



جامعة طنطا
كلية التجارة
قسم المحاسبة



مجلة البحوث المحاسبية

يصدرها قسم المحاسبة بكلية التجارة
جامعة طنطا

ديسمبر ٢٠٢٠

العدد الثاني

العلاقة التفاعلية بين مبادئ ممارسات علاقات
المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح
ربع السنوية وأثرها على سيولة الأسهم : دراسة تطبيقية
على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

إعداد

د.حسنا عطية حامد محمد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة المنصورة

ملخص البحث

يستهدف هذا البحث قياس العلاقة بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية التي تعدها إدارة علاقات المستثمرين ، بالإضافة إلى قياس تأثير هذه العلاقة التفاعلية (في حالة وجودها) على سيولة الأسهم للشركات المقيدة في البورصة المصرية، وقد تم ذلك بالتطبيق على عينة من ٣٦ شركة مساهمة غير مالية من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية من مختلف القطاعات الاقتصادية خلال الفترة من (٢٠١٥:٢٠١٧) ، وأوضحت النتائج وجود اختلاف معنوي بين الشركات الممثلة لعينة البحث في مستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية حيث تراوح مؤشر الإفصاح السري من (٦٥% : ٨٥%) مما يشير إلى ارتفاع مستوى الإفصاح السري في تقارير الإفصاح ربع السنوية، كما تبين وجود ارتباط ايجابي معنوي بين مبادئ علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية، ووجود تأثير معنوي لتعدد مناصب مسئول علاقات المستثمرين على مستوى الإفصاح السري والتي تجعله يحظى بمزيد من الثقة والمصداقية في المعلومات التي يفصح عنها ، بالإضافة إلى أنه اتضح وجود تأثير ايجابي معنوي للعلاقة التفاعلية بين مبادئ علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية على سيولة الأسهم .

الكلمات الدالة: علاقات المستثمرين ، الإفصاح السري، مسئول علاقات المستثمرين، سيولة الأسهم

Abstract

This research aims to measure the relationship between the principles of investor relations practices and the level of narrative disclosure with quarterly disclosure reports prepared by the Investor Relations Department, in addition to measuring the impact of this interactive relationship on Stock Liquidity of companies listed on the Egyptian Stock Exchange, using a sample of 36 non-financial companies on the Egyptian Stock Exchange from various economic sectors during the period (2015: 2017), The results

showed that :-there is a significant difference between the companies representing on the research sample in the level of the narrative disclosure in the quarterly disclosure reports ,Where the index of the narrative disclosure ranged from (65%: 85%), which indicates the high level of narrative disclosure in the quarterly disclosure reports, also that there was a significant impact on the number of positions of the Investor Relations Officer at the level of narrative disclosure, which makes it more confident and credible in the information disclosed, in addition to that there was a significant positive impact of the interactive relationship between the principles of investor relations and the level of narrative disclosure quarterly disclosure reports on the Stock Liquidity.

Keywords: Investor Relations, Narrative Disclosure, Investor Relations Officer, Stock Liquidity.

المقدمة

تمثل المعلومات المالية وغير المالية أساس صناعة القرار وقياس أداء وقيمة الشركة فكلما ارتفع مستوى الشفافية والإفصاح في التقارير السنوية التي تصدر عن الشركة استطاعت أن تكتسب ثقة جميع أصحاب المصالح وهو ما يؤثر ايجابيا على كفاءة الأسواق المالية وتحقيق العدالة والحماية للمستثمرين ، فمن الضروري الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية وغيرها من الأحداث الجوهرية وأن تكون في متناول جميع أصحاب المصالح من خلال قنوات الإفصاح المتاحة المختلفة بشكل عادل وفي الوقت المناسب بشرط ألا يؤثر ذلك سلبيا على الوضع التنافسي للشركة في الأسواق التي تعمل فيها.

وتعد علاقات المستثمرين (Investor Relations) حلقة التواصل بين المستثمرين الحاليين والمرقبين والمجتمع المالي وبين الشركة ، ويشمل هذا التواصل نوعين الأول يتمثل في معرفة وتوصيل آراء المستثمرين وانطباعاتهم وقلقهم وتساؤلاتهم إلى الإدارة، والثاني توصيل وتعريف المستثمرين بالشركة وإستراتيجيتها وأهدافها ووضعها وأدائها المالي ، وهو ما

يمكنها من إقامة علاقات وطيدة ومستمرة مع المستثمرين الحاليين والمرتبقيين والمجتمع المالي بأكمله ، و تتمثل الأهداف الإستراتيجية لمسئولي علاقات المستثمرين في اجتذاب المستثمرين من خلال تطوير وتنويع المحتوى المعلوماتي للتقارير التي تصدرها الشركات حيث تعد علاقات المستثمرين حاليا المحرك الرئيسي لتحسين هياكل الإفصاح والتغطية الإعلامية للشركات مما يؤثر ايجابيا على رؤية وتقييم المستثمرين للشركة وقيمتها السوقية وتداول أسهمها (Bushee & Miller,2012)

وتحظى سيولة الأسهم (stock liquidity) باهتمام متزايد من قبل الباحثين والاكاديميين والمحليلين الماليين والبورصات خاصة بعد الأزمة المالية العالمية حيث ترتبط سيولة الأسهم بقيمة الشركات وتكلفة رأس المال وعدم تماثل المعلومات لدى المستثمرين والذين يستخدمون المعلومات الخاصة بالأسهم في اتخاذ قرارات بيعها وشرائها (أبو خزانه، ٢٠١٨) ، وتمثل علاقات المستثمرين أحد الأنشطة الرئيسية لحوكمة الشركات حيث تلعب دورا استراتيجيا محوريا مما يزيد من أهميتها يوم بعد يوم خاصة مع التزام مسئول علاقات المستثمرين بقواعد الإفصاح مع المجتمع المالي وهو ما يؤثر على سيولة وتداول أسهم الشركات في البورصة و تخفيض تكلفة التمويل في الأجل الطويل ودقة التنبؤات المستقبلية (دليل حوكمة الشركات المصري، الإصدار الثالث، ٢٠١٦).

طبيعة المشكلة

تواجه مختلف الشركات تحديات كبيرة لجذب المستثمرين إليها وتسعى لتحقيق ذلك من خلال تعزيز الإفصاح عن رؤيتها ورسالتها وهو ما يؤثر على قيمة الشركة وسيولة الأسهم وحجم تداولها وتكلفة رأس المال ، وتلعب علاقات المستثمرين باعتباره جسر التواصل بين الشركة وكافة أصحاب المصالح دور كبير في تحقيق ذلك Bushee &

(Miller, 2012) ، حيث تسعى برامج علاقات المستثمرين من خلال تنوع شكل ومحتوى الإفصاح في التقارير الموجه للمجتمع المالي إلى تعظيم قيمة الشركة مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية للشركة ويرفع من قيمتها السوقية. (Agarwal , et al, 2016) ، فعلاقات المستثمرين تغير وتطور من هيكل إفصاح الشركات بطريقة يربح بها المجتمع المالي وذلك بسبب الخبرة التي يتمتع بها مسؤولي علاقات المستثمرين في قراءة وتفسير وتحليل التقارير المختلفة وفهم ممارسات الإفصاح الجيدة مقابل السيئة من وجهة نظر المستثمرين مما يمكنهم من إعادة تشكيل هيكل إفصاح الشركة وتحسينه وهو ما يجعل مجتمع الاستثمار يتحمل تكاليف أقل لمعالجة إفصاح الشركة (NIRI,2004)

وفى إطار سعى مصر لتطبيق أفضل المعايير المتعلقة بحوكمة الشركات وتطويرها بما يضمن نجاح الشركات نص دليل حوكمة الشركات المصري على مسؤوليات ودور علاقات المستثمرين حيث أشار أنها مسؤولة عن إعداد وإصدار تقرير الإفصاح ربع السنوي وحدد المعلومات التي يتضمنها ، وفي نفس السياق أعدت السوق المالية السعودية (تداول) دليل استرشادي يتضمن المبادئ الرئيسية لأفضل ممارسات علاقات المستثمرين لإبراز أهميتها وتطويرها ، حيث يعد هذا الدليل مصدراً إرشادياً يوفر المعلومات حول أفضل ممارسات علاقات المستثمرين العالمية ، وقد أعلنت هيئة السوق المالية المصرية في ٢٨/١٠/٢٠١٨ ضرورة اطلاع كافة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على دليل "أفضل الممارسات في مجال علاقات المستثمرين" والصادر من قبل السوق المالية السعودية (تداول) لأهميته في تفعيل علاقات المستثمرين وتطبيق هذه المبادئ مما يعزز من التواصل الفعال بين الشركة والمستثمرين الحاليين والمرتبين حتى يكونوا على وعي كامل بأنشطة الشركة وإستراتيجيتها وتطلعاتها المستقبلية ، كما أوضح (Bollen ,et al, 2006) أن محددات جودة أنشطة علاقات المستثمرين تتمثل في وجود موقع الكتروني للشركة وحجم الشركة ونسبة الأسهم المتاحة للمستثمرين الأفراد وحجم تداول الأسهم وبيئة الإفصاح ومستوى التكنولوجيا ومعدل نمو الشركة وذلك من خلال دراسة تطبيقية على ٢٧٠ شركة في ستة بلدان (أستراليا وبلجيكا وفرنسا وهولندا وجنوب أفريقيا والمملكة المتحدة)، وترتيباً على كل ما سبق يتضح

الدور الاستراتيجي لعلاقات المستثمرين كحلقة تواصل بين الشركة وكافة أصحاب المصالح وهو ما ينعكس على مستوى الإفصاح بالتقارير التي تصدرها وقيمة الشركة وسيولة أسهمها وبالتالي يمكن بلورة مشكلة البحث في التساؤل التالي:-

ما هي العلاقة بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية التي تعدها؟ وما هو تأثير هذه العلاقة التفاعلية (في حالة وجودها) على سيولة الأسهم للشركات المقيدة في البورصة المصرية؟

أهداف البحث:

وللإجابة عن التساؤل السابق يستهدف البحث بشكل أساسي قياس العلاقة بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية وأثرها على سيولة الأسهم، وينقسم هذا الهدف إلى عدة أهداف فرعية كالتالي-

١- قياس مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين في ضوء الدليل الصادر عن (تداول ٢٠١٨،

٢- قياس مستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية الصادرة عن الشركات الممثلة لعينة البحث.

٣- قياس سيولة الأسهم للشركات الممثلة لعينة البحث.

أهمية البحث

تتمثل الأهمية العلمية لهذا البحث في تناوله لمبادئ ممارسات علاقات المستثمرين كأحد الأنشطة الرئيسية لحوكمة الشركات والذي يعد موضوع حديث نسبياً في البحوث العربية (في حدود علم الباحثة) وذلك بهدف دراسة علاقتها بمستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية والذي يعد إعداد وإصداره من أحد مسؤولياتها للوفاء بالاحتياجات المتزايدة للمعلومات من قبل المجتمع المالي، كما تتمثل الأهمية العملية في قياس أثر هذه العلاقة التفاعلية على كفاءة سوق الأوراق المالية المصري متمثلة في سيولة الأسهم بما يفيد المستثمرين في التأكد من الحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات استثمارية رشيدة والوقوف على مدى التزام الشركات المقيدة بالبورصة بمتطلبات دليل حوكمة الشركات المصري وقواعد القيد بالبورصة مما يساهم في زيادة كفاءة سوق المال.

حدود البحث

١- تقتصر الدراسة التطبيقية على قياس مستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية فقط دون غيره من أدوات الإفصاح الواردة في دليل حوكمة الشركات المصري باستخدام تحليل المحتوى اليدوي لاتفاق العديد من الدراسات السابقة على تطبيقه (Elzahar & Hussainey, 2012): محمد، ٢٠١٧: على ، ٢٠١٨: أبو زيد (٢٠١٩، محمد، ٢٠١٨،

٢- تقتصر عينة البحث على ٣٦ شركة مساهمة غير مالية من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، حيث تم استبعاد البنوك وشركات الخدمات المالية وذلك بسبب الطبيعة الخاصة لنشاط القطاع المالي والقوانين والإصدارات التي تحكم عمله .

٣- تقتصر الدراسة التطبيقية على قياس سيولة الأسهم باستخدام معدل دوران الأسهم لاتفاق العديد من الدراسات السابقة على دقته وتطبيقه (الجرف، ٢٠١٤: أبوخزانه ، ٢٠١٨: أحمد، ٢٠١٨) .

منهجية البحث

تعتمد الباحثة على المنهج الاستنباطي من خلال الإطلاع على الدراسات والبحوث السابقة المتعلقة بموضوع البحث ، كما قامت الباحثة بتوزيع قوائم استقصاء على أربع فئات (المحاسبين - الأكاديميين - المستثمرين - المحللين الماليين) لقياس مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين، كما اتبعت الباحثة منهج تحليل المحتوى اليدوي لقياس مستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث (٣٦ شركة) خلال فترة الدراسة التطبيقية (٢٠١٥: ٢٠١٧) بهدف اختبار فروض البحث وتقديم تفسيرات منطقية لنتائج اختبار الفروض ومقارنتها بنتائج الدراسات السابقة

خطة البحث : ينقسم البحث إلى عدة نقاط

- ١- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض.
- ٢- مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومسئولياتها عن إعداد تقرير الإفصاح كأحد وسائل الإفصاح السري وقياس أدائها.

- ٣- مفهوم الإفصاح السردى ومحدداته وطرق قياسه .
 ٤- مفهوم سيولة الأسهم والعوامل المؤثرة عليها .
 ٥- العلاقة بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السردى وأثرها على سيولة الأسهم .
 ٦- الدراسة التطبيقية .
 ٧- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية المقترحة .
 ٨- المراجع والملاحق .
- ١/ الدراسات السابقة واشتقاق الفروض

في ظل عدم كفاية الإفصاح المالى لتلبية احتياجات مستخدمي التقارير المالية السنوية من المعلومات كان لا بد من قيام الإدارة بالإفصاح السردى للوفاء بهذه الاحتياجات المتزايدة من المعلومات ، فالإفصاح يعد أحد آليات تحقيق كفاءة الأسواق المالية فغياب أو نقص المعلومات يؤدي إلى اتخاذ قرارات وردود أفعال غير صحيحة اقتصاديا مما يهدد تطور الاقتصاد ونموه ، وفى هذا السياق استهدف (Hussainey & Al-Najjar,2011) معرفة محددات الإفصاح السردى عن المعلومات المستقبلية وقياس العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومستوى المعلومات المستقبلية في الجزء السردى (كمؤشر لقياس عدم تماثل المعلومات) في التقارير السنوية للشركات البريطانية وتأثير خصائص الشركات واليات الحوكمة على هذه العلاقة ، وباستخدام تحليل المحتوى الالكتروني لقياس مستويات الإفصاح السردى تبين أن حجم الشركة هو العامل الرئيسي المؤثر في العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح ومستوى الإفصاح السردى عن المعلومات المستقبلية يليه عدد المديرين التنفيذيين في مجلس الإدارة والربحية ، كما تبين وجود ارتباط ايجابي بين سياسة توزيع الارباح وعدم تماثل المعلومات، بينما استهدف (Elzahr & Hussainey, 2012) معرفة محددات الإفصاح عن المخاطر في الجزء السردى في التقارير المرحلية لعينة من ٧٢ شركة غير المالية في المملكة المتحدة، وباستخدام منهجية تحليل المحتوى اليدوي ، تبين أن الشركات كبيرة الحجم تفصح عن المزيد من المخاطر وان نوع الصناعة يرتبط ايجابيا مع مستويات

الإفصاح عن المخاطر أما باقي الخصائص السيولة و المديونية و الربحية فتأثيرها ضعيف على مستويات الإفصاح عن المخاطر في الجزء السردى التقرير المرحلي .

