثالث بالدراسة. وبناء على ذلك، وبعد إعادة تقدير معالم الانحدار لنموذج التأثيرات الثابتة بعد استبعاد المتغيرات المفسرة غير المعنوية، جاءت نتائج اختبار فرض الدراسة الثالث إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة $Fixed Effect Model$ ، كما هو موضح بجدول [20]:

جدول [20]

نتائج اختبار فرض الدراسة الثالث إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة $Fixed Effect Model$

(T) Test		Unstandardized Coefficients		المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
p -value	T -statistic	Standard Error	β		
0.363	0.911	0.0132	0.012	Constant	سيولة الأسهم متوسطها يتوسط الهامش السعري النسبي للأسهم (Bid-Ask Spread)
0.000	-4.002	0.000	-0.001	IR-SCORE	
0.009	2.611	0.023	0.056	FLEV	
0.045	2.089	0.006	-0.013	CSRdummy	
0.078	1.810	0.029	0.053	ROA	
0.000	3.641	0.002	0.007	EPS	
0.000	12.267	0.754	9.254	TVOLUME	
0.740				R^2	
0.681				Adjusted R^2	
0.040				Standard Error	
12.557				F-statistic	
0.000				p -value (F-statistic)	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [20]:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين ($ANOVA$) بلغت 12.557 عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كقياس عكسي لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات).
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة 0.681، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 68.1% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كقياس عكسي لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات)، بينما نسبة 31.9% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.

• وجود تأثير سلبي معنوي لمؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة بمعامل تفسير قدره ($\beta = -0.001$) عند p -value أقل من 1%، على متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (*Bid-Ask Spread*)، الأمر الذي يعكس في جوهره وجود تأثير إيجابي معنوي بين قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) وبين سيولة الأسهم، مما يمكن معه القول بأن هذه النتيجة قدمت دليلاً تفسيرياً وقرينة عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة في بيئة الأعمال المصرية، على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم، وهو ما يشير إلى انخفاض (ارتفاع) مستوى عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ارتفاع (انخفاض) سيولة أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثالث للدراسة (H_{a3}) في صورته البديلة. وتتفق هذه النتيجة مع ما انتهت إليه بعض الدراسات (*Yusuf, 2018; Barth et al., 2017a; Barth et al., 2017b; Akker, 2016*). وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من: (1) نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، (2) معدل العائد على الأصول (*ROA*)، (3) ربحية السهم (*EPS*)، (4) حجم التداول (*TVOLUME*)، ووجود تأثير سلبي معنوي للمسؤولية الاجتماعية (*CSRdummy*)، على متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (*Bid-Ask Spread*). أخيراً، وللتحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي، والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل، قام الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية (السالفة الذكر عند تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة الأول)، وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [21]:

جدول [21]

نتائج اختبارات التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي الممثل لفرض الدراسة الثالث، والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل

<i>Jarque-Bera Test</i>		<i>Autocorrelation Test</i>	<i>Kao Test</i>	
<i>p-value</i>	<i>Jarque-Bera</i>	<i>Durbin-Watson</i>	<i>p-value</i>	<i>T Test</i>
0.000	27.21	2.027	0.000	-4.348

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [21]، أن خطأ التقدير العشوائي (البواقى) لا يتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار *Jarque-Bera* أقل من 5%. كما اتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين خطأ التقدير العشوائي (البواقى)، حيث أن قيمة ($Durbin-Watson = 2.027$) تقترب من القيمة (2). كذلك، اتضح وجود تعاون مشترك بين المتغيرات المكونة للنموذج في الأجل الطويل، حيث أن القيمة الاحتمالية p -value للاختبار أقل من 5%، وهو ما يشير إلى توازن النموذج في الأجل الطويل. بذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الثالث للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$Bid-Ask Spread_{i,t} = 0.012 - 0.001(IR-SCORE_{i,t}) + 0.056(FLEV_{i,t}) - 0.013(CSRdummy_{i,t}) + 0.053(ROA_{i,t}) + 0.007(EPS_{i,t}) + 9.254(TVOLUME_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (18)$$

4/3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة الرابع إحصائياً:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل لفرض الدراسة الرابع، والخاص بتأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$ASR_{i,t} = \beta_0 - \beta_1(IR-SCORE_{i,t}) + \beta_2(CSIZE_{i,t}) - \beta_3(FLEV_{i,t}) - \beta_4(CSRdummy_{i,t}) - \beta_5(MTB_{i,t}) + \beta_6(ROA_{i,t}) - \beta_7(EPS_{i,t}) + \beta_8(SECTORdummy_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (19)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [22]، نتائج اختبار فرض الدراسة الرابع إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*:

جدول [22]

نتائج اختبار فرض الدراسة الرابع إحصائياً وفقاً لنماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*

