

أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية على قيمة الشركة.

دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. عمرو محمد خميس محمد

مدرس المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة الاسكندرية

أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية علي قيمة الشركة. دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. عمرو محمد خميس محمد *

ملخص البحث

يهدف البحث إلى دراسة وتحليل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، واختبار أثر هذا الإفصاح على قيمة الشركة . لتحقيق هذا الهدف تم وضع مؤشر مقترح للإفصاح عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات المهنية والدراسات السابقة والقوانين وقواعد القيد والشطب في البورصة المصرية ، وتم استخدام منهجية تحليل المحتوى اليدوي لتحليل واقع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية (مستواه وشكله وطبيعته) لعينة من 392 مشاهدة سنوية لعدد 87 شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2014 إلى 2018، ثم استخدام أسلوب تحليل الإنحدار المتين Robust Regression Analysis لاختبار أثر الإفصاح عن هذه المعلومات على قيمة هذه الشركات. وأظهرت نتائج الدراسة إنخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وتفاوته بين القطاعات المختلفة ، كما أن معظم هذا الإفصاح كان في شكل نوعي وذلك خوفاً من الإضرار بالمركز التنافسي للشركة، وكذلك في شكل أخبار سارة بهدف إرسال إشارة إيجابية للسوق. وتشير النتائج إلي وجود علاقة معنوية إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة ، فهو يخفض من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح لمساعدتهم علي التحليل المستقبلي لوضع أداء الشركة وتقييم خطط واستراتيجيات الإدارة للتعامل مع الفرص والتحديات المستقبلية. ويزيد هذا الإفصاح من قدرة المستثمرين علي تقييم والتنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة، بما يحسن من سيولة الأسهم وتقليل تقلبات عوائد الأسهم ما ينعكس إيجاباً علي أسعار أسهم للشركة ، كما يزيد من قدرة المقرضين علي تقييم إستمرارية الشركة وقدرتها علي سداد التزاماتها في تورايق إستحقاقها بما يمكن الشركة من الحصول على التمويل بشروط مديونية أفضل وبالتالي خفض تكلفة رأس المال ، بما ينعكس كل هذا إيجاباً علي قيمة الشركة . ولقد تم تأكيد تلك النتائج من خلال التحليل الإضافي الإجمالي وتحليل الحساسية ، مما يؤكد علي دقة ومثانة النتائج .

الكلمات المفتاحية : الإفصاح عن المعلومات المستقبلية - قيمة الشركة - عدم تماثل المعلومات - تكاليف الوكالة .

* مدرس المحاسبة والمراجعة بكلية التجارة - جامعة الاسكندرية
البريد الإلكتروني : amrkhamis03@gmail.com

The effect of forward-looking information disclosure in annual reports on firm value. Applied study on firms listed in Egyptian stock market

Abstract

The research aims to study and analyze the forward-looking information disclosure in the annual reports of companies listed in Egyptian stock market and tests the impact of this disclosure on firm value. To achieve this objective, we developed a proposed index for forward-looking information disclosure in the light of professional publications, previous studies, laws, listing and delisting rules in the Egyptian Stock Exchange. we use of manual content analysis methodology to analyze the reality of forward-looking information disclosure (level, form and nature) of a sample of 392 annual observations of 87 companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2014 to 2018, and then use robust regression analysis method to test the impact of this disclosure on firm value with control variables such as company size, profitability and leverage.

The results of the study showed a low level of forward-looking information disclosure in the annual reports of listed companies in the Egyptian Stock Exchange, and the disparity between different sectors, and most of this disclosure was in the form of descriptive or quantitative, for fear of disclosure of sensitive financial information may harm the competitive position of the firm, and in the form of good news with the aim of sending a positive signal to the market. The study also found a positive relation between the disclosure of forward-looking information disclosure and firm value, it reduces information asymmetry between management and stakeholders, which increases the ability of investors to predict profits and future cash flows of the firm, which improves the liquidity of stocks and reduce the volatility of stock returns. This reflects positively on the company's share prices. It also increases the ability of lenders to assess the continuity of the company and its ability to pay its obligations on the maturity date to enable the company to obtain financing under better debt conditions and thus reduce the cost of capital, which reflects all this positively on the value of the firm. These results were confirmed by supplementary supplemental analysis and sensitivity analysis, which confirmed the accuracy and durability of the results.

Keywords: Forward-looking disclosure- Firm value – Information asymmetry - Agency costs.

1- مقدمة

يهدف الإفصاح المحاسبي إلي توفير معلومات عالية الجودة لكافة أصحاب المصالح لتمكينهم من إتخاذ قرارات اقتصادية رشيدة . ولكن مع التطورات المتلاحقة في بيئة الأعمال الحديثة التي تتسم بالديناميكية والتعقيد وعدم التأكد ، لم تعد القوائم المالية التقليدية التي توفر معلومات مالية تاريخية Backward looking information قادرة علي تلبية حاجة أصحاب المصالح من المعلومات عن الفرص والمخاطر المتاحة للشركة وخطط واستراتيجيات الإدارة للتعامل معها، لمساعدتهم علي فهم وضع وأداء الشركة الحالي والتنبؤ بأدائها المستقبلي. (Menicucci and Paoiucci, 2017; Kolsi, 2017) لذا هناك إجماع بين معظم الباحثين والجهات المهنية والأكاديمية علي ضرورة تطوير نطاق الإفصاح المحاسبي التقليدي (نموذج تقارير الأعمال) ليكون أشمل وأوسع، وذلك من خلال حث الشركات علي التوسع في إفصاحها الإختياري عن العديد من العناصر الهامة مثل رأس مالها الفكري، مسؤوليتها الإجتماعية والبيئية، ومعلوماتها المستقبلية، لضمان أن يعمل كل من الإفصاح الإلزامي والإختياري معا كآليات متكاملة لتطوير وتحسين جودة القوائم والتقارير المالية والحد من عدم تماثل المعلومات. (Bravo, 2016; Krause etal. 2017; Utami and Wahyuni, 2018; Munirah etal. 2018)

وسعيًا وراء تحسين جودة التقارير المالية زاد الإهتمام في السنوات الأخيرة بمفهومين جديدين سعيًا وراء تحسين جودة التقارير المالية وهما الإفصاح السردي (Narrative Disclosure) ، وتقارير الأعمال المتكاملة (Integrated Business Reporting) . حيث برزت أهمية الإفصاح السردي كأداة إتصال للإدارة تمكنها من نقل معومات هامة عن أداء الشركة ومركزها المالي من وجهة نظر إدارتها (Elfeky, 2016) ، كما يعمل علي توفير معلومات غير مالية تساعد علي تفسير المعلومات المالية التاريخية ، وتساهم في إبراز عوامل النجاح الحرجة والقدرات المتاحة والأداء المتوقع للشركة وما يحيط بها من فرص ومخاطر حالية ومستقبلية ، بهدف سد الفجوة بين معلومات القوائم المالية والواقع الإقتصادي الحقيقي للشركة بما يمكن أصحاب المصلحة من تقييم أداء الشركة وأفاقها المستقبلية. (Hassanein and Hussainey, 2015; Abed, etal., 2016) ، ويغير عن القسم السردي في التقارير السنوية بعدة مفاهيم مثل النتائج الموجزة Summary Results ، فحص الأعمال Business Review ، فحص المدير التنفيذي Chief Executive Review. (Hassanein etal., 2018; Abad & Bravo, 2018) ، ولكن من أبرز تلك المفاهيم وأكثرها شيوعاً في الدول المختلفة ، هو تحليلات ومناقشات الإدارة في الولايات المتحدة الأمريكية (MD&A) (Management discussion and analysis) ، كما يُعبر عنه بالفحص المالي والتشغيلي (Operating and financial review) في المملكة المتحدة . أما في مصر يتم التعبير عنه بتقرير مجلس الإدارة ، ودولياً يُعرف هذا الإفصاح بتعليقات الإدارة (Management Commentary). (منصور ، 2019) وبشأن مفهوم تقرير الأعمال المتكامل ، ففي عام 2010 تم إنشاء مجلس التقرير المتكامل الدولي (IIRC International Integrated Reporting Council) ، والذي صاغ في عام 2013 منهجاً جديداً أكثر شمولاً للتقرير المالي يعمل علي دمج كافة القضايا الاقتصادية والاجتماعية والبيئية معاً، بهدف التركيز علي قدرة الشركة

على خلق القيمة على المدى الطويل وربط إستراتيجيتها بمؤشرات الأداء الرئيسية ، بدلاً من التركيز فقط على المعلومات المالية التقليدية من خلال مايسمي بـتقرير الأعمال المتكامل . ويهدف التقرير المتكامل إلى توفير رؤية أكثر شمولاً عن أداء الشركة ومركزها المالي وأهدافها المستقبلية من خلال تغطية كافة الأبعاد المالية وغير المالية للشركة 1. (Kiliç and Kuzey, 2018; Utami and Wahyuni, 2018)

وفي ظل المفاهيم السابقة ، حظي موضوع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية *Forward Looking Information* (الموجهة للمستقبل) (Future Oriented) بإهتمام كبير من جانب الباحثين والجهات المهنية والأكاديمية ، ويرجع ذلك إلى عدة أسباب منها أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية هو أحد أهم بنود الإفصاح السري ؛ والذي يوفر لأصحاب المصالح معلومات عن الخطط والأهداف الإستراتيجية والتنبؤات المستقبلية للشركة، والتي تكون بمثابة إشارة من الشركة إلى كافة أصحاب المصالح عن قدرتها على الإستمرار ومواجهة التغيرات التي تنشأ في المستقبل ، مما يساعدهم في التنبؤ بأداء الشركة المستقبلي وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات وعدم التأكد (Menicucci, 2018; Utami and Wahyuni, 2018) علاوة على أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية هو أحد المبادئ والإرشادات الرئيسية لإطار التقرير المتكامل ؛ والذي يطلب من الشركة الإفصاح عن رؤيتها ورسالتها وإستراتيجيتها نحو تحقيق أهدافها الحالية والمستقبلية، ومدى إرتباطها بقدرتها على خلق القيمة والحفاظ عليها مستقبلاً ، لمساعدة كافة أصحاب المصالح على فهم جميع مكونات قيمة الشركة وكيفية تأثيرها بالفرص والتحديات المستقبلية ، بما يمكنهم من تقييم الآفاق المستقبلية للشركة . (Menicucci and Paolucci, 2017; Krause et al., 2017; Kiliç and Kuzey, 2018)

واتفق العديد من الباحثين (Wang and Hussainey, 2013; Abed, et al., 2016; Hassanein et al., 2018; Bravo and Alcaide-Ruiz, 2019) على أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من أجل التحليل المستقبلي لوضع وأداء الشركة وتقييم خطط وإستراتيجيات الإدارة للتعامل مع الفرص والتحديات المستقبلية لتخفيض عدم التأكد ودرجة مخاطر المعلومات بما ينعكس إيجاباً على قرارات أصحاب المصالح المختلفة ويضمن التخصيص الكفء للموارد المتاحة في أسواق المال . فمن منظور المعلومات المستقبلية، يجب على الشركة الإفصاح عن (طبيعة الأعمال وأهداف الإدارة وإستراتيجياتها وكيفية تخصيص الموارد والمخاطر والفرص والتنبؤات المالية والأداء المتوقع للشركة) وهي معلومات هامة لتقدير وتقييم التغيرات في الأداء والمركز المالي والسيولة للشركة في المستقبل . (Hassanein et al., 2018; Abad & Bravo, 2018) . وعلى الرغم من كل تلك المنافع قد تميل الشركات إلى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في صورة نوعية (كمية، أو وصفية) وفي شكل أخبار سارة ، لتجنب تكاليف التفاضل نتيجة الإفصاح عن معلومات مستقبلية خاطئة ، وكذلك لتجنب توفير معلومات هامة قد تضر بالوضع التنافسي للشركة. (Bravo, 2016; Abed, et al., 2016)

¹ يوفر التقرير المتكامل إطار للإفصاح متعدد الأبعاد يتطلب معلومات عن 8 أبعاد وهي (نظرة عامة تنظيمية ، البيئة الخارجية ، الحوكمة ، نموذج الأعمال، المخاطر والفرص ، الإستراتيجية وتخصيص الموارد ، الأداء المالي ، التنبؤات والتوقعات المستقبلية)

وشهد موضوع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إهتماماً متزايداً من قبل العديد من الهيئات المهنية في الدول المختلفة من خلال إصدار العديد من الإرشادات المهنية في هذا الصدد. (AICPA, 1994; FASB, 2001; CICA, 2002; ICAEW 2003) وفي نفس السياق، اهتمت العديد من الجهات في مصر بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فوفقاً لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية والصادرة بقرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 والمعدلة بالقرار رقم 13 لسنة 2018، يجب على الشركات موافاة الهيئة والبورصة بنسخة من القوائم المالية السنوية الصادرة من مجلس الإدارة مرفقاً بها تقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات. وتلتزم الشركة في إعداد تقرير مجلس الإدارة بالمتطلبات الواردة باللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، بالإضافة إلى كل ما ورد من بنود في نموذج تقرير مجلس الإدارة السنوي المرفق بالقوائم المالية والذي تعده البورصة، حيث يتعين على الشركات المقيدة بالبورصة أن تستعرض في تقرير مجلس الإدارة الحالة العامة للشركة ونتيجة الأعمال وأفاقها المستقبلية. كما أكد الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر في 2016 على أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال الإفصاح عن معلومات بشأن إستراتيجية الشركة وخططها ومشروعاتها المستقبلية. (مليجي، 2017؛ منصور، 2019)

2- مشكلة البحث

حظي موضوع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بإهتمام كبير من جانب الباحثين في الفكر المحاسبي من خلال التركيز على عدة اتجاهات، أهمها قياس مستوى أو درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال تحليل المحتوى اليدوي أو الإلكتروني لبعض الجمل أو العبارات الدالة عليه، أو من خلال وضع أو تطوير مؤشر مقترح عن المعلومات المستقبلية التي يجب الإفصاح عنها، وكذلك تحليل خصائص هذا الإفصاح من حيث شكله (مالي، نوعي) ومحتواه (أخبار سارة أو غير سارة). (Aljifri & Hussainey, 2007; O'Sullivan et al., 2008; Muslu et al., 2015) وأيضاً تحليل المحددات أو العوامل المؤثرة على قرار الإدارة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال التركيز على الخصائص التشغيلية للشركات أو آليات حوكمة الشركات أو العوامل الخارجية في ضوء النظريات المفسرة للإفصاح الإختياري بصفة عامة. (Athanasakou & Hussainey, 2014; Charumathi and Latha 2015; Elfeky, 2016) وأخيراً دراسة واختبار المحتوى المعلوماتي (الإعلامي) أو الدور التقييمي (Value Relevance) أو منفعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، من خلال التركيز على أثرها على قرارات أصحاب المصالح المختلفة وبصفة خاصة قراري الإستثمار والتمويل. (Hassanein and Hussainey, 2015; Utami and Wahyuni, 2018; Hassanein et al., 2018)

ويعتقد الباحث أن الإتجاه الأخير لم يلق الإهتمام الكافي من جانب الباحثين في الدراسات الأكاديمية، على الرغم من كونه أكثرهم أهمية بإعتباره يسعى إلى اختبار محتواه المعلوماتي أو دوره التقييمي في تفسير التغيرات في أسعار

² قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 والمعدلة بالقرار رقم 13 بتاريخ 2018/3/27

وعوائد الأسهم أو تكلفة رأس المال ، كما أنه لم يتطرق إلي أثر هذا الإفصاح علي قيمة الشركة . ويثير ماسبق تساؤلات عديدة تمثل الاجابة عليها جوهر مشكلة هذا البحث وهي:

ما هو مفهوم وأهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات ؟ ماهي محددات ومقاييس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ؟ ماهو مفهوم قيمة الشركة وكيفية قياسه من منظور أصحاب المصالح ؟ ما هو شكل وإتجاه العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة ؟ هل تتأثر العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة بطبيعة هذا الإفصاح (أخبار سارة أو غير سارة) وشكل هذا الإفصاح (كمي أو نوعي) ؟ هل تتأثر قيمة الشركة بخصائص الشركة (حجم الشركة ، الربحية ، الرفع المالي) في سياق تأثيرها بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية ؟ هل تتأثر قيمة الشركة بجودة عملية المراجعة وخصائص لجنة المراجعة في سياق تأثيرها بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية ؟

3- هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة واختبار أثر مستوى وشكل وطبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على قيمة الشركة ، وذلك من خلال تطوير مؤشر مقترح للإفصاح عن المعلومات المستقبلية لتحليل مستوى الإفصاح عن هذه المعلومات في التقارير السنوية للشركات المصرية من جهة، واختبار أثر هذا الإفصاح على قيمة الشركة من جهة أخرى.

4- أهمية ودوافع البحث

ترجع أهمية البحث العلمية إلى مسابريته لتوجهات المنظمات المهنية وجهات الإشراف علي أسواق المال والبحوث الأكاديمية الأجنبية في مجال الإهتمام بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ومحاولة بناء مؤشر مقترح شامل لقياس مستوى أو درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وتقييم محتواه المعلوماتي أو دوره التقييمي من خلال تحليل أثر هذا الإفصاح علي قيمة الشركة بدلالة أسعار الأسهم أو تكلفة التمويل.

كما ترجع أهمية البحث العملية كونه يوفر تحليلاً لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، ونتائج هذا التحليل من المحتمل أن تكون مفيدة لهيئة الرقابة المالية وإدارة البورصة ، لأنها توفر دليلاً تطبيقياً ورؤية شاملة عن ممارسات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الحالية ومدى الحاجة لتحسينها. كما أنه يساهم في توجيه انتباه الشركات المقيدة بالبورصة نحو الإهتمام بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية نظراً لحاجة أصحاب-المصالح للمعلومات المستقبلية لتقييم الأداء المستقبلي للشركة .

وتعد من دوافع البحث وجود ندرة شديدة في الدراسات التي تناولت الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الدول النامية بصفة عامة، وفي بيئة الأعمال المصرية بصفة خاصة، حيث لم يلق الإفصاح عن تلك المعلومات الإهتمام الكافي مقارنة بمجالات الإفصاح الاختياري الأخرى مثل الإفصاح المعلومات البيئية والاجتماعية والإفصاح عن المخاطر. من ناحية أخرى، ركزت معظم الدراسات التي تناولت الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على محددات

هذا الإفصاح وكيفية قياس مستوي هذا الإفصاح ، دون اختبار أثر هذا الإفصاح على قرارات أصحاب المصالح خاصة قراري الإستثمار والتمويل ، خاصة في ظل الاختلاف الواضح في بيئة الأعمال وفي سلوك مستخدمي المعلومات المحاسبية في مصر. عن الدول التي اهتمت بهذا الموضوع فإن ذلك يعتبر مبرراً كافياً للقيام بهذه الدراسة. كما أنه على حد علم الباحث فإنه توجد ندرة شديدة في الدراسات التي اختبرت أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على قيمة الشركة بصورة مباشرة .

5- حدود البحث

يقتصر البحث على التقارير السنوية للشركات كمصدر للإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ولم يتناول البحث المصادر الأخرى مثل (موقع الشركة على الانترنت أو النشرات الصحفية)، كما تعد قائمة عناصر مؤشر الإفصاح المقترح عن المعلومات المستقبلية ليست قائمة ثابتة، حيث أنه يمكن تغيير بنودها في ضوء الدراسات السابقة، وتخضع عملية تحديد نوعية وعدد عناصرها للحكم الشخصي. ويركز البحث علي أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على قيمة الشركة في سياق بعض المتغيرات الرقابية المرتبطة بخصائص الشركة مثل (حجم الشركة ، الربحية ، الرفع المالي) في التحليل الأساسي ، وكذلك (جودة عملية المراجعة ، خصائص لجنة المراجعة) في التحليل الإضافي ، ويخرج عنه متغيرات أخرى مثل (السيولة ، هيكل الملكية ، آليات الحوكمة ، طبيعة الصناعة ، القيد في البورصة) . كما يخرج عن نطاق البحث مناقشة دور مراقب الحسابات في اختبار وفحص المعلومات المستقبلية ، فضلا عن أن قابلية نتائج البحث للتعميم ستكون مشروطة بضوابط اختبار عينة الدراسة.

6- فروض البحث

سوف يتم لاحقاً إشتقاق فرض البحث الرئيسي وفرعياته نظرياً، على النحو التالي:

الفرض الرئيسي (H1) : يؤثر مستوي وشكل وطبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إيجاباً علي قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

الفرض الفرعي (H1a): يؤثر مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إيجاباً علي قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

الفرض الفرعي (H1b): يؤثر شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (مالي أو نوعي) إيجاباً علي قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

الفرض الفرعي (H1c): تؤثر طبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (أخبار سارة أو أخبار غير سارة) إيجاباً علي قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

7- خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لهدفه، ووفقاً لحدوده، سوف يستكمل البحث كالتالي:

- 1/7: الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من منظور الإصدارات المحاسبية والدراسات الأكاديمية .
- 2/7: قيمة الشركة : المفهوم والقياس من منظور أصحاب المصالح .
- 3/7: تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة واشتقاق فرض البحث الرئيسي وفرعياته .
- 4/7: تحليل أثر الخصائص التشغيلية للشركة وجودة المراجعة وخصائص لجنة المراجعة علي قيمة الشركة في سياق العلاقة الرئيسية محل الدراسة .
- 5/7: منهجية البحث
- 6/7: التحليل الإضافي
- 7/7: تحليل الحسامية
- 8/7: النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

1/7: الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من منظور الإصدارات المحاسبية والدراسات الأكاديمية .

حتى موضوع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات باهتمام من جانب العديد من الباحثين في الأدب المحاسبي والهيئات المهنية الدولية كأحد أبعاد تحسين جودة التقارير المالية المنشورة للشركات ، لذا سوف يتناول الباحث بشيء من التفصيل من عرض كل من : مفهوم المعلومات المستقبلية ، أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لأصحاب المصالح ، الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بين التأييد والرفض ، النظريات المفسرة لإفصاح الشركات عن المعلومات المستقبلية ، التطور التاريخي للإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية : القياس والمحددات .