كما حاول (أبو شلوع، ٢٠١٣) تحديد أصحاب المصالح الذين يوجه إليهم الإفصاح الاختياري وقياس أثر خصائص الشركات علي مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية ، وبالتطبيق على ٢٠ شركة في عام ٢٠٠٨، تبين وجود علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية وحجم الشركة ونوع الصناعة ودرجة المخاطر وهيكل الحوكمة ودرجة تعقد الأعمال ودرجة الاهتمام بالعلاقات مع أصحاب المصالح (المساهمين- المستثمرين) وإدارة رأس المال الفكري ، حيث تبين أن مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية لشركات العينة ٦٨.٦% منه ٤٤.٥% موجه لفئة المساهمين والمستثمرين ، بينما افترض (البسيونى ، ٢٠١٤) أن الإفصاح السردى يحسن من جودة المعلومات المحاسبية ويزيد من ثقة أصحاب المصالح ومن قدراتهم التنبؤية المستقبلية ، وقد تبين أن الإفصاح السردى يحد من المخاطر المحيطة بالشركات ويعزز الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية .

وفى نفس السياق حاول (Allee & Deangelis,2015) قياس مدى التشتت في اللهجة والكلمات في الإفصاح السردى لمعرفة ما إذا كان هذا التشتت في الكلمات واللهجة يؤثر على هيكل الإفصاح السردى ومنفعته، وقد تبين أنه يؤثر على كل من تقييم الأداء الحالى و المستقبلى للمديرين من قبل المستثمرين والحوافز التي يحصلوا عليه ، فالمديرون يتعمدوا عدم تقديم معلومات مفصلة (فضفاضة) فهم يفصحوا بالألفاظ وبالطريقة التي تعزز من أداءهم، بينما افترض (Hassanein & Hussainey,2015) ارتباط مستوى الإفصاح المستقبلى بالأداء الحالى للأرباح وان هذا الارتباط يؤثر على قيمة الشركة؟ وبالتطبيق على عينة من التقارير السردية في المملكة المتحدة خلال الفترة من (٢٠٠٥:٢٠١١)، تبين أن الإفصاح المستقبلى يكون غير مفيد أو لا يقدم محتوى معلوماتى مفيد إذا لم يختلف عن الإفصاح في العام السابق خاصة إذا كان هناك تغيير كبير في

أداء الشركة، وأنه يوجد ارتباط بين التغير في مدى الإفصاح المستقبلي والتغير في أداء أرباح الشركة، ولكن الدليل ضعيف على أن الشركات التي لديها تغييرات كبيرة في أداء الأرباح يكون لديها تغير مماثل في مدى الإفصاح المستقبلي .

واقترض (احمد ، ٢٠١٦) وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين أليات الحوكمة (أداء مجلس الادارة- فعالية لجان المراجعة- كفاءة المراجعة الداخلية- أداء المراجعة الخارجية) ومستوى الافصاح المحاسبى الاختيارى ، ومن خلال توزيع قوائم استقصاء على المحاسبين والمراجعين ببنك فيصل الاسلامى السودانى تبين وجود علاقة طردية بين تطبيق أليات الحوكمة المختلفة ومستوى الافصاح المحاسبى الاختيارى، وقام (Nekhili ,et al,2016) بقياس تأثير الإفصاح السردى عن البحوث والتطوير على القيمة السوقية لأسهم ٩٨ شركة فرنسية من (٢٠٠٠:٢٠٠٤) وأوضحت النتائج وجود ارتباط ايجابي غير معنوي بين الإفصاح السردى والقيمة السوقية ، كما تبين أن لجنة التعويضات واستقلالية لجنة المراجعة من أهم دوافع الإفصاح السردى عن أنشطة البحث والتطوير، واستهدف (البسيونى وزيدان ، ٢٠١٧) تحديد تأثير الإفصاح السردى المالى وغير المالى على تدفق الاستثمار الاجنبى المباشر فى البيئة المصرية ، ومن خلال توجيه استقصاء لأربع فئات هم المحاسبين و الاكاديميين والمستثمرين والمحللين الماليين ، تبين أن الإفصاح السردى يعد تطوير وتحسين للإفصاح المحاسبى الذى وجه له انتقادات عديدة فى الفترة الأخيرة بسبب تعقيداته والقصور فيه ، كما تبين وجود ارتباط ايجابي بين الإفصاح السردى وبين تدفق الاستثمار الاجنبى المباشر لذا يجب تفعيل الإفصاح السردى فى البيئة المصرية .

بينما استهدف (محمد ، ٢٠١٧) إعداد نموذج لقياس مستوى الإفصاح الاختيارى فى التقارير المالية السنوية وتحليل العلاقة بين جودة الاستحقاقات وعدم تماثل المعلومات واختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختيارى على هذه العلاقة ، وبالتطبيق على عينة مكونة من ٣٥ شركة من (٢٠١١:٢٠١٣)، تبين وجود علاقة ارتباط موجبة بين جودة الاستحقاقات وعدم تماثل المعلومات ووجود تأثير سلبي لمستوى الإفصاح الاختيارى على هذه العلاقة ، كما استطلع (ربيع ، ٢٠١٧) آراء المستثمرين والمحاسبين فى الشركات المقيدة بالبورصة

المصرية عن دور المحاسب الإداري وأدوات المحاسبة الإدارية في توفير المعلومات التي يتضمنها التقرير الاستراتيجي باعتباره أحد أدوات الإفصاح السردية، وأوضحت النتائج ارتفاع نسبة الموافقة بالنسبة لعينتي الدراسة على ضرورة الحاجة لإصدار التقرير الاستراتيجي في الشركات المقيدة في البورصة لارتفاع أهمية المعلومات التي يوفرها هذا التقرير.

في حين استهدف (أبو زيد، ٢٠١٨) قياس أثر مستوى الإفصاح السردية على سعر السهم بالتطبيق على التقارير السنوية وتساءل هل هذا الأثر يختلف باختلاف (حجم مكتب المراجعة- نوع القطاع- حجم الشركة- الربحية)، وبالتطبيق على ٢٦ شركة غير مالية من (٢٠١٢:٢٠١٦) وقياس مستوى الإفصاح السردية من خلال منهجية تحليل المحتوى اليدوي ، تبين وجود أثر ايجابي لمستوى الإفصاح السردية على سعر السهم وهذا الأثر يختلف باختلاف مكتب المراجعة وحجم وربحية الشركة ولكن لا يختلف باختلاف نوع القطاع ، وافترض (على، ٢٠١٨) أنه لا يوجد إطار مفاهيمي متكامل لطبيعة الإفصاح عن المعلومات السردية وانه لا يوجد أثر للتوسع في الإفصاح السردية على جودة التقرير المالي وقيمة المنشأة وإحكام وقرارات المستثمرين في السوق المصري ، ومن خلال توزيع قوائم استقصاء على (معدي القوائم المالية - المستثمرين - محلي القوائم المالية- الأكاديمين) تبين اتفاق الأربع فئات على أهمية الإفصاح السردية بالتقارير السنوية ووجود أثر للتوسع في الإفصاح السردية على ترشيد قرارات وأحكام المستثمرين ، كما تبين وجود علاقة بين مستوى الإفصاح السردية وقيمة المنشأة وجودة التقرير المالي .

وتساءل (Aly ,et al,2018) هل الأداء المالي من المحددات الرئيسية للهجة وألفاظ الإفصاح السردية في التقارير السنوية المصرية، وباستخدام تحليل المحتوى اليدوي لقياس مستويات الإفصاح السردية في التقارير السنوية ل ١٠٥ شركة مدرجة في البورصة المصرية، في الفترة من (٢٠١١:٢٠١٣) ، تبين أن الشركات المصرية تفصح عن الأخبار الجيدة أكثر من الإفصاح عن الأخبار السيئة وأن صافي الفروق بين الجيدة و السيئة أمر ايجابي ، كما تبين وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح السردية عن الأخبار الجيدة / السيئة

والأداء المالي مقاسا بالعائد على الأصول، ووجود ارتباط معنوي قوى بين حجم مكتب المراجعة والربحية والرافعة المالية ومعدل النمو والإفصاح السردي ، وأوضح (Asay ,et al,2018a,2018b) اختلاف تأثير أفاظ ولغة الإفصاح السردي على أداء الشركات فالأخبار السيئة أقل قراءة من الأخبار الجيدة وذلك بسبب اختيار المديرين لأفاظ قوية عند الإفصاح عن الأخبار الجيدة بينما يتعمدوا التثويش في الإفصاح عن الأداء الضعيف وتقديم تفسيرات سببية لضعف الأداء، حيث يثأثر المستثمرين بوجود الضمانات الشخصية في الإفصاح السردي من قبل المديرين لاعتقادهم أن الضمير الشخصي يزيد من مصداقية الإفصاح السردي ، وتسأل (Chauhan & Kumar ,2018) ما هو تقييم المستثمرين للإفصاح غير المالي (البيئي والاجتماعي والحوكمة) في الأسواق الناشئة وذات القوانين الضعيفة لحماية المستثمرين ؟ خاصة بعد أن أصبح الإفصاح المالي أقل ملائمة للقرارات الاستثمارية في العقود الأخيرة ، وبالتطبيق على عينة كبيرة من الشركات الهندية تبين أن الإفصاح غير المالي يعد أكثر فائدة وقيمة حاليا من الإفصاح المالي فهو يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل وارتفاع التدفقات النقدية التشغيلية وقيمة الشركة.

وتسأل (Lipe,2018) ما هي مميزات الإفصاح السردي وما هي ردود فعل المستثمرين تجاهه؟ حيث تبين أن ردود فعل المستثمرين تتوقف على مستوى الإفصاح السردي والمحتوى المعلوماتي له وسهولة القراءة للتقارير والأفاظ المستخدمة واستخدام الضمانات الشخصية والصور و المهارات الشخصية لمعدّي التقارير ، وتسأل (محمد ، ٢٠١٩) هل تختلف العلاقة بين الإفصاح السردي الإلكتروني بالتقارير السنوية وبين قرار الاستثمار باختلاف البيئة السياسية المصرية؟ وبالتطبيق على ٣٣ شركة تنتمي لمختلف القطاعات الاقتصادية خلال (٢٠٠٧:٢٠١٧)، تبين أن ١٤.٦% من شركات العينة تصدر تقارير سنوية إلكترونية وان مستوى الإفصاح السردي في السوق المصري بلغت ٢١.١٦% ، كما تبين وجود اختلاف في طبيعة الإفصاح السردي الإلكتروني خلال فترة الدراسة ووجود علاقة سلبية غير معنوية بين نسبة الإفصاح السردي في التقرير السنوي وقرار الاستثمار وإيجابية غير معنوية بين حجم الإفصاح السردي وقرار الاستثمار (مقاسا بقيمة المنشأة) ، واستهدف (Hassanein

(el al,2019) قياس تأثير الإفصاح السردي المستقبلي في التقارير السنوية على تقييم المستثمرين لأسهم الشركات غير المالية في المملكة المتحدة خلال الفترة من (٢٠٠٥:٢٠١٤) وقد تم تقسيم شركات العينة إلى جزأين بناء على حجم شركة المراجعة (من الـ 4 أو لا)، وأوضحت النتائج أن الإفصاح السردي المستقبلي يعزز بشكل إيجابي من تقييم المستثمرين في الشركات التي يتم مراجعتها من قبل أحد مكاتب Big 4 وليس له أي تأثير على تقييم الشركات الأخرى ، فحجم شركة المراجعة يعزز من مصداقية الإفصاح السردي المستقبلي والذي يمكن من معرفة المزيد حول الشركة من وجهة نظر مجلس إدارتها.

وتستخلص الباحثة مما سبق وجود محددات متنوعة ومختلفة لمستوى الإفصاح السردي (الإلزامي - الاختياري) في مختلف التقارير السنوية التي تصدرها الشركات وهذا ما جعل الباحثة تسعى لقياس مستوى الإفصاح السردي بتقارير الإفصاح ربع السنوية والتي تصدرها الشركات وفقا للمتطلبات الواردة بدليل حوكمة الشركات المصري والمادة (٣٠) من قواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية والصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية بقرار رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ ؟ ومن خلال هذا التساؤل يمكن صياغة الفرض الأول بالشكل التالي :

الفرض الأول H_1 :- يوجد اختلاف معنوي بين الشركات المقيدة في البورصة المصرية في مستوى الإفصاح السردي بتقارير الإفصاح ربع السنوية.

في سياق آخر قام (Dolphin, 2004) بدراسة تجريبية لدور علاقات المستثمرين كجزء من إستراتيجية الاتصالات في المنظمات البريطانية لتحديد أثرها في إدارة العلاقات بين المنظمات الوطنية والدولية والمستثمرين وأصحاب المصلحة بشكل عام، وتبين إنها أصبحت وظيفة اتصال إستراتيجية مؤسسية وتضيف ميزة تنافسية للمنظمات وتؤثر على معدلات النمو والخطط المستقبلية وبناء السمعة الدولية للشركة ، فهي أساس النجاح المستدام للأعمال، بينما أعد (Laskin, 2009) دراسة ميدانية لهذه الوظيفة في ٥٠٠ شركة لتحديد أنشطة علاقات المستثمرين والفئة التي تستهدفها ووضعها في الهيكل التنظيمي

والمستوى التعليمي لمسئول علاقات المستثمرين و المشاكل التي يواجهها ، حيث تبين أنه على الرغم من كون علاقات المستثمرين ذات أهمية حيوية للشركات ، إلا أنها لم تحظى بالاهتمام سواء في البحوث الأكاديمية المالية أو العلاقات العامة، وحاول (Hu and Yu,2010) قياس العلاقة بين مستوى أداء علاقات المستثمرين (بمقياس فاعلية الاتصالات وتقارير أداء العاملين في هذه الإدارة في عام ٢٠٠٧ في الشركات الصينية المدرجة في البورصة و عدم تماثل المعلومات ، وأظهرت النتائج وجود ارتباط معنوي قوى بين علاقات المستثمرين والحد من عدم تماثل المعلومات (والتي تم قياسها من خلال السيولة) فهذه الإدارة تعمل على زيادة كمية ودقة المعلومات .