المتغير التابع (العوائد غير العادية للأسهم ASR)												المتغيرات المفسرة
نموذج التأثيرات العشوائية <i>Random Effect Model</i>				نموذج التأثيرات الثابتة <i>Fixed Effect Model</i>				نموذج الانحدار التجميعي <i>Pooled OLS Regression Model</i>				
(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients		
p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β	
0.876	0.156	6.275	0.981	0.004	2.903	22.992	66.752	0.852	-0.187	4.464	-0.833	Constant
0.135	-2.207	0.001	-0.003	0.009	-2.753	0.009	-0.026	0.025	-2.366	0.002	-0.005	IR-SCORE
0.758	-0.309	0.335	-0.103	0.004	-2.911	1.186	-3.453	0.943	0.071	0.243	0.017	CSIZE
0.786	0.272	2.026	0.551	0.942	-0.073	3.239	-0.235	0.616	0.501	1.638	0.821	FLEV
0.933	0.084	1.378	0.116	0.700	-0.386	2.198	-0.847	0.935	0.082	1.108	0.091	CSRdummy
0.349	0.938	0.260	0.244	0.884	-0.146	0.346	-0.051	0.369	0.900	0.232	0.209	MTB
0.006	-2.744	4.616	-12.667	0.009	-2.642	5.021	-13.264	0.031	-2.166	4.726	-10.236	ROA
0.000	5.066	0.202	1.025	0.000	5.158	0.234	1.208	0.000	4.027	0.194	0.783	EPS
0.122	4.014	0.626	0.857	0.109	3.164	0.357	0.727	0.028	2.307	0.244	0.564	SECTORdummy
0.269				0.403				0.295				R ²
0.199				0.264				0.193				Adjusted R ²
5.363				5.147				5.899				Standard Error
3.273				2.916				11.633				F-statistic
0.000				0.000				0.000				p-value (F-statistic)
2.103				2.203				1.946				Durbin-Watson

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

ولتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة من نماذج الانحدار الطولية الثلاثة السابقة لأسلوب *Panel Data* الموضحة بجدول [22]، بغرض تمثيل بيانات فرض الدراسة الرابع إحصائياً، قام الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية، وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [23]:

جدول [23]

نتائج اختبارات المفاضلة الإحصائية بين نماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data*

لتحديد النموذج الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الرابع إحصائياً

Wald Test		Lagrange Multiplier Test		Hausman Test	
p-value	Restricted F-Test	p-value	Breusch-Pagan Test	p-value	χ^2 Test
0.000	2.818	0.000	6.684	0.032	15.367

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [23]، أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $Restricted F$ -Test أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الرابع إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. كذلك، اتضح أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $Breusch-Pagan Test$ أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الرابع إحصائياً عن نموذج الانحدار التجميعي. وأخيراً، فقد اتضح أن القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $x^2 Test$ أقل من 5%، وهو ما يشير إلى أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأمثل والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الرابع إحصائياً عن نموذج التأثيرات العشوائية.

استناداً على ما سبق، فإنه يمكن الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة لتمثيل بيانات فرض الدراسة الرابع إحصائياً وتفسير العلاقة بين متغيرات النموذج التطبيقي الرابع بالدراسة. وبناء على ذلك، وبعد إعادة تقدير معالم الانحدار لنموذج التأثيرات الثابتة بعد استبعاد المتغيرات المفسرة غير المعنوية، جاءت نتائج اختبار فرض الدراسة الرابع إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة $Fixed Effect Model$ ، كما هو موضح بجدول [24]:

جدول [24]

نتائج اختبار فرض الدراسة الرابع إحصائياً وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة $Fixed Effect Model$

$(T) Test$		$Unstandardized Coefficients$		المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
p -value	T -statistic	$Standard Error$	β		
0.002	3.161	20.671	65.346	$Constant$	العوائد غير العادية للأسهم (ASR)
0.145	-2.094	0.012	-0.025	IR -SCORE	
0.002	-3.194	1.062	-3.393	$CSIZE$	
0.008	-2.690	4.882	-13.136	ROA	
0.000	5.186	0.233	1.207	EPS	
			0.402	R^2	
			0.271	$Adjusted R^2$	
			5.123	$Standard Error$	
			3.077	F -statistic	
			0.000	p -value (F -statistic)	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [24]:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين ($ANOVA$) بلغت 3.077 عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (العوائد غير العادية للأسهم).
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة 0.271، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 27.1% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع (العوائد غير العادية للأسهم)، بينما نسبة 72.9% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.
- وجود تأثير سلبي ولكن غير دال إحصائياً لمؤشر (IR -SCORE) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم (ASR)، مما يمكن معه القول بأن هذه النتيجة بصفة عامة، قدمت دليلاً تفسيرياً وقرينة عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة في بيئة الأعمال المصرية، على أن مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير

المتكاملة، له تأثير عكسي على العوائد غير العادية للأسهم، إلا أن هذا التأثير لم يكن ملحوظاً أو جوهرياً في الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري الممتلئة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي يمكن معه رفض الباحث صحة الفرض البحثي الرابع للدراسة (H₄) في صورته البديلة وقبوله في صورته العدمية، والذي يمكن صياغته على النحو التالي:

"لا يوجد تأثير معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري".

وتتفق النتيجة السابقة مع ما انتهت إليه بعض الدراسات (Willows & Rockey, 2018; Yusuf, 2018; Akker, 2016; Meijden, 2016) وإن كان ذلك يتعارض لما انتهت إليه دراستي (Pavlopoulos et al., 2019; Cosma et al., 2018) حيث توصلت أدلتها التجريبية إلى وجود تأثير إيجابي ذو دلالة معنوية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية للأسهم، بينما توصلت دراسة (Dube, 2017) إلى وجود تأثير سلبي ذو دلالة معنوية. وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لربحية السهم (EPS)، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من: (1) حجم الشركة (CSIZE)، (2) معدل العائد على الأصول (ROA)، على العوائد غير العادية للأسهم (ASR).