1/1/7- مفهوم المعلومات المستقبلية

سمعت العديد من الإصدارات المحاسبية والمهنية لمحاولة تعريف الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، حيث عرفه مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) بأنه "الإفصاح عن معلومات عن المستقبل ، مثل معلومات عن خطط وإستراتيجيات الشركة ، والتي يتم التعبير عنها لاحقاً كمعلومات تاريخية (نتائج) ، والتي يتطلب إعدادها ممارسة الحكم الشخصي" (IASB, 2010). ثم أعقبه تعريف المجلس الدولي للتقارير المتكاملة (IIRC, 2013) بأنه "قناة المعلومات الإختيارية التي تتيح للمستخدمين تقييم آفاق الشركة المستقبلية والتنبؤ بمستقبلها، ويشمل علي خطط الإدارة وتقييم الفرص والمخاطر، وبيانات التنبؤات وتوقعات الأعمال حول عمليات الشركة وتنبؤات المنشأة بشأن البيئة الخارجية التي من المحتمل أن تواجهها المنشأة على المدى القصير والمتوسط والطويل". أما علي مستوى الدول المختلفة، فقد سبق وأن عرفه المجمع الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) " بأنه الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالفرص والتحديات وخطط الإدارة في المستقبل ، كما يتضمن المعلومات المالية والتشغيلية المتوقعة."

(AICPA, 1994) في حين معهد المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز (ICWA) عرفه بأنه "الإفصاح عن أي معلومات قد يكون لها تأثير على القوائم المالية اللاحقة والأداء المستقبلي للشركة مثل طبيعة الأعمال وأهداف الإدارة واستراتيجياتها والمخاطر والتنبؤات والأداء المتوقع للشركة". (ICWA, 2003) كما عرفه معهد المحاسبين القانونيين الكندي بأنه "الإفصاح المتعلق بالأحداث والأداء المحتمل الذي يعتمد على افتراضات عن الظروف الاقتصادية المتوقعة، ويتضمن المعلومات المالية المستقبلية المتعلقة بالأداء المالي والوضع المالي والتدفقات النقدية المستقبلية" (CPA- Canada, 2014). وفي مصر، عرفه معيار المراجعة المصري رقم 3400 لعام 2008 بأنه "المعلومات المالية المبينة على افتراضات عن الأحداث التي قد تقع في المستقبل ورد فعل الشركة تجاهها، وهي تخضع للحكم الشخصي بدرجة عالية، وقد تكون في صورة تنبؤات أو تقديرات مستقبلية أو خليط من كليهما" (المعايير المصرية للمراجعة والفحص المحدود ومهام التأكيد الأخرى، 2008).

أما من منظور أكاديمي، فلقد تعددت تعريفات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، حيث عرفته دراسة (Aljifri and Hussainey, 2007, p.883) بأنه "الإفصاح عن الخطط الحالية والتنبؤات المستقبلية التي تمكن المستثمرين وغيرهم من مستخدمي المعلومات من تقييم أداء الشركة المالي في المستقبل، ويتضمن الإفصاح عن التنبؤات المالية مثل أرباح السنوات القادمة والإيرادات والتدفقات النقدية المتوقعة، وكذلك الإفصاح عن المعلومات غير المالية مثل عدم التأكد والمخاطر؛ في حين عرفتها دراسة (Athanasakou and Hussainey, 2014, p. 288) بأنه "الإفصاح عن الأرباح المتوقعة من خطط الاستثمار الحالية والمستقبلية، والتغيرات في الأعمال التي تمكن المستخدمين من التنبؤ بالأداء المالي للشركة في المستقبل". كما عرفته دراسة (Alqatamin et al., 2017, p. 403) بأنه "الإفصاح عن معلومات حول استراتيجية الشركة وتقييم الفرص والمخاطر ومعلومات التنبؤ والمعلومات غير المتوقعة". علاوة على ذلك، عرّف دراسة (Mousa and Elamir, 2018, p.5) بأنه الإفصاح عن تنبؤات حول الحالة المالية المستقبلية للشركة لتزويد المساهمين وغيرهم بمعلومات مفيدة حول آفاق الشركة.

ويوجد إتفاق بين العديد من الباحثين (Aljifri & Hussainey, 2007; Uyar and Kilic, 2012; Menicucci and Paolucci, 2017; Mousa and Elamir, 2018) من وجود عدة مصادر أخرى لتوصيل المعلومات المستقبلية لأصحاب المصالح مثل التقارير المرجعية، النشرات الصحفية، المؤتمرات، الإتصال المباشر مع المحليين، إلا أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات يعتبر من أفضل الوسائل لتوصيل تلك المعلومات كونه المصدر الرئيسي المنتظم للمعلومات، كما أنه من السهل الحصول عليه بالمقارنة مع المصادر الأخرى، بالإضافة إلى أن شكله الموحد يسهل عملية قابلية المعلومات المستقبلية للمقارنة بين الشركات مقارنة بالمصادر الأخرى للمعلومات. بل أن بعض الدول قامت بإلزام الشركات بإعداد ما يسمى بالقوائم المالية المستقبلية (Prospective Financial Statement). كما يوجد إتفاق على أنه هناك العديد

من الكلمات الدالة على المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية مثل "توقع" أو "تقدير" أو "تنبؤ" أو مصطلحات أخرى مماثلة ، والتي طورتها دراسة (Hussainey et al. 2003) بشيء من التفصيل.3 وتوجد صعوبة كبيرة في التفرقة بين المعلومات التاريخية والمستقبلية ، ففي كثير من الحالات قد يتم تصنيف بعض أنواع المعلومات على أنها تاريخية رغم كونها تحمل رسائل ذات صلة بالمستقبل. (Aljifri & Hussainey, 2007; Menicucci and Paolucci, 2017) كما تزي دراستنا (Athanasakou and Hussainey, 2010) (Menicucci and Paoiucci, 2017) أن هناك مجموعة من العوامل الرئيسية Key Factors التي قد تعتمد عليها الإدارة كأساس لإعداد المعلومات المستقبلية وبناء الافتراضات مثل (الموارد المتاحة للشركة، الفرص والمخاطر ، حالة الاقتصاد القومي، معدلات التضخم، تغيرات التشريعات الضريبية) وهذه العوامل قد تؤثر مع بعض العوامل الأخرى على أدائها في عدة أماكن المبيعات، والإنتاج، والخدمات، والتمويل . ويعتقد الباحث أنه لا يوجد إختلافات جوهرية بين التعاريف السابقة كونها تتحور جميعاً حول أن المعلومات المستقبلية هي معلومات إختيارية لها بعد مستقبلي، وهي تعكس الأحداث التي من المحتمل حدوثها مستقبلاً ورد فعل المنشأة تجاهها . كما لا يوجد اتفاق بين التعريفات المختلفة حول محتوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الا أنه في الغالب يشمل الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بخطط الإدارة المستقبلية والتنبؤات المالية. ويأخذ الإفصاح عنها أشكالاً مختلفة مالي أو نوعي (كمي أو وصفي)، ويحتاج إعداد هذه المعلومات قدرأ كبيراً من الحكم الشخصي للإدارة بالإضافة إلى ضرورة استخدام أساليب التنبؤ والطرق الإحصائية لإعدادها.

2/1/7- أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لأصحاب المصالح

زادت في الآونة الأخيرة الإنتقادات الموجهة إلى المعلومات التاريخية بالقوائم المالية التقليدية بسبب رغبة أصحاب المصالح Stakeholders في الحصول على معلومات مستقبلية تمكنهم من تقييم والتنبؤ بالأداء المالي المستقبلي للشركة في ظل بيئة الأعمال الديناميكية ، (Aribi et al., 2018; Fehre and Hoefler, 2015) حيث أصبح الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ضرورة حتمية في ظل ما تتطوي عليه بيئة الأعمال من مخاطر وفرص وتهديدات لتقديم تسميرات لأصحاب المصالح لتمكينهم من تقدير إستدامة الشركة في المستقبل. (مليجي, 2017) بالإضافة إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يؤدي إلى زيادة جودة الإفصاح ومستوي الشفافية في القوائم

3 فرق مجمع المحاسبين القانونيين الأمريكيين بين مفهومي التنبؤات والتقديرات المالية ، حيث يقصد بالتنبؤات المستقبلية Financial forecast هي معلومات معدة إعتقاداً على الظروف التي تتوقع الإدارة حدوثها مستقبلاً ورد فعل الإدارة تجاهها . في حين يقصد بالتقديرات المستقبلية Financial projections هي معلومات معدة على أساس افتراضات نظرية عن أحداث مستقبلية من المحتمل حدوثها مستقبلاً ولكن ليس من الضروري أن تحدث ورد فعل الإدارة تجاهها مثل إدخال منتج جديد للشركة في السوق. (Aljifri and Hussainey, 2013; Wang and Hussainey, 2007)

المالية لذا يمكن النظر اليه كأحد أبعاد جودة التقرير المالي ، حيث لم تعد المعلومات المستقبلية تقتصر على التنبؤ بالأرباح المستقبلية ولكن اتسعت لتشمل إفصاحات مالية أخرى مثل التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وكذلك معلومات غير مالية مثل الإستراتيجيات والمخاطر والتهديدات التي يمكن أن تؤثر على الأداء المستقبلي للشركة . (Osullivan et al., 2008 , سعد الدين , 2014).

وفي هذا الصدد ، سعي العديد من الباحثين إلى تقديم العديد من المبررات لإبراز أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ولعل المبرر الأبرز هو تخفيض عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح مقاماً بنموذج Bid-Ask Price Spread (BAS)، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة (تجنب خطر التخلخل الإخلاقي Moral Hazard أي إستغلال الإدارة لبعض المعلومات الخاصة لتحقيق منافعها الخاصة، والإختيار المعاكس Adverse Selection الذي يعتبر تصرفاً غير رشيد ينجم عنه عدم الكفاءة في إستثمار الموارد المتاحة) (Bravo,2016; Bozanic et al. , 2018) ويحقق الإفصاح عن المعلومات المستقبلية العديد من المنافع لكل فئة من أصحاب المصالح ، حيث يوفر معلومات تساعد على تقدير والتنبؤ بالأرباح المستقبلية والتدفقات النقدية المتوقعة والقيمة المستقبلية للشركة بما يمكنهم من إتخاذ قرارات رشيدة . (Kilic and Kkuzey, 2018) فبالنسبة لفئة المستثمرين يساعد هذا الإفصاح على إتخاذ قرار شراء أو بيع أسهم شركة معينة كونهم على استعداد للإستثمار في الشركات التي تعد بأداء مستقبلي مرتفع (Uyar and Kilic 2012) ، بالإضافة إلى أنهم يميلون لشراء أسهم الشركة التي توضح التزامها بخلق القيمة للملاك (Mathuva, 2012). كما أنها تساعد على تقييم مخاطر الإستثمار، والعائد المتوقع على إستثماراتهم. (Athanasakou and Hussainey, 2014) من ناحية أخرى ، تساعد تلك المعلومات فئة المقرضين أو مانحي الإئتمان في التنبؤ بالأداء المالي.المستقبلي للشركة وفرص النمو وتقييم قدرة الشركة على الإستمرار وقدرتها على سداد الإلتزاماتها في توراخ إستحقاقها، بما ينعكس إيجاباً على تحسين جودة قرار منح الإئتمان (منصور ، 2019) ، أما بالنسبة لفئة المحللين الماليين ، يؤثر هذا الإفصاح على ملوكهم من خلال تعديل وتحسين جودة ودقة تنبؤاتهم عن الأداء المستقبلي في ضوء المعلومات المستقبلية الواردة من إدارة الشركة. (Opferkuch, 2018)

علاوة على ماسبق ، يحقق الإفصاح عن المعلومات المستقبلية عدة منافع للإدارة نفسها من أبرزها تقليل التقلبات في عوائد الأسهم Stock Return Volatility والتي يمكن أن تؤدي إلى إدراك أعلى لمخاطر الشركة والتأثير سلباً على قيمة الشركة (Bozanic et al. , 2018) ، فضلاً عن تحسين سيولة الأسهم بما يزيد من القيمة السوقية لسعر السهم (Bravo, 2016) . علاوة على ذلك ، تخفيض تكلفة رأس المال نتيجة تخفيض معدل العائد الإضافي الذي يمكن أن يطلبه المستثمرون أو المقرضون لمواجهة خطر نقص المعلومات وتخفيض مخاطر الإستثمار المتعلقة بالشركة (Al-Najjar and Abed, 2014; Agyei-Menslah, 2017)، حيث يمكن ذلك الإفصاح الشركة من الحصول على قروض مصرفية بشروط تعاقدية أفضل تتمثل في قيمة قرض أعلى، فترة إستحقاق أطول ومعدل فائدة أقل (Demerjian et al., 2015) علاوة على أنه يعطى إشارة إيجابية على قدرة الشركة على المنافسة مستقبلاً ، وزيادة قدرتها على جذب المزيد من الإستثمارات وتعزيز سمعتها في السوق (Alqatamin et al. 2017). بالإضافة

إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يؤدي إلى زيادة جودة الإفصاح في الشركات، حيث يمكن النظر إليه كأحد أبعاد جودة التقرير المالي (Osullivan et al., 2008).

3/1/7- الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بين التأييد والرفض

علي الرغم من أن هناك إتفاق بين الباحثين (Uyar and Kilic 2012; Athanasakou and Hussainey, 2014; Alqatamin et al. 2017; Kilic and Kkuzey, 2018) المعلومات المستقبلية علي كافة أصحاب المصالح من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة ، وتوفير معلومات تساعد في التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية لترشيد إتخاذ قراراتهم المختلفة. فإنه علي الجانب الآخر، هناك العديد من المعارضين للإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية ، ويقدمون العديد من الحجج والمبررات لذلك ومنها: (1) الخوف من الإضرار بالمركز التنافسي للشركة نتيجة إطلاع المنافسين علي معلومات تفصيلية هامة تكشف عن خطط وإستراتيجيات الشركة (Uyar and Kilic, 2012) ، (2) إحتمال زيادة تكاليف أو مخاطر التقاضي نتيجة صعوبة التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة بقدر كبير من الدقة في ظل ظروف المخاطرة وعدم التأكد (Agyei-Mensah, 2017; Kiliç and Kuzey, 2018) ، (3) زيادة إحتمال تلاعب الإدارة لمحاولة تحقيق تنبؤاتها المستقبلية ، كونه قد يخلق نوعاً من التحيز الإداري من خلال توفير إفصاحات مفرطة التفاؤل Optimistic Disclosure تشكل ضغطاً علي الإدارة لمحاولة تحقيقها. (Tan et al., 2015). أو علي العكس من ذلك قد تكفي الإدارة بتحقيق التنبؤات المالية المنشورة مسبقاً ولا تبذل المزيد من الجهد لتحقيق نتائج أفضل ممكنة. (Aljifri & Hussainey, 2007) ، (4) تحمل الإدارة لتكاليف إضافية للإفصاح عن المعلومات المستقبلية (Mathuva, 2012). ، (5) تأثير المعلومات المستقبلية بالخصائص الشخصية للإدارة (تقبل أو تجنب المخاطر ، التشاؤم أو التفاؤل) (Gropp, et al., 2016) (6) انخفاض مصداقية المعلومات المستقبلية بالمقارنة مع المعلومات التاريخية الواردة في القوائم المالية التي يتم مراجعتها وإبداء الرأي في صدقها وعدالتها (Hassaneinet al., 2018) (7) خلو هيكل الإفصاح المحاسبي من إطار متكامل للإفصاح عن المعلومات المستقبلية. (القليطي ، 2011)

ويعتقد الباحث أن تلك الأسباب السابقة هي التي تفسر انخفاض أو ضعف مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في العديد من الدول، وأن معظم هذا الإفصاح كان نوعياً عن أخبار سارة وتجنب الإفصاح عن أخبار غير سارة . ولكن علي الرغم من ذلك ، فإن المنافع من وراء الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تفوق تكاليفه ، حيث يمكن الحفاظ علي الوضع التنافسي للشركة من خلال الإفصاح عن معلومات إجمالية وليست تفصيلية ، كما أنه يمكن تقليل خطر التقاضي من خلال التفرقة بين أخطاء التنبؤ بسبب عدم التأكد والأخطاء المتعمدة ، علاوة علي ضرورة أن تكون الإدارة دراية بكافة الاحداث المستقبلية التي يمكن أن تواجهها الشركة بالإضافة إلي قدرتها علي استخدام أساليب التنبؤ والطرق الأحصائية لإعدادها بدقة وتقليل الأخطاء، كما أن التطور التكنولوجي يساعد علي تخفيض تكاليف إعداد ونشر تلك المعلومات المستقبلية .

4/1/7- النظريات المفسرة لإفصاح الشركات عن المعلومات المستقبلية

سعى العديد من الباحثين إلى الإعتماد على النظريات المختلفة التي تستخدم عادة لشرح دوافع ومسببات الإفصاح الاختياري في الأدب المحاسبي بصفة عامة ، في تفسير وشرح دوافع ومنافع الإدارة من الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية. (Menicucci and Paolucci, 2017; Mohammadi and Amirhosein, 2017; Agyei-Mensah, 2017; Alqatamin et al., 2017; Opferkuch, 2018) والتي سوف نتناولها بشيء من التفصيل:

(أ) نظرية الوكالة (Agency Theory) : وفقاً لهذه النظرية ، تزداد حدة مشاكل الوكالة مع زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة (الوكيل) والملاك (الأصيل)، لذا قد تلجأ الإدارة إلى الإفصاح إختيارياً عن بعض المعلومات بهدف تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة قدرة أصحاب المصلحة علي الإشراف والرقابة على أعمال الإدارة . (Celik et al., 2006) وفي ضوء تلك النظرية يساعد الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات بما يمكن الإدارة من خفض التقلب في أسعار الأسهم ومساعدة المستثمرين علي الوصول إلي أسعار الأسهم الحقيقية وخفض تكلفة رأس المال ، وبالتالي زيادة قيمة الشركة وقدرتها علي جذب المزيد من الاستثمارات. (Wang and Hussainey, 2013; Waweru et al., 2016) ، ولقد انبثق منها نظرية ترسيخ الإدارة management entrenchment theory والتي تؤكد علي أن ملكية الإدارة قد تؤثر سلباً علي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لأن المديرين هم الأكثر احتمالاً لتحقيق أقصى قدر من منافعهم الخاصة علي حساب باقي الأطراف الأخرى من خلال معلوماتهم المستقبلية الخاصة .

(ب) نظرية الإشارة (Signaling Theory): تعد تلك النظرية إمتداد لنظرية الوكالة حيث تقترح أنه يمكن تخفيض عدم تماثل المعلومات ، إذا قام الوكيل (الإدارة) الذي يملك المزيد من المعلومات بإرسال إشارات إلى باقي أصحاب المصالح ، لذا فإنه وفقاً لهذه النظرية فإن الشركات المربحة لديها حافز للإفصاح عن مزيد من المعلومات من أجل الإشارة إلى نتائجها الإيجابية للمشاركين في سوق الأوراق المالية لإثبات نجاحها وتميزها عن الشركات الأخرى . (Celik et al., 2006; Agyei-Mensah, 2017) وفي ضوء تلك النظرية تقوم الإدارة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية بهدف توفير إشارات إيجابية لجماعات المصالح تمكنها من جذب إستثمارات جديدة وتعزيز سمعتها وموقعها في السوق ، وتخفيض تكلفة رأس المال ، وتحسين صورة الشركة، وكذلك بهدف الإشارة للمواهب والكفاءات الإدارية داخل الشركة (Management talent signaling) الذين لديهم التعرف على التعامل مع التغيرات التي تنشأ في المستقبل لتحسين سمعة الإدارة وموقع الشركة في السوق. (Alqatamin et al., 2017; Utami and Wahyuni, 2018) كما أنه في ضوء تلك النظرية فإن الشركات ذات الأداء الضعيف ربما توفر المزيد من المعلومات المستقبلية لجذب المستثمرين كونها إشارة علي قدرة الشركة علي التغلب علي تلك الخسائر مستقبلاً وهو ما يجنبها الإنخفاض والتقلبات في أسعار أسهمها. (Menicucci and Paolucci, 2018) وقد انبثق منها نظرية الحاجة إلى رأس المال The capital need theory والتي تشير إلى أن مديري الشركات لديهم حافز

للإفصاح عن معلومات إضافية تمكنهم من جمع رأس المال وفقاً لأفضل الشروط المتاحة. وفي ضوء تلك النظرية تقوم الإدارة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية بهدف تقليل عدم التأكد بشأن الأداء المستقبلي للشركة وبالتالي تحسين سيولة الأسهم وتقليل التقلبات في أسعار الأسهم وخفض تكاليف رأس مال الأسهم إما من خلال انخفاض تكلفة المعاملات أو زيادة الطلب على أسهم الشركة. (Waweru et al., 2016)

(ج) نظرية الشرعية (legitimacy Theory): تتعلق تلك النظرية بالعلاقة بين الشركة والمجتمع ككل، وتفترض أن الشركة موجودة إذا كانت قيمها تتفق مع قيم المجتمع الذي تعمل فيه، ويجب أن تضمن الشركة التزام عملياتها بمعايير وتوقعات المجتمع ككل، وليس فقط توقعات المستثمرين لضمان مشروعيتها من قبل مختلف أصحاب المصلحة في المجتمع. (Celik et al., 2006; Agyei-Mensah, 2017) وفي ضوء تلك النظرية تقوم الإدارة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية من أجل الإمتثال للتوقعات المجتمعية أو لتحويل انتباه المجتمع (أو وسائل الإعلام) عن الآثار السلبية الرئيسية لنشاط الشركة بما يعزز استمرار تدفق التمويل إلى الشركة. (Menicucci and Paolucci, 2017) ولقد انبثق منها عدة نظريات مثل النظرية المؤسسية (Institutional theory) والتي تؤكد على ضرورة التوافق بين البيئة المؤسسية الداخلية للشركة والقواعد والمعايير الخارجية، وفي ضوء تلك النظرية تقوم الإدارة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية من أجل توضيح إلي أي مدى تبنت الشركة القيم المجتمعية السائدة وهي تدعم الإفصاحات غير المالية خاصة الاستراتيجية والمستقبلية. (Waweru et al., 2016) كما انبثق منها نظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory)، حيث أنه وفقاً لهذه النظرية ينبغي على الشركة بذل جهد لتلبية أهداف كافة أصحاب المصالح وهم أي فرد أو مجموعة يمكن أن تؤثر أو تتأثر بتحقيق أهداف الشركة مثل الدائنين والموردين والعملاء والعاملين والمنظمات غير الحكومية والمجتمع والدولة. وفي ضوء تلك النظرية تقوم الإدارة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية لتعديل إدراكات وتصورات وتوقعات أصحاب المصالح بشأن الشركة، وتلبية احتياجاتهم من المعلومات لمساعدتهم على إتخاذ قرارات سليمة، بما يعكس على استمرار دعمهم للشركة وبالتالي ضمان بقائها واستمراريتها مستقبلاً. (Hassanein and Hussainey, 2015; Menicucci and Paolucci, 2017)

5/1/7- التطور التاريخي للإفصاح عن المعلومات المستقبلية

بشأن تطور الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تم وضع العديد من الإرشادات والقوانين لتنظيم وتطوير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات في العديد من دول العالم. (Wang and Hussainey, 2016; Al-Najjar, Abed, 2014; Abed, et al., 2016) حيث أنه دولياً، قام IASB في ديسمبر عام 2010 بإصدار إرشاد لممارسات التقارير المالية الدولية بعنوان "تعليقات الإدارة - إطار العرض"، بهدف توفير إطار لعرض تعليقات الإدارة Management Commentary المرتبطة بالقوائم المالية التي يتم إعدادها وفقاً لمعايير التقرير المالي الدولية. وتوفر هذه التعليقات للمستخدمين معلومات تشرح رؤية الإدارة ليس فقط عما حدث ولكن أيضاً لماذا حدث وما هي الآثار على مستقبل الشركة. وأشار الإطار إلى أن تعليقات الإدارة يجب أن تتضمن

معلومات مستقبلية عن الاتجاهات ، عدم التأكد، العوامل التي قد تؤثر على سيولة الشركة، مصادر رأس المال ، الإيرادات ونتائج عمليات الشركة. (IASB, 2010).