بينما استهدف (دسوقي وموسى ، ٢٠١٠) قياس أثر خصائص الشركة وعوامل الحوكمة على الإفصاح الإلكتروني عن علاقات المستثمرين في الشركات البحرينية ، وبالتطبيق على ٣٤ شركة لديها مواقع الكترونية من بينهم ٩ شركات لديها قسم منفصل خاص بعلاقات المستثمرين ، تبين وجود علاقة قوية ايجابية بين الإفصاح الإلكتروني عن علاقات المستثمرين و خصائص الشركة وأليات الحوكمة ، ووجود علاقة سلبية بين الإفصاح الإلكتروني عن علاقات المستثمرين ونوع نشاط الشركة وربحيتها، وقارن (2013, Yanjie and Wan) بين المحتوى المعلوماتي لموقع علاقات المستثمرين على شبكة الإنترنت بين البلدان المتقدمة والنامية وذلك من خلال إعداد مؤشر لتقييم محتوى الموقع يتكون من ٨٢ بنداً ، حيث تبين أن موقع علاقات المستثمرين على شبكة الإنترنت (WIR) وسيلة سريعة وفعالة من حيث تكلفة الإفصاح عن المعلومات بين الشركات والمستثمرين ، حيث اتضح أن ٣٨% من المستثمرين الأفراد يستخدموا الإنترنت كمصدر للمعلومات وافترض (Kirk & Vincent, 2014) وجود ارتباط ايجابي بين حجم الاستثمارات في تأسيس إدارة علاقات المستثمرين و(مستوى الإفصاح - متابعة المحللين - ملكية المستثمر المؤسسي - السيولة - تقييم السوق) ، وتبين وجود ارتباط ايجابي معنوي بين خبرة مسؤولي IR المهنية في الإفصاح وارتفاع السيولة وتقييم السوق من قبل المحللين

والمستثمرين المؤسسيين وتزايد حجم الاستثمار في IR، كما تبين أن مسئولى IR يهتموا
باحترافية في الإفصاح وتنظيم العلاقات مع المحليين والمستثمرين .

بينما ذكر (Ragas & Laskin, 2014; Ragas, et al, 2014) أنه بالرغم من
أن الشركات تتفق عشرات الملايين من الدولارات كل عام على علاقات المستثمرين لتزايد
أهميتها مع تزايد تعقد أسواق رأس المال إلا أنه تم إجراء القليل من الأبحاث لقياس عائد
هذه الاستثمارات ، ولذا حاولوا تحديد الأساليب الكمية والنوعية لقياس نجاح علاقات
المستثمرين في تحقيق أهداف الشركة وإضافة قيمة لها ، وتم اقتراح استخدام سعر السهم
لقياس العائد على الاستثمارات في علاقات المستثمرين، في نفس السياق حاول (Nel &
Brummerb, 2016) تطوير قياس جودة علاقات المستثمرين من خلال اقتراح أداة
لقياس تعدد على أساس المبادئ التوجيهية لأفضل الممارسات الصادرة عن جمعية علاقات
المستثمرين (NIRI)، وشملت أداة القياس المقترحة ٣٤٦ سمة أو خاصية ، وحاول (Hope
et al, 2017) تحديد الآثار الاقتصادية المترتبة على تعيين محللين ماليين كموظفين في
علاقات المستثمرين (IR) حيث افترض أن المحليين الذين يعملوا كمسؤولين في علاقات
المستثمرين لديهم ميزة تنافسية في التواصل مع المستثمرين مما يحسن من هيكل الإفصاح
في هذه الشركات ويقلل الجهد الذي يبذله المجتمع المالي في قراءة وتفسير المعلومات
المفصّل عنها .

واقترض (Bushee, et al, 2018; Matsika, 2017; Kirk & Markov, 2016)
أن التعاملات المباشرة واللقاءات المنفردة مع المحليين والمستثمرين والمؤتمرات التي تعقدها
علاقات المستثمرين كوسيلة جديدة للإفصاح تتميز بارتفاع المحتوى المعلوماتي لها كما
تتميز في نوعية المعلومات وكيفية تنظيم الإفصاح فيها من حيث تجميع ومعالجة معلومات
الشركة وهو ما يؤثر على عائد وتداول الأسهم وتوقعات المحليين ، فالتفاعل وجهاً لوجه
يقدم صورة أكثر اكتمالا عن الشركة ويشكل بيئة معلوماتها، وتعد هذه اللقاءات والتعاملات
من مسؤوليات وأنشطة المدير التنفيذي أو المدير المالي أو مسئول علاقات المستثمرين ،

فهذه اللقاءات تعد حالياً أهم استراتيجيات الاتصال ثنائية الاتجاه لتعزيز العلاقات والحفاظ

عليها .

بينما فحص (Crifo, et al, 2018) العلاقة القوية بين آليات حوكمة الشركات

(استقلالية مجالس الإدارة وخبراتهم - اتصالات مسؤولي علاقات المستثمرين) والإفصاح

عن استدامة الشركات وبالتطبيق على ١٢٠ شركة فرنسية في عام ٢٠١٣ ، تبين أنه كلما

زادت نسبة الأعضاء ذوى الخبرة كلما ارتفع أداء الشركة وتبين أن اتصالات مسؤول علاقات

المستثمرين ترتبط سلبياً بالإفصاح عن استدامة الشركات ، وحاول (Brown ,et al,2019)

استكشاف دور مسؤول علاقات المستثمرين في تطوير هيكل ومحتوى الإفصاح السري ،

وقد تبين أنه يلعب دوراً رئيسياً في إدارة اتصالات الشركة مع المستثمرين و المحللين

الماليين ويعزز من تقييمهم لقيمة الشركة ، حيث اتضح من خلال إجراء مقابلات ميدانية مع

٦١٠ مسؤول علاقات مستثمرين في الشركات العامة في الولايات المتحدة القيمة الكبيرة

والطبيعة المميزة للاتصالات بين مسؤول علاقات المستثمرين والمحللين والمستثمرين و

تأثيرها الكبير على إفصاح الشركة خاصة فيما يتعلق بتوقعات الأرباح .

كما افترض (Chapman , et al,2019) أن مسؤولى علاقات المستثمرين (IR)

يؤثروا على قيمة الشركة من خلال تسهيل استيعاب معلومات وإفصاح الشركة من المشاركين

في الأسواق المالية ، ومن خلال إجراء تحليل للبيانات المتوفرة الخاصة بوجود موظف في

الشركات للرد على أسئلة علاقات المستثمرين الدورية على موقع الشركة سواء كان هذا

الموظف المدير المالي أو المدير التنفيذي أو مسؤول علاقات المستثمرين أوضحت النتائج

أن الشركات التي يتعدد فيها مناصب مسؤول علاقات المستثمرين لديهم تقلبات طفيفة في

أسعار الأسهم وانخفاض تشتت توقعات المحللين وارتفاع دقتها وذلك يرجع إلى مساعدتهم

للمشاركين في السوق في استيعاب وفهم المعلومات المختلفة عن الشركة ، وتستخلص

الباحثة مما سبق اتفاق نتائج معظم الدراسات السابقة على الدور الكبير والمتنامي

لممارسات علاقات المستثمرين والتي تعد أهم قنوات التواصل بين الشركات والمجتمع المالي

وارتباطها بمستوى وشكل ونوع الإفصاح في التقارير المختلفة ولكن هذه الدراسات طبقت في دول مختلفة أغلبها دول متقدمة فما هو الوضع في البيئة المصرية ؟ ومن خلال هذا التساؤل يمكن صياغة الفرض الثاني بالشكل التالي :

الفرض الثاني H₂:- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث .

وفي سياق آخر استهدف (إبراهيم ، ٢٠٠٦) إعداد إطار محاسبي لقياس أثر محددات حوكمة الشركات وهياكل الملكية المختلفة على تنشيط سوق الأوراق المالية المصري (مقاسا بمعدل دوران الأسهم) في الفترة (١٩٩٢:٢٠٠٤) ، حيث تبين وجود ارتباط طردي معنوي بين حوكمة الشركات ومستوى كفاءة سوق الأوراق المالية ، وأوضح (Chung et al, 2010) أن الشركات التي تطبق آليات حوكمة داخلية قوية لديها فروق أسعار أقل فكل مؤشرات السوق تكون لديها جيدة وأهمها ارتفاع سيولة الأسهم (مقاسه بهامش السعر) وارتفاع معدل دوران الأسهم و تخفيض عدم تماثل المعلومات ، فآليات الحوكمة الداخلية تدعم التواصل مع كبار المستثمرين وتحسن من الشفافية والإفصاح وتخفف من عدم تماثل المعلومات .

وأفترض (Loukil and Yousfi , 2012) وجود تأثير لمحتوى التقارير السنوية والمواقع الالكترونية على سيولة الأسهم وبالتطبيق على الشركات التونسية تبين عدم وجود تأثير للمعلومات العامة التي يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية و المواقع الالكترونية على سيولة الأسهم وذلك لعدم ثقة المستثمرين التونسيين في المحتوى المعلوماتي للتقارير السنوية والمواقع الالكترونية فهي لم تخفف عدم تماثل المعلومات لديهم ، وحاول (Elshandidy and Neri , 2015) قياس العلاقة بين آليات حوكمة الشركات وممارسات الإفصاح عن المخاطر وتأثير هذه العلاقة على سيولة السوق و بالتطبيق على الشركات البريطانية و الإيطالية ، تبين أن آليات الحوكمة (خصائص مجلس الإدارة) تؤثر معنويا

على مستوى الإفصاح عن المخاطر في الجزء السردى في التقارير السنوية مما يحسن من سيولة الأسهم، فكلما كانت آليات الحوكمة قوية كلما زاد مستوى الإفصاح عن المخاطر في البيانات التي تتمتع بقوانين قوية لحماية المستثمر مثل البيئة البريطانية.

وذكر (Esterhuysen and Wingard, 2016) أن الممارسات الجيدة لعلاقات المستثمرين تساهم في تحسين أسعار الأسهم و سيولة الأسهم ومتابعة المحللين ، فحين امتثلت الشركات المدرجة في بورصة جوهانسبرج للمبادئ التوجيهية الدولية لأفضل ممارسات علاقات المستثمرين الصادرة عن (NIRI) حققت التواصل الفعال والكفاء مع المستثمرين مما ساهم في ارتفاع أسعار وسيولة الأسهم ، وأوضح (Ali , et al , 2017) أنه يوجد علاقة معنوية ايجابية بين تطبيق آليات حوكمة الشركات وسيولة الأسهم فكلما ارتفعت جودة آليات حوكمة الشركة كلما ارتفعت سيولة أسهم الشركة ، فتطبيق آليات الإفصاح والشفافية طبقا لدليل الحوكمة يعنى ارتفاع مستوى الإفصاح المالي وغير المالي مما يحسن من سيولة الأسهم ، كما حاول (Brockman, et al, 2017: Schoenfeld , 2017) قياس تأثير اللقاءات والمقابلات المباشرة والمؤتمرات التي تعقدها إدارة الشركات مع المستثمرين على سيولة الأسهم ، حيث تبين ارتفاع سيولة الأسهم في الشركات التي تعقد هذه اللقاءات والمقابلات المباشرة والمؤتمرات لما تتميز به من ارتفاع مستوى الإفصاح السردى فالإفصاح السردى الاختياري يرتبط ايجابيا بسيولة الأسهم بها ، كما تبين وجود ارتباط ايجابي معنوي بين التطبيق الفعال لآليات حوكمة الشركات وسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية الماليزية ففعالية الآليات تحسن من سيولة الأسهم.

واستهدف (فودة ، ٢٠١٧) قياس العلاقة بين سيولة الأسهم (معبرا عنها بهامش أو مدى السعر النسبي) وممارسات إدارة الأرباح (تم قياسها من خلال الاستحقاقات) ، حيث تبين أن قياس سيولة الأسهم يتطلب الحصول على المزيد من المعلومات لاتخاذ القرارات الاستثمارية بناءا عليها ولذا يجب زيادة مستوى الإفصاح بما ينعكس ايجابيا على تحسين البيئة المعلوماتية ، و الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات باعتبارها السبب

الرئيسي لتطبيق الإدارة لممارسات إدارة الأرباح الانتهازية مما يسهم في الحد من تطبيق هذه الممارسات ، وتستخلص الباحثة مما سبق تبين نتائج الدراسات السابقة حول تأثير مستوى الإفصاح السري الموجه للمستثمرين من خلال علاقات المستثمرين سواء من خلال اللقاءات والمؤتمرات المباشرة أو من خلال المواقع الالكترونية للشركات على سيولة الأسهم ولكن هذه الدراسات تم تطبيقها في بيئات مختلفة بعضها ناشئة مثل البيئة التونسية والمليزية وهو ما جعل الباحثة تتساءل هل يوجد تأثير للعلاقة التفاعلية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين كأحد أنشطة حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث (في حال وجودها) على سيولة الأسهم وفي حال وجوده ماهي طبيعته (معنوي أم لا ؟ ايجابي أم سلبي) ؟ ومن خلال هذا التساؤل يمكن صياغة الفرض الثالث بالشكل التالي :

الفرض الثالث H₃:- يوجد تأثير معنوي للعلاقة التفاعلية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث على سيولة الأسهم.

٢- مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومسئولياتها عن إعداد تقرير الإفصاح كأحد وسائل الإفصاح السري وقياس أدائها

في عام ١٩٦٩ تم تأسيس (NIRI) المعهد الوطني لعلاقات المستثمرين National Investor Relations Institutes وهي جمعية أمريكية متخصصة تضم مهنيين وخبراء علاقات المستثمرين المسؤولين عن إدارة الاتصالات بين الشركات والمستثمرين والمجتمع المالي ، وتعد الدراسات الأكاديمية لعلاقات المستثمرين حديثة نسبيا بالرغم من أهميتها كقناة للتواصل والتفاعل المنتظم مع المحللين الماليين والمستثمرين ومساعدتهم في تفسير إفصاح الشركات وتعزيز الإفصاح السري للشركة وتبادل الملاحظات مع إدارة الشركة ، فعملها هو في صميم الأنشطة المتعلقة بالإفصاح لدرجة أن مسئول علاقات المستثمرين يسمى

أحيانا ب "رئيس الإفصاح" فهو المسئول عن تحديث بيانات الإدارة العليا حول ما يفكر فيه المحللون والمستثمرون والتحضير للاجتماعات وإدارة توقعات كل من جانب البيع والشراء ونقل رؤية ورسالة الشركات إلى المستثمرين (NIRI,2004).