أخيراً، وللتحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي، والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل، قام الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية (السالفة الذكر عند تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة الأول)، وقد جاءت نتائج تلك الاختبارات كما هو موضح بجدول [25]:

جدول [25]

نتائج اختبارات التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي الممثل لفرض الدراسة الرابع، والتأكد من صلاحيته وقدرته على التنبؤ في الأجل الطويل

Jarque-Bera Test		Autocorrelation Test		Kao Test	
p-value	Jarque-Bera	Durbin-Watson	p-value	T Test	
0.000	23.60	2.203	0.015	-2.160	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [25]، أن خطأ التقدير العشوائي (البواقى) لا يتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن القيمة الاحتمالية p-value لاختبار Jarque-Bera أقل من 5%. كما اتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين خطأ التقدير العشوائي (البواقى)، حيث أن قيمة (Durbin-Watson = 2.203) تقترب من القيمة (2). كذلك، اتضح وجود تعاون مشترك بين المتغيرات المكونة للنموذج في الأجل الطويل، حيث أن القيمة الاحتمالية p-value للاختبار أقل من 5%، وهو ما يشير إلى توازن النموذج في الأجل الطويل. بذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الرابع للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$ASR_{i,t} = 65.346 - 0.025(IR-SCORE_{i,t}) - 3.393(CSIZE_{i,t}) - 13.136(ROA_{i,t}) + 1.207(EPS_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots (20)$$

بذلك، فقد استهدفت التحليلات الإحصائية لبيانات الدراسة التطبيقية المعروضة في هذا القسم من الدراسة، اختبار اتجاه وقوة ودلالة تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم، ومن ثم أمكن تقدير النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المناسبة، وذلك بالتطبيق على 63 شركة مساهمة غير مالية مقيدة في سوق الأسهم المصري.

وقد خلصت تلك التحليلات، في ضوء ما قدمته من أدلة تفسيرية وقرائن عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري قبل التطبيق الإلزامي للتقارير المتكاملة في بيئة الأعمال المصرية، إلى أن مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة له تأثيراً معنوياً على ثلاثة من العواقب الاقتصادية المقترحة بالدراسة الحالية، حيث تبين أن مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة يؤثر تأثيراً سلبياً معنوياً على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وتكلفة التمويل بالملكية، ويؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً على سيولة الأسهم، في حين لا يترك أي تأثير دال إحصائياً على العوائد غير العادية للأسهم.

وهكذا، يمكن للباحث تخصيص نتائج اختبار فروض الدراسة إحصائياً، من خلال نتائج نموذج التأثيرات الثابتة *Fixed Effect Model* كأحد نماذج الانحدار الطولية لأسلوب *Panel Data* والأكثر ملائمة لتمثيل بيانات الدراسة الحالية، كما هو موضح بجدول [26]:

جدول [26]

نتائج اختبار فروض الدراسة إحصائياً

رمز الفرض	صياغة الفرض	المتغيرات التابعة (العواقب الاقتصادية)		
		نتائج التحليل الإحصائي	نتيجة قبول صحة الفرض من عدمه	طبيعة الفرض بالدراسة
Ha_1	يوجد تأثير سلبي معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية بالشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري.	تأثير سلبي معنوي	قبول صحة الفرض في صورته البديلة	تأثير سلبي معنوي
Ha_2	يوجد تأثير سلبي معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تكلفة التمويل بالملكية بالشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري.	تأثير سلبي معنوي	قبول صحة الفرض في صورته البديلة	تأثير سلبي معنوي
Ha_3	يوجد تأثير إيجابي معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على سيولة أسهم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري.	تأثير إيجابي معنوي	قبول صحة الفرض في صورته البديلة	تأثير إيجابي معنوي
Ha_4	يوجد تأثير معنوي لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على العوائد غير العادية لأسهم الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصري.	تأثير إيجابي أو سلبي معنوي	رفض صحة الفرض في صورته البديلة وقبوله في صورته العدمية	تأثير سلبي غير معنوي

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

11. نتائج الدراسة:

تعد الدراسة الحالية بمثابة إضافة علمية إلى أدبيات التراث الفكر المحاسبي، من خلال تقديمها لأدلة تفسيرية وقرائن عملية مبكرة من بيئة سوق الأسهم المصري، للعواقب الاقتصادية المقترحة بالدراسة الحالية المرتبطة بمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة قبل التطبيق الإلزامي لتلك التقارير في بيئة الأعمال المصرية، وذلك من حيث تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (كمتغير مستقل)، على كل من مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، سيولة الأسهم، والعوائد غير العادية للأسهم (كمتغيرات تابعة). وقد توصلت الدراسة الحالية إلى عدة نتائج، والتي من أهمها:

1/11 قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً، على ما يلي:

- ترتبط قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل للدراسة)، بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية مع كل من: مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، تكلفة التمويل بالملكية، متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي بديل لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (والذي يعكس ذلك أن العلاقة

في جوهرها هي علاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) وبين سيولة الأسهم)، العوائد غير العادية للأسهم، درجة تعقد الشركة، وربحية السهم، وترتبط بعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية مع كل من: حجم الشركة، نسبة الرافعة المالية، المسؤولية الاجتماعية، وجودة المراجعة، كما تبين وجود علاقة ارتباط موجبة تامة ذات دلالة معنوية بين قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة وبين المتغير الرقابي مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط الخطى بين المتغيرين الواحد الصحيح، لذا فقد تم حذف مؤشر (*CCGM-Index*) من كافة النماذج التطبيقية بالدراسة.

- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة، مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، ومعدل العائد على الأصول، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: نسبة الرافعة المالية، صافي الخسارة التشغيلية، ومعدل نمو الأصول، وبين مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (المتغير التابع الأول للدراسة).

- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: نسبة الرافعة المالية، ومؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة، درجة تعقد الشركة، ودرجة المخاطر المنظمة غير القابلة للتنوع، وبين تكلفة التمويل بالملكية (المتغير التابع الثاني للدراسة).

- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة، مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، والمسؤولية الاجتماعية، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: نسبة الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، ربحية السهم، وحجم التداول، وبين متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي بديل لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (المتغير التابع الثالث للدراسة).

- وجود علاقة ارتباط أحادية سالبة ذات دلالة معنوية بين كل من: حجم الشركة، مؤشر (*CCGM-Index*) كمقياس بديل لنسبة الالتزام بآليات حوكمة الشركات، ومعدل العائد على الأصول، وعلاقة ارتباط أحادية موجبة ذات دلالة معنوية بين كل من: ربحية السهم، حجم التداول، ونوع القطاع، وبين العوائد غير العادية للأسهم (المتغير التابع الرابع للدراسة).

2/11 كما قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً على:

- وجود تأثير سلبي معنوي لمؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل للدراسة)، على مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية (المتغير التابع الأول للدراسة)، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) مستوى إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الأول للدراسة (H_{a1}) في صورته البديلة.

- وجود تأثير سلبي معنوي لمؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل للدراسة)، على تكلفة التمويل بالملكية (المتغير التابع الثاني للدراسة)، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر (*IR-SCORE*) كمقياس

بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) تكلفة التمويل بالملكية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثاني للدراسة (Ha_2) في صورته البديلة.

■ وجود تأثير سلبي معنوي لمؤشر ($IR-SCORE$) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل للدراسة)، على متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم كمقياس عكسي لسيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات (المتغير التابع الثالث للدراسة)، الأمر الذي يعكس في جوهره وجود تأثير إيجابي معنوي بين قيمة مؤشر ($IR-SCORE$) وبين سيولة الأسهم، مما يمكن معه القول بأن هذه النتيجة تدل على أن ارتفاع (انخفاض) قيمة مؤشر ($IR-SCORE$) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) متوسط الهامش السعري النسبي للأسهم، وهو ما يشير إلى انخفاض (ارتفاع) مستوى عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ارتفاع (انخفاض) سيولة أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثالث للدراسة (Ha_3) في صورته البديلة.

■ وجود تأثير سلبي ولكن غير دال إحصائياً لمؤشر ($IR-SCORE$) كمقياس بديل لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة (المتغير المستقل للدراسة)، على العوائد غير العادية للأسهم (المتغير التابع الرابع للدراسة)، مما تدل هذه النتيجة على أن مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، له تأثير عكسي على العوائد غير العادية للأسهم، إلا أن هذا التأثير لم يكن ملحوظاً أو جوهرياً في الشركات المساهمة غير المالية المقيدة في سوق الأسهم المصرية الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي أمكن معه رفض الباحث صحة الفرض البحثي الرابع للدراسة (Ha_4) في صورته البديلة وقبوله في صورته العدمية.

12. توصيات الدراسة ومجالات الدراسات المحاسبية المستقبلية:

في ضوء ما خلصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج، يمكن للباحث اقتراح التوصيات التالية للدراسة الحالية، ومجالات الدراسات المحاسبية المستقبلية:

1/12 يوصى الباحث بضرورة حرص واهتمام الجهات الإشرافية والرقابية في مصر، بوضع مبادئ وقواعد أمره تلزم من خلالها الشركات المصرية وبخاصة المقيدة منها في البورصة المصرية، بإعداد التقارير المتكاملة والإفصاح عنها من خلال قواعد البيانات بالمواقع الإلكترونية الرسمية للشركات، على أن يتم ذلك من خلال مرحلة انتقالية كافية، تستطيع من خلالها الشركات توفير أوضاعها لتتناسب مع متطلبات إعداد مثل تلك التقارير.

2/12 يوصى الباحث بضرورة إصدار إرشاد محاسبي إجرائي يمثل نواة لمعيار محاسبي مصري خاص بالتقارير المتكاملة، ينظم ويوجه ويرشد الممارسات المحاسبية في مصر بشأن التقارير المتكاملة، على أن يتوافق مع متطلبات إطار التقارير المتكاملة الصادر عن المجلس الدولي للتقارير المتكاملة ($IIRC$)، ويتناسب مع الظروف الاقتصادية والاجتماعية والبيئية في بيئة الأعمال المصرية، على أن يأخذ بعين الاعتبار تجارب الدول الرائدة في هذا المجال مثل: جنوب إفريقيا، الولايات المتحدة الأمريكية، والاتحاد الأوروبي.

3/12 يرى الباحث أن قضية مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة، مسألة جدلية ما زالت في حاجة إلى مزيد من الدراسة والتفحص وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية، حيث يوصي الباحث الأكاديميين والباحثين بإجراء المزيد من الدراسات المحاسبية المستقبلية، خاصة فيما يتعلق بالنواحي التالية:

- إدخال عواقب اقتصادية جديدة لم تدخل ضمن مجال اهتمام الدراسة الحالية (مثل: القيمة السوقية للمنشأة، الأداء المالي، التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية، دقة تنبؤات المحللون الماليون وقرارات المستثمرين، أسعار الأسهم، ونشاط سوق المال)، ودراسة واختبار تأثير مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة على تلك العواقب المرتبطة بهذا المستوى من جودة الإفصاح بالشركات المساهمة المتداول أسهمها في البورصة المصرية بصفة عامة، أو الشركات المدرجة في مؤشر البورصة المصرية *EGX 100* بصفة خاصة.
- دراسة المحددات الاقتصادية لمستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.
- قياس وتحليل تأثير استخدام لغة تقارير الأعمال القابلة للامتداد (*XBRL*) على مستوى جودة الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة.