-في نفس السياق، سمعت الولايات المتحدة الأمريكية إلى تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، حيث تطلب لجنة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية (SEC) من الشركات المقيدة بالبورصة إعداد قائمة مناقشات و تحليلات الإدارة (MD&A) ضمن تقاريرها السنوية، والتي أحد أهدافها هو توفير معلومات عن الأحداث المستقبلية والاتجاهات التي قد تؤثر على عمليات الشركة في المستقبل. ولقد قامت اللجنة بتعديلها عدة مرات ، والتي كان من أهمها إصدار المنشور رقم Financial Reporting Release (FRR 36) عام 1989 بعنوان "مناقشات و تحليلات الإدارة للوضع المالي ونتائج العمليات"، الذي أكد على أهمية تضمين الإفصاح المحاسبي للشركات لقوائم عن الأداء المستقبلي، وبموجب المنشور رقم (36) تلزم إدارة الشركات بإعداد قائمة مناقشات وتحليلات الإدارة (MD&A) من أجل القيد بجدول بورصة الأوراق المالية الأمريكية ، والتي سوف تتضمن معلومات عن نتائج العمليات التشغيلية للشركة، الاتجاهات المستقبلية الإيجابية أو السلبية، مخاطر السوق المحلية والدولية، آثار التضخم ، مخاطر عدم التأكد ، وكذلك العوامل الرئيسية التي أثرت على أداء الشركة والتي من المتوقع أن تؤثر على الأداء المستقبلي الشركة. (Bravo,2016)

من ناحية أخرى ، في عام 1993 قامت SEC بإصدار تشريع (الملاذ الأيمن) Safe Harbor Provision بهدف تشجيع الشركات الأمريكية المدرجة بالبورصة على التوسع في إفصاحها الإختياري عن المعلومات المستقبلية بالتقارير السنوية، وذلك من خلال توفير الحماية القانونية للإدارة ضد أي مساءلة قضائية عن التنبؤات أو التوقعات التي لم تتحقق بشرط أن يتم إعدادها على أساس معقول Reasonable basis ويحسن نية Good faith وفي عام 1995، قام الكونجرس بإجراء تعديلات على هذا التشريع من خلال إصدار قانون لتعديل التقاضي الخاص بالأوراق المالية Private Securities Litigation Reform Act of 1995 لمطالبة الشركات بالإفصاح عن الأسباب الممكنة لإختلاف النتائج الفعلية عن النتائج المقدرة لإخلاء مسؤولية الإدارة. (Opferkuch , 2018)

علاوة على ماسبق، قام مجمع المحاسبين القانونيين الأمريكي AICPA بإنشاء لجنة خاصة للتقرير المالي Financial Reporting عام 1990 تسمى لجنة جينكنز (The Jenkins Committee) والتي أكدت على أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال التقرير الذي أصدرته بعنوان "تحسين تقرير الأعمال - بالتركيز على العملاء Improving Business Reporting-A Customer Focus" والذي تم فيه اقتراح نموذج شامل لتقرير الأعمال من خلال الإفصاح عن 5 عناصر منها المعلومات المستقبلية.4 وتضمن التقرير تفسيراً لمحتوى المعلومات المستقبلية التي توضح عنها الإدارة شمل الفرص والمخاطر التي تواجه الشركة وخطط الإدارة المستقبلية

⁴ أصدرت لجنة جينكنز المنبثقة من AICPA تقرير بعنوان "تحسين تقرير الأعمال - بالتركيز على العملاء" يتضمن نموذج شامل لتقرير الأعمال ، يطلب من الشركة الإفصاح عن 5 عناصر وهي (1) المعلومات المالية وغير المالية. (2) تحليل الإدارة ، (3) المعلومات المستقبلية ، (4) معلومات عن الإدارة والمساهمين ، (5) خلفية عن الشركة.

(AICPA, 1994) من ناحية أخرى , قام مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) فى عام 2001 بإعداد مشروع لتحسين تقرير الأعمال من خلال زيادة الإفصاح الاختيارى عن ستة موضوعات من بينها الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. (Bravo,2016).

أما المملكة المتحدة , كانت من أولى الدول التي اهتمت بتنظيم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية , حيث أصدر مجلس معايير المحاسبة (ASB) سلسلة من الإصدارات لتوسيع الإفصاح السريدي , فى يوليو 1993 أصدر أول إصدارته للإفصاح السريدي بعنوان "الفحص المالى والتشغلي" "Operating and Financial Review" والذي طلب من إدارة الشركة مناقشة وضع الشركة فى الماضى والوضع الحالى والوضع المستقبلى من وجهة نظرها , هذا البيان لم يكن معياراً محاسبياً , وكان إختيارياً وتم تصميمه كصيغة لأفضل الممارسات. وفى مايو 2005 تم إصدار قائمة التقرير رقم (1) وأصبحت هذه القائمة ملزمة للشركات المقيدة فى البورصة , وللمرة الأولى , تم الأخذ فى الاعتبار الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. (ASB, 2005). ويعتبر إصدار قائمة الفحص المالى والتشغلي خطوة هامة تجاه تحسين عملية التقرير المالى والشفافية وتشجيع الحوارات والمناقشات الفعالة عن المسببات الرئيسية لأداء الشركة فى المدى الطويل أو المستقبلى. (Wang and Hussainey, 2013; Abed, et al., 2016) وفى يناير 2006, أدى الضغط العام إلى إجبار المشرعين على إصدار قائمة بالممارسات القياسية بعنوان "قائمة التقرير: الفحص المالى والتشغلي" والتي تشبه قائمة التقرير رقم (1) ولكنها لم تعد تعتمد على الإلزام ولكن علي الإقناع. وتطلبت هذه القائمة الإفصاح عن الاتجاهات الرئيسية للشركة والعوامل التي من المحتمل أن تؤثر على أداء الشركة فى المستقبل (Al-Najjar, Abed, 2014; Hassanein et al., 2018)

كما أن هناك العديد من الدول الأخرى التي سارت علي نفس النهج وهو التأكيد علي أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية , ففي كندا قام معهد المحاسبين القانونيين الكنديين بإصدار إرشاد للتقرير عن مناقشات وتحليلات الإدارة فى عام 2002 والذي تم تعديله فى 2004 و 2009 و 2014، ووفقاً للمبدأ الرابع من هذا الإرشاد، فإنه على الشركات أن تفصح عن المعلومات المستقبلية التي يمكن أن تؤثر على أداء الشركة المستقبلى. أما في ألمانيا فإنه بموجب القانون التجاري الألمانى (GCC) ، يتعين على الشركات العامة إعداد تقرير مشابه لمناقشات وتحليلات الإدارة (MD&A) يتضمن معلومات مستقبلية عن التطور المتوقع للشركة والمخاطر والفرص الهامة ، إلى جانب الافتراضات الأساسية المستخدمة في إعدادها. (Krause et al., 2017)

أما في مصر , فوفقاً لقواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 والمعدلة بالقرار رقم 13 لسنة 2018، يجب على الشركات موافاة الهيئة والبورصة بنسخة من القوائم المالية السنوية الصادرة من مجلس الإدارة مرفقاً بها تقرير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات. وتلتزم الشركة فى إعداد تقرير مجلس الإدارة بالمتطلبات الواردة باللائحة التنفيذية للقانون رقم 159 لسنة 1981، بالإضافة إلى ما ورد فى نموذج تقرير مجلس الإدارة السنوي المرفق بالقوائم المالية والذي تعدده البورصة، حيث يتعين على الشركات المقيدة بالبورصة أن تستعرض فى تقرير مجلس الإدارة الحالة العامة للشركة ونتيجة الأعمال ومستقبلها. كما أكد الدليل المصرى لحوكمة الشركات الصادر فى 2016 على أهمية الإفصاح عن

المعلومات المستقبلية من خلال الإفصاح عن استراتيجية الشركة وخططها ومشروعاتها المستقبلية. ويتضح من تحليل القوانين واللوائح السابقة عدم إلزام الشركات المصرية بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فعلي الرغم من مطالبة القوانين وقواعد القيد بالبورصة المصرية من الشركات إعداد تقريراً من مجلس الإدارة يستعرض فيه 'بشكل تفصيلي الموقف المالي والتشغيلي والرؤية المستقبلية للشركة، نجد أنها لم تحدد أو تلزم بنمط معين للإفصاح عن المعلومات المستقبلية، علي غرار قائمة مناقشات وتحليلات الإدارة. أو قائمة الفحص التشغيلي والمالي كما هو الحال في كل من بورصة الأوراق المالية الأمريكية والبريطانية: (مليجي, 2017 ; منصور , 2019) -

6/1/7- مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية : القياس والمحددات

بشأن قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية ، لم تتفق الدراسات السابقة حول مدخل محدد ، (Aljifri & Hussainey, 2007; Uyar and Kilic, 2012; Wang and Hussainey, 2013 ; Liu, 2015; Abed, et al., 2016) ولكن يمكن التمييز بين ثلاثة مداخل لهذا القياس ، (أ) المدخل الأول هو أسلوب تحليل المحتوى الذي اعتمدت عليه العديد من الدراسات السابقة (Aljifri & Hussainey, 2007; Wang and Hussainey, 2013; Hassanein and Hussainey, 2015; Elfeky, 2016; Elgammal, et al., 2018) لقياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال أما أسلوب تحليل المحتوى اليدوي (Manual Content Analysis) الذي يمتاز بزيادة جودة النتائج لأنه يتيح فهم البيانات بشكل كامل من خلال النظر في السياق بأكمله لتفسير المعلومات ، أو أسلوب تحليل المحتوى الإلكتروني (Computer-based content analysis) من خلال بعض البرامج الجاهزة مثل NVivo ، QSR NUD*IST 6 ، والذي يمتاز بسهولة التطبيق والسماح بالتحليل الكمي والنوعي لعدة فترات زمنية ولكم هائل من المعلومات. (Aribi et al., 2018) ولقد اعتمدت كافة تلك الدراسات في ذلك علي قائمة الكلمات الأساسية المكونة من 35 كلمة دالة علي الإفصاح عن معلومات مستقبلية في التقارير السنوية والتي طورتها دراسة (Hussainey et al. 2003) .5

⁵ وتتضمن تلك القائمة الكلمات الآتية : تعجيل ، توقع ، انتظار ، سنة (السنوات) المالية القادمة ، الأسمهر المقبلة ، الثقة (أو الثقة) ، الإقناع ، السنة المالية (الحالية) ، التصور ، التقدير ، في نهاية المطاف ، توقعات ، توقع ، قادمًا ، أمل ، قصد. (أو نية) ، من المحتمل (أو غير مرجح) ، التطلع إلى الأمام (أو التطلع إلى المستقبل) ، التالي ، جديد ، التفاوض ، النظرة المستقبلية ، المخطط لها (أو التخطيط) ، التنبؤ ، التوقع ، البقاء ، التجديد ، النطاق لـ (أو النطاق إلى) ، يجب ، قريبًا ، الإرادة ، في وضع جيد (أو في وضع جيد) ، السنة (السنوات) المقبلة. accelerate, anticipate, await, coming (financial) year(s), coming months, confidence (or confident), convince, (current) financial year, envisage, estimate, eventual, expect, forecast, forthcoming, hope, intend (or intention), likely (or unlikely), look forward (or look ahead), next, novel, optimistic, outlook, planned (or planning), predict, prospect, remain, renew, scope for (or scope to), shall, shortly, should, soon, will, well placed (or wellpositioned), year(s) ahead

ثم يتم قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال اختيار وحدة القياس (الكلمات ، الجمل ، ونسب الصفحات) ، وكان الأبرز اختيار الكلمات كوحدة قياس لحساب مستوى الإفصاح عن طريقة قسمة الكلمات التي تحتوي على وحدة أو أكثر من الكلمات الرئيسية الدالة على المعلومات المستقبلية على إجمالي عدد الكلمات في القسم السردي من التقرير السنوي . (Elfekey, 2016) ولكن دراستي (Abad & Hassanein et al.,2018) Bravo, 2018 استخدمت الجمل التي تحتوي على وحدة على الأقل من قائمة الكلمة الرئيسية كوحدة للقياس ، هذا لأن الكلمة في حد ذاتها ليس لها معنى إذا تم استخدامها بمعزل عن معنى الجملة بأكملها. ولكن من الشائع توظيف الكلمة كوحدة للتحليل، حيث تعتبر الكلمات أكثر موثوقية كوحدة تحليل مقارنة بالبدائل الأطول (Alqatamin et al.,2017; Aribi et al., 2018) حيث أن استخدام الجمل وال فقرات وجزء من الصفحات والمستندات بأكملها قد يكون غير مناسب لأن الأعمدة والطباعة وأحجام الصفحات قد تختلف من تقرير سنوي إلى آخر . (Al-Najjar, Abed, 2014) ، كما أن الجملة قد تحتوي على الكثير من عناصر الإفصاح التي تتضمن معلومات مستقبلية مختلفة .(Menicucci, 2013) لذا هناك بعض الدراسات مثل دراسة (Fehre and Hoefler, 2015) التي جمعت بين التحليل اليدوي والإلكتروني أو الآلي لزيادة مصداقية التحليل والنتائج.

(ب) أما المدخل الثاني لقياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعتمد علي تطوير مؤشر مقترح عن المعلومات المستقبلية التي يجب الإفصاح عنها (سواء كان مرجح أو غير مرجح) في ضوء الإصدارات من جانب بعض الهيئات التنظيمية والجهات المنظمة لأسواق المال والدراسات الأكاديمية (Liu, 2015; Uyar and Kilic, 2015; Utami and Wahyuni, 2018; Kiliç and Kuzey, 2018; Agyei-Mensah, 2017) ومع ذلك لا يوجد إجماع حول أفضلية الاعتماد علي مدخل المؤشر لقياس مستوى الإفصاح لعدم وجود إتفاق بين الباحثين علي العناصر التي يجب أن يتضمنها هذا المؤشر وكذلك علي الوزن النسبي لعناصر هذا المؤشر .

(ج) أما المدخل الثالث فهو يجمع بين المدخلين السابقين، من خلال الجمع بين عناصر أو بنود الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الواردة بالعديد من المؤشرات المعتمدة السابق ذكرها، وكذلك الكلمات الدالة علي الإفصاح السردي عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية ، ومن ثم بناء مؤشر مقترح للقياس ليكون بمثابة إفصاحاً قياسياً عن المعلومات المستقبلية ، وهو ما سيعتمد عليه الباحث في هذه الدراسة قياساً بعدة دراسات سابقة ومنها (Alqatamin et al.,2017; Menicucci and Paolucci ,2017; Krause et al.,2017)

وقام الباحث بتطوير مؤشر مقترح غير مرجح Equally Weighted لقياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المقيدة في البورصة المصرية ، حيث تم إعطاء كل عناصر المؤشر نفس الدرجة وذلك لتجنب الحكم الشخصي في تعيين أوزان نسبية لبنود أو عناصر المؤشر المقترح (Abed et al., 2016). وقد تم الوصول لعناصر هذا المؤشر من خلال تحليل العديد من الإصدارات الدولية (AICPA,1994;FASB,2001;ICAW,2003; CICA,2004;IFRC,2013) والقوانين والإصدارات المهنية المصرية وقواعد حوكمة الشركات وكذلك الدراسات السابقة في الأدب المحاسبي بشأن عناصر أو بنود المعلومات المستقبلية التي يجب الإفصاح عنها في التقارير السنوية. ويحتوي المؤشر المقترح علي 40 عنصر موزعة بين 3

فئات رئيسية وهي (أ) معلومات عن المخاطر والفرص (RISK) ، (ب) معلومات عن الإستراتيجية وتخصيص الموارد (STR) ، (ج) معلومات عن تحليلات الإدارة والأداء المستقبلي (PERF) . 6 .

وقام الباحث بالإعتماد علي أسلوب صدق المحكمين من خلال عرض مؤشر الإفصاح المقترح علي العديد من الأكاديميين بهدف التأكد من قيام المؤشر بالقياس الفعلي لما وضع لقياسه ، ولتحديد الأهمية النسبية لكل عنصر من وجهة نظرهم (Abéd,etal., 2016; Alqatamin et al., 2017; Aribi' et al., 2018) وتم اختبار أهمية كل عنصر من عناصر المؤشر المقترح من وجهة نظر المستقصى منهم ، من خلال اختبار وسيط درجة أهمية كل عنصر (تتراوح درجة الأهمية من 1 إلى 10) ، حيث يعتمد هذا الاختبار على ما اذا كان الوسيط للعنصر يتجاوز 5 أم لا. وتشير نتائج هذا الاختبار إلى أنه تم تأكيد الفئات الثلاث للإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، لكن تم تخفيض القائمة الأولية المكونة من 40 إلى 30 عنصر لكي تكون قيمة الوسيط لكل العناصر في المؤشر أكبر من 5 . وفي ضوء نتائج هذا الاختبار تمثلت عناصر مؤشر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية فيما يلي : 7

جدول رقم (1) المؤشر المقترح للإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

أ- معلومات عن المخاطر والفرص (RISK)	ب- معلومات عن الإستراتيجية وتخصيص الموارد (STR)	ج- معلومات عن تحليلات الإدارة والأداء المستقبلي (PERF)
1- فرص النمو و الفرص الإستثمارية المتاحة	11- الأهداف الاستراتيجية للشركة	21- المبيعات المستهدفة للشركة
2- فرص التمويل المتاحة	12- الربط بين إستراتيجية الشركة وخطط تخصيص الموارد	22- الأرباح المتوقعة للشركة
3- تحديات وتهديدات الشركة المستقبلية	13- رضا العملاء	23- التدفقات النقدية المتوقعة للشركة
4- لجنة إدارة المخاطر وإجراءاتها	14- خطط الاستثمار في الطاقة للشركة	24- تكلفة الإنتاج المتوقعة للمنتج
5- الوضع التنافسي للشركة و القدرة على المساومة من العملاء أو الموردين	15- خطط الدعاية والإعلان للشركة	25- النفقات الرأسمالية المتوقعة للشركة

6. وتوصل الباحث إلى تلك الفئات من خلال الدمج بين فئات دراسة (Abad & Bravo, 2018) وهي (1) النشاط ، (2) الإستراتيجية ، (3) المعلومات المالية، وكذلك فئات دراسة (Mousa & Elamir, 2018) (1) الفرص والمخاطر، (2) المعلومات الإستراتيجية ، (3) تحليلات الإدارة . حيث يتفق الباحث مع دراسة (Alqatamin et al.,2017) بأنه لا يوجد توافق في الآراء أو إجماع حول فئات المعلومات المستقبلية، ولكن يتم إختيارها في ضوء فحص محتوى الدراسات السابقة والإصدارات وطبيعة البيئة المصرية.

7 تم إستبعاد بعض العناصر من المؤشر المقترح لأن وسيطها كان أقل من 5 من ردود المحكمين وهي: (1) معلومات عن الكفاءة والفعالية، (2) مناقشة موجزة وتحليل للوضع المالي للشركة، (3) معلومات عن محفظة الأعمال، (4) معلومات عن الأثار، (5) الماضية والمستقبلية للإتجاهات الديموغرافية الرئيسية ، (5) معلومات عن دورة حياة منتجاتها ، (6) معلومات عن الصحة والسلامة ، (7) معلومات عن أثر التغييرات في المعايير المحاسبية ، (8) معلومات عن سلاسل العملاء والموردين ، (9) معلومات عن الجوانب السياسية والاجتماعية والاقتصادية ، (10) معلومات عن الأنشطة الأخرى التي قد تؤثر على الأرباح .

