

## قياس أثر الإفصاح السردى الإلكتروني على قرار الاستثمار بالتطبيق على الشركات المصرية المقيدة

د/ أحمد سليم محمد

مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة  
كلية التجارة – جامعة عين شمس

[dr.ahmedsaleem@commerce.asu.edu.eg](mailto:dr.ahmedsaleem@commerce.asu.edu.eg)

### المخلص

تستهدف الدراسة تقديم دليل تطبيقي حول الآثار المحتملة لاختيار الشركات المساهمة المصرية الإفصاح السردى الإلكتروني المتضمن في التقارير السنوية وخاصة فيما يتعلق بقرار الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ومن ثم لفت انتباه إدارات الشركات نحو قيمة حجم ومحتوي المعلومات التي يجب تقديمها لكافة أصحاب المصالح لترشيد قراراتهم الاستثمارية.

وفى سبيل تحقيق أهداف الدراسة، تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة قدرها (33) شركة من قطاعات اقتصادية متنوعة بإجمالي مشاهدات (216) مشاهدة خلال سلسلة زمنية من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٧، وتم بناء نماذج الدراسة باستخدام ثلاث متغيرات مستقلة تمثل الإفصاح السردى ومتغيران تابعان يمثلان قيمة الشركة كمقياس بديل على قرار الاستثمار وتوسع متغيرات رقابية، وقد أوضحت الدراسة إلى أن (١٤,٦%) فقط من الشركات المصرية المقيدة تصدر تقارير سنوية إلكترونية متضمنة الإفصاح الإلزامي والإفصاح السردى، كما قامت الدراسة بتصميم مؤشر للإفصاح السردى الإلكتروني وتوصلت الدراسة إلى أن نسبة الإفصاح السردى في السوق المصري بلغت (٢١,١٦%) خلال فترة الدراسة.

كما أظهرت نتائج التحليل الإحصائي رفض الفرض الأول حيث تبين وجود اختلاف في طبيعة الإفصاح السردى الإلكتروني خلال فترة الدراسة، كما تم قبول الفرض الثاني حيث تبين وجود علاقة ارتباط سلبية بين نسبة الإفصاح السردى في التقرير السنوي وقرار الاستثمار في حين توجد علاقة ارتباط إيجابية بين حجم الإفصاح السردى وقرار الاستثمار لكن هذه العلاقات ليست ذو دلالة معنوية، كما تم رفض الفرض الثالث حيث تم الوصول إلى نموذج معنوي لتفسير تأثير الإفصاح السردى الإلكتروني على قرار الاستثمار.

المصطلحات الأساسية: الإفصاح السردى الإلكتروني والإفصاح الاختياري وقيمة الشركات وقرار الاستثمار

# **Measuring the Effect of Electronic Narrative Disclosure on Investment Decision - An Empirical Study of Egyptian Listed Companies**

**Dr. Ahmed Selim, Mohamed**  
**Lecturer, Department of Accounting**  
**Faculty of Commerce Ain-Shams University**  
**[dr.ahmedsaleem@commerce.asu.edu.eg](mailto:dr.ahmedsaleem@commerce.asu.edu.eg)**

## **Abstract**

**This Study Aims to Provide an Empirical Evidence About Potential Effects When Egyptian Indexed Companies Choosing to Issue the Electronic Narrative Disclosure in Annual Reports Especially Effects on Investment Decision in Security Market, and Then Draw the Attention of Corporate Managers About the Value of the Volume and Content of Information That Must be Provided to all Stakeholders to Rationalize Their Decisions.**

**To Achieve the Study Objectives, the Empirical Study Uses a Sample of (33) Companies in Different Economic Sectors With (216) Observations Through Time Series From 2007 to 2017, the Study Build Models Using Three Independent Variables Representing Narrative Disclosure and use two Dependent Variables Representing Company Value as a Proxy for Investment Decision and Nine Control Variables, the Study Shows That Only (14.6%) of Indexed Egyptian Companies Issuing Electronic Annual Reports Including Mandatory and Narrative Disclosures, and the Study Also Build a Narrative Disclosures Index and The Study Concluded the Narrative Disclosures Percentage in Egyptian Market is (21.16%) Through Study Period.**

**The Results of Statistic Analysis Show Rejecting the First Hypothesis Where There is a Difference in Electronic Narrative Disclosure Nature Through the Study Period, and the Results Show Accept the Second Hypothesis Where There is a Negative Relationship Between Percentage Of Narrative Disclosure In Annual Report And Investment Decision While There is a Positive Relationship Between Volume of Narrative Disclosure and Investment Decision but all This Relationships is not Significant, the Results Show Rejecting The Third Hypothesis Where The Results Show A Significant Model to Explain the Impact of Narrative Disclosure on Investment Decision.**

**Keywords: Electronic Narrative Disclosure, Voluntary Disclosure, Company Value and investment decision**

## المقدمة

تسعى إدارات الشركات ألي وضع سياسات للإفصاح لمساعدة المستثمرين وكافة أصحاب المصالح على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، حيث تزداد الحاجة لمزيد من الإفصاح خاصة في الفترات التالية لحدوث الأزمات المالية (Goldstein and Yang 2018) وتمثل هذه الإفصاحات مساراً هاماً يمكنهم من الحصول على معلومات غير متداولة وذات صلة بالشركة من وجهة نظر مجلس الإدارة (Bravo, 2016, Hassanein, Hassanein et al. 2018, Abad et al. 2009) حيث تساعدهم في فهم أداء الشركات السابق والحالي ومن ثم التنبؤ بالأداء المستقبلي (Hussainey, 2003, Schleicher et al. 2003).