• مراجع الدراسة •

1. المراجع باللغة العربية:

- ابراهيم، فريد محرم فريد [2018]، "أثر خصائص الشركات على العلاقة بين مستويات الإفصاح وفقاً للتقارير المتكاملة والقيمة السوقية للشركة: دليل تطبيقي من سوق المال المصري"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، المجلد الثاني والعشرون، العدد الأول، الجزء الثاني، إبريل، ص ص.605-670.
- أحمد، محمد أحمد خلف الله [2018]، "قياس أثر تعديل معايير المحاسبة المصرية في عام 2015 على تكلفة التمويل بأموال الملكية: دراسة تطبيقية"، المؤتمر العلمي الثاني لقسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، ديسمبر، ص ص.649-695.
- الجعيدى، عمر [2015]، "مدى اختلاف العلاقة لكل من ROA وEVA مع العوائد غير العادية للأسهم وتأثر العلاقة بنوع القطاع والحجم"، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية*، الجامعة الإسلامية بغزة، المجلد الثالث والعشرون، العدد الأول، يناير، ص ص.208-232.
- على، عبد الوهاب نصر [2012]، "مراجعة تقارير الأعمال المتكاملة"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، عدد خاص بالمؤتمر العلمي السنوى لقسم المحاسبة والمراجعة بعنوان: "الاتجاهات الحديثة في الفكر المحاسبي بين النظرية والتطبيق"، 1-2 أكتوبر، ص ص.325-365.
- فودة، السيد أحمد محمود [2017]، "العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، الغربية، العدد الثاني، ديسمبر، ص ص.262-339.
- الهيئة العامة للرقابة المالية [2016]، "الدليل المصرى لحوكمة الشركات"، مركز المديرين المصرى، متاح على شبكة الانترنت: http://www.asa.gov.eg/attach/Law_84_2016.pdf، الإصدار الثالث، أغسطس، ص ص.1-48.

2. المراجع باللغة الإنجليزية:

- Akker, Mello Van Den [2017], "The Association between Integrated Reporting and Information Asymmetry", Master Thesis, Erasmus School of Economics, Erasmus University Rotterdam, Netherlands.
- Alhadab, M. et al. [2016], "A Comparative Analysis of Real and Accrual Earnings Management around Initial Public Offerings under Different Regulatory Environments", *Journal of Business, Finance and Accounting (JBFA)*, Vol.34, No.7&8, July/August, pp.849-871.
- Alhadab, Mohammad Muflih Salem [2012], "Real and Accrual Earnings Management, Regulatory Environments, Audit Quality and IPO Failure Risk", PhD Thesis, Leeds University Business School, The University of Leeds, United Kingdom.
- Anagnostopoulou, Seraina C. & Tsekrekos, Andrianos E. [2016], "The Effect of Financial Leverage on Real and Accrual-based Earnings Management", *Accounting and Business Research*, pp.1-46.
- Arnold, Markus et al. [2012], "Integrating Sustainability Reports into Financial Statements: An Experimental Study", available online at: <https://sci-hub.tw/10.2139/ssrn.2030891>, June, pp.1-42.
- Ayrapetova, Tamara & Larionova, Ksenia [2016], "Cost of Equity in Emerging Markets", available online at: <http://archive.sciendo.com/CRIS/cris.2016.2016.issue-1/cris-2016-0005/cris-2016-0005.pdf>, January, pp.55-75.