وفي هذا السياق أكد (Dolphin,2004) على تزايد أهمية وظيفة علاقات المستثمرين داخل الشركات فمن خلالها تتواصل الإدارة العليا بشكل مكثف مع المستثمرين والمساهمين والمحللين والمصرفيين، فمن المعتاد أن تتواصل الشركة مع جميع أصحاب المصلحة من خلال العلاقات العامة لكن التواصل مع المستثمرين أمر صعب للغاية يتطلب التخصص في المتعاملين معهم ، فوظيفة علاقات المستثمرين تضيف قيمة جديدة للشركة وتساهم في تدفق الاستثمارات إلى الشركة فهي عامل نجاح رئيسي في النمو والتطوير والابتكار وخلق قيمة جديدة ، كما أوضح (Hong & Ki,2007) أن من أهم مسؤوليات وظيفة علاقات المستثمرين تقديم المشورة للإدارة العليا وبناء سمعة جيدة للشركة فمسئوليتها تجمع بين المالية والاتصالات والتسويق والامتثال لإصدارات البورصة أي أنها نشاط تسويقي للشركة يجمع بين تخصصات الاتصالات والتمويل وتزويد المستثمرين الحاليين والمحتملين بصورة دقيقة عن أداء الشركة الحالي والمتوقع مما يجعل الاتصال أكثر فعالية في اتجاهين بين الشركة والمجتمع المالي .

وعرفها (Laskin ,2009) بأنها قناة التواصل الاستراتيجي التي تخطت مرحلة أعداد التقارير المالية إلى بناء علاقات مع المجتمع المالي والحفاظ عليها ، فهي تشمل جانبي المالية والاتصالات ، بينما ذكر (Hu and Yu,2010) أنها إدارة إستراتيجية توضح عن المعلومات بشكل متكامل وتتواصل مع المجتمع المالي بفعالية وشفافية في الإفصاح مما يحد من السلوك الانتهازي للإدارة وتعظيم أداء الشركات، حيث تلعب أنشطتها دورا هاما في جذب المزيد من المتابعة من قبل المؤسسات والمستثمرين ووسطاء المعلومات الأخرى ، في نفس السياق أوضح (Hoffmann and Fieseler,2012) أنها وظيفة اتصال استراتيجي وليس مجرد مورد للبيانات المالية فهي تقوم بدور استراتيجي في تعزيز

اتصالات الشركة و تشكيل صورة وقيمة الشركة لدى جميع أصحاب المصالح ، بينما عرفها (Ragas ,et al,2014) أنها إدارة اتصالات ثنائية الاتجاه بين الشركة وأعضاء المجتمع المالي فعلاقات المستثمرين مثل العلاقات العامة تساهم في الفعالية التنظيمية للشركات وخلق علاقات إيجابية مع أصحاب المصالح .

وعرفها (Kirk & Vincent, 2014) بأنها وظيفة داخلية في المنشأة مسنولة عن تنظيم الاتصالات بين الجهات الداخلية (الإدارة) والجهات الخارجية (المستثمرين- المحليين وغيرهم) ولذلك يؤثر حجم الاستثمارات في هذه الوظيفة على هيكل (أشكال وسياسات) الإفصاح بالمنشأة ، كما تؤثر على سلوك المحليين والمستثمرين والاتصالات بشكل عام مع الأسواق المالية لذا يسمى بوكيل أو رئيس الإفصاح ، وقد زاد انتشار IR كمجال وظيفي متميز داخل الشركات المدرجة في البورصة على مدى العقد الماضي ، وأشار (Nel & Brummerb, 2016) أن علاقات المستثمرين هي الرابط بين الشركة والمجتمع المالي الذي يوفر جميع أنواع المعلومات (الإلزامية وطوعية ، مالية وغير مالية) التي تساعدهم في تقييم الشركة ، وذكر (Matsika, 2017) أن علاقات المستثمرين (IR) أصبحت مجال تركيز رئيسي في الدراسات الأكاديمية والمهنية في العقود القليلة الماضية، بالرغم من الخلاف على هوية أنشطة علاقات المستثمرين هي مالية أم إدارة اتصالات أم علاقات عامة ، وتستخلص الباحثة مما سبق أن علاقات المستثمرين هي وظيفة محورية إستراتيجية يشمل عملها جوانب مالية واتصالات وتسويق وامتثال لقوانين السوق المالية تستهدف التواصل الثنائي الفعال بين الشركة والمجتمع المالي لتوضيح رؤية الشركة وتخفيض عدم تماثل المعلومات مما يزيد من وضوح الرؤية عن سعر وحجم تداول الأسهم ويسهم في تحقيق قيمة عادلة لأسهم الشركة لذا يمكن تسميتها بالوكيل المباشر للإفصاح .

٢/١ المبادئ الأساسية لممارسات علاقات المستثمرين

في هذا السياق أصدرت (NIRI) معايير الممارسة لعلاقات المستثمرين في ٢٣ أبريل ٢٠١٢ والتي تتمثل في مبادئ توجيهية شاملة مصممة لتعكس أفضل الممارسات الحالية

لعلاقات المستثمرين والتي تستخدم لتقييم أو لقياس مدى نجاح علاقات المستثمرين من خلال التزامهم بهذه المعايير أو المبادئ ، كما أعلنت " تداول" السعودية نشر دليل استرشادي يتضمن أفضل الممارسات لعلاقات المستثمرين، والذي يتجدد ويتطور مع مرور الوقت للوصول إلى أفضل الممارسات والذي يساعد في وضع الأسس السليمة لتفعيل وظيفة علاقات المستثمرين لما يتضمنه من جوانب تفصيلية لمهامها ومسئوليتها والفوائد المتحققة من تفعيلها، وتضم أفضل ممارسات علاقات المستثمرين خمسة مبادئ أساسية هي (دليل أفضل الممارسات في مجال علاقات المستثمرين (تداول، ٢٠١٨) :-

أ- الالتزام :- ويعنى ضرورة التزام مجلس الإدارة والإدارة العليا تجاه علاقات المستثمرين لتحقيق المصداقية مع السوق المالي وغرس الثقافة الصحيحة في جميع أنحاء الشركة.

ب- الاتساق :- ضرورة الاتساق في المحتوى المعلوماتي لرسالة الشركة المفصح عنها لتحقيق فعالية ومصداقية علاقات المستثمرين بالإضافة لعدم التباخر ورسم صورة مغايرة للواقع والتواصل المستمر مع المجتمع المالي في كافة الأوقات.

ج- الوضوح :- ضرورة أن تكون رسالة وإستراتيجية وأهداف ومهام علاقات المستثمرين واضحة.

د- قناة اتصال :- لكي تتحقق فعالية علاقات المستثمرين يجب أن تكون قناة اتصالات ثنائية الاتجاه تستمع إلى وتتحدث مع السوق (تبادل المعلومات مع المستثمرين) مما يساعد في الحد من المعلومات غير الرسمية التي تصلهم وعدم تماثل المعلومات لديهم

هـ- المصداقية :- يجب أن يكون مسئول علاقات المستثمرين متحدث رسمي يحظى بثقة الجميع وان يتصف بالمصداقية في اتصالاته مع السوق المالي (خارجيا) ومع الإدارة العليا و التنفيذية وكافة أقسام الشركة (داخليا).

٢/٢ مسؤولية علاقات المستثمرين عن إعداد تقرير الإفصاح كأحد وسائل الإفصاح

السردى

تعد علاقات المستثمرين هي المسؤولة بالتعاون مع إدارة الشركة في إعداد تقرير (نموذج) الإفصاح وهو تقرير ربع سنوي ويسمى بتقرير الإفصاح في دليل حوكمة الشركات أو الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين وفقا للمادة (٣٠) من قواعد القيد بالبورصة ، ويتضمن هذا التقرير ما يلي (الدليل المصري لحوكمة الشركات ، الإصدار الثالث، ٢٠١٦) (قواعد قيد الأوراق المالية بالبورصة المصرية، المادة ٣٠، ٢٠١٤) :-

- بيانات الاتصال بالشركة.
- مسئول علاقات المستثمرين وبيانات الاتصال به.
- هيكل المساهمين الذين يمتلكون نسبة ٥ % فأكثر من أسهم الشركة.
- هيكل المساهمين الإجمالي موضحاً به الأسهم حرة التداول.
- تفاصيل أسهم الخزينة لدى الشركة.
- التغييرات في مجلس إدارة الشركة وأخر تشكيل للمجلس.
- تشكيل اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة.

٣/٢ قياس أداء علاقات المستثمرين

يتطلب تأسيس إدارة علاقات المستثمرين استثمارات مالية كبيرة مما يتطلب وجود مقياس لتقييم عائد هذه الاستثمارات حيث يمثل قياس فعالية أداء علاقات المستثمرين صعوبة لعدم وجود معايير كمية للقياس ، وقد افترض (Ragas :et al,2014) : Nel & Brummerb, 2016 : Matsika, 2017) أن أداء أسعار الأسهم من الممكن أن يكون مقياس مناسب لقياس أداء علاقات المستثمرين على اعتبار أن من الأهداف الرئيسية لعلاقات المستثمرين رفع أسعار الأسهم للحد الأقصى و لذا أي تحسن في أسعار الأسهم يرجع لأداء علاقات المستثمرين بالإضافة إلى اقتراح مؤشرات أداء رئيسية مختلفة بالإضافة لأداء سعر السهم ومن هذه المؤشرات تباين توقعات الأرباح و تقلبات سعر السهم و تنبؤات المحللين الماليين ومتوسط فترة امتلاك الأسهم.

وترى الباحثة أن هذا الافتراض غير صحيح لوجود العديد من العوامل التي تؤثر على أسعار أسهم الشركة والتي لا تقع في نطاق التحكم المباشر لعلاقات المستثمرين بالرغم من أن مسؤولياتها وأعمالها تغطي أجزاء مختلفة من أعمال الشركة فمن الصعب إقامة صلة سببية مباشرة بين علاقات المستثمرين وسعر سهم الشركة، فسعر السهم هو انعكاس لأداء مختلف إدارات الشركة

فكيف يمكن نسب أي تغير أو تحسن فيه لإدارة بعينها؟ فلا شك أن الاتصالات والإفصاح هو أساس نجاح IR، ولذلك لا بد من تقييم وقياس العائد على استثمارات الشركة في IR في ضوء تقييم الرسالة التي توجهها للمجتمع المالي من حيث محتواها ومصداقيتها ووضوحها واتساقها وهذا ما دعا الباحثة لقياس أداء علاقات المستثمرين من خلال توجيه قائمة استقصاء لأربع فئات (محاسبين - أكاديمين - مستثمرين - محللين ماليين) تم إعدادها في ضوء مبادئ دليل أفضل الممارسات في مجال علاقات المستثمرين الصادر عن السوق المالية السعودية (تداول ، ٢٠١٨) والموضحة في ملحق (١) (Nel & Brummerb, 2016: Esterhuysen and Wingard, 2016)

٣/ مفهوم الإفصاح السردي ومحدداته وطرق قياسه

يحظى الإفصاح المحاسبي باهتمام الباحثين دائما في محاولة لمعرفة أنواعه و محدّداته والمحتوى المعلوماتي الذي يفصح عنه في التقارير المختلفة وطرق قياس هذا المحتوى وتحديد مدى الالتزام بمتطلبات الإفصاح وفقا للمعايير والإصدارات المهنية المختلفة ، والإفصاح السردي أو الإفصاح القصصي هو الإفصاح خارج نطاق القوائم المالية وينقسم إلى إفصاح إلزامي (مثل الإفصاح في الإيضاحات المتممة للقوائم المالية واختياري مثل الإفصاح عن بعض المعلومات عبر الإنترنت) ، وقد عرفه Orens & Lybaert (2007) بأنه جميع المعلومات غير المالية الاختيارية التي يتم الكشف عنها خارج القوائم المالية الصادرة وتزايد أهميتها بسبب زيادة المنافسة والعولمة ، والتطورات التكنولوجية ، وتعتمد عليها توقعات المحللين الماليين .

كما عرفه (البسيونى، ٢٠١٤) بأنه توضيح وتفسير الإحداث الداخلية والخارجية المحيطة بالشركة في تقارير غير مالية سرديّة عن المخاطر والاستراتيجيات الحالية والمستقبلية مما يساعد مستخدمى القوائم المالية اتخاذ القرارات بدقة ، فى نفس السياق أشار (عبد الجليل وأبو نصار، ٢٠١٤) أن مستوى الإفصاح السردى يتأثر بتكلفة إعداد البيانات التى يفصح عنها وقناعات الإدارة عن المنافع المتوقعة والمخاطر المرتبطة بالإفصاح الاختيارى ومدى استخدامه والاستفادة منه من قبل المستثمرين والموردين والجهات الحكومية وخصائص الشركة وقواعد الحوكمة والمنافسين ومعايير الإفصاح المالى.

وأشار (Garefalakis, et al,2017) إلى تزايد أهمية الإفصاح السردى بدرجة كبيرة فالمعلومات السردية أصبحت مركزية في تقييم الشركات من قبل المشاركين في الأسواق المالية ، فهي معلومات مبتكرة وغير مالية (FASB 2001) تحسن من جودة تقارير الشركات، ولذا يجب أن يكون معدي هذه المعلومات قادرين على تعزيز كمية ونوعية المعلومات السردية الهائلة التي يتم الإفصاح عنها للمستثمرين ويسمى الجزء السردى من التقارير المالية في الولايات المتحدة باسم "المناقشات الإدارية والتحليل (MD&A) بينما في المملكة المتحدة تسمى بالمراجعة المالية والتشغيلية (OFR) وفى معظم البلدان الأخرى يسمى بالتفسيرات الإدارية (MC) (IASB, 2005: 2006:2010) فهو مكمل للإفصاح في التقارير المالية بحيث أصبح عنصرا أساسيا في التقارير المالية للشركة.