6- مخاطر الأعمال أو الصناعة أو السوق	16- خطط الإنفاق الرأسمالي للشركة	26- الحصة السوقية المتوقعة للشركة
7- المخاطر السياسية	17- خطط البحث والتطوير للشركة	27- سعر السهم المتوقع للشركة
8- المخاطر المالية (معدلات الفائدة وأسعار الصرف)	18- المنتجات الجديدة والابتكارات وبراءات الاختراع الجديدة	28- النصب والمؤشرات المالية المتوقعة
9- المخاطر البيئية للشركة	19- خطط التدريب والاستثمار في رأس المال البشري	29- توزيعات الأرباح المتوقعة .
10- المخاطر التكنولوجية للشركة	20- خطط الاندماج والاستحواذ للشركة	30- موقف السيولة المتوقع للشركة

⁸ وبشأن محددات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فقد اتفقت العديد من الدراسات السابقة علي أن قرار الإفصاح عن المعلومات المستقبلية هو دالة في العديد من العوامل والتي من أهمها (1) الخصائص التشغيلية للشركات ، وأبرزها (حجم الشركة ، الربحية ، الرفح المالي) (Mohammadi and Amirhosein, 2017; Menicucci and Paoiucci, 2017; Menicucci, 2018) ، ولقد أضافت دراستنا (Aljifri & Hussainey, 2012; Uyar and Kilic, 2007) طبيعة الصناعة والتقدير في البورصة وحجم مكتب المراجعة ، كما أضافت دراستنا (Mathuva, 2012; Mousa & Elamir, 2018) خصائص أخرى مثل السيولة والنفقات الرأسمالية وهيكل الملكية ، علاوة علي إضافة دراسة (Elfeky, 2016) لسياسة توزيع الأرباح؛ في حين أضافت دراستنا (Mathuva, 2015; Charumathi and Latha, 2012) هيكل الملكية ، الملكية المؤسسية . وأخيراً أضافت دراسة (Abed, 2016) Al-Najjar) قلب الأرباح ، التدفقات النقدية التشغيلية ، الحاجة للتمويل الخارجي. ويعتقد الباحث أن الدراسات خلصت إلي نتائج متعارضة بشأن ذلك التأثير علي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ويرجع ذلك إلى اختلاف البيانات التي تمت فيها الدراسات السابقة (تركيا ، إنجلترا ، ألمانيا ، إيطاليا ، الهند ، مصر ، كينيا ، الإمارات)، وكذلك اختلاف الأساليب المستخدمة لقياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية مثل تكوين مؤشر (مرجح أو غير مرجح) ، كما انها اختلفت في العناصر التي يتضمنها مؤشر الإفصاح المقترح ، أو الاعتماد فقط علي تحليل المحتوى اليدوي أو الإلكتروني للكلمات الدالة علي المعلومات المستقبلية. (2) آليات حوكمة الشركات (تشكيل مجلس الإدارة ، جودة عملية المراجعة ، خصائص لجنة المراجعة) (Agyei-Mensah, 2017; Alqatamin et al., 2017; Munirah et al., 2018; Kılıç and Kuzey, 2018; Abad & Bravo, 2018) وهناك بعض الدراسات التي تناولت تأثير أحد تلك الآليات علي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وبعضها تناول درجة الالتزام الحوكمي للشركات ككل . ويعتقد الباحث أن تلك الدراسات لم تصل إلي نتائج قاطعة بشأن الآلية الأكثر تأثيراً علي قرار الإدارة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، كما توصلت

⁹ هناك منخلان للبحث المحاسبي بشأن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهما الأول : دراسة واختبار محددات مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتنير تابع) وهذا ما يقع خارج حدود البحث الحالي . والثاني : دراسة واختبار المحتوى المعلوماتي أو الدور التقييمي للإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتنير مستقل) بهدف معرفة مردودها علي قرارات أصحاب المصالح (محتواها المعلوماتي) وإنعكاسها علي قيمة الشركة وهو ما يركز عليه البحث الحالي .

الدراسات إلي نتائج متعارضة بشأن نفس الآليات ويرجع ذلك إلى اختلاف البيانات التي تمت فيها الدراسات السابقة . ولكن هناك شبه اتفاق علي أن درجة الإلتزام الحوكمي تلعب دوراً فعالاً في تحسين مستوى وشكل وطبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية , والتأثير علي خصائصه. (3) عوامل خارجية مثل الوضع الاقتصادي للدولة (Fehre and Hoefler, 2015) , عدم التأكد خلال فترة الأزمات (Krause et al., 2017), مستوى الفساد (Agyei-Mensah, 2017) .

2/7: قيمة الشركة : المفهوم والقياس من منظور أصحاب المصالح .

يعتبر تحديد مفهوم قيمة الشركة وطريقة قياسها من الأمور الصعبة والأكثر جدلاً في الفكر المحاسبي , حيث يمثل تقدير القيمة الحقيقية للشركة تحدياً كبيراً للأكاديميين والممارسين وملاك الشركة والمديرين والشركات الإستشارية , ويرجع ذلك إلي أن هدف الشركة لم يعد تعظيم الربح فقط وإنما تعظيم قيمة الشركة للمجتمع ككل, لذلك أصبح قياس قيمة الشركة هو عملية معقدة لا تركز فقط علي النتائج المالية التاريخية للشركة وإنما أيضاً علي قدرتها علي خلق قيمة في المستقبل. (Utami and Wahyuni, 2018) وتعد قيمة الشركة هي محصلة القرارات التشغيلية والإستثمارية والتمويلية, فإذا كانت محصلة تلك القرارات سليمة, فإن الشركة سوف تتمتع بمركز مالي قوي ومن ثم صعود إيجابي للأسعار الأسهم بما يدعم قيمة الشركة والعكس. (طلخان , 2017 , فرج , 2017)

وهناك العديد من الأغراض التي يخدمها قياس قيمة الشركة منها؛ مساعدة المستثمرين علي إتخاذ قرارات (البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأسهم وتكوين محافظ الإستثمار , والإكتتاب العام الأول Initial Public Offering) , ومساعدة المقرضين علي اتخاذ قرار الإقراض من خلال تقييم قدرة الشركة على سداد إلتزاماتها في تواريخ إستحقاقها فضلاً عن تقييم قدرتها علي الإستمرار مستقبلاً . علاوة علي أن قياس قيمة الشركة يخدم الإدارة نفسها في إتخاذ القرارات الإستثمارية والتمويلية وكذلك قرارات الإندماج والإستحواذ , حيث ترغب الإدارة في اختيار أفضل الفرض الإستثمارية التي تزيد من عوائد وقيمة الشركة وكذلك اختيار أفضل مصادر التمويل وبتكلفة منخفضة . (طلخان , 2017 , فرج , 2017) ولكن مع تعدد أصحاب المصالح أصبح يمكن قياس قيمة الشركة من وجهات نظر متعددة وبطرق مختلفة وعلى مستويات مختلفة , لذا ميزت الدراسات السابقة (نويجي 2017, بدوي 2017 , Utami and Wahyuni, 2018) بين أربع مداخل أو مقاييس رئيسية لتقدير قيمة الشركة وهي :

أ- المدخل المحاسبي (الدفترى) **The Book Value Approach**: وهو أبسط مداخل تقدير قيمة الشركة وهي عبارة عن صافي قيمة الأصول الواردة في قائمة المركز المالي في تاريخ التقييم , وهو يمتاز بالثبات وإمكانية التحقق وتوفير الوقت الجهد , ولكن يواجه بعض المشكلات وهي مشاكل عدم ثبات وحدة النقد وعدم معالجة آثار التضخم والتقايم والتغيرات في القوة الشرائية للنقود , ومشكلات القياس المحاسبي المختلف من حيث الطرق والأساليب بين عناصر الأصول والالتزامات , ولا يعكس درجة المخاطرة .

ب- المدخل السوقي **The Market Approach**: يركز هذا المدخل علي مصادر التمويل , حيث تقدر قيمة الشركة بالقيمة السوقية السائدة لأسهم أو سندات الشركة , ويشترط أن تكون أموال الشركة من أسهم وديون تم

إصدارها في شكل أسهم وسندات ويتم تداولها في سوق نشط ، ولكن هذا يصعب خاصة في الدول النامية التي لا تتوفر لديها أسواق نشطة . كلما ارتفع سعر السهم ، ارتفعت قيمة الشركة. يمكن لقياس قيمة الشركة باستخدام 3 طرق ، وهي (1) القيمة السوقية إلى الدفترية (PBV) price-to-book value ؛ (2) القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية BTM و (3) Tobin's Q وهو الأكثر شمولية .

ج- مدخل الدخل (التدفقات النقدية المخصومة Discounted Cash Flows Approach) ، وتقدر قيمة الشركة وفقا لهذا المدخل بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة طوال عمر الشركة مخصومة بمعدل خصم يعكس خصائص وظروف الشركة ومعدلات التضخم والنمو في البيئة التي تعمل فيها ، ويتم ذلك باستخدام 3 أساليب (أ) أسلوب التدفقات النقدية المعادلة لحالة التأكد Certainty Equivalent ، أسلوب القيمة الحالية المعدلة Adjusted Present Value ، أسلوب الكلفة المرجحة للأموال Weighted Average Cost of Capital وهي تختلف فيما بينها بطريقة تقدير التدفق النقدي المتوقع ومعدل الخصم المستخدم .

د- المدخل الإقتصادي Economic Approach : ويركز هذا المدخل علي القيمة الإقتصادية وخلق القيمة ومقدار الإضافات والزيادة في قيمة الإستثمارات مثل القيمة الاقتصادية المضافة EVA .

ولقد تعددت المقاييس التي اعتمدت عليها الدراسات السابقة لقياس قيمة الشركة ، فلقد قامت دراسة (Ho and Taylor, 2013) بقياس قيمة الشركة باستخدام 3 مقاييس وهي Tobin's Q (القيمة السوقية للأسهم العادية القائمة + القيمة السوقية للأسهم الممتازة القائمة + الأصول قصيرة الاجل - الالتزامات قصيرة الاجل + القيمة الدفترية للديون طويلة الاجل) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول ، والقيمة السوقية إلى الدفترية (PBV) ومعدل العائد علي الأصول (ROA) . في حين اعتمدت دراسة (Plumlee et al.,2015) في حساب قيمة الشركة علي معادلة بسيطها هو التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة (EFCF) ومقامها هو سعر السهم (P) وتكلفة رأس مال الأسهم (COEC). أما دراسة (Li et al.,2018) فلقد اعتمدت علي مقياسين وهما Tobin's Q (القيمة السوقية لحقوق الملكية العادية القائمة + القيمة الدفترية لإجمالي الديون) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول) ومعدل العائد علي الأصول ROA لقيمة الشركة، في حين اعتمدت دراسة (Horn et al.,2018) علي مقياس Tobin's Q لقياس قيمة الشركة باعتبارها مقياساً شاملاً للأداء ولعدم تماثل المعلومات. ، وتم قياس Tobin's Q على أنه مجموع القيمة الدفترية للأصول والقيمة السوقية للأسهم العادية ، ناقصاً القيمة الدفترية للأسهم العادية والقيمة الدفترية للضرائب المؤجلة . كما اعتمدت دراسة (Hassan, 2018) علي نموذج (Ohlson (1995) لحساب قيمة الشركة والذي يري أن قيمة الشركة هي دالة في كل من القيمة الدفترية للأسهم والأرباح المحاسبية غير العادية ، ويقاس قيمة الشركة بالقيمة السوقية لحقوق ملكية الشركة في نهاية السنة المالية. واعتمدت غالبية الدراسات السابقة علي النموذج الأكثر شيوعاً لحساب Tobin'Q وهو {القيمة الدفترية للالتزامات + القيمة السوقية لحقوق الملكية} / القيمة الدفترية لإجمالي الأصول}.

ويتفق الباحث مع الباحثين الآخرين (Hassanein and Hussainey, 2015 ; Bravo,2016; Arya, et al., 2016; Bozanic et al., 2018) أن أبرز المقاييس المستخدمة في قياس قيمة الشركة هو مقياس Tobin'Q

, كونه المقياس الأنسب من وجهة نظر المستثمرين وأصحاب المصالح لقياس قيمة الشركة , حيث يتم الإعتماد علي الأسعار السوقية للأسهم وهو ما يمثل تقييم المستثمرين للشركة , وعندما تكون النسبة أكبر من 1 , فهذا يعني أن القيمة السوقية للشركة أكبر من القيمة الدفترية لإجمالي أصولها وهذا يعني أن أداء الشركة مرتفع نسبياً والعكس . كما يعتقد الباحث أن هناك عدة مزايا لإستخدام مقياس Tobin'Q منها أنه المقياس الأكثر شمولاً ومصداقية فهو يعتمد علي المعلومات المحاسبية وأسعار السوق ; فضلاً عن سهولة احتسابه نظراً لتوافر البيانات اللازمة لإستخدامها من واقع القوائم والنقاير المالية، كما أنه يعتمد علي بيانات حالية فعلية لا تتطلب تقديراً مما يقلل من أخطاء التقدير ويزيد من دقة القياس . علاوة علي أنه أفضل من المقاييس التشغيلية التي تعتمد علي الربحية كونه مقياس مستقبلي يعتمد على أسعار السوق . كما أنه يهتم بالقيمة طويلة الأجل للشركة بما يلائم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. أخيراً , فإنه يصلح للمقارنة بين الشركات في مختلف الصناعات. وهذا ما يبرر اعتماد الباحث. علي مقياس Tobin'sQ لقياس قيمة الشركة في الدراسة الحالية.

4/7- تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة واشتقاق فرض البحث الرئيسي وفرعياته .

يهدف الإفصاح المحاسبي إلي توفير معلومات لها دور إشرافي لمراقبة تصرفات وسلوك الإدارة , ودور معلوماتي وهو تمكين مستخدميها من الوصول للأسعار الحقيقية للأسهم والقيمة السوقية الحقيقية للشركة في سياق فرضية كفاءة السوق. (Krause et al.,2017 Kolsi, 2017) ولكن في ظل قصور القوائم المالية التقليدية عن توفير كافة المعلومات التي تلبي إحتياجات أصحاب المصالح، وعدم قدرتها على إستيعاب كثير من القضايا والمشاكل التي تواجه الشركة , خاصة مع التركيز علي ضرورة إظهار أبعاد جديدة في القوائم والنقاير المالية مثل الأداء الإجتماعي للشركات وتنبؤاتها بالأداء المستقبلي. توسعت الشركات في إفصاحها الإختياري وهو الإفصاح الذي يتجاوز متطلبات المعايير وإطار إعداد القوائم المالية المطبق، ويمنح الإدارة الحرية والمرونة في تحديد كيف ومتى ومقدار المعلومات التي يجب الإفصاح عنها في التقارير السنوية , لخفض عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة، وخفض مخاطر الإستثمار (مخاطر نقص المعلومات) وتحسين سيولة الأسهم وتقليل تقلبات أسعار الأسهم والوصول إلى أفضل تسعير للأوراق المالية لزيادة كفاءة السوق. علاوة علي خفض تكلفة رأس المال وتحسين صورة وسمعة الشركة بما يدعم بقائها وإستمرارها وبالتالي زيادة قيمة الشركة في الأجل الطويل. (Ho and Taylor, 2013; Plumlee et al.,2015; Li et al.,2018; Brooks and Oikonomou, 2018)

وسعي العديد من الباحثين إلي اختبار الدور التقييمي لعناصر الإفصاح الإختياري، وذلك من خلال اختبار العلاقة بين مستوي الإفصاح الإختياري وقيمة الشركة، ولقد تم تطبيق تلك الدراسات علي عدة مجالات للإفصاح الإختياري , فلقد ركزت دراسة (Bachoo and Wilson, 2013) علي تقارير استدامة الشركات ودورها في تحسين قيمة الشركة، في حين ركزت دراستا (Plumlee et al.,2015; Hassan, 2018) علي الإفصاح البيئي الإختياري وتأثيره علي قيمة الشركة , في حين ركزت دراستا (Nekhili et al.,2017; Horn et al.,2018) علي بعد آخر وهو

الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وعلاقته بالقيمة السوقية للشركة ، بينما ركزت دراسة (Gomes et al., 2018) علي الإفصاح عن رأس المال الفكري . علاوة علي ماسبق ، تناولت بعض الدراسات الأخرى الإفصاح الاختياري بشكل أشمل أو متعدد الأبعاد ، حيث ركزت دراستي (Brooks and Oikonomou, 2018; Li et al., 2018) علي اختبار العلاقة بين الإفصاح البيئي والاجتماعي والحوكمي الإختياري environmental, social and corporate governance (ESG) Disclosure علي قيمة الشركة.

وعلي النقيض من ذلك ، كان هناك ندرة في الدراسات التي تناولت المحتوى المعلوماتي أو الدور التقييمي للإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، من خلال اختبار أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية علي قرارات أصحاب المصالح (الاستثمار أو التمويل) أو علي قيمة الشركة. فلقد سعت دراسة (Hassanein and Hussainey, 2015) اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وبين قيمة الشركة من خلال التأثير علي تكلفة رأس المال والتدفقات النقدية المتوقعة ، وذلك بالإعتماد علي تحليل المحتوى الإلكتروني لعينة من 1912 مشاهدة سنوية من شركات المملكة المتحدة خلال الفترة من عام 2005 إلى 2011 . وعلي عكس المتوقع ، خلصت الدراسة إلي أنه من المحتمل أن يكون الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير معلوماتي إذا لم يتغير عن السنة السابقة ، خاصة بعد حدوث تغيير كبير في أداء الشركة ، كون هذا التغيير علي مدار عدة سنوات يساعد المستثمرين علي بناء توقعاتهم حول التدفقات النقدية المستقبلية . في حين استهدفت دراسة (Utami and Wahyuni, 2018) اختبار الدور التقييمي value relevance للمعلومات المستقبلية ؛ من خلال اختبار تأثير الإفصاح الإختياري عن المعلومات المستقبلية من منظور التقارير المتكاملة علي قيمة الشركة . واعتمدت علي أسلوب تحليل المحتوى لعينة من 140 مشاهدة سنوية لعدد 70 شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا. تشير النتائج إلي أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية له تأثير كبير علي قيمة الشركة ويمكن أن يفسر التغير في قيمة الشركة بنسبة 20.9% . كونها هي أقوى إشارة يتم التقاطها من قبل المستثمرين مقارنة بالمعلومات الأخرى وبالتالي سيكون له تأثير علي زيادة ثقة المستثمر وقيمة الشركة. وفي نفس السياق، استهدفت دراسة (Hassanein et al., 2018) اختبار تأثير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية علي قيم جميع الشركات غير المالية المقيدة في المملكة المتحدة UK FTSE. استخدمت الدراسة أسلوب تحليل المحتوى الآلي لعينة من 2932 مشاهدة سنوية من الإفصاح السنوي في التقارير السنوية خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2014 . وتشير النتائج إلي أن الإفصاحات المستقبلية لا تؤثر علي قيم الشركات ذات الأداء العالي ، ولكنها تعزز بشكل إيجابي تقييم المستثمرين للشركات منخفضة الأداء علاوة علي ذلك ، خلصت الدراسة إلي أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لا يؤثر بشكل إيجابي إلا علي قيم أسهم الشركات المدرجة التي يتم مراجعتها من قبل واحدة من Big 4.

علي الجانب الآخر ، هناك بعض الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة بشكل غير مباشر ، من خلال اختبار تأثيرها علي أسعار الأسهم أو علي تكلفة رأس المال بإعتبارها أحد العناصر المستخدمة في حساب قيمة الشركة. فلقد حاولت دراسة (Athanasakou and Hussainey, 2014) اختبار المحتوى المعلوماتي للمعلومات المستقبلية وتأثيرها علي أسعار الاسهم . خلصت الدراسة أن الإفصاح عن

المعلومات المستقبلية يرتبط ارتباطاً وثيقاً بأسعار الأسهم وبالتالي بقيمة الشركة كونها تزيد من قدرة المستثمرين على توقع الأرباح المستقبلية، ولا يعتمد المستثمرون على المعلومات المستقبلية المفصح عنها عند إصدار الديون أو التقرير عن الأخبار السيئة في القوائم المالية (مثل انخفاض الأرباح). بينما استهدفت دراسة (Tan et al., 2015) اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات غير المالية المستقبلية (FNFI) وكفاءة الاستثمار وانعكاس ذلك على قيمة الشركة. واعتمدت الدراسة على تحليل المحتوى لعينة من 6448 مشاهدة سنوية للشركات المقيدة في الصين خلال الفترة من 2005 إلى 2011. وتشير النتائج إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وكفاءة الاستثمار من خلال التخفيف من الاستثمار الأقل ما اللازم *underinvestment* في الشركات والامتناع عن مزيد من اللازم *overinvestment* بما يزيد من كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال. في حين أضافت دراسة (Bravo, 2016) بعداً آخر للإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهو سمعة الشركة، حيث سعت إلى اختبار إذا كان الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وسمعة الشركة يؤديان إلى انخفاض تقلبات عوائد الأسهم وبالتالي زيادة قيمة الشركة. وتشير النتائج إلى أن المعلومات المستقبلية التي أفصحت عنها الشركات ذات السمعة الجيدة لها تأثير أكبر على خفض تقلبات عوائد الأسهم من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات وعدم التأكد بشأن الأداء المستقبلي للشركة، مما ينطوي على تخفيض المفاجآت الدورية حول الشركة وجعل سعر سهمها أقل تقلباً وبالتالي تحسين قيمة الشركة. في حين استهدفت دراسة (Bozanic et al., 2018) اختبار ما إذا كانت معلومات القوائم المستقبلية ترتبط بالتغيرات في أسعار الأسهم، واعتمدت على تحليل المحتوى لعينة من إعلانات الأرباح الربع سنوية خلال الفترة من 2004 إلى 2014. وخلصت الدراسة إلى أن القوائم المستقبلية التي تتضمن معلومات غير مالية إلى جانب تنبؤات الإدارة بالأرباح الكمية ترتبط بنسبة أكبر مع التغيرات في عوائد الأسهم خلال فترة الإعلان، ويمكن استخدامها لتقدير قيمة الشركة.

ويعتقد الباحث أن موضوع الدور المعلوماتي أو الدور التقييمي للإفصاح عن المعلومات المستقبلية مازال قيد البحث، كما لا تزال الأدلة التجريبية المتعلقة بتأثير هذا الإفصاح على قيمة الشركة غير مؤكدة. فلقد خلصت الدراسات السابقة إلى نتائج متعارضة بشأن العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة. وعلى حد علم الباحث، هناك ندرة في الدراسات التي تمت في الدول النامية لإبراز المحتوى المعلوماتي والإعلامي للإفصاح عن المعلومات المستقبلية. ويتفق الباحث مع المبررات التي قدمتها الدراسات السابقة بشأن العلاقة الإيجابية المحتملة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، فلقد أوضح (Mathuva, 2012) أنه يمكن النظر إلى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية باعتباره مجهود إداري يقوم به الإدارة لكي تثبت لحملة الأسهم بأنها مهتمة بالنمو المستقبلي للشركة. ويمكن استخدامه لتحسين قيمة الشركة، فالمستثمرون الحاليون والمحتملون يميلون لشراء أسهم الشركة التي توضح التزامها بخلق القيمة للملاك. في حين أن (Uyar and Kilic, 2012) يرى أن المستثمرين يحتاجون إلى معلومات مستقبلية لتساعدتهم في اتخاذ قرار بيع أو شراء أسهم الشركات، حيث يرغبون في الاستثمار في الشركات التي تعد بأداء مستقبلي جيد. ولقد اتفق معه كل (Athanasakou and Hussainey, 2014; Hassanein and Hussainey, 2015) بأن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعزز قدرة المستثمرين على التنبؤ بالأرباح

والتدفقات النقدية المستقبلية ، حيث يعتمد قرار المستثمرين بشأن شراء أو الاحتفاظ بأوراق مالية لشركة ما على توقعاتهم بشأن التدفق النقدي المستقبلي لها ، مما سوف ينعكس إيجاباً علي قيمة الشركة . كما أضاف (Alqatamin et al. 2017) أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعطي إشارة على أن الشركة أفضل من المنافسين في السوق بهدف جذب استثمارات جديدة وتعزيز سمعتها في السوق ، مما يعزز ثقة أصحاب المصالح في أداء الشركة المستقبلية ويساعد في بناء علاقات قوية معهم، مما سوف ينعكس إيجاباً علي قيمة الشركة. علاوة علي أن (Hassanein et al.,2018) يري أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعزز من إدراكات وتصورات المستثمرين للشركة مما يساعد علي تحسين سيولة الأسهم ، ويخفض تكلفة رأس المال وتقليل معدل العائد المطلوب للاستثمار في أسهم الشركة. وهذا بدوره يؤثر علي قيمة الشركة.