- Baatour, Kais et al. [2017], "The Effect of Multiple Directorships on Real and Accrual Based Earnings Management: Evidence from Saudi Listed Firms", **Accounting Research Journal**, Vol.30, No.4, pp.395-412.
- Barth, Mary E. et al. [2017a], "The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Capital Market and Real Effects", Working Papers (Faculty), Stanford Graduate School of Business, **available online at: <http://web.a.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=4&sid=082363e7-cad7-4554-9057-8d39c727b6ca%40sdc-v-sessmgr02>**, April, pp.1-53.
- Barth, Mary E. et al. [2017b], "The Economic Consequences Associated with Integrated Report Quality: Early Evidence from a Mandatory Setting", **available online at: https://www.rwp.bwl.uni-muenchen.de/forschung/wiss_veranstaltungen/arw---ne_u/paper_arw-marybarth_09_05_16.pdf**, August, pp.1-47.
- Bernardi, Cristiana & Stark, Andrew W. [2015], "Environmental, Social and Governance Disclosure, Integrated Reporting, and the Accuracy of Analyst Forecasts", **available online at: <https://www.iseg.ulisboa.pt/aquila/getFile.do?method=getFile&fileId=671379>**, September, pp.1-54.
- Bertomeu, Jeremy & Cheynel, Edwige [2016], "Disclosure and the Cost of Capital: A Survey of the Theoretical Literature", **A Journal of Accounting, Finance and Business Studies (ABACUS)**, Vol.52, No.2, pp.221-258.
- Bijlmakers, Levi [2018], "The Influence of Integrated Reporting on Firm Value: An Application to the European Banking Industry", PhD Thesis, Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam, Netherlands.
- Boyer, Benoit et al. [2017], "Estimating the Cost of Equity in Emerging Markets: A Case Study", **American Journal of Management**, Vol.17, No.2, pp.58-64.
- Braam, Geert et al. [2015], "Accrual-based and Real Earnings Management and Political Connections", **The International Journal of Accounting**, Vol.50, pp.111-141.
- Brown, Judy & Dillard, Jesse [2014], "Integrated Reporting: On the Need for Broadening out and Opening up", **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, Vol.27, No.7, pp.1120-1156.
- Buitendag, Natasha et al. [2017], "Firm Characteristics and Excellence in Integrated Reporting", **South African Journal of Economic and Management Sciences**, Vol.20, No.1, pp.1-8.
- Business Reporting Leaders Forum (BRLF) [2011], "The Perspectives of Australian Stakeholders on the Business Case for Integrated Reporting", **available online at: http://www.brif.net/links/BRLF_working_group_Business_Case_for_Integrated_Reporting%20draft_11042011.pdf**, April, pp.1-16.
- Cahan, Steven F. et al. [2016], "Are CSR Disclosures Value Relevant?. Cross-Country Evidence", **European Accounting Review**, Vol.25, No.3, pp.579-611.
- Carvalho, Nelson & Murcia, Fernando Dal-Ri [2016], "The Relationship between Integrated Reporting and Cost of Capital", **available online at: [https://link-springer-com.sdl.idm.oclc.org/content/pdf/10.1057%2F978-1-137-55149-8_13.pdf](https://link.springer-com.sdl.idm.oclc.org/content/pdf/10.1057%2F978-1-137-55149-8_13.pdf)**, pp. 253-268.
- Cheng, Mandy et al. [2014], "The International Integrated Reporting Framework: Key Issues and Future Research Opportunities", **Journal of International Financial Management and Accounting**, Vol.25, No.1, pp.90-119.
- Chireka, Trust & Fakoya, Michael Bamidele [2017], "The Determinants of Corporate Cash Holdings Levels: Evidence from Selected South African Retail Firms", **Investment Management and Financial Innovations**, Vol.14, No.2, pp.79-93.
- Cohen, Daniel A. et al. [2008], "Real and Accrual-based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods", **The Accounting Review**, Vol.83, No.3, pp.757-787.
- Cohen, Daniel A. & Zarowin, Paul [2010], "Accrual-based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings", **Journal of Accounting and Economics**, Vol.50, pp.2-19.

- Cosma, Simona et al. [2018], "Does the Market Reward Integrated Report Quality?", *African Journal of Business Management*, Vol.12, No.1, February, pp.78-91.
- Deloitte [2015], "Integrated Reporting as a Driver for Integrated Thinking?", available online at: <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/nl/Documents/risk/deloitte-nl-risk-integrated-reporting-a-driver-for-integrated-thinking.pdf>, pp.1-63.
- Deloitte [2011a], "Integrated Reporting: A Better View?", available online at: <https://www.iasplus.com/en/binary/sustain/1109integratedreportingview.pdf>, pp.1-11.
- Deloitte [2011b], "Integrated Reporting: Is Message Lost in Regulation?", available online at: <https://www.iasplus.com/de/binary/safrica/1107integratedreporting.pdf>, pp.1-15.
- Diplock, Jane [2018], "Integrated Reporting: What is it and Why Should you do it?", *Policy Quarterly*, Vol.14, No.1, February, pp.81-84.
- Dube, Vusumuzi [2017], "The Association between Integrated Reporting and Company Financial Performance: A Graphical Time-Series Approach", Master Thesis, Gordon Institute of Business Science, University of Pretoria, South Africa.
- Eccles, Robert G. & Serafeim, George [2015], "Corporate and Integrated Reporting: A Functional Perspective", available online at: <https://www.top1000funds.com/wp-content/uploads/2015/07/Corporate-and-integrated-reporting-a-functional-perspective.pdf>, pp.1-21.
- Ernst & Yong (EY) [2014], "Integrated Reporting: Elevating Value", available online at: <https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY-Integrated-reporting/%24FILE/EY-Integrated-reporting.pdf>, pp.1-49.
- Fasan, Marco & Mio, Chiara [2017], "Fostering Stakeholder Engagement: The Role of Materiality Disclosure in Integrated Reporting", *Business Strategy and the Environment*, Vol.26, pp.288-305.
- Ferentinou, Aikaterini C. & Anagnostopoulou, Seraina C. [2016], "Accrual-based and Real Earnings Management before and after IFRS Adoption", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol.17, No.1, pp.2-23.
- Fernando, Kenny et al. [2017], "Does Integrated Reporting Approach Enhance the Value Relevance of Accounting Information?: Evidence from Asian Firms", *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)*, Vol.55, pp.112-117.
- Frías-Aceituno, J. V. et al. [2013], "Is Integrated Reporting Determined by a Country's Legal System?. An Exploratory Study", *Journal of Cleaner Production*, Vol.44, pp.44-55.
- García-Sánchez, Isabel-María & Noguera-Gámez, Ligia [2017], "Integrated Reporting and Stakeholder Engagement: The Effect on Information Asymmetry", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.24, pp.395-413.
- Gerwanski, Jannik K. et al. [2019], "Determinants of Materiality Disclosure Quality in Integrated Reporting: Empirical Evidence from an International Setting", *Business Strategy and the Environment*, Vol.28, No.5, July, pp.750-770.
- Ghani, Erlane K. et al. [2018], "Factors Influencing Integrated Reporting Practices among Malaysian Public Listed Real Property Companies: A Sustainable Development Effort", *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol.10, No.2, pp.144-162.
- Girella, Laura et al. [2019], "Exploring the Firm and Country Determinants of the Voluntary Adoption of Integrated Reporting", *Business Strategy and the Environment*, Vol.28, No.7, November, pp.1323-1340.
- Górecki, Tomasz et al. [2018], "Testing Normality of Functional Time Series", *Journal of Time Series Analysis*, Vol.39, pp.471-487.
- Gümüştekin, Ezgi & Topçu, Güneş [2018], "Normality of Turkish Stock Returns over Time", available online at: <https://aak.slu.cz/pdfs/aak/2018/04/04.pdf>, pp.40-51.
- Hakim, Faten et al. [2008], "Earnings Quality and Equity Liquidity: Evidence from Tunisia", *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol.1, No.2, pp.147-165.