وأوضح (محمد ، ٢٠١٧) أن التباين في مستوى الإفصاح الاختيارى في التقارير المالية يرجع إلى العديد من العوامل كخصائص الشركات وقواعد الحوكمة ومعايير المحاسبة الدولية وتعليمات هيئات الأوراق المالية، وتساءل (Bonsall & Miller,2017) هل يؤثر الإفصاح السردى على التصنيف الائتماني للشركات فكل الدراسات السابقة ركزت على قياس تأثير الإفصاح المالى حيث أكدت على أن الإفصاحات المالية الأقل قابلية للقراءة مرتبطة بتصنيفات أقل من قبل وكالات التصنيف وارتفاع تكلفة الديون، حيث تبين أن الإفصاح السردى يحسن فهم واستيعاب التقارير السنوية لذا يؤثر على سوق سندات الشركات ،

فالتقارير السنوية المعقدة تحصل على تقديرات ضعيفة من وكالات التصنيف لمخاطر العندات، وأكد (Merkley,2014) أن المديرين الذين حصلوا على مكافآت غير عادلة يميلوا لتشويه قراراتهم التشغيلية ، فالتقرير السردى يخفض من التشويه في القرارات التشغيلية.

وتوجد طرق عديدة لقياس مستوى الإفصاح السردى من أهمها أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis، وهو أسلوب لتحليل محتوى التقارير المكتوبة مثل التقارير المالية ويستخدم لقياس نوعيه و كمييه و جوده الإفصاح المحاسبى بالتقارير المالية و هو يعتمد بصوره أساسيه على عدد و نوعيه المعلومات أو الجمل المذكورة بالتقارير المالية و التي تدل على المعلومات التي يحتاجها متخذي القرارات مثل المستثمرين (Elzahar & Hussainey,2012: أبو شلوع، ٢٠١٢، أحمد، ٢٠١٤، محمد، ٢٠١٧، على، ٢٠١٨، أبو زيد، ٢٠١٨، محمد، ٢٠١٩)، وتستخلص الباحثة مما سبق أن الإفصاح السردى يزيد من فهم واستيعاب جميع أصحاب المصالح للتقارير السنوية والتي تعتمد عليها في اتخاذ قراراتها سواء كانوا متخصصين أو لا في تحليل المحتوى والتحليل المالي للقوائم.

٤/ مفهوم سيولة الأسهم (Stock Liquidity) والعوامل المؤثرة عليها

تعد كفاءة الأسواق المالية أحد أسباب ازدهار النشاط الاقتصادي في أى دولة ومن أهم المؤشرات التي تقيس كفاءة هذه الأسواق هي مؤشر سيولة الأسهم والذي يسعى جميع أصحاب المصالح لقياسها ، ويساعد التطبيق الفعال لآليات حوكمة الشركات في تخفيض عدم تماثل المعلومات ويحسن من مستوى الشفافية والإفصاح مما يزيد من ثقة المستثمرين حول المعلومات الخاصة بأسعار الأسهم وهو ما يؤثر على سيولة الأسهم ، وتحظى سيولة الأسهم و تكلفتها بالاهتمام كمحدد لهيكل رأس المال وخياراته ويقصد بها سرعة تحويل الأسهم إلى نقدية وبأقل تكلفة (الببل، ٢٠١٢).

وفى هذا السياق أوضح (أبو خزانه، ٢٠١٨) بأن سيولة الأسهم هي قابلية السهم للتحويل إلى نقدية بأقل تكلفة ممكنة وبالتالي ترتفع سيولة الأسهم عندما تكون تكلفة تحويل

المعجم إلى تقنية أقل ما يمكن و العكس صحيح ، وتكثف التحويل أو التداول عمولة التداول و الضريبة وتفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ، وعرفها (هوتة، ٢٠١٧) بأنها إمكانية شراء أو بيع الأسهم بسرعة وسعر معطن ومعروف للدائع والمشتري وغالباً ما يكون سعر آخر عملية تمت على تلك الأسهم مما يمكن سوق الأوراق المالية من أداء الدور المنوط به بكفاءة وفعالية، وعرفها (أحمد، ٢٠١٨) بأنها سهولة تصويق الورقة المالية من حيث بيعها أو ثروتها بشكل سريع وسعر مقارب لأخر عملية تداول تمت على هذه الورقة طالما لم يطرأ على السوق أي تغيرات تستدعي تغير السعر، وتستخلص الباحثة مما سبق أن سيولة السهم هي إمكانية تحويل السهم إلى تقنية بسرعة بأقل تكلفة وبسعر يقارب آخر سعر للتداول، فكلما زادت معدلات التداول على السهم ارتفعت سيولته، بما يتيح الفرصة للمستثمرين لبيع أو شراء هذا السهم متى أرادوا، ولذا يمكن قياس سيولة الأسهم من خلال قياس معدل دوران الأسهم سواء تم قياس هذا المعدل على أساس قيمة الأسهم المتداولة لشركة ما خلال فترة زمنية معينة (قيمة التداول) أو على أساس عدد الأسهم المتداولة لشركة ما خلال فترة زمنية معينة (حجم التداول).

وتستخلص الباحثة مما سبق ضرورة أن تعمل قواعد ونظم التداول في مصر على تأمين درجة سيولة عالية للأوراق المالية المعقدة بسوق الأوراق المالية بهدف تخفيف حدة التقلبات السعرية مما يساهم في توفير فرص عائدة لشراء وبيع الأسهم مما يزيد من جاذبيتها الاستثمارية ، فسيولة الأسهم لها أهمية كبيرة سواء لدى الشركات المصدرة لها أو المستثمرين ، فارتفاع سيولة الأسهم يترتب عليه ارتفاع سعرها والقيمة السوقية للشركات ويخفض من تكلفة رأس المال .

٥- العلاقة بين منادى ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح

السردي وأثرها على سيولة الأسهم

يمكن تلخيص نوافع الإفصاح السردي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتحقيق العدالة بين كافة الأطراف في الحصول على المعلومات وتخفيض تكلفة التمويل الخارجي

والحد من تكاليف التقاضي والحصول على تأييد الأسواق المالية والتأثير على القيمة السوقية للأسهم وفي هذا السياق أشار (رجب ، ٢٠١٦) ان الإفصاح عبر مواقع الشركات يسمح بالاتصال المباشر بمستثمريها بطريقة منخفضة التكلفة تتصف بالسرعة والفعالية ، حيث تسعى الشركات إلى زيادة مستوى الإفصاح غير المالي الاختياري لتقديم صورة ايجابية للمستثمرين لجذب اهتمامهم فالمعلومات غير المالية المتعلقة بالاداء البيئي والاجتماعي والحوكومي أكثر ملاءمة لاتخاذ وتطوير القرارات المستقبلية من قبل المستثمرين .

ويعتمد قياس سيولة الأسهم على المعلومات المفصّل عنها في التقارير المالية ، ولذا فان تطبيق حوكمة الشركات يكون له أثر على سيولة الأسهم لارتباطها بالإفصاح في التقارير التي تصدرها الشركات فالحوكمة الضعيفة تضعف من قدرة المستثمرين في التغلب على عدم تماثل المعلومات والذي يؤثر على سلوك الأسهم بسبب قلة ثقتهم بالإدارة ، فسيولة الأسهم من أهم المعايير التي يأخذها المستثمر في اعتباره عند اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية، كما تعد أحد معايير المفاضلة بين الأسهم المدرجة في سوق ما، أيضا يجذب ارتفاع سيولة الأسهم المستثمرين لامتلاك حصة أكبر في أسهم تلك الشركات ، وكل هذه المعلومات المطلوبة لقياس سيولة الأسهم تعدها وتفصح عنها علاقات المستثمرين الفعالة من خلال قنوات الاتصال المختلفة مع المستثمرين سواء لقاءات أو اجتماعات أو عبر المواقع الالكترونية للشركات (البلبل ، ٢٠١٢: فوده، ٢٠١٧، أبو خزانه، ٢٠١٨: احمد ، ٢٠١٨).

وقد أشار دليل حوكمة الشركات المصري إلى وجود هذا التأثير الايجابي لدور علاقات المستثمرين في توفير الإفصاح والشفافية وتحقيق السيولة المناسبة لتداول أسهم الشركات والذي يتحقق من خلال زيادة ثقة المتعاملين مع الشركة وزيادة الجهات الداعمة للشركة، لذلك نص على ضرورة وجود صفحات لعلاقات المستثمرين يوضح فيها كيفية الاتصال المباشر معهم على الموقع الالكتروني للشركات وتحاول الباحثة من خلال الدراسة التطبيقية فيما يلي اختبار مدى صحة أو خطأ فروض البحث .

٦- الدراسة التطبيقية

لم تحظى علاقات المستثمرين والتي تعد أحد الأنشطة الرئيسية لحكومة الشركات بالاهتمام الذي يتناسب مع أهميتها في البحوث العربية خاصة في البيئة المصرية فهي تعد قناة التواصل بين الشركة وجميع أصحاب المصالح وهو ما جعل (NIRI) تقوم بتسميتها برئيس الإفصاح ، ولذا تحاول الباحثة فيما يلي قياس العلاقة بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح الربع سنوية في البيئة المصرية وأثرها على سيولة الأسهم.

٦/١ مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

يتكون مجتمع الدراسة من جميع شركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة من (٢٠١٥ : ٢٠١٧) ، وقد تم استبعاد البنوك و شركات الخدمات المالية وذلك بسبب الطبيعة الخاصة لنشاط القطاع المالي والقوانين والإصدارات التي تحكم عمله وقد شملت العينة النهائية ٣٦ شركة ، حيث تم اختيار الشركات المصرية النشطة والتي تستحوذ على النسبة الأكبر من نشاط البورصة ويتضمن الملحق رقم (٢) أسماء هذه الشركات، وتم تصنيف الشركات حسب طبيعة النشاط إلى عدة قطاعات مختلفة كما في جدول (١).

جدول (١) توزيع العينة النهائية للدراسة على قطاعات

م	القطاع	عدد الشركات
١	الموارد الأساسية	١
٢	التشييد والبناء	٥
٣	الكيمائيات	٣
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٥
٥	السياحة والترفيه	٣
٦	أغذية ومشروبات	٦

٧	منتجات منزلية وشخصية	٧
٦	العقارات	٨
٣٦	الاجمالي	

وقد قامت الباحثة بتجميع البيانات باستخدام المصادر التالية :

- المواقع الالكترونية لشركات العينة .
- تقارير الإفصاح ربع السنوية الصادرة عن شركات عينة البحث خلال فترة الدراسة .
- شركة مصر لنشر المعلومات <http://www.egidypt.com>
- موقع مباشر <http://www.Mubasher.info>
- موقع البورصة المصرية <http://www.egx.com.eg/arabic/homepage.aspx>

٢/٦ - النماذج المستخدمة لاختبار فروض البحث

١/٢/٦ - قياس مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين

تم إعداد قوائم استقصاء لقياس متغير مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين وتم توزيعها على أربع فئات من خلال عينة حكومية مكونة من (١٢٠) قائمة مقسمة بالتساوي على ٤ فئات هي (المحاسبين - الاكاديمين - المستثمرين - المحليين الماليين) وتم تجميع عدد (١١٠) قائمة وتم استبعاد عدد (٢) قائمه غير صالحة للتقييم ليصبح العدد النهائي (١٠٨) قائمة صالحة للاختبارات الإحصائية بمقياس ليكرت الخماسي ، وقد تم إعدادها في ضوء مبادئ دليل أفضل الممارسات في مجال علاقات المستثمرين الصادر عن السوق المالية السعودية (تداول ، ٢٠١٨) والموضحة في ملحق (١) (Nel & Brummerb, 2016: Esterhuysen and Wingard, 2016)

٢/٢/٦ قياس مستوى الإفصاح السري بتقرير الإفصاح ربع السنوي

تم تحليل محتوى تقارير الإفصاح ربع السنوية ل(٣٦) شركة والتي تمثل عينة البحث بعدد ٤ تقارير لكل شركة في السنة الواحدة خلال مدة الدراسة من (٢٠١٥:٢٠١٧) ليكون عدد المشاهدات (٤٣٢) مشاهدة وتم تحليل المحتوى في ضوء متطلبات دليل حوكمة الشركات المصري بشأن هذا التقرير و نموذج تقرير الإفصاح الذي أعدته البورصة المصرية

والبالغ عدد صفحاته (٥) صفحات والموضح في ملحق (٣) وتوصلت الباحثة من خلال تحليل محتوى تقارير إفصاح الشركات إلى :-

أ- هناك شركة واحدة (المصرية الكويتية القابضة) تصدر نموذج مسئول علاقات المستثمرين الموضح في ملحق (٤) بجانب إصدار تقرير الإفصاح الربع سنوي والموضح بها أسماء ٣ مسئولين لعلاقات المستثمرين حيث تم توضيح اختصاصات كل واحد .

ب- يوجد (١٢) شركة بلغ عدد صفحات تقرير الإفصاح الربع سنوي فيها (٥) صفحات فقط ، أما باقي الشركات فهناك تفاوت في عدد الصفحات من (٣) صفحات إلى (٨) صفحات في شركة واحدة فقط (شركة القلعة القابضة) ، وبالتالي ٣٣% من الشركات الممثلة لعينة البحث التزمت بنفس عدد صفحات النموذج الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية والبالغ عدد صفحاته (٥) صفحات والذي يتم تسميته بتقرير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين تنفيذا للمادة (٣٠) من قواعد القيد.

ت- لم تتضمن تقارير الإفصاح ربع السنوية الصادرة عن جميع شركات عينة البحث تشكيل اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة وذلك وفقا للمتطلبات الواردة بدليل حوكمة الشركات المصري .

ث- قامت ٧٠% من شركات عينة البحث بختم جميع صفحات تقرير الإفصاح بختم علاقات المستثمرين وتوقيع المسئول عن علاقات المستثمرين عليها ، كما أن التقرير موجه من علاقات المستثمرين لقطاع الإفصاح بالبورصة المصرية ، أما باقي الشركات تم ختم التقارير بختم الشركة باستثناء (شركة النصر للإعمال المدنية) تم ختم تقاريرها بختم الإدارة العامة.

ج- يوجد شركات لم توضح بيانات الاتصال الخاصة المباشرة بمسئول علاقات المستثمرين كاملة حيث لم يذكر رقم الفاكس أو البريد الإلكتروني مثل (شركة بالم هيلز).

ح- تقرير إفصاح شركة النصر للحاصلات الزراعية تم كتابته بخط الأيد وتم إرفاق صورة pdf على الموقع الإلكتروني للشركة، كما لم تلتزم شركة النصر للإعمال المدنية بنفس ترتيب نموذج الإفصاح الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية فقد بدأ تقريرها بالتغيرات في مجلس الإدارة

خ- يشغل مسئول علاقات المستثمرين في بعض الشركات مناصب متعددة فعلى سبيل المثال في شركة العربية للشحن والتفريغ يشغل مسئول علاقات المستثمرين منصب مدير إدارة المراجعة الداخلية وفي شركة المصرية الكويتية يشغل منصب المستشار القانوني للمجموعة وفي شركة رامكو لإنشاء القرى يشغل منصب نائب رئيس مجلس الإدارة ، وفي مجموعة طلعت مصطفى يشغل منصب مدير الشؤون المالية .