أما بالنسبة للوضع في مصر ، فإن دراسة (القليطي ، 2011) أوضحت أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يوفر معلومات هامة عن المركز المالي للشركة وقوتها الأيرادية وقدرتها على تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية ، لها تأثير مباشر على قرارات المستثمرين. و تشير نتائج دراسة (مليجي ، 2017) إلي أنه علي الرغم من ضعف مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية للشركات المصرية ، فإنه يرتبط بعلاقة سلبية ذات دلالة معنوية مع تكلفة رأس المال وعدم تماثل المعلومات وعدم كفاءة القرارات الإستثمارية ، كونه يزيد من قدرة الشركة علي جذب فرص إستثمارية جديدة . وقد أضافت دراسة (منصور ، 2019) بعداً آخر للمحتوي المعلوماتي للمعلومات المستقبلية وهو أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يوفر معلومات مالية وغير مالية قد تساعد المقرض في التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي للشركة وفرص النمو وتحديد قدرة الشركات على سداد القروض في مواعيد الاستحقاق المحددة ، مما ينعكس علي قيمة القرض الذي ستحصل عليه للشركة ، وقيمة الضمانات المطلوبة للقرض وكذلك تخفيض تكلفة التمويل للشركة مما سوف ينعكس إيجاباً علي قيمة الشركة .

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات يعطي إشارة على أن الشركة أفضل من المنافسين في السوق بما يمكنها من جذب استثمارات جديدة وتعزيز سمعتها في السوق ، ويعزز من قدرة المستثمرين على التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي تحسين سيولة الأسهم وخفض تقلبات أسعار الأسهم بما ينعكس إيجاباً علي أسعار الأسهم. ويزيد من قيمة الشركة، وكذلك من قدرة المقرضين علي تقييم المخاطر المتوقعة وفرص النمو للشركة وقدرتها على الإستمرار وسداد إلتزاماتها في مواعيد إستحقاقها بما يعمل علي خفض تكلفة التمويل ويزيد من قيمة الشركة. (Hassanein and Hussainey, 2015; Utami and Wahyuni, 2018; Hassanein et al., 2018) وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الرئيسي للبحث على النحو التالي

الفرض الرئيسي (H1) : يؤثر مستوي وشكل وطبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إيجاباً علي قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

يزداد المحتوى المعلوماتي (الدور التقييمي) للإفصاح عن المعلومات المستقبلية بزيادة مستواه بما ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم وسلباً على تكلفة التمويل بما يزيد من قيمة الشركة. (Alqatamin et al. 2017; Hassanein et al., 2018) وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الفرعي الأول على النحو التالي:

الفرض الفرعي (H1a): يؤثر مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إيجاباً على قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

يزداد المحتوى المعلوماتي (الدور التقييمي) للإفصاح عن المعلومات المستقبلية , عندما يأخذ هذا الإفصاح شكل مالي وليس مجرد إفصاح غير مالي (نوعي) , حيث أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية يكون لها رد فعل أقوى في السوق , ويؤثر على إدراك ومعتقدات المستثمرين لقيمة الشركة , (Krause et al., 2017; Menicucci, 2018; Bozanic et al., 2018) وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الفرعي الثاني على النحو التالي:

الفرض الفرعي (H1b): يؤثر شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (مالي أو نوعي) إيجاباً على قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

يزداد المحتوى المعلوماتي (الدور التقييمي) للإفصاح عن المعلومات المستقبلية, عندما يتم الإفصاح عن أخبار سارة كونها تعطي إشارة إيجابية عن مستقبل الشركة , وأنها أفضل من المنافسين في السوق بهدف جذب استثمارات جديدة وتعزيز سمعتها في السوق (Alqatamin. et al. 2017; Menicucci, 2018) وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الفرعي الثالث على النحو التالي:

الفرض الفرعي (H1c): تؤثر طبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (أخبار سارة أو أخبار غير سارة) إيجاباً على قيمة الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

4/7: تحليل أثر الخصائص التشغيلية للشركة وجودة المراجعة وخصائص لجنة المراجعة على قيمة الشركة في سياق العلاقة الرئيسية محل الدراسة .

اتفقت العديد من الدراسات السابقة على أن قيمة الشركة هي دالة في مجموعة من العوامل (Lozano et al., 2016; Ararat et al., 2017; Widyaningsih et al., 2017; Vafeas and Vlittis, 2019) مثل الخصائص التشغيلية للشركة, آليات حوكمة الشركات , الظروف الاقتصادية السائدة في الدولة , وغيرها) . ومن أبرز الخصائص التشغيلية التي تؤثر على قيمة الشركة هي حجم الشركة كونها مؤشر على توافر الموارد والإمكانات للشركة التي تمكنها من إستغلال في الفرص الإستثمارية والنمو مستقبلاً مما ينعكس إيجاباً على قيمة الشركة , كما أن قيمة الشركة تعتمد على معدلات وتوزيعات الأرباح على الملاك والتي تعتمد على ربحية الشركة , علاوة على أن زيادة الرفع المالي تعطي مؤشر على عدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها مستقبلاً , مما سوف يؤثر سلباً على سعر السهم وعوائد السهم السوقية مما ينعكس سلباً على قيمة الشركة. وبناءً على ما سبق , يمكن طرح السؤال التالي بشأن تلك المتغيرات الرقابية :

Q1: هل تؤثر الخصائص التشغيلية للشركة (حجم الشركة، الربحية، الرفع المالي) علي قيمة الشركة في سياق العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهذه القيمة ؟

كما تلعب جودة عملية المراجعة دوراً هاماً في ترشيد قرارات علي أصحاب المصالح ، من خلال اكتشاف الغش في القوائم المالية ، وزيادة جودة ومصداقية المعلومات المحاسبية وبالتالي زيادة قدرتها علي تفسير التغيرات في أسعار وعوائد الأسهم بما ينعكس إيجاباً علي أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركة . علاوة علي أن زيادة جودة عملية المراجعة يساعد علي خفض تكلفة التمويل وشروط المديونية بما ينعكس إيجاباً علي قيمة الشركة . (Ararat et al., 2017; Widyaningsih et al., 2017; وعلي الرغم من وجود العديد من المؤشرات التي يمكن الاستناد عليها عند قياس جودة المراجعة، نتيجة لعدم وجود مقياس مباشر يمكن الاعتماد عليه في ذلك الصدد، فإن المقياس الأبرز والأكثر شيوعاً لقياس جودة عملية المراجعة والمستخدم في العديد من الدراسات السابقة هو حجم المكتب Big N, (Big) (Salehi et al., 2017; Agyei-Mensah, 2017; Brown et al., 2016) ولكن الباحث يتفق مع دراستي (Jiang et al., 2018; زكي , 2018) علي أنه وفقاً لطبيعة الدراسة فإنه من الأفضل استخدام مقياس مستوى التحفظ المحاسبي المشروط Accounting Conditional Conservatism (AC) لقياس جودة عملية المراجعة باستخدام نموذج قيم صافي الأصول Market to Book (MTB) . وبناءً علي ماسبق ، يمكن طرح السؤال التالي بشأن ذلك المتغير الرقابي :

Q2: هل تؤثر جودة عملية المراجعة علي قيمة الشركة في سياق العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهذه القيمة ؟

من ناحية أخرى ، تعد لجنة المراجعة أحد أهم آليات حوكمة الشركات ، والتي تساعد مجلس الإدارة علي أداء مهامه ومسئولياته الخاصة بالأمور المحاسبية والمالية ، فضلاً عن دعم استقلال مراقب الحسابات ومناقشته في خطته والتوصية بترشيحه، وضمان استقلالية وظيفية المراجعة الداخلية ومراجعة تقاريرها. (صالح ، 2017 ، نويجي 2017) ويتفق الباحث مع ما سبق وأن خلصت إليه العديد من الدراسات السابقة بأن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين وجود لجنة مراجعة قوية وتحسين مستوى الإفصاح والشفافية في التقارير المالية مما يؤدي إلي تخفيض عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة بين الإدارة وأصحاب المصالح ، ومساعدتهم علي إتخاذ قرارات سليمة تنعكس إيجاباً علي قيمة الشركة (Abad & Bravo, 2018; Munirah et al., 2018; Bravo and Alcaide-Ruiz, 2019) ولكن نجاح لجنة المراجعة في القيام بمسئولياتها ومهامها يتطلب توافر مجموعة من الخصائص في أعضائها تمكنهم من أداء أعمالهم بكفاءة وفاعلية ، ومن أهم هذه الخصائص ؛ أن يتمتع أعضاؤها بالاستقلالية التامة عن الإدارة (من خلال تشكيلها من مديرين غير تنفيذيين) بحيث لا يكون لديهم أي علاقة مع إدارة الشركة تؤثر علي أداء واجباتهم ، وأن يكونوا علي قدر من التأهيل العلمي والخبرة المالية والمحاسبية بما يمكنهم من فهم الأمور المحاسبية والإدارة المالية ، وكذلك أن يتناسب عدد الأعضاء مع حجم المهام الملقاة علي اللجنة، علي أن يجتمع الأعضاء بصورة متكررة بما يمكنهم من تقييم مجريات الأمور في الشركة، وأن يكون هناك تنوع بين الجنسين (الذكور والإناث) من

أعضاء اللجنة لضمان تنوع الآراء والسلوكيات وردود الأفعال . Salehi . 2015; Liu, 2015; Samaha et al., 2015) (2019, Eلفكي et al ., 2017; Appuhami and Tashakor, 2016; and Shirazi, . 2016) وبناءً على ما سبق ، يمكن طرح السؤال التالي بشأن ذلك المتغير الرقابي :

Q3: هل تؤثر خصائص لجنة المراجعة علي قيمة الشركة في سياق العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهذه القيمة ؟

5/7- منهجية البحث

يستهدف هذا الجزء من الدراسة عرض منهجية البحث ؛ متضمناً هدف الدراسة التطبيقية ، ومجتمع وعينة الدراسة، وأدوات وإجراءات الدراسة، وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات، ونتائج اختبار الفروض الرئيسية والفرعية، والتحليل الإضافي وتحليل الحساسية على النحو التالي:

1/5/7- هدف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (مستواه وشكله وطبيعته) علي قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، قياساً علي Hassanein (2016; Agyei-Mensah, 2017; Bravo, 2016; Utami and Wahyuni, 2018; et al., 2018) بالإضافة إلى اختبار تأثير كل من حجم الشركة والربحية والرفع المالي كمتغيرات رقابية علي شكل وقوة العلاقة الرئيسية محل الدراسة. Mathuva, 2012; Charumathi and (2018, Mousa & Elamir, 2018; Kolsi, 2017; Latha, 2015) علاوة علي إجراء تحليل إضافي لزيادة القوة التفسيرية للنموذج ، وكذلك تحليل الحساسية لإختبار متانة وقوة النموذج .

2/5/7- مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كل الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2014 إلي عام 2018 ، لتجنب الفترات السابقة والتي كانت تشهد فيها مصر حالة من عدم استقرار سياسي وإقتصادي . وقام الباحث بإختيار عينة من تلك الشركات وفقاً لمجموعة من الشروط إستناداً إلي الدراسات السابقة (Al-Najjar, Abed, 2014; Elfekey, 2016; Elgammal, et al., 2018; منصور, 2019) وهي (1) استمرار تسجيل الشركة في البورصة خلال فترة الدراسة ، (2) توافر قوائمها المالية والإيضاحات المتممة لها وتقرير مجلس الإدارة للشركة خلال سنوات الدراسة، (3) إستبعاد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى حيث تخضع عملية الإفصاح بها لتشريعات ولوائح خاصة. وفي ضوء الشروط السابقة ، بلغت عينة الدراسة (392) مشاهدة سنوية من (87) شركة مقيدة في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة ، بعد استبعاد مشاهدات الشركات التي لم تتوفر قوائمها المالية، أو أسعار أسهمها خلال سنوات الدراسة .

3/5/7- أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية

اعتمد الباحث عند إجراء الدراسة التطبيقية علي أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis , والذي تم استخدامه علي نطاق واسع من جانب العديد من الباحثين (Aljifri & Hussainey, 2007; Athanasakou & Alqatamin etal.,2017; Hussainey, 2014; Abed, Al-Najjar.2016; Alqatamin etal.,2017) عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المصرية, حيث أن هذه الطريقة تستخدم علي نطاق واسع في دراسات الإفصاح لأنها توفر الموثوقية والدقة. (القليطي , 2011) . كما اتبع الباحث المدخل الأكثر شيوعاً في دراسات الإفصاح وهو تطوير مؤشر مقترح (Disclosure Index) للإفصاح عن المعلومات المستقبلية علي غرار بعض الدراسات السابقة (Liu, 2015; Alqatamin etal.,2017; Menicucci and Paolucci, 2017; Kolsi, 2017; Agyei-Menslah, 2017;Utami and Wahyuni, 2018)

وقام الباحث بإتباع منهجية معقدة لقياس مستوى أو درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال عدة أبعاد تجمع بين منهجية عدة دراسات سابقة , مثل دراسة (Urquiza et. Al., 2009) التي اعتمدت على مؤشر مقترح لقياس درجة أو مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من ثلاثة أبعاد هي: (1) نطاق الإفصاح، (2) جودة الإفصاح، (3) كمية الإفصاح , وقد طبقته دراسة (Navarro, and Urquiza, 2015) علي بعدين فقط وهما (1) كمية الإفصاح (QNT) , (2) تغطية الإفصاح (COV), في حين طبقته دراسة (Krause etal.,2017) علي بعدين آخرين وهما (1) جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (QUAL) من خلال مؤشر مرجح يعطي أوزاناً أعلى للمعلومات الكمية و (2) كمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (QUAN) وهو نفس المدخل الذي اتبعته دراسة (مليجي , 2017) . كما طبقته دراسة (Menicucci, 2018) علي 4 أبعاد وهي (1) كمية الإفصاح (FLI_QNT) ؛ (2) تغطية الإفصاح (FLI_COV) من خلال توزيعه بين فئات المؤشر المقترح ؛ (3) نغمة الإفصاح (FLI_TONE) وهي عدد العبارات أو الجمل التي تشير إلي أخبار سارة إلي إجمالي عدد الجمل , (4) طبيعة الإفصاح (FLI_EVID) هي عدد العبارات أو الجمل الوصفية qualitative إلي إجمالي عدد الجمل . ركز الباحث علي 3 أبعاد لقياس مستوى أو درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال المؤشر المقترح وهي (1) مستوى أو كمية الإفصاح (FDL) ، (2) شكل الإفصاح (مالي أو غير مالي) (FDF), (2) طبيعة الإفصاح (أخبار سارة أو غير سارة) (FDN).

وتعد أبرز الأدوات التي تم الإعتماد عليها الباحث في الدراسة هي البيانات الثانوية من التقارير المالية المنشورة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة , والتي أمكن الحصول عليها من خلال عدد من المواقع التي تهتم بنشر التقارير والقوائم المالية السنوية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية مثل موقع معلومات مباشر Mubasher Info ، وموقع شركة مصر لخدمات المعلومات والتجارة Mistnews ، وموقع البورصة المصرية Egyptianstocks، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات Egidegypt.

4/5/7- توصيف وقياس متغيرات الدراسة

يوضح الجدول التالي توصيف وقياس متغيرات الدراسة :

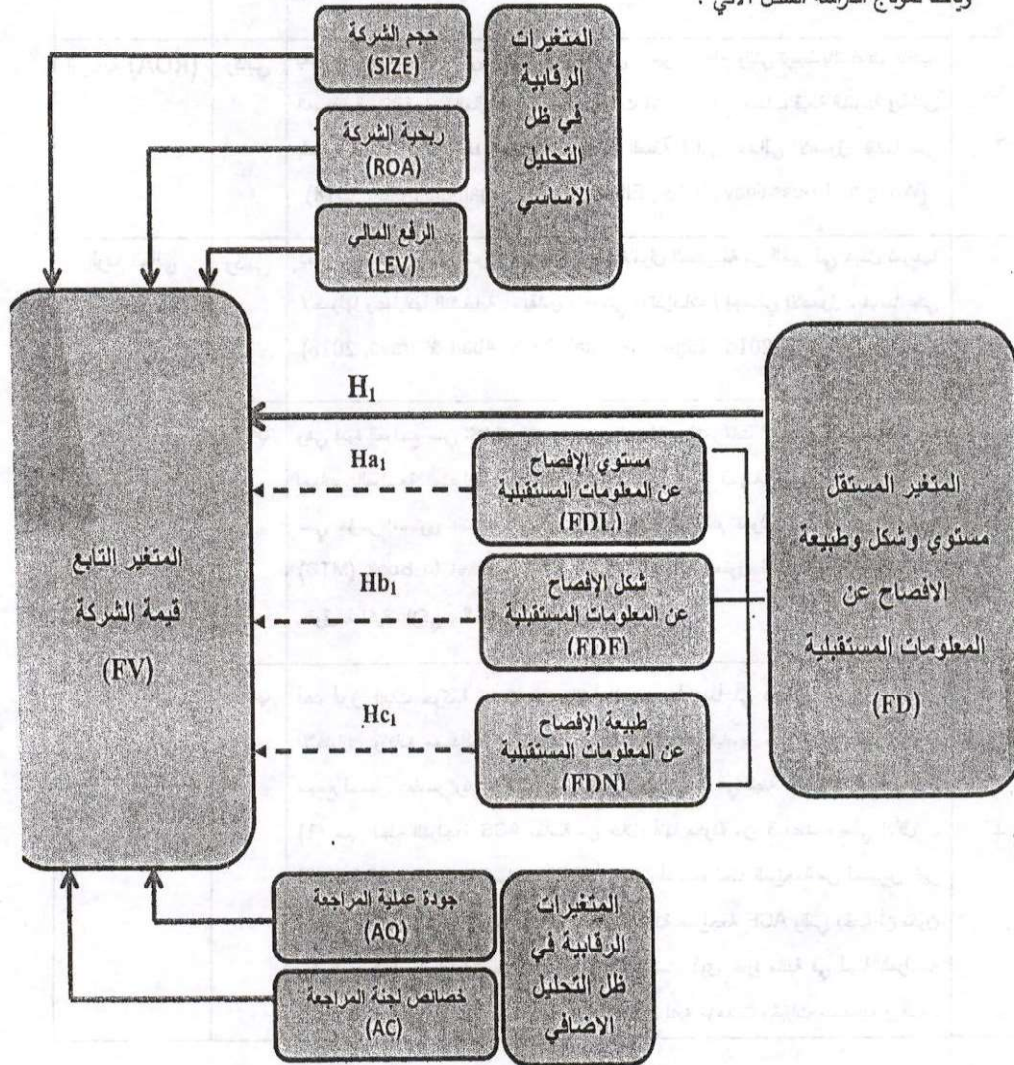
جدول رقم (2) قياس وتوصيف متغيرات الدراسة

المتغير ورمزه	نوعه	توصيفه وقياسه	العلاقة المتوقعة
قيمة الشركة (FV)	تابع	وهي القيمة السوقية لأسهم وديون للشركة وتم الاعتماد علي المقياس الأبرز وهو Tobin'Q والذي يتم حسابه بالمعادلة الآتية (القيمة الدفترية للإلتزامات + القيمة السوقية لحقوق الملكية) / القيمة الدفترية لإجمالي الأصول قياساً علي (Hassanein and Hussainey, 2016; Bravo, 2016; Arya, et al., 2015) تم احتساب القيمة السوقية لحقوق الملكية من خلال حاصل ضرب سعر إقتال السهم Closing Price في اليوم 91 من تاريخ إصدار القوائم (وذلك لأن تقرير مراقب الحسابات يجب تقديمه خلال 90 يوماً بعد نهاية السنة المالية) x عدد الأسهم العادية القائمة المتداولة (Utami and Wahyuni, 2018; Hassanein et al., 2018). في حين تمثل القيمة الدفترية لحقوق الملكية فيما ظهرت به في قائمة المركز المالي . (ملخان , 2017)	
مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (FDL)	مستقل	وهو عدد عناصر المعلومات المستقبلية المفضح عنها في التقارير السنوية منسباً إلي إجمالي بنود المؤشر المقترح . يتم حسابه باستخدام المعادلة الآتية قياساً على (Uyar and Kilic, 2012; Elfeky, 2016; Agyei-Menslah, 2017)	
		$FDL_i = \frac{\sum_{t=1}^N D_t}{\sum_{t=1}^N D_t}$ <p>+ D : تأخذ القيمة (1) إذا كان العنصر تم الإفصاح, وصفر لخال ذلك , M : عدد عناصر أو بنود المعلومات المستقبلية المفضح عنها في التقارير السنوية , N : أقصى عدد من العناصر المستقبلية يمكن الإفصاح عنها (إجمالي عدد عناصر المعلومات المستقبلية في المؤشر المقترح)</p>	
شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (FDF)	مستقل	وهو نسبة المعلومات المالية المستقبلية المفضح عنها في التقارير السنوية منسباً إلي إجمالي بنود المؤشر المقترح . قياساً علي عدة دراسات سابقة (Beretta & Bozzolan, 2008; Urquiza et. al., 2009; Menicucci, 2018)	