- Hasan, Mostafa Monzur & Habib, Ahsan [2017], "Firm Life Cycle and Idiosyncratic Volatility", *International Review of Financial Analysis*, Vol.50, pp.164-175.
- Hogue, Mohammad Enamul [2017], "Why Company Should Adopt Integrated Reporting?", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol.7, No.1, pp.241-248.
- Hsiao, Pei-Chi Kelly et al. [2018], "Voluntary Adoption of the International Integrated Reporting Framework: Capital Market Consequences", *available online at: https://www.afaanz.org/sites/default/files/uploaded-content/website-content/paper_hsiao_kelly_pei-chi.pdf*, pp.1-27.
- Huang, Kelly et al. [2017], "Does Stock Liquidity Affect Accrual-based Earnings Management?", *Journal of Business, Finance and Accounting (JBFA)*, Vol.4, No.3&4, pp.417-447.
- Huang, Xiaobei "Beryl" & Watson, Luke [2015], "Corporate Social Responsibility Research in Accounting", *Journal of Accounting Literature*, Vol.34, pp.1-16.
- International Federation of Accountants (IFAC) [2011], "Integrating the Business Reporting Supply Chain", *available online at: <https://www.ifac.org/system/files/publications/files/Integrating-the-Business-Reporting-Supply-Chain.pdf>*, March, pp.1-35.
- International Integrated Reporting Council (IIRC) [2013], "International Integrated Reporting Framework", *available online at: <https://www.theiirc.org>*, Decemder, pp.1-35.
- Iredele, Oluwamayowa Olalekan [2019], "Examining the Association between Quality of Integrated Reports and Corporate Characteristics", *Heliyon*, Vol.5, No.7, July, pp.1-8.
- Jaffar, Nahariah et al. [2018], "Analysis of Voluntary Disclosure before and after the Establishment of the Integrated Reporting Framework", *Accounting and Finance Review*, Vol.3, No.4, pp.105-113.
- Jain, Pankaj K. et al. [2006], "Trends and Determinants of Market Liquidity in the Pre and Postsarbanes-Oxley Act Periods", *The 14th Annual Conference of Financial Economics and Accounting (CFEA) at Indiana University*, *available online at: <https://ssrn.com/abstract=488142> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.488142>*, pp.1-38.
- Joshi, Prem Lal [2018], "Integrated Reporting: Current Trends in Financial Reporting", *International Journal of Accounting Research*, Vol.6, No.2, pp.1-4.
- Kannenber, Linda & Schreck, Philipp [2019], "Integrated Reporting: Boon or Bane?. A Review of Empirical Research on its Determinants and Implications", *Journal of Business Economics*, Vol.89, No.5, pp.515-567.
- Khalil, Mohamed & Ozkan, Aydin [2016], "Board Independence, Audit Quality and Earnings Management: Evidence from Egypt", *Journal of Emerging Market Finance*, Vol.15, No.1, pp.1-35.
- KPMG [2013], "What Does an Integrated Report Look Like?", *available online at: <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2013/04/what-does-ir-look-like.pdf>*, pp.1-14.
- Kutner, Micheal H. et al. [2005], "*Applied Linear Statistical Models*", 5th Edition, McGraw Hil/Irwin, New York.
- Laptes, Ramona & Sofian, Ioana [2016], "A New Dimension of the Entities' Financial Reporting: Integrated Reporting", *Economic Sciences*, Vol.9, No.2, pp.239-250.
- Lee, Kin-Wai & Yeo, Gillian Hian-Heng [2016], "The Association between Integrated Reporting and Firm Valuation", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol.47, pp.1221-1250.
- Leuz, Christian & Wysocki, Peter D. [2016], "The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research", *Journal of Accounting Research*, Vol.54, No.2, May, pp.525-622.
- Martinez, Carlos [2016], "Effects of Integrated Reporting on the Firm's Value: Evidence from Voluntary Adopters of the IIRC's Framework", *available online at: <https://sci-hub.tw/10.2139/ssrn.2876145>*, November, pp.1-37.