ويوجد العديد من الطرق في البحوث الأكاديمية لقياس مستوى الإفصاح السري منها بناء مؤشر غير مرجح بالأوزان النسبية (أبو شلوع، ٢٠١٣: محمد، ٢٠١٧: أبو زيد ، ٢٠١٨)، وقامت الباحثة ببناء مؤشر يتضمن تسعة أبعاد/بنود / مجموعات يتضمن كل بعد عدد معين من العناصر يتم الإفصاح عنها وفقاً ل (دليل حوكمة الشركات المصري- الإصدار الثالث -٢٠١٦، نموذج تقرير الإفصاح الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية تنفيذاً للمادة (٣٠) من قواعد القيد- ٢٠١٤ والموضح بملحق (٣) وهي:-

- أ- بيانات الاتصال بالشركة ويتضمن عنصرين.
- ب- مسئول علاقات المستثمرين وبيانات الاتصال به ويتضمن ٤ عناصر.
- ت- هيكل المساهمين الذين يمتلكون نسبة ٥% فأكثر من أسهم الشركة ويتضمن ٤ عناصر.
- ث- هيكل المساهمين الإجمالي موضحاً به الأسهم حرة التداول ويتضمن ٦ عناصر.
- ج- تفاصيل أسهم الخزينة لدى الشركة ويتضمن ٦ عناصر .
- ح- التغيرات في مجلس إدارة الشركة ويتضمن ٤ عناصر .
- خ- آخر تشكيل للمجلس ويتضمن ٤ عناصر .
- د- تشكيل اللجان المنبثقة عن مجلس الإدارة ويتضمن عنصر واحد .

ذ- توضيح مفهوم الأسهم حرة التداول وطريقة حسابها ويتضمن عنصر واحد

وتم قياس مستوى الإفصاح السري بمقابلة العناصر الموجودة في المؤشر المقترح للإفصاح السري بتقرير الإفصاح ربع السنوية المنشورة لكل شركة ممثلة في عينة البحث بالاعتماد على المدخل المبني على ٩ أبعاد والمكونة من (٣٢) عنصر وفقا لنموذج تقرير الإفصاح بحيث إذا كان (العنصر) تم الإفصاح عنه يأخذ رقم (١) وإذا لم يتم الإفصاح عنه يأخذ (صفر) ، وبالتالي تم قياس مستوى الإفصاح السري كالتالي : - مستوى الإفصاح السري (قيمة المؤشر) = اجمالي درجات عناصر الإفصاح الفعلي / اجمالي درجات بنود الإفصاح بالمؤشر .

٣/٢/٦ مقاييس سيولة الأسهم

توجد عدة مقاييس في البحوث المحاسبية والتمويل لقياس لسيولة الاسهم من أهمها:
(البلبل، ٢٠١٢، الجرف، ٢٠١٤، فودة، ٢٠١٧، أبو خزانه، ٢٠١٨: Ali et al., 2017)

- الفرق بين سعر العرض و سعر الطلب للأسهم أو مقياس الهامش السعري : يستخدم لقياس سيولة الأسهم بدلالة عدم تماثل المعلومات من خلال الفرق بين أفضل سعر يرغب المشتري في شراء السهم به و أدنى سعر يرضى البائع البيع به بمعنى آخر أفضل سعر بيع يرغب البائع في بيع السهم به و أعلى سعر المشتري على استعداد لدفعه والذي يتم قياسه كالتالي :-

(أفضل (أدنى) سعر بيع- أفضل (أعلى) سعر شراء) // سعر الإغلاق

- معدل دوران الأسهم (The Stock Turnover) : يقصد بمعدل دوران الأسهم حجم التداول أو الكمية الكلية للتداول من قبل المستثمر حيث يقيس سرعة تغيير مراكز المستثمرين نسبة إلى اجمالي الأسهم القائمة ، وكلما ارتفع هذا المعدل دل على انخفاض تكاليف المعاملات وإقبال المستثمرين على السوق ، كما يعد وسيلة للمقارنة بين الشركات

من حيث نشاط التداول، ويستخدم لقياس سيولة الأسهم على مستوى الشركة أو على مستوى البورصة وكلما ارتفع معدل دوران الأسهم دل ذلك على ارتفاع سيولتها ، ويحسب بطريقتين:-

أ- اجمالي عدد الأسهم المتداولة في السنة t / عدد الأسهم القائمة في السنة t ..

أو ب- قيمة الأسهم المتداولة في السنة t / القيمة السوقية لرأس مال الشركة في السنة t

وتقتصر الدراسة التطبيقية على قياس سيولة الأسهم باستخدام معدل دوران الأسهم

لاتفاق العديد من الدراسات السابقة على دقته وتطبيقه (الجرف، ٢٠١٤: أبو خزانه

٢٠١٨: أحمد، ٢٠١٨) بالإضافة إلى توافر البيانات الخاصة بقياسه على المواقع

الإلكترونية للشركات الممثلة للعيينة .

٣/٦ متغيرات الدراسة التطبيقية وكيفية قياسها :

في ضوء النماذج السابقة فان متغيرات الدراسة تتمثل في :-

جدول (٢) متغيرات الدراسة التطبيقية وطريقة قياسها *

متغيرات الدراسة	طريقة قياس المتغير
-----------------	--------------------

اجمالي درجات عناصر الإفصاح الفعلي / اجمالي درجات بنود الإفصاح بالمؤشر	مستوى الإفصاح المردي NDLE
من خلال قائمة استقصاء تخضع لمقياس ليكرت الخماسي، تم إعدادها في ضوء علاقات المستثمرين (تداول، ٢٠١٨)	مبادئ علاقات المستثمرين IR
اجمالي عدد الأسهم المتداولة في السنة t / عدد الأسهم القائمة في السنة t .	سيولة الأسهم SL
متغير وهمي يأخذ (قيمة ١) إذا كان مسئول علاقات المستثمرين يشغل منصباً بالشركة ويأخذ (قيمة ٠) في حالة العكس	ازدواجية دور مسئول علاقات المستثمرين IRO
متغير وهمي، بحيث يأخذ القيمة (١) في حالة مراجعة الشركة من قبل شركات الأربعة الكبرى، بينما يأخذ القيمة (٠) فيما عدا ذلك (متغير حاكمي)	حجم مكتب المراجعة BIG4
صافي الربح بعد الفوائد والضرائب / اجمالي الأصول (متغير حاكمي)	الربحية ROA
اجمالي الالتزامات / اجمالي الأصول في نهاية السنة (متغير حاكمي)	الرافعة المالية LEV
اللوغاريتم الطبيعي لاجمالي الأصول في نهاية السنة (متغير حاكمي)	حجم الشركة Size

*المصدر : من إعداد الباحثة بالرجوع لندارسات السابقة

٤/٦ نتائج اختبار فروض البحث و الأساليب الإحصائية المستخدمة

تم استخدام (SPSS, version,24) في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية التي تم إدخالها لعدد ٣٦ شركة (عينة البحث) وذلك لاختبار فروض البحث التالية .

الفرض الأول H_1 :- يوجد اختلاف معنوي بين الشركات المقيدة في البورصة المصرية في مستوى الإفصاح السردى بتقارير الإفصاح ربع السنوية .

ولاختبار صحة الفرض الأول تم استخدام اختبار (كا^٢) حيث بلغت قيمة (كا^٢ = ١٠٠.٧٩) وبلغت (p.value = ٠.٠٠٠١)، وتشير نتائج التحليل إلى اختلاف الشركات الممتدة في عينة البحث في مستوى الإفصاح السردى بتقارير الإفصاح ربع السنوية حيث تراوح مؤشر الإفصاح السردى للشركات التي تمثل عينة البحث ما بين (٨٥% : ٦٥%) ، وترى الباحثة أن هذه النتائج تشير إلى ارتفاع مستوى الإفصاح السردى في تقارير الإفصاح ربع السنوية وهو ما يتفق مع نتائج (أبو

زيد، ٢٠١٨) ويتعارض مع نتائج دراسة (رجب، ٢٠١٦؛ محمد، ٢٠١٩) وتفسر الباحثة ان سبب ذلك أن تقارير الإفصاح ربع السنوية هي تقارير إلزامية وليست اختيارية وفقا لقواعد قيد الأوراق المالية(المادة ٣٠) ودليل حوكمة الشركات المصري والذي حدد الحد الأدنى للإفصاح بهذه التقارير ، وفي ضوء هذه النتائج يتم قبول الفرض الأول حول وجود اختلاف معنوي بين الشركات الممثلة لعينة البحث في مستوى الإفصاح السريدي بتقارير الإفصاح ربع السنوية .

الفرض الثاني H₂:- توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السريدي بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث .

ولكي يتم اختبار الفرض السابق تم تطبيق الخطوتان التاليتان :-

الخطوة الأولى :- استخدام مصفوفة ارتباط بيرسون وذلك لقياس معاملات الارتباط بين المتغيرات وبعضها قبل اجراء الاختبارات الاحصائية للفرض ، ويوضح الجدول التالي معاملات الارتباط :-

جدول (٣) معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات

Size	Lev	ROA	Big4	IRO	IR	NDL	المتغيرات
						١	NDL
					١	*٠.٨٧٦	IR
				١	*٠.٧٥١	*٠.٦٤١	IRO
			١	*٠.٣٧٧	*٠.٤٣٩	*٠.٥٤٠	Big4
		١	*٠.٣٤٣	*٠.١٥٥٢	*٠.١٣٥	*٠.٣٢٤	ROA
	١	*٠.٦٣٢	*٠.٠٤٥١	*٠.١٥٦	*٠.٣١١	*٠.٤١٠	Lev
١	*٠.٤٣٧	*٠.٥٠٦	*٠.٦٢٨	*٠.٤٠٤	*٠.٣٤٣	*٠.٣٩١	Size

* معنوية عند مستوى ٠,٠٥ المصدر: من إعداد الباحثة من نتائج التحليل الإحصائي.

و يتضح من الجدول السابق وجود علاقة ارتباط ايجابية معنوية عند مستوى معنوية ٥% بين المتغيرات وبعضها البعض خاصة علاقة الارتباط المعنوية الإيجابية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية وبناء على هذه النتائج ، يتضح وجود علاقة ارتباط معنوية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممتدة لعينة البحث مما يعنى قبول الفرض الثاني ولكن هذه النتائج أولية يتم اختبارها والتأكد من صحتها من خلال نموذج الانحدار المتعدد التالي :-

$$NDL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IR + \alpha_2 IRO_{it} + \alpha_3 Big4_{it} + \alpha_4 ROA_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 Size_{it} + \varepsilon$$

جدول (٤)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس العلاقة بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممتدة لعينة البحث

Sig	T	معامل الإتحاد	النموذج	Sig.	F المحسوبة	معامل التحديد R ²	المتغير التابع
				مستوى الدلالة			
				٠.٠٠٠	٦.٧٧	٠.٧٦	NDL _{it}
٠.١٩٨	١.٣٠٠	٠.١٤٩	ثابت الانحدار				
٠.٠٠٠	١٩.١٢	٠.٨٥٣	IR				
٠.٠٠٠	١٤.٣٢	٠.٥٧١	IRO _{it}				
٠.٠٠١	١٢.٤٧	٠.٣٥١	Big4 _{it}				
٠.٠٠٢	١١.٣٨	٠.٢٧٤	ROA _{it}				

٠.٠٠٢	١٠.٦٧	٠.١٨٦	Levit				
٠.٠٠١	١٣.٠٩	٠.٤٠٧	Sizeit				

*معنوية عند مستوى ٠.٠٠١

المصدر:- من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج التحليل الاحصائي

ويتضح من بيانات جدول (٤) أن قيمة معامل التحديد R^2 بلغت ٧٦% مما يعنى ان ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة فى تفسير حدوث اى تغيير فى المتغير التابع (مستوى الافصاح السردى) أما باقى النسبة (٢٤%) قد ترجع إلى الخطأ العشوائى فى النموذج أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج ، كما بلغت F المحسوبة (٦.٧٧) بمستوى معنوية قدره ٠.٠٠٠ مما يشير الى صلاحية النموذج ، كما يتضح أن معامل IR بلغ (٠.٨٥٣) بمستوى معنوية ٠.٠٠٠ وهو ما يشير الى وجود ارتباط ايجابى معنوى بين مبادئ علاقات المستثمرين ومستوى الافصاح السردى بتقارير الافصاح ربع السنوية، وترى الباحثة ان تفسير ذلك يرجع الى ان ٧٠% من شركات العينة تم ختم تقاريرها بختم علاقات المستثمرين وبالتالي يربط المجتمع المالى بينها وبين مصداقية تقارير الافصاح وتتفق هذه النتائج مع دراسة (دسوقى وموسى ، ٢٠١٠:

Hu&Yu,2010:أحمد، ٢٠١٦: Aly ,et al, 2018: Lipe,2018) كما يتبين وجود تأثير معنوى لتعدد مناصب مسئول علاقات المستثمرين على مستوى الافصاح السردى والتي تجعله يحظى بمزيد من الثقة والمصداقية فى المعلومات التى يفصح عنها وهو ما يتفق مع دراسة (Chapman , et al,2019) ، أيضا يتضح أن جميع معاملات الانحدار للمتغيرات الحاكمة ايجابية ، مما يعنى وجود تأثير معنوي لكل من المتغيرات (حجم الشركة ، الرافعة المالية ، Big4) على مستوى الافصاح السردى، و هو ما يتفق مع دراسة (محمد ، ٢٠١٧: Elzahar & Hussainey,2012 : أبو زيد ، ٢٠١٨: محمد ، ٢٠١٩) و يتعارض مع دراسة (رجب ، ٢٠١٦: Crifo, et al, 2018) ، وفى ضوء هذه النتائج يتم

قبول الفرض الثانى .

الفرض الثالث H₃: - يوجد تأثير معنوي للعلاقة التفاعلية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث على سيولة الأسهم.