+	<p>ومدى الإفصاح عن الأخبار السارة أو غير السارة في المعلومات المستقبلية ويقاس بتغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كانت غالبية المعلومات المستقبلية المفصّل عنها أخبار سارة وصفر لخالق ذلك . قياساً على عدة دراسات سابقة (Beretta & Bozzolan, 2008; Urquiza et. al., 2009; Menicucci, 2018)</p>	مستقل	<p>طبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (FDL)</p>
+	<p>يعبر عن القدرات والإمكانيات والموارد المالية المتاحة للشركة ، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي القيمة الدفترية للأصول الشركة ؛ في نهاية السنة المالية 1 . قياساً على (Elfeky, 2016 ; Elgammal, etal.,2018)</p>	رقابي	<p>حجم الشركة (SIZE)</p>
+	<p>يعبر عن قدرة الشركة على استخدام أصولها في تحقيق الأرباح والتي ترتبط بالتدفقات النقدية المستقبلية وتكلفة رأس المال التي تمثل المدخلات الأساسية في حساب قيمة الشركة ويقاس بنسبة صافي الدخل بعد الضريبة ؛ في نهاية السنة 1 إلى إجمالي الأصول. قياساً على (Wang and Hussainey, 2013 ; Elfeky, 2016 ; Elgammal, etal.,2018)</p>	رقابي	<p>الربحية (ROA)</p>
-	<p>يعبر عن مدى اعتماد الشركة على الديون أو الأموال المقرضة من الغير في هيكل تمويلها لأصولها وعملياتها التشغيلية ، ويقاس بإجمالي الإلتزامات / إجمالي الأصول . قياساً على (Elfeky, 2016 ; Elgammal, etal.,2018 ; Abad & Bravo, 2018)</p>	رقابي	<p>الرفع المالي (LEV)</p>
+	<p>وهي قدرة المراجع على اكتشاف والتقرير عن الأخطاء والتحرّفات الجوهرية في ضوء الإلتزام بمعايير المراجعة المتعارف عليها وقواعد وأداب وسلوكيات المهنة . ويتم قياسها بالاعتماد على مؤشر مستوى التحفظ المحاسبي المشروط باستخدام نموذج قيم صافي الأصول Market to Book (MTB) كالتالي : القيمة السوقية لحقوق الملكية + القيمة الدفترية حقوق الملكية. (زكي ، 2018)</p>	رقابي	<p>جودة عملية المراجعة (AQ)</p>
+	<p>أحد أبرز أليات حوكمة الشركات ، والتي تلعب دوراً هاماً في تحسين مستوى الإفصاح الاختياري وزيادة مصداقية وجودة التقارير المالية. ويتم قياسها من خلال مقياس شامل مجمع لخمس عناصر رئيسية للخصائص التي يجب توافرها في لجنة المراجعة القوية وهي :</p> <p>(1) حجم لجنة المراجعة ACS مقاسة من خلال أنها مكونة من 3 أعضاء على الأقل ،</p> <p>(2) استقلال أعضاء لجنة المراجعة ACI بأن يكون أعضاء لجنة المراجعة من المديرين غير التنفيذيين ، (3) تكرار الاجتماعات بين أعضاء لجنة المراجعة ACF والتي يجب أن تكون بعد أدنى 3 أو 4 لقاءات سنوياً ، (4) وجود أعضاء ذوي خبرة مالية في لجنة المراجعة ACE حيث ينبغي أن تضم عضواً واحداً على الأقل لديه مؤهلات وخبرات محاسبية ومالية ،</p>	رقابي	<p>خصائص لجنة المراجعة (AC)</p>

(5) تنوع الجنس داخل اللجنة ACD من خلال وجود أعضاء من الإناث داخل اللجنة مما قد يؤدي إلى توليد أفكار جديدة وزيادة الحساسية الأخلاقية. وهو يأخذ قيمة تتراوح ما بين صفر إلى 100% حسب مدى توافر تلك العناصر داخل لجنة المراجعة في الشركة قياساً على دراسة (Madi et al, 2014; Samaha et al., 2015; Salehi and Shirazi, 2016; Appuhami and Tashakor, 2017; Aribi et al., 2018; Abad & Bravo, 2018; Elfeky et al., 2019)

ويأخذ نموذج الدراسة الشكل الآتي :



5/5/7- الأساليب والنماذج الإحصائية المستخدمة لإختبار فروض البحث

اعتمد الباحث علي نموذج الإنحدار المثنى Robust Regression Analysis بتقدير الخطأ المعياري المثنى بطريقة Robust Standard Error للتغلب علي مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة (Multicollinearity) ، بإستخدام برنامج (NCSS 2019, V.19.0.2). كما تم اختبار فروض البحث عند مستوى معنوية 5% من خلال تحويل صيغة الفرض البديل إلي فرض العدم ، بحيث يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل ، إذا كانت القيمة الإحتمالية (P-Value) للنموذج أو (Sig) لمعاملات الإنحدار ذات العلاقة أقل من 5% ، بينما يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل ، إذا كانت القيمة الإحتمالية (P-Value) للنموذج أو (Sig) لمعاملات الإنحدار ذات العلاقة أكبر من 5% .

وتعتمد الدراسة علي (F-Test) من خلال تحليل التباين ANOVA للحكم علي صلاحية نموذج الدراسة المقترح ، من خلال أختبار فرض العدم القائل بأن جميع معاملات الإنحدار تساوي الصفر ، في مقابل الفرض البديل بأنه واحدة علي الأقل من معاملات الإنحدار لا تساوي الصفر . ويعني قبول فرض العدم أن نموذج الإنحدار لا يفسر معنويًا التغيرات في المتغير التابع وبالتالي تنعدم قيمة هذا النموذج ، أما رفض فرض العدم يعني أن النموذج يمكنه معنويًا تفسير التغيرات التي تطرأ علي المتغير التابع، رغم إمكانية عدم معنوية بعض معاملات الإنحدار . كما تم الإعتماد علي استخدام معامل التحديد (RSquare) للحكم علي القدرة التفسيرية لنموذج الدراسة.

كما تم استخدام مقياس (Collinearity Diagnostics) للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد Multicollinearity ، وهو يقوم علي احتساب معامل التباين المسموح (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين (VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة. وكذلك إيجاد مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) بين جميع المتغيرات المستقلة وذلك قياساً علي (Agyei-Menslah, 2017; Utami and Wahyuni, 2018; Mousa and Elamir, 2018)

وقد تم الإعتماد علي عدة نماذج للإنحدار لإختبار الفرض الرئيسي للبحث وفرعياته ، كالتالي :

1/5/5/7 - نموذج الفرض الفرعي (H1a)

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDL_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث أن :

FV_{it} : قيمة الشركة i في نهاية السنة المالية t مقياسه بإستخدام نموذج Tobin' Q.

β_0 : الجزء المقطوع ثابت في المعادلة.

β_1 إلى β_4 : معاملات الإنحدار لكل متغير مستقل من المتغيرات المستخدمة في النموذج.

FDL_{it} : مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركة i في نهاية السنة المالية t .

$SIZE_{it}$: حجم الشركة مقاساً بلوغاريتم إجمالي الأصول للشركة i في نهاية السنة المالية t .

ROA_{it} : معدل العائد علي الأصول للشركة i في نهاية السنة المالية t
 LEV_{it} : درجة الرفع المالي للشركة i في نهاية السنة المالية t
 ε_{it} : الخطأ العشوائي .

2/5/5/7 - نموذج الفرض الفرعي (H1b)

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDF_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث أن :
 FDF_{it} : شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهي عدد عناصر المعلومات المالية المستقبلية المفصّل عنها / إجمالي عدد العناصر المفصّل عنها في التقارير السنوية للشركة i في نهاية السنة المالية t .

باقي متغيرات النموذج كما سبق

3/5/5/7 - نموذج الفرض الفرعي (H1c)

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDN_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

حيث أن :

FDN_{it} : طبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهي متغير وهمي يأخذ القيمة 1 إذا كانت المعلومات المستقبلية المفصّل عنها أخبار سارة وصفر خلاف ذلك للشركة i في نهاية السنة المالية t .

باقي متغيرات النموذج كما سبق

ومن الجدير بالذكر أنه سيعتمد اختبار الفرض الأول الرئيسي على تجميع نتائج الثلاث نماذج السابقة وهي نموذج رقم (1)، (2)، (3) ، من خلال النموذج التالي :

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDL_{it} + \beta_2 FDF_{it} + \beta_3 FDN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

6/5/7 - تحليل نتائج الدراسة التطبيقية

وفيما يلي عرض لنتائج الدراسة التطبيقية :

1/6/5/7 - الإحصاءات الوصفية

يوضح الجدول رقم (3) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تتمثل في الوسط الحسابي (Mean) والانحراف المعياري (StdDeviation) ، وأدنى قيمة (Minimum) وأقصى قيمة (Maximum) . بالنسبة للمتغير التابع وهو قيمة الشركة وفقاً لمقياس Tobin'Q يتضح أن مداه بين (0.05994654 كأدنى قيمة ، 10.56091 كأقصى قيمة) ، والمتوسط الحسابي (1.45285) ، كما يوجد تفاوت كبير بين قيم الشركات المصرية المقيدة بالبورصة ويتشتت عالي جوهرى بينها حيث بلغ الانحراف المعياري (1.334573) .

جدول رقم (3) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
FV	392	0.05994654	10.56091	1.45285	1.334573
FDL	392	0.06	0.6	0.2567551	0.1421118
FDF	392	0	0.4	0.09096939	0.08668418
FDN	392	0	1	0.9591837	0.1981173
SIZE	392	15.48562	25.29046	20.76807	1.766012
ROA	392	-0.4787363	1.906931	0.3326914	0.3368701
LEV	392	0.004621093	1.949584	0.5227805	0.2809682
EDIS	392	1	3	2.346939	0.9390864
AUQ	392	-61.16045	78.70732	1.980099	7.953236
ACP	392	0.4	0.8	0.6076531	0.1265016

أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة، فإن مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FDL يتراوح بين (6% كحد أدنى ، 60% كحد أقصى) ، وقد بلغ متوسط الإفصاح عن بنود مؤشر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (25%) مما يعني أن هناك انخفاض كبير في مستوى أو درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات المصرية ، وتفاوت كبير بين القطاعات المختلفة (أنه ما زال دون المستوى في العديد من الشركات والقطاعات) وهو يتفق مع خلصت إليه العديد من الدراسات التي تمت في البيئة المصرية (القليطي ، 2011 ؛ مليجي ، 2017 ؛ منصور ، 2019) وكذلك مع الدراسات التي تمت في الدول النامية (Agyei-Charumathi and Latha,2015; Agyei- Mensah, 2017) ، ولكنه يختلف مع نتائج الدراسات التي تمت في الدول المتقدمة (Al-Najjar, Abed, 2017) (Alqatamin et al.,2017; Hassanein and Hussainey, 2015; 2014) ويرجع ذلك إلي أن إفصاح اختياري دون معيار أو إرشاد ملزم حول كيفية إعداد وعرض تلك المعلومات المستقبلية، وهذا يتطلب مزيداً من الاهتمام من جانب الشركات والجهات الرقابية والتشريعية لتطوير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المصرية. كما أن هناك انخفاضاً في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية FDF والذي يتراوح بين (0% ، 40%) وقد بلغ متوسط الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية (9%) فقط ، كما يبلغ متوسط المعلومات المستقبلية FDN المفصح عنها التي تعكس في الغالب أخبار سارة (95%)، وهذا يتفق أيضاً مع نتائج العديد من الدراسات التي تمت في البيئة المصرية (القليطي ، 2011 ؛ مليجي ، 2017 ؛ منصور ، 2019) بأن معظم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يكون في صورة غير مالية في شكل عبارات وصفية أو معلومات كمية ، وأنه في الغالب يشير إلى أخبار سارة لإرسال إشارات جيدة لأصحاب المصالح عن أداء الشركة وآفاقها المستقبلية.

أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية؛ فإن متوسط حجم الشركة (20.76807) مقياساً من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحجم أصول الشركات، كما يوجد تفاوت كبير بين أحجام شركات العينة حيث يبلغ الانحراف المعياري (1.766012). أما بالنسبة لمتوسط الربحية (2.3%) مقياساً من خلال قسمة صافي الربح بعد الضريبة على إجمالي الأصول، فهي تتراوح بين (-0.4787363 ، 1.906931) مما يعني أن هناك شركات خاسرة في تلك العينة كان يجب عليها الإفصاح عن معلومات مستقبلية لإعطاء إشارة علي قدرتها علي التغلب علي تلك الخسائر مستقبلاً وهو ما يجنبها الإنخفاض والتقلبات في أسعار أسهمها ، كما بلغت قيمة الانحراف المعياري (0.336) مما يشير إلى عدم وجود تشتت عالي . أما بالنسبة للرفع المالي ، بلغ بالمتوسط نسبة المديونية للشركة في عينة الدراسة (52%) مقياساً من خلال نسبة إجمالي الالتزامات المتداولة وطويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، كما يوضح الانحراف المعياري عدم وجود تباين كبير حيث يبلغ الانحراف المعياري (0.28) كما ان هناك تفاوت كبير في جودة عملية المراجعة بين شركات العينة مقياساً MTB بانحراف معياري (7.9) ، ولكن لا يوجد تفاوت جوهري في خصائص لجنة المراجعة بين شركات العينة حيث يبلغ الانحراف المعياري (0.126) وذلك لوجود مجموعة من الظروف والإشتراطات لتشكل لجنة المراجعة في القوانين وأدلة حوكمة الشركات والتي تلتزم بها قدر الإمكان غالبية الشركات المصرية .

2/6/5/7- نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis

قام الباحث بإعداد مصفوفة معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) بين جميع المتغيرات المستقلة، لإختبار مدي الارتباط بين المتغيرات الخاصة بخصائص الشركات ببعضها البعض في نموذج الدراسة ، وكذلك بين أعداد قياس الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، حيث أن وجود ارتباط بين متغيرين مستقلين يفوق (70%) يشير إلى وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد. ومع ذلك، فإن الإختبار الذي يحسم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد هو الاعتماد علي مقياس Collinearity Diagnostics وهو يقوم على احتساب معامل التباين المسموح (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين (VIF) Variance-Inflation-Factor لكل متغير من المتغيرات المستقلة ، واعتمد الباحث على كلا الأسلوبين في الدراسة. ويظهر الجدول رقم (4) نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) لمتغيرات الدراسة كما يلي :

جدول رقم (4) مصفوفة الارتباط Pearson Correlation لمتغيرات الدراسة

Variables	FV	FDL	FDI	FDN	SIZE	ROA	LEV	FDIS	AUQ	ACP
FV	1	0.0661	0.0435	0.0479	0.6456	0.5276	0.1817	0.2217	0.4652	0.2579
FDL		1	**0.9427	0.1503	0.2686	-0.1563	0.0522	0.6221	0.0859	0.5467
FDI			1	0.1721	0.2592	-0.0902	0.0133	0.6625	0.0625	0.5171
FDN				1	0.0716	0.1413	-0.0506	0.1588	0.0308	0.3186
SIZE					1	0.0207	0.1271	0.1809	-0.0638	0.4326

ROA						1	0.3663	-0.0368	-0.1280	0.1108
LEV							1	0.0395	0.0071	0.0108
FDIS								1	-0.0063	0.4039
AUQ									1	0.0173
ACP										1
a. Listwise N=392										
* الإرتباط معنوي عند مستوي معنوية 5% (2-Tailed)										

ويتضح من خلال مصفوفة الإرتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة للدراسة أن هناك إرتباطاً معنوياً بين العديد من المتغيرات المستقلة و المتغير التابع وهو أمر ضروري قبل تطبيق نموذج الإنحدار المتعدد ، كما أظهرت معاملات الإرتباط بين المتغيرات المستقلة في الدراسة وجود إرتباط ضعيف (أقل من 50%) وهذا يشير إلى عدم وجود تداخلي خطي بين المتغيرات المستقلة ، بمعنى أن الإرتباط بين معظم المتغيرات المستقلة غير ذي دلالة إحصائية ومنخفض المعنوية ، وهذا يدل على قوة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع وتحديده ، فيما عدا الإرتباط بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FDL ، والإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية FDF 94% كون الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية هو نسبة من مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ككل ، لذا فإنه من الطبيعي أن يكون هناك تداخل وإرتباط بين هذين المتغيرين .

3/6/5/7- نتائج اختبار فروض الدراسة Fundamental Analysis

اعتمد الباحث على نموذج تحليل الإنحدار المتين Robust Regression Analysis للتغلب على مشكلة الإرتباط الخطي المتعدد Multicollinearity ، ويتضح ذلك من خلال حساب معامل تضخم التباين (VIF) والتباين المسموح Tolerance بين المتغيرات المستقلة عند تشغيل نماذج الإنحدار ، حيث تكون تلك المشكلة غير موجودة إذا كانت قيمة معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة أقل من (10)، وقيمة مؤشر التباين المسموح به (Tolerance) لهذه المتغيرات تزيد عن (0,05) لمحاولة تجنب أن تكون نتائج نموذج الدراسة ناتجة عن وجود إرتباط خطي متعدد بين المتغيرات المستقلة لنموذج الدراسة . (القليطي ، 2011)

1/3/6/5/7- نتائج اختبار الفرض الفرعي (H1a)

استهدف الفرض الفرعي (H1a) ، إختبار ما إذا كان هناك علاقة معنوية إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FDL وقيمة الشركة ، ويوضح الجدول رقم (5) نتائج نموذج الإنحدار رقم (1) كما يلي :

جدول رقم (5) نتائج تحليل الانحدار لاختبار الفرض الفرعي (H_{1a})

Collinearity Statistics		Sig	T	Std. Error	β	Variables
VIF	Tolerance					
		0.0000	4.741	0.2570803	1.618585	Con
1.0951	0.9132	0.2211	0.880	0.160733	0.1969841	FDL
1.0776	0.9280	0.0006	2.628	0.01279319	0.04444-	SIZE
1.1892	0.8409	0.0849	-1.280	0.0702082	-0.12129	ROA
1.1843	0.8444	0.0000	6.703	0.08365496	0.7608207	LEV
R2 = 0.1155						
DF = 4 N = 388		(0.000)	F = 12.633			

يتضح من الجدول رقم (5) أن قيمة (F) المحسوبة بلغت 12.633 وهي معنوية إحصائياً حيث Value = 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% ، وهذا يبين أن هناك معامل واحد على الأقل من معاملات نموذج الانحدار يختلف عن الصفر (معنوي)، بمعنى أن النموذج يصلح لاختبار فرض الدراسة وتفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (قيمة الشركة). ولكن يبلغ معامل التحديد للنموذج (R²=0.115) وهو يشير إلى قدرته التفسيرية المنخفضة ، حيث أن 11.5% فقط من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة الشركة) يمكن تفسيرها من خلال متغيرات النموذج في حين أن باقي التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج لزيادة قوته التفسيرية .

وعلى الرغم من معنوية النموذج ككل ، يتم رفض الفرض الفرعي (H_{1a}) ، حيث لا توجد علاقة معنوية إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة (Sig. = 0.2211 > 0.05) ويبلغ معامل الانحدار (β₁=0.1969841). ويختلف هذا مع نتائج العديد من الدراسات السابقة (Hassanein and Hussainey, 2018; Utami and Wahyuni, 2018; Hassanein et al., 2018) ويرجع الباحث ذلك إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات المصرية كونه إفصاح إختياري ، حيث لا يوجد معيار أو إرشادات واضحة في البيئة المصرية تنظم عملية إعداد وعرض المعلومات المستقبلية من خلال تحديد عناصر المعلومات المستقبلية وكيفية إعدادها وكيفية الإفصاح عنها في التقارير المالية ، وذلك على النقيض من تلك الدراسات التي تمت في دول متقدمة كان فيها إلزام بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية ، يوجد تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة على قيمة الشركة وذلك بمستوى معنوية (sig. = 0.0006 < 0.05)، وهذا يتفق مع نتائج العديد من الدراسات السابقة (Tan et al., 2015; Hassanein et al., 2018; Utami and Wahyuni, 2018; Elgammal, et al., 2018) بأن زيادة حجم الشركة يعني زيادة موارد وإمكانيات الشركة التي يمكن إستغلالها في الفرص الإستثمارية والنمو مستقبلاً مما يعكس إيجاباً على قيمة الشركة ، كما أن الشركات صغيرة الحجم تعاني من مشكلة عدم تماثل المعلومات مما يجعل الإستثمار فيها أكثر

خطورة من الشركات الكبيرة التي لديها القدرة على تحمل تكاليف متطلبات الإفصاح الإضافي. كما لا توجد علاقة معنوية بين ربحية الشركة وقيمة الشركة وذلك بمستوى معنوية ($\text{sig.} = 0.0849 > 0.05$) علي الرغم من أن قيمة الشركة تعتمد علي معدلات وتوزيعات الأرباح علي الملاك ، وقد يرجع الباحث ذلك عدم ثقة مستخدمي القوائم المالية في تلك الأرباح وإنها يعتبرونها نتيجة لممارسات إدارة الأرباح أو لظروف إقتصادية طارئة مثل تحرير سعر الصرف في عام 2015 وليس أنشطة إقتصادية حقيقية. أخيراً ، علي عكس المتوقع كانت هناك علاقة إيجابية بين الرفع المالي وقيمة الشركة ($\text{sig.} = 0.000 < 0.05$) ، ($\beta_4 = 0.7608$) علي الرغم من أن العديد من الدراسات السابقة تتفق علي أنها علاقة سلبية ، حيث أن زيادة نسبة المديونية تعطي مؤشر علي عدم قدرة الشركة علي سداد التزاماتها مستقبلاً ، لذا يتجنب المستثمرون الإستثمار في الشركات ذات الرفع المالي المرتفع مما سوف يؤثر سلباً علي سعر المسهم وعوائد السهم السوقية (Tan et al., 2015; Hassanein et al., 2018; Utami and Wahyuni, 2018; Elgammal, et al., 2018) ويمكن تفسير ذلك بأن الرفع المالي قد يؤثر بشكل إيجابي علي القيمة السوقية للشركة قبل الوصول لهيكل رأي التمويل الأمثل الذي يضمن توفير مصادر تمويل مناسبة لتحقيق أعلى نسبة أرباح من إستثمارها وبأقل درجة مخاطرة ، حيث أن تحديد هيكل التمويل الأمثل يساعد علي تعظيم القيمة السوقية للسهم، وبالتالي تعظيم المنشأة ككل .

2/3/6/5/7- نتائج اختبار الفرض الفرعي (H1b)

استهدف الفرض الفرعي (H1b) ، إختبار ما إذا كان هناك علاقة معنوية إيجابية بين شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FDF وقيمة الشركة ، ويوضح الجدول رقم (6) نتائج نموذج الإنحدار رقم (2) كما يلي :

جدول رقم (6) نتائج تحليل الإنحدار لاختبار الفرض الفرعي (H1b)

Collinearity Statistics		Sig	T	Std. Error	β	Variables
VIF	Tolerance					
		0.0000	6.257	0.2592984	1.6225	Con
1.0633	0.9405	0.6099	0.511	0.2595095	0.1325067	FDF
1.0765	0.9290	0.0008	3.368	0.01277873	0.04303757	SIZE
1.1619	0.8607	0.0472	-1.907	0.06932436	-0.1322362	ROA
1.1749	0.8511	0.0000	9.232	0.08338483	0.7697867	LEV
R2 = 0.1169						
DF = 4 N = 388		(0.000)	F = 12.804			

ينضح من الجدول رقم (6) أن قيمة (F) المحسوبة بلغت 12.804 وهي معنوية إحصائياً حيث $P. Value = 0.000$ وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا يبين أن هناك معامل واحد علي الأقل من معاملات نموذج الإنحدار يختلف عن الصفر (معنوي)، بمعنى أن النموذج يصلح لاختبار فرض الدراسة وتفسير التغيرات التي تطرأ

على المتغير التابع (قيمة الشركة) . ولكن يبلغ معامل التحديد للنموذج ($R^2=0.1169$) وهو يشير إلى قدرته التفسيرية المنخفضة ، حيث أن 11.69% فقط من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة الشركة) يمكن تفسيرها من خلال متغيرات النموذج في حين أن باقي التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج لزيادة قوته التفسيرية .