- Meijden, S.M.J. (Sander) Van Der [2016], "The Value Relevance of Integrated Reporting: An Agency Perspective, The Market Value of Integrated Reporting", *Master Thesis, Management, Science and Technology, Open Universiteit Nederland, Netherlands*.
- Moradi, Mahdi et al. [2015], "Analysis of Incentive Effects of Managers' Bonuses on Real Activities Manipulation Relevant to Future Operating Performance", *Management Decision*, Vol.53, No.2, pp.432-450.
- Nguyen, Trang et al. [2016], "Stock Market Liquidity and Firm Value: An Empirical Examination of the Australian Market", *International Review of Finance*, Vol.16, No.4, December, pp.639-646.
- Nwakuya, M. T. & Ijomah, M. A. [2017], "Fixed Effect Versus Random Effects Modeling in a Panel Data Analysis; A Consideration of Economic and Political Indicators in Six African Countries", *International Journal of Statistics and Applications*, Vol.6, pp.275-279.
- Ofoegbu, Grace N. et al. [2018], "Corporate Board Characteristics and Environmental Disclosure Quantity: Evidence from South Africa (Integrated Reporting) and Nigeria (Traditional Reporting)", *Cogent Business and Management*, Vol.5, pp.1-27.
- Okeke, Joseph U. & Okeke, Evelyn N. [2016], "Least Squares Dummy Variable in Determination of Dynamic Panel Model Parameters", *European Journal of Engineering Research and Science (EJERS)*, Vol.1, No.6, December, pp.78-81.
- Pavlopoulos, Athanasios et al. [2019], "Integrated Reporting: An Accounting Disclosure Tool for High Quality Financial Reporting", *Research in International Business and Finance*, Vol.49, pp.13-40.
- Petković, Zdravka et al. [2017], "The Integrated Reporting Concept – The Future of Business Reporting", *Management and Education*, Vol. XIII, No.1, pp.35-39.
- PricewaterhouseCoopers (PWC) [2019], "Implementing Integrated Reporting", *PwC's Practical Guide for a New Business Language, available online at: <https://www.pwc.com/gx/en/audit-services/publications/assets/pwc-ir-practical-guide.pdf>*, January, pp.1-31.
- Rani, Neelam et al. [2013], "Impact of Corporate Governance Score on Abnormal Returns of Mergers and Acquisitions", *Procedia Economics and Finance*, Vol.5, pp.637-646.
- Rensburg, Ronél & Botha, Elsamari [2014], "Is Integrated Reporting the Silver Bullet of Financial Communication?. A Stakeholder Perspective from South Africa", *Public Relations Review*, Vol.40, pp.144-152.
- Rivera-Arrubla, Yaismir Adriana et al. [2017], "Integrated Reports: Disclosure Level and Explanatory Factors", *Social Responsibility Journal*, Vol.13, No.1, pp.155-176.
- Robertson, Fiona Ann & Samy, Martin [2014], "Factors Affecting the Diffusion of Integrated Reporting – A UK FTSE 100 Perspective", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Vol.6, No.2, pp.190-223.
- Rodriguez-Ariza, Lázaro et al. [2016], "Consequences of Earnings Management for Corporate Reputation. Evidence from Family Firms", *Accounting Research Journal*, Vol.29, No.4, pp.457-474.
- Roychowdhury, Sugata [2006], "Earnings Management through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.42, pp.335-370.
- Rusticus, Tjomme O. [2019], "Market Inefficiency and Implied Cost of Capital Models", *available online at: <https://ssrn.com/abstract=1933713>*, July, pp.1-78.
- Sayari, Sonia & Omri, Abdelwahed [2017], "Earnings Management, Accruals and Stock Liquidity", *Journal of Finance and Bank Management*, Vol.5, No.1, June, pp.17-28.
- Sierra-García, Laura et al. [2015], "Stakeholder Engagement, Corporate Social Responsibility and Integrated Reporting: An Exploratory Study", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol.22, pp.286-304.
- Shirabe, Yuji & Nakano, Makoto [2019], "Integrated Reporting and Earnings Management", *available online at: <https://sci-hub.tw/10.2139/ssrn.3427705>*, August, pp.1-46.

- Song, Chengjiao et al. [2018], "Analysis of Stock IPO Price Based on CAPM Model", available online at: <http://insight.piscomed.com/index.php/I-S/article/download/136/124>, pp.29-34.
- Stubbs, Wendy & Higgins, Colin [2014], "Integrated Reporting and Internal Mechanisms of Change", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol.27, No.7, pp.1068-1089.
- Tao, Yuan [2015], "Information Asymmetry, Agency Cost and Stock Liquidity: Evidence from the Split Share Structure Reform in China", Master Thesis, Erasmus School of Economics, Lingnan University, Hong Kong.
- Verbeek, Marno [2014], "A Guide to Modern Econometrics", 4th Edition, John Wiley & Sons, available online at: https://www.academia.edu/34753984/Marno_Verbeek_A_Guide_to_Modern_Econometrics_Wiley.
- Villiers, Charl De et al. [2017], "Integrated Reporting: Background, Measurement Issues, Approaches and an Agenda for Future Research", *Accounting and Finance (afanz)*, Vol.57, No.4, pp.937-959.
- Vitolla, Filippo et al. [2019], "The Impact on the Cost of Equity Capital in the Effects of Integrated Reporting Quality", *Business Strategy and the Environment*, August, pp.1-11.
- Willows, Gizelle D. & Rockey, Jessica A. [2018], "Share Price Reaction to Financial and Integrated Reports", *South African Journal of Accounting Research*, Vol.32, No.2&3, pp.174-188.
- Yusuf, Jacfar [2018], "Interrelation of Integrated Reporting with Information Asymmetry", PhD Thesis, Faculty of Economics and Business, University of Amsterdam, Netherlands.
- Zang, Amy Y. [2012], "Evidence on the Trade-off between Real Activities Manipulation and Accrual-based Earnings Management", *The Accounting Review*, Vol.87, No.2, pp.675-703.
- Zhou, Shan [2014], "The Capital Market Benefits of Integrated Reporting (<IR>): Evidence from Adoption of <IR> in South Africa", PhD Thesis, Leeds School of Accounting, UNSW Business School, Australia.
- Zhou, Shan et al. [2017], "Does Integrated Reporting Matter to the Capital Market?", *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies (ABACUS)*, Vol.53, No.1, pp.94-132.