وتم اختبار صحة هذا الفرض باستخدام تحليل الانحدار المتدرج لقياس تأثير العلاقة التفاعلية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية للشركات الممثلة لعينة البحث على سيولة الأسهم من خلال النموذج التالي :-

$$SL_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NDL_{it} + \alpha_2 IR + \alpha_3 NDL_{it} * IR + \alpha_4 IRO + \alpha_5 Big4 + \alpha_6 ROA_{it} + \alpha_8 Lev_{it} + \alpha_9 Size_{it} + \epsilon$$

جدول (٥)

نتائج تحليل الانحدار المتدرج لتأثير العلاقة التفاعلية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية على سيولة الأسهم.

Sig	T	معامل الإندجار	المتغيرات المستقلة	Sig.	F المحسوبة	معامل التحديد R ²	المتغير التابع
				مستوى الدلالة			
				٤.٤٨	٠.٦٤	SL _{it}
٠.٣	٠.٩٤	٠.٢٢	ثابت الانحدار				
٠.٠٠	٩.٢٠٣	٠.٥٤٢	NDL _{it}				
٠.٠٠	١٠.١٢	٠.٦١١	IR				
٠.٠٠	١١.٥٩	٠.٧٢١	NDL _{it} * IR				
٠.٠١	٩.٤٧	٠.٤٤٨	IRO _{it}				
٠.٠٠١	٨.٦٧	٠.٣٥١	Big4 _{it}				

٠.٠٠٢	٨.٩١	٠.٢٧١	ROA _{it}			
٠.٠٠٣	٧.٠٤	٠.٢٤٦	Lev _{it}			
٠.٠٠٢	٨.٢١	٠.٣٤٨	Size _{it}			

*معنوية عند مستوى ٠.٠٠١

المصدر :- من إعداد الباحثة اعتمادا على نتائج التحليل الاحصائي.

ويتضح من بيانات جدول (٥) أن قيمة معامل التحديد R^2 بلغت ٦٤% مما يعني ان ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة في تفسير حدوث اي تغيير في المتغير التابع (سيولة الاسهم مقاسة بمعدل دوران الاسهم) أما باقي النسبة (٣٦%) قد ترجع إلى الخطأ العشوائي في النموذج أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج ، كما بلغت F المحسوبة (٤.٤٨) بمستوى معنوية قدره ٠.٠٠٠ مما يشير الى صلاحية النموذج ، كما يتضح ارتفاع معامل $IR * NDL_{it}$ والذي بلغ (٠.٧٢١) بمستوى معنوية ٠.٠٠٠ وهو ما يشير الى وجود تأثير ايجابي معنوي للعلاقة التفاعلية بين مبادئ علاقات المستثمرين ومستوى الافصاح السردى بتقارير الافصاح ربع السنوية على سيولة الاسهم (مقاسة بمعدل دوران الاسهم) وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة (Kirk&Vincent 2014, : ابراهيم ، ٢٠٠٦: Nekhili ,et al,2016: ودليل حوكمة الشركات المصري، ٢٠١٦: على ، ٢٠١٧: Ali ,et al ,2017: أبو خزانه ، ٢٠١٨) وتتعارض مع دراسة (Loukil and Yousfi , 2012) ، كما يتضح أن جميع معاملات الانحدار لجميع المتغيرات الحاكمة ايجابية مما يعني وجود تأثير معنوي لكل من المتغيرات (حجم الشركة ، الرافعة المالية ، Big4) على سيولة الاسهم وهو ما يتفق مع دراسة (أبوخزانه ، ٢٠١٨ : Hussainey & Al-Najjar,2011: ابراهيم ، ٢٠٠٦: Hassaneine,et al,2019)

ويتعارض مع دراسة (فودة ، ٢٠١٧)، وفي ضوء هذه النتائج يتم قبول الفرض الثالث.

٧- النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية المقترحة

١/٧ النتائج

يمكن بلورة أهم النتائج النظرية والتطبيقية التي تم التوصل إليها في النقاط التالية:-

١- يساعد الإفصاح السردى المجتمع المالى وكافة أصحاب المصالح فى قراءة وفهم

التقارير المختلفة التى تصدرها الشركات مما يؤثر ايجابيا على تقييم أداء وقيمة

الشركات وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية .

٢- تتنوع محددات مستوى الإفصاح السردى لتشمل نوع النشاط وحجم الشركة والرافعة

المالية وحجم مكتب المراجعة بالإضافة إلى خصائص الآليات الداخلية لحكومة

الشركة .

٣- لم تحظى علاقات المستثمرين بالاهتمام الذى يتناسب مع دورها فى البحوث الأكاديمية

فى البيئة المصرية ، ولذا أوصت الهيئة العامة للرقابة المالية بضرورة الرجوع لمبادئ

ممارسات علاقات المستثمرين التى أوضحها الدليل الصادر عن السوق المال السعودية

(تداول ، ٢٠١٨) والتى جاءت جميعها تحت مظلة خصائص الإفصاح وتطوير هيكله

ومحتواه المعلوماتى وهو ما يؤكد على أهمية دور علاقات المستثمرين فى الإفصاح

بمختلف أنواعه وفى زيادة ثقة جميع أصحاب المصالح فى الشركة .

٤- يوجد ارتباط بين تطور هيكل الإفصاح فى التقارير المختلفة التى تصدرها الشركات والذى

يخضع من عدم تماثل المعلومات وارتفاع سيولة الأسهم والتى تسهل من دخول وخروج

المستثمرين فى الأسواق المالية مما يزيد من كفاءة هذه الأسواق وتنوع فرص التمويل المتاحة

للشركات.

٥- أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية اختلاف الشركات الممثلة فى عينة البحث فى مستوى

الإفصاح السردى بتقارير الإفصاح ربع السنوية حيث تراوح مؤشر الإفصاح السردى

للشركات التى تمثل عينة البحث ما بين (٨٥% : ٦٥%) ، وفى ضوء ذلك تم قبول

الفرض الأول كما تبين ارتفاع مستوى الإفصاح السردى فى تقارير الإفصاح ربع

السنوي.

٦- أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية وجود ارتباط ايجابى معنوى بين مبادئ علاقات

المستثمرين ومستوى الإفصاح السردى بتقارير الإفصاح ربع السنوية ، حيث تبين أن

٧٠% من شركات العينة تم ختم تقارير افصاحها الربع سنوية بختم علاقات المستثمرين والذي تم توجيهه من علاقات المستثمرين الى قطاع الافصاح بالبورصة المصرية ، وفي ضوء هذه النتائج تم قبول الغرض الثاني .

٧- أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية وجود تأثير ايجابي معنوي للعلاقة التفاعلية بين مبادئ علاقات المستثمرين ومستوى الافصاح السردى بتقارير الافصاح ربع السنوية على معدل دوران الأسهم وهذه النتائج تتفق مع ما أشار إليه دليل حوكمة الشركات من أن دور علاقات المستثمرين يتمثل في توفير الإفصاح والشفافية والذي يكون له أثر ايجابي على تحقيق السيولة المناسبة لتداول أسهم الشركة في البورصة و خفض تكلفة التمويل على المدى الطويل وزيادة ثقة المتعاملين مع الشركة

٢/٧ التوصيات

وفي ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج توصي الباحثة ب:-

أ- الارتقاء بالوضع التنظيمي لإدارة علاقات المستثمرين بحيث تتبع مباشرة مجلس الإدارة بما يضمن حيادها ويزيد من جودة أداء أنشطتها وإجراء المزيد من البحوث والدراسات حول تطوير قياس أداء علاقات المستثمرين وقياس العائد على الاستثمارات في هذه الإدارة.

ب- حصول العاملين بإدارة علاقات المستثمرين على دورات تدريبية في التحليل المالي والافصاحات طبقا لمعايير IFRS مما يجعلهم أكثر دراية بالتعامل مع المجتمع المالي وأكثر قدرة على تحقيق رسالة ورؤية الشركة .

ج- أن تلزم الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة المصرية الشركات المتداول أسهما بإعداد نموذج علاقات المستثمرين ونشره على الموقع الالكتروني للشركة بما يساهم في تفعيل تواصل علاقات المستثمرين مع كافة أصحاب المصالح وتطوير هيكل إفصاح الشركة.

د- العمل على رفع مستوى الإفصاح السردى بمختلف التقارير التي تصدرها الشركات فهو يمثل احد أدوات تقارير الأعمال المتكاملة وذلك من خلال تطوير القوانين والمعايير

الخاصة بالإفصاح لتلبي احتياجات كافة أصحاب المصالح وتزيد الوعي المالي

والاستثماري لهم .

٣/٧ البحوث المستقبلية المقترحة : من أهم النقاط البحثية المقترحة ما يلي :

أ- العلاقة بين الآليات الداخلية لحوكمة الشركات وعلاقات المستثمرين وأثرها عائد الاستثمار في علاقات المستثمرين.

ب- أثر مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين على دقة تنبؤات المحللين الماليين.

ت- أثر مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين على تكلفة رأس المال.

ث- أثر مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين على قيمة المنشأة.

ج- العلاقة بين علاقات المستثمرين والإفصاح عن المخاطر.

٨/ قائمة المراجع

١/٨ المراجع باللغة العربية

١. إبراهيم ، محمد عبد الفتاح ، (٢٠٠٦) ، " إطار محاسبي مقترح لدور حوكمة

الشركات في تنشيط سوق الأوراق المالية :مدخل تحليلي لتفعيل اقتصاد المعرفة،

مجلة التجارة والتمويل ، كلية التجارة ، جامعة طنطا ، عدد ١ ، ص ١٠٥ :١٥٤

٢. أبو خزامة، إيهاب محمد ، (٢٠١٨) ، " مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات

المالية في ضوء (IFRS7) في تنشيط سيولة الأسهم بالبورصة المصرية "، مجلة

الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ،

أكتوبر، مجلد ٢٢، العدد ١، ص ٩٤٧ :٩٨٧.

٣. أبو زيد، عيد محمود، (٢٠١٨) ، " أثر مستوى الإفصاح السري بالتقارير السنوية

على سعر السهم : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، مجلة

الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ،

أكتوبر، مجلد ٢٢، العدد ٣، ص ٥٧٠ :٦٢١.

٤. أبوشلوع ، هديل توفيق ، (٢٠١٣) ، " محددات الإفصاح المحاسبي الاختياري في شركات المساهمة: دراسة نظرية وميدانية في بيئة الأعمال المصرية " ، رسالة ماجستير في المحاسبة، كلية التجارة، جامعة طنطا ، مصر .

٥. أحمد ، صفاء محسن ، (٢٠١٨) ، " أثر تطبيق الحاكمية المؤسسية على سيولة الأسهم في الشركات الصناعية المساهمة العامة وعوائدها في بورصة عمان " ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، كلية الدراسات العليا، جامعة العلوم الإسلامية العالمية الأردن .

٦. أحمد ، عوض الحاج ، (٢٠١٦) ، " دور آليات حوكمة الشركات في تحسين مستوى الإفصاح المحاسبي الاختياري: دراسة ميدانية على بنك فيصل الاسلامى السوداني" ، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الدراسات العليا، جامعة النيلين ، السودان .

٧. أحمد ، ميهاب صلاح ، (٢٠١٤) ، "قياس أثر الإفصاح السري على دقة تنبؤات المحللين الماليين" ، مؤتمر المحاسبة في عالم متغير: المحاسبة في مواجهة التغيرات الاقتصادية والسياسية المعاصرة - المؤتمر السنوي الخامس لقسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة القاهرة .

٨. البسيونى ، هيثم محمد ، (٢٠١٤) ، " الإفصاح السري كأحد أدوات التقارير المتكاملة وأثره على جودة المعلومات المالية المحاسبية: دراسة نظرية تحليلية" ، مجلة البحوث المالية والتجارية، كلية التجارة جامعة بورسعيد، عدد٣، ص ٢٦٠:٢٨٦ .

٩. البسيونى ، هيثم وزيدان ، أحمد السيد ، (٢٠١٧) ، " أثر الإفصاح السري على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية" ، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ديسمبر، مجلد ٢١، العدد ٤، ص ٨٧٤:٩٣٦ .

١٠. البلبيل، منال محمود ، (٢٠١٢)، " أثر سيولة الأسهم وخصائص الشركة على هيكلها المالي: حالة الشركات الأردنية غير المدرجة"، رسالة ماجستير غير منشورة ، كلية الأعمال ، جامعة عمان العربية ، الأردن .

١١. الجرف ، ياسر أحمد ، (٢٠١٤) ، " قياس درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية كمؤشر لتقييم مدى الممارسات الانتهازية: دراسة ميدانية بالتطبيق على شركات التأمين بالمملكة العربية السعودية" ، مجلة البحوث المحاسبية ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة طنطا، ديسمبر ، عدد ٢، ص ٢٨:١ .

١٢. الدليل المصري لحوكمة الشركات ، الهيئة العامة للرقابة المالية، مركز المديرين المصري الإصدار الثالث، ٢٠١٦، [www. Eiod ,org](http://www.Eiod.org).

١٣. دسوقي، عبد المحسن وموسى، جيهان، (٢٠١٠)، " أثر خصائص الشركة وعوامل الحوكمة على الإفصاح الالكتروني عن علاقات المستثمرين في الشركات البحرينية"، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة ، مجلد ٣٤، عدد ٤، ص ٣٨:١ .

١٤. دليل أفضل الممارسات في مجال علاقات المستثمرين والصادر عن السوق المالية السعودية (تداول)، ٢٠١٨، <http://www.cma.org.sa> ، www.tadawul.com.sa

١٥. ربيع ، مروة إبراهيم ، (٢٠١٧) ، " مستقبل الإفصاح السري من منظور المحاسبة الإدارية الإستراتيجية مع دراسة استطلاعية "، المؤتمر العلمي الأول لقسم المحاسبة والمراجعة بعنوان "دور المحاسبة والمراجعة في دعم التنمية الاقتصادية والاجتماعية في مصر"، كلية التجارة- جامعة الإسكندرية ، ٧:٦ مايو .

١٦. رجب ، نشوى شاکر، (٢٠١٦) ، " محددات جودة الإفصاح غير المالي عن المعلومات المستقبلية على مواقع الشركات المدرجة في مؤشر EGX30 " ، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، ديسمبر، مجلد ٢٠، العدد ٤، ص ٣٧٥:٤١٥ .

١٧. عبد الجليل، توفيق وأبو نصار، محمد، (٢٠١٤)، "العوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة العامة الأردنية" ، مجلة العلوم الإدارية ، عمادة البحث العلمي، الجامعة الأردنية ، مجلد ٤١ ، عدد ٢، ص ٣٢٦:٣٤٢

١٨. علي ، هبة جمال ، (٢٠١٨) ، " انعكاسات التوسع في الإفصاح السردي وأثرها على قيمة المنشأة مع دراسة ميدانية " ، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، يوليو ، مجلد ٢٢ ، العدد ٢ ، ص ١٢٧٤:١٣٧١ .