وعلى الرغم من معنوية النموذج ككل ، يتم رفض الفرض الفرعي (H_1b) ، حيث لا توجد علاقة معنوية إيجابية بين شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة حيث أن مستوى المعنوية ($Sig. = 0.6099 > 0.05$) وبمعامل الانحدار ($\beta_1 = 0.1325067$) ، بمعنى أن المعلومات المستقبلية المالية ليس لها دور معلوماتي أو دور تقييمي للتأثير على قرارات أصحاب المصالح وبالتالي قيمة الشركة ، وهذا يختلف مع ما سبق وأن خلصت إليه Athanasakou & Hussainey, 2014; Hassanein et al., 2018; Utami and Wahyuni, 2018 ، بأن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية يزيد من ثقة المستثمرين في إدارة الشركة مما يكون له تأثير إيجابي على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركة، وسلبى على تكلفة التمويل . ويرجع الباحث ذلك إلى انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية في البيئة المصرية كونها تمثل فقط في المتوسط 9% من إفصاح الشركات المصرية عن المعلومات المستقبلية، كما أن أصحاب المصالح في السوق المصري لا يتقنون في المعلومات المستقبلية المالية المفصح عنها مثل الربح المتوقع أو المبيعات المتوقعة والتي لا يدعمها معلومات غير مالية أخرى لزيادة معلوماتها أو دورها التقييمي بما يتفق مع دراسة (Bozanic et al., 2018) أو لأنه لم يتم مراجعتها من قبل مراقبي الحسابات وبالتالي تفتقر إلى الثقة والمصداقية في سوق المال ، وبالنسبة للمتغيرات الرقابية خلص النموذج إلى نفس العلاقات السابقة .

3/3/6/5/7- نتائج اختبار الفرض الفرعي (H_{1c})

استهدف الفرض الفرعي (H_{1c}) ، اختبار ما إذا كان هناك علاقة معنوية إيجابية بين طبيعة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FDN وقيمة الشركة ، ويوضح الجدول رقم (7) نتائج نموذج الانحدار رقم (3) كما يلي :

جدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار لأختبار الفرض الفرعي (H_{1c})

Collinearity Statistics		Sig	T	Std. Error	β	Variables
VIF	Tolerance					
		0.0000	5.669	0.2712748	1.537814	Con
1.0429	0.9589	0.3951	0.851	0.1119243	0.09527911	FDN
1.0326	0.9684	0.0007	3.437	0.01245908	0.0428227	SIZE
1.1901	0.8403	0.0395	2.066	0.07045768	0.145574	ROA
1.1935	0.8379	0.0000	9.242	0.08446155	0.7805983	LEV
R2 = 0.1176						
DF = 4 N = 388		(0.000)	F = 12.896			

ينضح من الجدول رقم (7) أن قيمة (F) المحسوبة بلغت 12.896 وهي معنوية إحصائياً حيث P. Value= 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا يبين أن هناك معامل واحد على الأقل من معاملات نموذج الانحدار يختلف عن الصفر (معنوي)، بمعنى أن النموذج يصلح لاختبار فرض الدراسة وتفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (قيمة الشركة). ولكن يبلغ معامل التحديد للنموذج ($R^2=0.1176$) وهو يشير إلى قدرته التفسيرية المنخفضة، حيث أن 11.76% فقط من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة الشركة) يمكن تفسيرها من خلال متغيرات النموذج في حين أن باقي التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج لزيادة قوته التفسيرية.

وعلى الرغم من معنوية النموذج ككل، يتم رفض الفرض الفرعي (H_{1c})، حيث لا توجد علاقة معنوية إيجابية بين شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، حيث أن مستوى المعنوية ($\text{Sig.} = 0.3951 > 0.05$) ويبلغ معامل الانحدار ($\beta_1=0.09527911$)، بمعنى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية في شكل أخبار سارة ليس لها دور معلوماتي أو إعلامي للتأثير على قرارات أصحاب المصالح وبالتالي قيمة الشركة، ويتفق هذا مع ماسبق أن خلصت إليه دراسة (Menicucci, 2018) من أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية السارة أو غير السارة لا يؤثر بشكل معنوي على الأداء الحالي والمستقبلي للشركات. ويرجع الباحث ذلك إلى أن معظم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية السارة يكون في صورة معلومات غير مالية (وصفية أو كمية) لا تدعمها معلومات مالية، وأنه في كافة الأحوال، تسعى الشركات إلى عدم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير السارة وذلك لتجنب التأثير السلبي على التدفقات النقدية المستقبلية، وعلى توقعات المستثمرين عن الأداء المستقبلي للشركة ومن ثم تجنب التأثير السلبي على قيمة الشركة.

4/3/6/5/7- نتائج اختبار الفرض الرئيسي

استهدف الفرض الرئيسي إختبار ما إذا كان هناك علاقة معنوية إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (مستواه وشكله وطبيعته) وقيمة الشركة، ويوضح الجدول رقم (8) نتائج نموذج الانحدار رقم (4) :

جدول رقم (8) نتائج تحليل الانحدار لأختبار الفرض الرئيسي (H_1)

Collinearity Statistics		Sig	T	Std. Error	β	Variables
VIF	Tolerance					
		0.0000	5.171	0.2807525	1.451666	Con
8.3064	0.0970	0.0151	2.441	0.4829931	-1.179119	FDL
8.0431	0.0996	0.0222	2.295	0.7798136	1.79005	FDF
1.0839	0.9226	0.4612	0.738	0.1140613	0.08413872	FDN
1.0810	0.9251	0.0007	3.436	0.01291335	0.04437145	SIZE
1.3033	0.7673	0.1701	1.374	0.07417541	0.101942	ROA

1.2609	0.7931	0.0000	8.504	0.08667549	0.7370558	LEV
R2 =0.1239						
DF = 4 N= 388		(0.000)		F = 9.078		

يتضح من الجدول رقم (8) أن قيمة (F) المحسوبة بلغت 9.078 وهي معنوية إحصائياً حيث P. Value= 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%، وهذا يبين أن هناك معامل واحد على الأقل من معاملات نموذج الانحدار يختلف عن الصفر (معنوي)، بمعنى أن النموذج يصلح لاختبار فرض الدراسة وتفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع. ولكن يبلغ معامل التحديد للنموذج (R2=0.1239) وهو يشير إلى قدرته التفسيرية المنخفضة، حيث أن 12.39% فقط من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (قيمة الشركة) يمكن تفسيرها من خلال متغيرات النموذج وهو المتغير المستقل (مستوي وشكل وتبعية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية و) (المتغيرات الرقابية) ، في حين أن باقى التغيرات ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج لزيادة قوته التفسيرية .

وبخلاف النماذج السابقة ، يمكن قبول الفرض الرئيسي بدرجة كبيرة ، حيث توجد علاقة معنوية إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة حيث أن مستوى المعنوية (Sig.= 0.0151 < 0.05) و يبلغ معامل الانحدار (β1=1.179119) ، وكذلك بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية المالية وقيمة الشركة حيث أن مستوى المعنوية (Sig.= 0.0222 < 0.05) و يبلغ معامل الانحدار (β2=1.79005) ، حيث أن زيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والذي يتضمن معلومات مستقبلية مالية ينعكس إيجاباً على قيمة الشركة ، بما يتفق مع ما سبق وأن خلصت إليه العديد من الدراسات السابقة (Najjar, Abed, 2014; Hassanein and Hussaine, 2015; Alqatamin et al., 2017; Menicucci and Paolucci, 2017) المعلومات المستقبلية يحد من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح ، مما يضيف قيمة للمستثمرين ، من خلال توفير معلومات تعزز من قدرتهم على التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي تحسين سيولة الأسهم وخفض تقلبات أسعار الأسهم بما ينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم ويزيد من قيمة الشركة ، وكذلك للمقرضين ، من خلال توفير معلومات عن المخاطر المتوقعة وفرص النمو وقدرتها على الإستمرار وسداد إلتزاماتها في مواعيد إستحقاقها بما يعمل على خفض تكلفة التمويل ويزيد من قيمة الشركة .

6/7- التحليل الإضافي Additional Analysis

يُمثل التحليل الإضافي منهجية إمكانية إعادة اختبار العلاقات الرئيسية للدراسة بالتحليل الأساسي Fundamental Analysis، بعد تعديلها بإضافة متغيرات جديدة أو تغيير طريقة معالجة بعض المتغيرات مثل معالجة متغيرات رقابية كمعدلة أو العكس ، حتى يتم إجراء مقارنة بين نتائج التحليلين الإضافي والأساسي وتحديد مدى الاختلاف بينهم بغرض توفير المزيد من الوضوح على العلاقات الرئيسية بالتحليل الأساسي (زكي، 2018). واتبع الباحث منهجية التحليل الإضافي الإستكمالي بإضافة متغيرين رقابين يعتقد أنهما سوف يؤثران على قيمة الشركة في سياق علاقاتها

الرئيسية بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية وهما (1) جودة عملية المراجعة (AQ), Audit quality (2) خصائص لجنة المراجعة Audit Committee.

وفي ظل التحليل الإضافي , قام الباحث بإعادة اختبار الفرض الرئيسي لإختبار ما إذا كان هناك علاقة معنوية إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (مستواه وشكله وطبيعته) وقيمة الشركة بعد إضافة المتغيرات الرقابية الجديدة الإضافية, من خلال النموذج التالي :

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDL_{it} + \beta_2 FDF_{it} + \beta_3 FDN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 AQ_{it} + \beta_8 AC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

حيث أن :

باقي المتغيرات كما سبق

AUQ_{it} : جودة المراجعة للشركة i في نهاية السنة المالية t مقياسه باستخدام MTB .

ACP_{it} : وهي متغير مؤشري مكون من 5 عنصر تتراوح قيمته بين صفر إلى 100% حسب مدى توافر تلك العناصر التي تعكس خصائص لجنة المراجعة .

ويوضح الجدول رقم (9) نتائج نموذج الانحدار رقم (5) للتحليل الإضافي لإختبار الفرض الرئيسي

جدول رقم (9) نتائج تحليل الانحدار الإضافي لإختبار الفرض الرئيسي (H1)

Collinearity Statistics		Sig	T	Std. Error	β	Variables
VIF	Tolerance					
		0.0000	5.179	0.242953	1.258191	Con
8.6893	0.0936	0.0144	2.458	0.4338131	1.06628	FDL
7.9903	0.1001	0.0447	1.927	0.6743683	1.299341	FDF
1.1670	0.8569	0.3328	0.970	0.1016354	0.09855531	FDN
1.2698	0.7875	0.0160	2.419	0.01200996	0.02905173	SIZE
1.4120	0.7082	0.1403	1.478	0.06627513	0.09792575	ROA
1.3375	0.7477	0.0000	8.174	0.07564125	0.618325	LEV
1.0171	0.9832	0.0000	42.024	0.002400936	0.1008975	AQ
1.7657	0.5664	0.0445	1.788	0.2047222	0.3660827	AC
R2 = 0.4305						
DF = 4 N = 388		(0.000)	F = 36.183			

يتضح من الجدول رقم (9) أن قيمة (F) المحسوبة بلغت 36.183 وهي معنوية إحصائياً حيث P. Value= 0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5% , وهي ارتفعت بالمقارنة مع النموذج (4) لإختبار الفرض الرئيسي حيث كانت 9.078 وهذا يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة , كما أن

دخول تلك المتغيرات الإضافية زاد من القوة التفسيرية للنموذج ، حيث أصبح معامل التحديد من ($R^2=0.4305$) في ظل التحليل الإضافي بدلا من ($R^2=0.1239$) في ظل النموذج الأساسي .
وعلى غرار التحليل الأساسي فإنه في ظل التحليل الإضافي ، يمكن قبول الفرض الرئيسي بدرجة كبيرة ، حيث توجد علاقة معنوية إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة حيث أن مستوى المعنوية ($Sig.= 0.0144 > 0.05$) ويبلغ معامل الانحدار ($\beta_1=1.06628$) ، وكذلك بين شكل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة حيث أن مستوى المعنوية ($Sig.= 0.0447 > 0.05$) ويبلغ معامل الانحدار ($\beta_2=1.299341$) ؛ وظلت نفس العلاقة موجودة للمتغيرات الرقابية حجم الشركة والربحية والرفع المالي . أما المتغيرات الإضافية ، كان جودة عملية المراجعة لها تأثير معنوي إيجابي على قيمة الشركة بمستوى معنوية ($sig.= 0.000 < 0.05$) حيث أن جودة المراجعة تصنف قيمة كبيرة المساهمين والمستثمرين في أسواق رأس المال من خلال زيادة جودة ومصداقية المعلومات المحاسبية وبالتالي زيادة قدرتها على تفسير التغيرات في أسعار وعوائد الأسهم بما يعكس إيجاباً على أسعار الأسهم والقيمة السوقية للشركة، وكذلك خصائص لجنة المراجعة لها تأثير معنوي إيجابي على قيمة الشركة بمستوى معنوية ($sig.= 0.0445 < 0.05$) فهي تحسن من مستوى الشفافية، وتوفر الثقة في أعمال الشركة، وتعطي نظرة أكثر عمقا عن أداء الشركة في المستقبل، وتحسن من أحكام الإدارة وقراراتها .

7/7- تحليل الحساسية Sensitivity Analysis

يستخدم تحليل الحساسية كمنهجية لتقييم قوة ومثانة النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي ، وذلك من خلال تغيير طرق قياس المتغيرات الرئيسية في النموذج (تابع أو مستقلة) ويسمى *One at a time* Sensitivity Measures ، أو إختلاف حجم العينة ويسمى بالتحليل العائلي *Factorial Analysis* ، أو إختلاف الفترة الزمنية ويسمى بتحليل الحساسية التفاضلي *Differential Sensitivity Analysis*. ويرى الباحث أن أنسب أسلوب لتطبيق تحليل الحساسية في ظل البحث الحالي هو تغيير طريقة قياس المتغير المستقل وهو مستوى أو درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في ظل تعدد طرق قياسه، من خلال التحول إلى المدخل المرجح بالأوزان *Weighted approach* بدلا من المدخل غير المرجح المطبق في التحليل الأساسي .

وسوف يتم قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال المدخل المرجح بحيث تحصل المشاهدة على (صفر) إذا كانت لا تفصح عن معلومات مستقبلية ، في حين تحصل على (1) إذا قامت بالإفصاح عن معلومات مستقبلية غير مالية ، في حين تحصل على (2) إذا قامت بالإفصاح عن معلومات مستقبلية مالية . وتحصل الشركة على (3) إذا قامت بالإفصاح عن معلومات مستقبلية مالية مدعومة بمعلومات غير مالية وذلك قياساً على درامتي (Liu, 2015; Munirah et al., 2018). واللذان قامتا بقياس الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بنفس الطريقة السابقة، وتم إجراء تحليل الحساسية بالإعتماد على نماذج الانحدار السابقة (4) والذي يختبر الفرض

الرئيسي في ظل التحليل الأساسي، وكذلك النموذج رقم (5) والذي يختبر الفرض الرئيسي في ظل التحليل الإضافي كما يلي:

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDIS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 FDIS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 AQ_{it} + \beta_6 AC_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

حيث أن :

باقي المتغيرات كما سبق

$FDIS_{it}$: مستوى أو درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية للشركة i في نهاية السنة المالية t .
ويوضح الجدول رقم (10) نتائج تحليل الحساسية لاختبار الفرض الرئيسي بنفس متغيرات التحليل الأساسي :

الجدول رقم (10) نتائج تحليل الحساسية لاختبار الفرض الرئيسي بنفس متغيرات التحليل الأساسي

Collinearity Statistics		Sig	T	Std. Error	β	Variables
VIF	Tolerance					
		0.0000	6.388	0.2574644	1.64464	Con
1.0275	0.9733	0.0499	1.152	0.02359221	1.02718622	FDIS
1.0439	0.9580	0.0015	3.195	0.01262367	0.04032722	SIZE
1.1586	0.8631	0.3438	2.023	0.06953067	0.1406403	ROA
1.1759	0.8504	0.0000	9.211	0.08396851	0.7734376	LEV
R2 =0.1576						
DF = 4 N = 388		(0.000)	F = 11.566			

وتظهر النتائج لنموذج الإنحدار رقم (6) في ظل تحليل الحساسية مئاة ودقة النموذج الأساسي المستخدم في اختبار العلاقة نموذج إنحدار رقم (4)، فعلي الرغم من تغيير طريقة قياس المتغير المستقل وهو (مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية) ، تم التوصل إلى نتائج قريبة من النتائج في النموذج الأصلي ، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (11.566) في حين أنها كانت (9.078) وظل النموذج معنويا (Sig.=0.000) عند مستوى معنوية 0.05، وهو ما يشير إلى أنه علي الرغم من تغير طريقة قياس المتغير المستقل (مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية) لازال النموذج يمكنه معنويا تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (قيمة الشركة) . كما لا يوجد اختلاف أو تباين جوهري في معامل التحديد ، حيث بلغ في ظل تحليل طريقة القياس الجديدة (R2=0.1576) بدلا من (R2=0.1239) في ظل طريقة القياس السابقة . وعلي غرار التحليل الأساسي يمكن قبول الفرض الرئيسي بدرجة كبيرة في ظل تحليل الحساسية ، حيث توجد علاقة معنوية إيجابية بين مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة ، حيث بلغ مستوي المعنوية (Sig.= 0.0499<0.05) ، وظلت العلاقة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة ، الربحية ، الرفح المالي) كما في النموذج الأساسي .

كما يوضح جدول رقم (11) نتائج تحليل الحساسية لأختبار الفرض الرئيسي بنفس متغيرات التحليل الإضافي:

الجدول رقم (11) نتائج تحليل الحساسية لأختبار الفرض الرئيسي بنفس متغيرات التحليل الإضافي

Collinearity Statistics		Sig	T	Std. Error	β	Variables
VIF	Tolerance					
		0.0000	6.282	0.2201706	1.383033	Con
8.6893	0.0936	0.0365	2.574	0.02168943	1.0124428	FDIS
1.2698	0.7875	0.0098	2.597	0.01180849	0.03066443	SIZE
1.4120	0.7082	0.2156	2.429	0.0606714	0.1473411	ROA
1.3375	0.7477	0.0000	9.102	0.07209693	0.656261	LEV
1.0171	0.9832	0.0000	42.923	0.002356779	0.1011595	AUQ
1.7657	0.5664	0.036	3.439	0.1774746	1.07797852	ACP
R2 = 0.4550						
DF = 4 N = 388		(0.000)	F = 42.403			

وتظهر النتائج لنموذج الإنحدار رقم (7) في ظل تحليل الحساسية متانة ودقة النموذج الإضافي المستخدم في اختبار العلاقة نموذج إنحدار رقم (5) ، فعلي الرغم من تغيير طريقة قياس المتغير المستقل وهو الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، تم التوصل إلي نتائج قريبة من النتائج في النموذج الأصلي ، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (42.403) في حين أنها كانت (36.183) وظل النموذج معنويا (Sig.=0.000) عند مستوي معنوية 0.05، وهو ما يشير إلى أنه علي الرغم من تغيير طريقة قياس المتغير المستقل (مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية) لازال النموذج يمكنه معنويا تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (قيمة الشركة). كما لا يوجد اختلاف أو تباين جوهري في معامل التحديد ، حيث بلغ في ظل تحليل طريقة القياس الجديدة (R2=0.4550) بدلا من (R2=0.4305) في ظل طريقة القياس السابقة . وعلي غرار التحليل الإضافي يمكن قبول الفرض الرئيسي بدرجة كبيرة في ظل تحليل الحساسية، حيث توجد علاقة معنوية إيجابية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة ، حيث بلغ مستوي المعنوية (Sig.= 0.0365 < 0.05) ، وظلت العلاقة مع المتغيرات الرقابية (حجم الشركة ، الربحية ، الرفع المالي، جودة عملية المراجعة ، خصائص لجنة المراجعة) كما في النموذج الأساسي ويمكن تلخيص تلك النتائج في الجدول التالي :

في ظل تحليل الحساسية		في ظل التحليل الأساسي		النموذج
0.1576		0.1239		R2
0.000	11.566	0.000	9.078	F (Sig)
تم قبول الفرض الرئيسي		تم قبول الفرض الرئيسي		نتائج الاختبار

في ظل تحليل الحساسية		في ظل التحليل الإضافي		
0.4550		0.4305		R2
0.000	49.403	0.000	36.183	F (Sig)
تم قبول الفرض الرئيسي		تم قبول الفرض الرئيسي		نتائج الاختبار

ومما سبق يعتقد الباحث أن النتائج في ظل تحليل الحساسية بعد تغيير طريقة قياس المتغير- المستقل (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية) لم تختلف عنها في ظل التحليل الأساسي ، وهو ما يؤكد علي دقة ومثانة نتائج اختبار فرض البحث في ظل التحليل الأساسي، وهو أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يخفض من عدم تماثل المعلومات ويزيد من قدرة مستخدميه علي التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة ، وبالتالي تحسين سيولة الأسهم وتقليل تقلبات عوائد الأسهم ما ينعكس إيجاباً علي أسعار أسهمها ، ويزيد من قدرة الشركة علي الحصول علي التمويل بشروط مديونية أفضل وبالتالي خفض تكلفة رأس المال بما ينعكس إيجاباً علي قيمة الشركة.

8/7- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

1/8/7- النتائج

تتمثل أهم نتائج الدراسة فيما يلي :

- تعتبر المعلومات المستقبلية أحد أهم مجالات الإفصاح الإختياري التي تسعى إلي تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح ، من خلال توفير معلومات تمكنهم من دراسة وتحليل الوضع المالي الحالي والمستقبلي للشركة ، والخطط والاستراتيجيات لمواجهة بيئة الأعمال الدينامية التي تعمل فيها الشركة والتي تطوي علي فرص ومخاطر وتهديدات يمكن أن تؤثر علي إستمرارية الشركة مستقبلاً .