١٩. فوده ، السيد أحمد ، (٢٠١٧) ، " العلاقة بين سيولة الأسهم وإدارة الأرباح: دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية " ، مجلة البحوث المحاسبية ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة طنطا، ديسمبر ، عدد ٢، ص ٢٦٢:٣٣٩ .

٢٠. قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ ، الوقائع المصرية ، العدد ٢١ بتاريخ ٢٨ يناير ٢٠١٤

٢١. محمد، تامر سعيد ، (٢٠١٧) ، " قياس أثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين جودة الاستحقاقات وعدم تماثل المعلومات في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية " ، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، أكتوبر، مجلد ٢١ ، العدد ٣ ، ص ٥٥٤:٦١٨ .

٢٢. محمد ، أحمد سليم ، (٢٠١٩) ، " قياس أثر الإفصاح السردي الإلكتروني على قرار الاستثمار بالتطبيق على الشركات المصرية المقيدة " ، مجلة الفكر المحاسبي، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، أبريل، مجلد ٢٣ ، العدد ١، ص ٤٣١:٤٦٧ .

- 1- Agarwal ,V., Taffler ,R., Bellotti ,X. and Nash ,E.,(2016),"Investor relations, information asymmetry and market value", Accounting and Business Research ,Vol. 46, No. 1, pp.31-50.
- 2- Ali ,S., Liu ,B. and Su, J.,(2017)," Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market" , International Review of Economics and Finance,Vol.50,pp.275:304.
- 3- Allee ,K. and Deangelis ,M.,(2015),"The Structure of Voluntary Disclosure Narratives: Evidence from Tone Dispersion", Journal of Accounting Research, Vol. 53, No. 2 .
- 4- Aly, D., El-Halaby,S and Hussainey ,K.,(2018) Tone disclosure and financial performance: evidence from Egypt, Accounting Research Journal ,Vol.31, No.1,pp.63-74.
- 5- Asay,S., Libby,R. and Rennekamp ,K.,(2018a),"Firm performance, reporting goals, and language choices in narrative disclosures", Journal of Accounting and Economics,Vol.65,Pp380:398.
- 6- -----,(2018b)," Do features that associate managers with a message magnify investors 'reactions to narrative disclosures", Accounting, Organizations and Society,Vol.68,pp1:14.
- 7- Bollen ,L., Hassink ,H. and Bozic ,G.,(2006),"Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis", International Journal of Accounting Information Systems,Vol.7, pp. 273:298.
- 8- Bonsall, S. and Miller ,B.,(2017),"The impact of narrative disclosure readability on bond ratings and the cost of debt", Rev Account Stud Vol.22,pp.608:643.
- 9- Brockman,P., Subasi,M. and Uzmanoglu ,C.,(2017)," Investor Conferences, Firm Visibility, and Stock Liquidity The Financial Review ,Vol. 52 ,pp. 661:699.
- 10- Brown, L. ,Call ,A., Clement, M. and Sharp ,N.,(2019)," Managing the narrative: Investor relations officers and corporate disclosure", Journal of Accounting and Economics ,Vol. 67,Pp.58:79
- 11- Bushee ,B. and Miller ,G.,(2012)," Investor Relations, Firm Visibility, and Investor Following", The Accounting Review ,Vol. 87, No.3 , pp. 867:897.
- 12- Bushee,B., Gerakos ,J. and Lee ,L.,(2018)," Corporate jets and private meetings with investors", Journal of Accounting and Economics,Vol.65,Pp358:379.

- 13- Chapman ,K., Miller ,G .and White ,H.,(2019),"Investor Relations and Information Assimilation", *The Accounting Review* ,Vol. 94, No.2 ,pp. 105:131.
- 14- Chauhan,Y.and Kumar ,S.,(2018)," Do investors value the nonfinancial disclosure in emerging markets?", *Emerging Markets Review* ,Vol.37, pp.32:46.
- 15- Chung ,K., Elder ,J. and Kim ,J.(2010)," Corporate Governance and Liquidity ", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 2, pp. 265:291.
- 16- Crifo, P. Olmedo, E .and Mottis ,N.,(2018)," Corporate Governance as a Key Driver of Corporate Sustainability in France: The Role of Board Members and Investor Relations", *Journal of Business Ethics*, <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3866-6>.
- 17- Dolphin,R.,(2004)," The strategic role of investor Relations", *Corporate Communications An International Journal*, Vol. 9, No. 1,pp. 25:42.
- 18- Elshandidy ,T. and Neri ,L.,(2015), "Corporate Governance, Risk Disclosure Practices , and Market Liquidity :Comparative Evidence from the UK and Italy Corporate Governance: An International Review ,Vol. 23,No.4,pp. 331–356.
- 19 - Elzahar,H. and Hussainey ,K.,(2012),"Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports", *The Journal of Risk Finance*, Vol. 13 No. 2, pp. 133-147.
- 20 - Esterhuyse ,L .and Wingard , C.,(2016)," An Exploration of the On Line Investor Relations (IR) Practices of Companies Listed on the Johannesburg Stock Exchange (JSE)", No. 2,pp.215:231.
- 21- Garefalakis, A., Sariannidis ,N. and Lemonakis ,C.,(2017)," Narrative disclosure guidelines for CARs: an operational-based tool", *Annals of Operations Research*, <https://doi.org/10.1007/s10479-018-3030-9>.
- 22 - Hassanein ,A. and Hussainey ,K., (2015)," Is forward-looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statements", *International Review of Financial Analysis* ,Vol .41, pp,52:61.
- 23- Hassanein ,A., Zalata,A. and Hussainey ,K., (2019) ,"Do forward-looking narratives affect investors' valuation of UK FTSE all-shares firms? *Rev Quant Finan Acc* ,Vol 52,pp. 493–519.
- 24- Hoffmann ,C. and Fieseler ,C.,(2012),"Investor relations beyond financials :Non-financial factors and capital market image building", *Corporate Communications An International Journal* , Vol. 17 No. 2, pp. 138-155.

- 25- Hong ,Y.and Ki ,E.,(2007),"How do public relations practitioners perceive investor relations? An exploratory study", *Corporate Communications International Journal* ,Vol.12 ,No.2,pp. 199:213.
- 26- Hope. O., Huang,Z., and Moldovan ,R.,(2017)," Economic Consequences of Hiring Wall Street Analysts as Investor Relations Officers", the European Accounting Symposium for Young Scholars , ESSEC Business School, Concordia University.
- 27- Hussainey ,K.and Al-Najjar,B.,(2011)," Future-oriented narrative reporting: determinants and use", *Journal of Applied Accounting Research* ,Vol. 12, No. 4, pp. 1421-1452.
- 28- Hu ,Y.and Yu ,L.,(2010)," Investor relations, information asymmetry and corporate performance ",*International Conference on E-Business and E-Government*.
- 29 - Kirk , M.and Vincent ,J.,(2014),"Professional Investor Relations within the Firm", *The Accounting Review* ,Vol. 89, No. 2 ,pp. 725–757.
- 30 - Kirk , M. and Markov ,S.,(2016), " Come on Over: Analyst/ Investor Days as a Disclosure Medium" , *The Accounting Review* ,Vol. 91, No. 6 ,pp. 1725–1750.
- 31- Laskin ,A.,(2009)," A Descriptive Account of the Investor Relations Profession", *Journal of Business Communication* ,Vol. 46, No.2, pp 208-233.
- 32- Lipe ,M.,(2018),"Unpacking the disclosure package: Using experiments to investigate investor reactions to narrative disclosures", *Accounting, Organizations and Society* ,Vol .68,pp15:20.
- 33 - Loukil,N. and Yousfi ,O., (2012)," Firm's information environment and stock liquidity: evidence from Tunisian context ", *Journal of Accounting in Emerging Economies* ,Vol. 2 No. 1, pp. 30:49
- 34- Matsika ,B.,(2017)," Communication strategies used by Investor Relations practitioners to build and maintain relationships with investor stakeholders", *Dissertation Master of Technology in Public Relations Management* , the Faculty of Informatics and Design at the Cape Peninsula, University of Technology
- 35- Merkley ,K., (2014) ," Narrative Disclosure and Earnings Performance : Evidence from R&D Disclosures", *The Accounting Review* ,Vol. 89, No. 2 ,pp. 725–757..
- 36- National Investor Relations Institute (NIRI),(2004). standards of practice for investor relations. Third edition, www.niri.org Accessed.
- 37- Nekhili,M., Hussainey ,K., Cheffi,W. and Chtioui,T.,(2016)," R&D Narrative Disclosure, Corporate Governance And Market Value:

Evidence From France", The Journal of Applied Business Research , Vol. 32, No.1,pp.111-129

- 38- Nel, G. and Brummer ,L., (2016),"The development of a measurement instrument to measure the quality of internet investor relations" , S. Afr. J.Bus.Manage ,Vol .47,No .4,Pp15:25.
- 39- Orens,R. and Lybaert ,N.,(2007)," Does the financial analysts' usage of non-financial information influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst" The International Journal of Accounting, Vol,42,pp 237:271.
- 40- Ragas ,M. and Laskin ,A.,(2014)," Mixed-methods: measurement and evaluation among investor relations officers ", Corporate Communications: An International Journal ,Vol. 19, No. 2,pp. 166-181.
- 41- Ragas ,M., Laskin ,A. and Bruschi ,M.,(2014),"Investor relations measurement :an industry survey", Journal of Communication Management ,Vol. 18 No. 2,pp. 176-192.
- 42- Schoenfeld ,J.,(2017)," The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds", Journal of Accounting and Economics,Vol.63 ,pp.51:74.
- 43- Yanjie ,F. and Wan ,T.,(2013)," Website-based investor relations :a comparison between developed and developing economies", Online Information Review ,Vol. 37, No. 6, pp. 946:968.

الملاحق

ملحق (١) قائمة الاستقصاء

السيد الفاضل / السيدة الفاضلة :

تحية طيبة وبعد

تقوم الباحثة بإعداد بحث علمي بعنوان "العلاقة التفاعلية بين مبادئ ممارسات علاقات المستثمرين ومستوى الإفصاح السري بتقارير الإفصاح ربع السنوية وأثرها على سيولة الأسهم : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ،

وتأمل الباحثة من سيادتكم الإجابة على العبارات الواردة في القائمة المرفقة من خلال وضع علامة (صح) أمام ما تراه مناسباً من وجهة نظر ، وذلك لأهمية رأى سيادتكم في إتمام البحث، علماً بأن آرائكم لن تستخدم إلا لغرض البحث العلمي فقط ، وتشكر الباحثة لسيادتكم تعاونكم الصادق في إتمام هذا البحث ، داعية الله عز وجل أن يجازيكم الله خير الجزاء .

وتفضلوا بقبول وافر الاحترام والتقدير

الباحثة

الآتي بعض العبارات الخاصة بمبادئ ممارسات علاقات المستثمرين والمطلوب من سيادتكم وضع علامة (✓) أمام العبارة التي تتوافق مع وجهة نظركم.

م	العبارات	موافق تماماً (٥)	موافق (٤)	محايد (٣)	غير موافق (٢)	غير تماماً (١)
١	رؤية ورسالة إدارة علاقات المستثمرين واضحة					
٢	يوجد تواصل فعال بين مجلس الإدارة وإدارة علاقات المستثمرين					
٣	يرتبط الوضع التنظيمي لإدارة علاقات المستثمرين بالتزام مجلس الإدارة تجاهها					
٤	المحتوى المعلوماتي لتقارير الإفصاح التي تعدها إدارة علاقات المستثمرين يتصف بالمصدقية					

					يحظى مسئول علاقات المستثمرين بثقة المتعاملين في المجتمع المالي	٥
					تعدد المناصب التي يشغلها مسئول علاقات المستثمرين يزيد من مصداقية تقارير الإفصاح ربع السنوية	٦
					إدارة علاقات المستثمرين تؤثر على هيكل الإفصاح بالتقارير التي تصدرها الشركة.	٧
					إدارة علاقات المستثمرين تخفض من عدم تماثل المعلومات التي يتم الإفصاح عنها	٨
					إدارة علاقات المستثمرين هي مصدرك الأول للحصول على المعلومات الخاصة بالشركة	٩

ملحق (٢): أسماء الشركات الممثلة لعينة البحث

م	اسم الشركة	القطاع
١	القلعة القابضة	التشييد ومواد البناء
٢	السويس للأسمنت	التشييد ومواد البناء
٣	النصر للإعمال المدنية	التشييد ومواد البناء
٤	جنوب الوادي للأسمنت	التشييد ومواد البناء
٥	أسمنت بورتلاند طره	التشييد ومواد البناء
٦	حديد عز	الموارد الأساسية
٧	ايديتا للصناعات الغذائية	أغذية ومشروبات
٨	النصر للحاصلات الغذائية	أغذية ومشروبات
٩	الدولية للمحاصيل الزراعية	أغذية ومشروبات
١٠	جھينة للصناعات الغذائية	أغذية ومشروبات
١١	الصناعات الغذائية العربية (دومتى)	أغذية ومشروبات

١٢	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	أغذية ومشروبات
١٣	أوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية	الكيماويات
١٤	الصناعات الكيماوية المصرية (كيما)	الكيماويات
١٥	مصر لإنتاج الأسمدة	الكيماويات
١٦	التعمير والاستشارات الهندسية	العقارات
١٧	مجموعة طنعت مصطفى القابضة	العقارات
١٨	مدينة نصر للإسكان والتعمير	العقارات
١٩	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	العقارات
٢٠	بالم هيلز للتعمير	العقارات
٢١	المانس من أكتوبر للتنمية والاستثمار (موديك)	العقارات
٢٢	المصرية الكويتية القابضة	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٣	المويندي اليكتروك	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٤	حي بي أوتو	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٥	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٢٦	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف (يونيباك)	خدمات ومنتجات صناعية
٢٧	المصرية للمنتجات السياحية	سياحة وترفيه
٢٨	اوراسكوم للفنادق والتنمية	سياحة وترفيه
٢٩	رامكو لإنشاء القرى السياحية	سياحة وترفيه
٣٠	العربية لحليج الأقطان	منتجات منزلية وشخصية
٣١	العامة لمنتجات الخزف والصيني	منتجات منزلية وشخصية
٣٢	دايس للملابس الجاهزة	منتجات منزلية وشخصية
٣٣	العربية وبولفارز للغزل والنسيج (يونيراب)	منتجات منزلية وشخصية
٣٤	النصر للملابس والمنسوجات	منتجات منزلية وشخصية
٣٥	الشرقية إيسترن كومباني	منتجات منزلية وشخصية
٣٦	النساجون الشرقيون للسجاد	منتجات منزلية وشخصية