- يأخذ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أشكالاً مختلفة فقد يكون في شكل مالي أو نوعي (وصفي أو كمي)، بالإضافة إلى أنه لا يوجد اتفاق بين التعريفات المختلفة حول محتوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ولكن هناك اتفاق علي إستخدامها في مجالات عديدة، كالاقتراض من البنوك، وطرح الشركات لأسهمها وسنداتها للاكتتاب العام، ودراسات الجدوى، ودراسة فرص الاندماج أو الإستحواذ بين الشركات.

- يزيد الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من قدرة المستثمرين علي التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية والتوزيعات المستقبلية والقيمة السوقية المستقبلية لأسهم الشركة، وبالتالي تحسين سيولة الأسهم وتخفيض التقلبات في أسعار الأسهم بما ينعكس إيجاباً علي أسعار الأسهم للشركة، وكذلك يزيد من قدرة الدائنين علي تقييم إستمرارية الشركة وقدرتها علي سداد إلتزاماتها في توريخ إستحقاقها بما ينعكس سلباً علي تكلفة رأس المال ، مما ينعكس في النهاية إيجاباً علي قيمة الشركة .

- انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات المصرية (بمتوسط 25% من عناصر المؤشر المقترح) ، وتفاوته بين القطاعات المختلفة ، بما يتفق ما سبق وأن خلصت إليه الدراسات السابقة التي تمت في البيئة المصرية . ويرجع الباحث ذلك إلي كونه إفصاح إختياري في البيئة المصرية حيث لا يوجد معيار أو إرشاد ينظم

كيفية إعداد وعرض المعلومات المستقبلية في التقارير المالية. كما أن معظم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (91%) كان في شكل وصفي أو كمي وذلك خوفاً من الإفصاح عن معلومات مالية حساسة قد تضر بالمركز التنافسي للشركة أو خوفاً من التكاليف القضائية لعدم توافر المهارات والخبرات للإدارة عند وضع الافتراضات التي يتم الاستناد عليها عند إعداد المعلومات المستقبلية. كما أن غالبية هذا الإفصاح (95%) كان في شكل أخبار سارة بهدف إرسال إشارة إيجابية للسوق ، حيث أن الشركات تفضل أن تفصح عن الجوانب الإيجابية في أداؤها وتتجنب الإفصاح عن الجوانب السلبية .

- وجود علاقة إيجابية معنوية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (مستواه ، شكله ، طبيعته) وقيمة الشركة ، ويفسر الباحث ذلك بأنها معلومات لها دور تقييمي أو محتوى معلوماتي كونها تساعد علي فهم مستقبل الشركة والتنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية ، وبالتالي تدعيم مقدر الشركة في جذب فرص استثمارية جديدة وزيادة قدرتها علي الحصول علي التمويل اللازم وخفض تكلفة رأس المال ، بما يساهم في تحسين أداء سعر السوق الخاص بأسهم الشركات التي تفصح عن المعلومات المستقبلية في تقاريرها وقوائمهم السنوية.

-تزداد العلاقة الإيجابية المعنوية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (مستواه ، شكله) وقيمة الشركة ، مع زيادة جودة عملية المراجعة كونها مؤشر علي جودة الإفصاح المحاسبي والتقارير المالية بما يزيد من أسعار أسهم الشركة في السوق ويمكن الشركة من الحصول علي التمويل اللازم بتكلفة منخفضة ، وكذلك مع وجود لجنة مراجعة قوية تساعد علي تحسين مستوى الإفصاح والشفافية ، وتوفر الثقة في أعمال الشركة، وتعطي نظرة أكثر عمقا عن أداء الشركة في المستقبل، وتحسن من أحكام الإدارة وقراراتها .

- تم التوصل إلي نفس النتائج في تحليل الحساسية عند تغيير طريقة قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إلي نفس النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الأساسي والإضافي ، مما يؤكد علي صحة ودقة ومثانة نتائج الدراسة ، وأن قيمة الشركة هي دالة في العديد من العوامل منها الإفصاح عن المعلومات المستقبلية .

2/8/7- التوصيات

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها من كل من الدراسة النظرية والتطبيقية يوصي الباحث بمايلي:

- ضرورة قيام الجهات المعنية (وزارة الاستثمار ، هيئة الرقابة المالية) بإصدار معيار أو إرشاد ينظم عملية إعداد وعرض المعلومات المستقبلية من خلال تحديد عناصر المعلومات المستقبلية وكيفية إعدادها وكيفية الإفصاح عنها ، بهدف إلزام الشركات بضرورة إعداد المعلومات المستقبلية والإفصاح عنها لتطوير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات وخاصة المقيدة في البورصة المصرية.

- ضرورة قيام الجهات المعنية بتشجيع الشركات علي مزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لمواكبة التطورات. في عملية التفرير المالي من خلال تشجيعها علي تبني مفهوم تفرير الأعمال المتكامل ، أو من خلال تحسين مستوى الإفصاح السري عن طريق الإهتمام بشكل ومحتوي تقرير مجلس الإدارة والإستفادة من تجارب

أحدى الدول مثل الولايات المتحدة في مجال تطوير مناقشات وتحليلات مجلس الإدارة MD&A لتعزيز عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، لتلبية الاحتياجات المتزايدة لأصحاب المصالح .

- ضرورة قيام الجهات المعنية بتقليل مخاوف الشركات من احتمال تعرض لمخاطر التقاضي نتيجة الإفصاح عن معلومات مستقبلية علي درجة عالية من عدم التأكد وعدم تحقق تلك التنبؤات ، وذلك عن طريق إصدار تشريع يحمي الإدارة من المسؤولية القانونية عند عدم تحقق تلك التنبؤات المستقبلية ، بشرط أن تكون الإدارة أعدت تلك المعلومات بحسن نية Good Faith وعلي أساس إفتراضات معقولة Reasonable Basis .

- ضرورة قيام الشركات المصرية بعقد دورات تدريبية متممة وورش عمل لمديري الشركات والمديرين الماليين بالتعاون مع الجامعات المصرية في مجال إعداد المعلومات المستقبلية لتدريبهم علي أساليب التنبؤ ووضع الإفتراضات وتحليل الجسائية لمساعدتهم علي الإفصاح عن معلومات مستقبلية سليمة بإفتراضات معقولة. بالإضافة إلي ضرورة تطوير شبكة نظم المعلومات داخل الشركات وتدريب العاملين فيها علي بعض المفاهيم الحديثة مثل BIG DATA والتي تمكنهم من توفير معلومات مستقبلية سليمة بإفتراضات معقولة.

- تشجيع مراقبي الحسابات في البيئة المصرية علي تطبيق المعيار المصري 3400 لاختبار المعلومات المستقبلية من خلال اختبار صحة الافتراضات المستندة إليها الإدارة لإضفاء الثقة والمصداقية عليها وزيادة إمكانية الاعتماد عليها من جانب كافة أصحاب المصالح ، أو محاولة تشجيع مراقب الحسابات علي توفير توكيد مهني بشأن هذه المعلومات لتحسين مردودها علي أصحاب المصالح .

- يجب أن تحتفظ هيئة الرقابة المالية في مصر بقواعد بيانات منظمة ومكاملة ، يتم تحديثها كل سنة عن المعلومات المستقبلية والتنبؤات التي أصدرتها الشركات وتنبؤات المحللين الماليين علي غرار قاعدة I/B/E/S في الولايات المتحدة لمساعدة جماعات المصالح ، وكذلك الباحثين عند إجراء بحوثهم علي المعلومات المستقبلية

3/8/7- مجالات البحث المقترحة

بناءً على نتائج البحث، وفي ضوء مشكلة البحث وحدوده، يرى الباحث أن هناك العديد من المجالات التي تحتاج لبحوث مستقبلية وتعتبر امتداداً لهذا البحث، من أهمها:

- أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية علي تكلفة رأس المال للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- دراسة تحليلية مقارنة لمحددات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية أو عبر مواقعها على الانترنت .

- أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على قرار الاستثمار في الأسهم - دراسة تجريبية .

- أثر توكيد مراقب الحسابات على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على قرارى الإستثمار ومنح الائتمان في الشركات المصرية - دراسة تجريبية .

- أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية علي خصائص تنبؤات المحللين الماليين بالأرباح - دراسة تطبيقية.

قائمة المراجع

1- المراجع العربية

- القليطي ، إبراهيم عبد المجيد علي ، (2011) " أثر خصائص الوحدة الاقتصادية على درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية " ، مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة، جامعة عين شمس ، العدد الثاني ، ص: 1 - 74.
- بدوي ، هبة الله عبد السلام .(2017) " أثر هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على قيمة الشركة دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية " . مجلة المحاسبة والمراجعة - AUJAA ، كلية التجارة، جامعة بني سويف ، العدد الثاني ، ص: 171 - 206.
- زكي ، نهى محمد، 2018، "أثر جودة المراجعة الخارجية على الحد من السلوك الانتهازي للإدارة ومنع الغش بالقوائم المالية - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية.
- سعد الدين، أيمن محمد ، (2014) . إطار مقترح للمعلومات المالية المستقبلية واختباره من منظور المستثمرين في سوق الأوراق المالية : دراسة ميدانية : مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا ، العدد الأول ، ص: 277 - 324.
- صالح، أحمد السيد إبراهيم، 2017، " أثر المحتوى المعلوماتي للإفصاح عن تقرير لجنة المراجعة على جودة قرار الاستثمار في أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية - دراسة تطبيقية" ، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- طلائع ، السيدة عبد الغني مختار .(2017) أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقياس قيمة الشركة مع التطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية . رسالة دكتوراه غير منشورة . جامعة الإسكندرية .
- فرج ، هاني خليل . (2017) " العلاقة بين مستوى الإفصاح البيئي وقيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المقيدة بالبورصة المصرية . مجلة المحاسبة والمراجعة - AUJAA ، كلية التجارة، جامعة بني سويف ، العدد الأول، ص: 107 - 148.
- مليجي ، مجدي مليجي عبد الحكيم (2017) تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية . مجلة المحاسبة والمراجعة - AUJAA ، كلية التجارة، جامعة بني سويف ، العدد الثاني، ص: 1 - 50.
- منصور، محمد السيد، 2019، "أثر إفصاح الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عن المعلومات المستقبلية في تقاريرها السنوية على قرار منح الائتمان- دراسة استكشافية وتجريبية" ، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية ، العدد الثاني، ص: 31 - 108.

- نوري ، حازم محفوظ محمد ، (2017). أثر خصائص لجنة المراجعة على قيمة الشركة : دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة. مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا ، ، العدد الرابع، ص: 134 - 172.

2- المراجع الأجنبية

- Abad, C., & Bravo, F. (2018). Audit committee accounting expertise and forward-looking disclosures: A study of the US companies. *Management Research Review*, 41(2), 166-185.
- Abed, S., Al-Najjar, B., & Roberts, C. (2016). Measuring annual report narratives disclosure: Empirical evidence from forward-looking information in the UK prior the financial crisis. *Managerial Auditing Journal*, 31(4/5), 338-361
- Abed, Suzan, and Basil Al-Najjar. "Determinants of the extent of forward looking information: evidence from UK before financial crisis." *Corporate Ownership and Control* 13.(3) 17-32.
- Agyei-Mensah, B. K. (2017). The relationship between corporate governance, corruption and forward-looking information disclosure: a comparative study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 17(2), 284-304.
- Aljifri, K., & Hussainey, K. (2007). The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies. *Managerial Auditing Journal*, 22(9), 881-894.
- Appuhami, R., & Tashakor, S. (2017). The impact of audit committee characteristics on CSR disclosure: An analysis of Australian firms. *Australian Accounting Review*, 27(4), 400-420.
- Al-Najjar, B., & Abed, S. (2014). The association between disclosure of forward-looking information and corporate governance mechanisms: Evidence from the UK before the financial crisis period. *Managerial Auditing Journal*, 29(7), 578-595.
- Alqatamin, R., Aribi, Z. A., & Arun, T. (2017). The effect of CEOs' characteristics on forward-looking information. *Journal of Applied Accounting Research*, 18(4), 402-424
- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey. *Emerging Markets Review*, 30, 113-132
- Aribi, Z. A., Alqatamin, R. M., & Arun, T. (2018). Gender diversity on boards and forward-looking information disclosure: evidence from Jordan. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(2), 205-222.
- Arya, A., Mittendorf, B., & Ramanan, R. N. (2016). Synergy between Accounting Disclosures and Forward-Looking Information in Stock Prices. *The Accounting Review*, 92(2), 1-17
- Athanasakou, V., & Hussainey, K. (2014). The perceived credibility of forward-looking performance disclosures. *Accounting and business research*, 44(3), 227-259.

- Bachoo, K., Tan, R., & Wilson, M. (2013). Firm value and the quality of sustainability reporting in Australia. *Australian Accounting Review*, 23(1), 67-87
- Baginski, S. P., Clinton, S. B., & McGuire, S. T. (2012). Forward-looking voluntary disclosure in proxy contests. Available at SSRN 2295997.
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2008). Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(3), 333-376.
- Bozanic, Z., Roulstone, D. T., & Van Buskirk, A. (2018). Management earnings forecasts and other forward-looking statements. *Journal of accounting and economics*, 65(1), 1-20
- Bravo, F. (2016). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Revista de Contabilidad, Spanish Accounting Review* 19 (1), 122-131
- Bravo, F., & Alcaide-Ruiz, M. D. (2019). The disclosure of financial forward-looking information: Does the financial expertise of female directors make a difference?. *Gender in Management: An International Journal*. 1754-2413
- Brown, V. L., Gissel, J. L., & Gordon Neely, D. (2016). Audit quality indicators: Perceptions of junior-level auditors. *Managerial Auditing Journal*, 31(8/9), 949-980.
- Brooks, C., & Oikonomou, I. (2018). The effects of environmental, social and governance disclosures and performance on firm value: A review of the literature in accounting and finance. *The British Accounting Review*, 50(1), 1-15.
- Celik, O., Ecer, A., & Karabacak, H. (2006). Disclosure of forward looking information: Evidence from listed companies on Istanbul Stock Exchange (ISE). *Investment Management and Financial Innovations*, 3(2), 197-216.
- Charumathi & Latha R. 2015 . On The Determinants Of Forward Looking Disclosures By Indian Companies. *Indian Journal of Accounting*, Vol XLVII (1), , ISSN-0972-1479.
- Chu, C. C., Ho, K. C., Lo, C. C., Karathanasopoulos, A., & Jiang, I. M. (2018). Information disclosure, transparency ranking system and firms' value deviation: evidence from Taiwan. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-27.
- Demerjian, P., J. Donovan and J. Jennings. 2015. Assessing the accuracy of forward looking in debt contract negotiations. Working paper available on <https://www.iese.fr/wp-content/uploads/demerjian-paper.pdf>
- Elfeky, M. (2016). Forward Looking Financial Disclosure Narrative Reporting: Determinants and Use. *Journal of Finance and Accounting*, 7(22), 119-129.
- Elfeky, M., Fang, H. X., & Issa, A. (2019). The Impact of Audit Committee Characteristics on Voluntary Corporate Disclosure: Evidence from Egypt. Available at SSRN 3383858.
- Elgammal, M. M., Hussainey, K., & Ahmed, F. (2018). Corporate governance and voluntary risk and forward-looking disclosures. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 592-607

- Fehre, K., & Hoefler, J. (2015). *Forward-Looking Reporting Caught between Company Performance and the Economic Situation—Evidence from Germany*. Available at SSRN 2624964
- Gomes, N. G. I., Semuel, H., & Devie, D. (2019). *Intellectual Capital Disclosure, Information Asymmetry, Cost of Capital, and Firm Value: Empirical Studies on Indonesian Manufacturers*. *Petra International Journal of Business Studies*, 2(1), 27-35.
- Gropp, R., Karapandza, R., & Opferkuch, J. (2016). *The forward-looking disclosures of corporate managers : Theory and evidence*. <http://ssrn.com/abstract=2810202>
- Hassanein, A., & Hussainey, K. (2015). *Is forward-looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statements*. *International Review of Financial Analysis*, 41, 52-61.
- Hassan, O. A. (2018). *The impact of voluntary environmental disclosure on firm value: Does organizational visibility play a mediation role?*. *Business Strategy and the Environment*, 27(8), 1569-1582
- Hassanein, A., Zalata, A., & Hussainey, K. (2018). *Do forward-looking narratives affect investors' valuation of UK FTSE all-shares firms?*. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-27
- Ho, P. L., & Taylor, G. (2013). *Corporate governance and different types of voluntary disclosure: Evidence from Malaysian listed firms*. *Pacific Accounting Review*, 25(1), 4-29
- Horn, R., De Klerk, M., & de Villiers, C. (2018). *The association between corporate social responsibility reporting and firm value for South African firms*. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1), 1-10
- Jiang, J. X., Wang, I. Y., & Wang, K. P. (2018). *Big N auditors and audit quality: New evidence from quasi-experiments*. *The Accounting Review*.
- Kılıç, M., & Kuzey, C. (2018). *Determinants of forward-looking disclosures in integrated reporting*. *Managerial Auditing Journal*, 33(1), 115-144
- Kolsi, M. C. (2017). *The determinants of corporate voluntary disclosure policy: Evidence from the Abu Dhabi Securities Exchange (ADX)*. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(2), 249-265
- Krause, J., Sellhorn, T., & Ahmed, K. (2017). *Extreme Uncertainty and Forward-looking Disclosure Properties*. *Abacus*, 53(2), 240-272.
- Liu, S. (2015). *Corporate governance and forward-looking disclosure: Evidence from China*. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 25, 16-30
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). *The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power*. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75.

- Lozano, M. B., Martínez, B., & Pindado, J. (2016). Corporate governance, ownership and firm value: Drivers of ownership as a good corporate governance mechanism. *International Business Review*, 25(6), 1333-1343.
- Madi, H. K., Ishak, Z., & Manaf, N. A. A. (2014). The impact of audit committee characteristics on corporate voluntary disclosure. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 164, 486-492
- Mathuva, D. (2012). The determinants of forward-looking disclosures in interim reports for non-financial firms: Evidence from a developing country *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 2(2), 125-142
- Menicucci, E & G. Paolucci, (2017). The Determinants of Forward-Looking Information in Integrated Reporting: An Empirical Investigation in Europe. *Proceedings of 12th Annual London Business Research Conference, Imperial College, London, UK ISBN: 978-1-925488-38-8*
- Menicucci, E. (2013). Firms characteristics and forward-looking information in management commentaries of Italian listed companies. *African Journal of Business Management*, 7(17), 1667-1674.
- Menicucci, E. (2018). Exploring forward-looking information in integrated reporting: A multi-dimensional analysis. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(1), 102-121.
- Menicucci, E & G. Paolucci. 2018. Forward-looking information in integrated reporting: A theoretical framework. *African Journal of Business Management*, 12(18), pp. 555-567,
- Mohammadi, D., Amirhosein, J., 2017. The Determinants of Forward-Looking Information Disclosure in Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting, CT Journal Of Management And Accounting Studies*, 5(03), 34-39
- Mousa, G. A., & Elamir, E. A. (2018). Determinants of forward-looking disclosure: evidence from Bahraini capital market. *Asian Journal of Finance and Accounting*, 8(1), 1-19.
- Munirah Dzaraly, M. & Norziana, L. & Sarina, O. (2018). Corporate Governance Mechanisms And Voluntary Disclosure Of Strategic And Forward Looking Information In Annual Reports. *International Journal of Accounting, Finance and Business*. 3 (15), 86-104.
- Muslu, V., Radhakrishnan, S., Subramanyam, K. R., & Lim, D. (2014). Forward-looking MD&A disclosures and the information environment. *Management Science*, 61(5), 931-948.
- Navarro, M.C.A. and Urquiza, F.B. (2015), "Board of directors' characteristics and forward-looking information disclosure strategies", paper presented at the EAA Annual Congress, Glasgow available at: www.eaacongress.org/userfiles/GGMDLFL_FELHHL_MK3GL7UV.
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtoui, T., & Rébollo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77, 41-52.

- *-International Accounting Stanadards Board (IASB). 2010. IFRS Practice statement: Management commentary. A framewark for presentation.*
- *O'Sullivan, M., Percy, M., & Stewart, J. (2008). Australian evidence on corporate governance attributes and their association with forward-looking information in the annual report. Journal of Management & Governance, 12(1), 5-35.*
- *Opferkuch, J. (2018). The Information Content of Managers' Forward-Looking Disclosures. Available at SSRN 3116060.*
- *Papaj-Wlistocka, E., & Strojek-Filus, M. (2019). Forward-Looking Information Disclosure as a Risk Factor in Accounting—The Case of Poland. In Multiple Perspectives in Risk and Risk Management (125-141). Springer, Cham.*
- *Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. Journal of Accounting and Public Policy, 34(4), 336-361.*
- *Qu, W., Ee, M. S., Liu, L., Wise, V., & Carey, P. (2015). Corporate governance and quality of forward-looking information: Evidence from the Chinese stock market. Asian Review of Accounting, 23(1), 39-67.*
- *Salehi, M., Moradi, M., & Paiydarmanesh, N. (2017). The effect of corporate governance and audit quality on disclosure quality: evidence from Tehran stock exchange. Periodica Polytechnica Social and Management Sciences, 25(1), 32-48.*
- *Samaha, K., Khlif, H., & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 24, 13-28*
- *Salehi, M., & Shirazi, M. (2016). Audit committee impact on the quality of financial reporting and disclosure: Evidence from the tehran stock exchange. Management Research Review, 39(12), 1639-1662.*
- *Tan, Y., Xu, N., Liu, X., & Zeng, C. (2015). Does forward-looking non-financial information consistently affect investment efficiency?. Nankai Business Review International, 6(1), 2-19*
- *Utami, W., & Wahyuni, P. D. (2018). Forward-Looking Information Based on Integrated Reporting Perspective: Value Relevance Study in Indonesia Stock Exchanges. Asian Journal of Economics, Business and Accounting, 8(4), 1-12.*
- *Uyar, A., & Kilic, M. (2012). Influence of corporate attributes on forward-looking information disclosure in publicly traded Turkish corporations. Procedia-Social and Behavioral Sciences, 62, 244-252.*
- *Wang, M., & Hussainey, K. (2013). Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. Journal of Accounting and Public Policy, 32(3), 26-49.*

- Waweru, F. W.; Mamba, F. S., & Njeru, A. (2016). Relationship Between forward-looking information disclosure and Financial Performance of Non-Financial Firms Listed in Nairobi Securities Exchange, Kenya. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 6(11), 654-669.
- Widyaningsih, I. U., Gunardi, A., Rossi, M., & Rahmawati, R. (2017). Expropriation by the controlling shareholders on firm value in the context of Indonesia: Corporate governance as moderating variable. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 9(4), 322-337.
- Vafeas, N., & Vlittis, A. (2019). Board executive committees, board decisions, and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 58, 43-63.