ومن ثم زادت أهمية التقارير السنوية Annual Reports التي تصدرها الشركات كأحد اهم وسائل الاتصال بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح وجزءاً هاماً في عملية الإفصاح المستمر (Abed, 2016, Al-Najjar et al. 2016, أبو طالب ٢٠١٦) حيث تُصدر التقارير السنوية في الآونة الأخيرة متضمنة لنوعين من الإفصاح وهم الإفصاح الإلزامي للتقارير المالية الختامية وتقرير مراقب الحسابات عنها والإفصاح السري الاختياري عن المعلومات المالية والغير مالية والغير خاضعة للمراجعة حيث يعملان معاً كآليات متكاملة في تطوير وتحسين الإفصاح المحاسبي ومن ثم سد حاجة المستثمرين وكافة أصحاب المصالح إلى معلومات متكاملة تساهم في تحسين جودة قراراتهم الاستثمارية ومن زيادة الثقة بينهم وبين إدارة الشركات (Ball, Jayaraman et al. 2012, أبو طالب ٢٠١٦, اليسوني ٢٠١٧, Liu, Kong et al. 2018).

ويمثل الإفصاح السري الاختياري احد التحديات إلى تمر بها إدارة الشركة حيث تقع بين مطرقة الإفصاح الكامل ذو التكلفة المرتفعة والتهديد لخصوصية الشركة وبين سندان النزعة إلى السرية في الإفصاح عن المعلومات الهامة، ولعل صفة الاختيارية في إصدار الإفصاح السري بالتقرير السنوي تزيد من هذا التحدي حيث يكون لإدارة الشركات الحرية في تحديد قدر ما يمكن الإفصاح عنه لأصحاب المصالح (Aghdam Mazraeh and Karimzadeh 2017).

ويعد الإفصاح من القضايا الهامة والمتكررة والتي تستحق أن تحظى بكثير من اهتمام الباحثين وممارسي المهنة (LEUZ and WYSOCKI 2016) وبصفة خاصة الإفصاح السري من خلال التقارير السنوية، حيث صدرت العديد من البحوث التطبيقية التي تناولت بالدراسة والتحليل كيفية إعداد الإفصاح السري وطرق نشره بجانب دراسة لنبرة الإفصاح به ومدى التعقيد وانتشار المفردات المستخدمة والدلالة الزمنية للمفردات (ALLEE and DEANGELIS 2015) وذلك فضلاً عن

دراسة فقرات الإفصاح من حيث الكم والكيف، كما اهتمت العديد من البحوث التطبيقية بتوضيح الآثار المحتملة على حقوق أصحاب المصالح المتعاملين مع الشركة نتيجة للإفصاح السري بنوعيه الورقي والإلكتروني (Leung, Parker et al. 2015, Lo, Ramos et al. 2017, Asay, Libby et al. 2018).

وقد لوحظ أن العديد من الدراسات التي تناولت علاقة الإفصاح السري الإلكتروني بالأداء المالي للشركات تهتم باثر الأزمات المالية المحلية والعالمية على أداء الشركات نحو عملية الإفصاح وذلك دون التعرض لدور الأزمات السياسية التي تمر بها بعض الدول في تفسير هذه العلاقة، خاصة الأزمات التي يصاحبها أحداث استثنائية يصاحبها تغير واضح في المشهد السياسي يتبعه تغير في المؤسسات والسلطات داخل الدولة ومن ثم تغير التوقعات المستقبلية لأداء الشركات المفصح عنه بالتقارير السنوية فضلاً عن تغيير القواعد والإجراءات المنظمة داخل الاقتصاد كردة فعل لتغير البيئة السياسية، وهو ما دعي الباحث إلى الاعتقاد بان ثمة دور محتمل لتلك التغيرات السياسية في تفسير طبيعة العلاقة بين الإفصاح السري للشركات وقرار الاستثمار وعلى كافة حقوق أصحاب المصالح المتعاملين مع الشركات وهو الاعتقاد الذي تحاول الدراسة الحالية تناوله بالدراسة والتحليل للوصول إلى دليل تطبيقي عن حقيقة هذا التأثير أن وجد.

وتعد الدراسة الحالية استجابة لما نادى عدة دراسات حديثة منها (Moumen, Ben Othman et al. 2015, LEUZ and WYSOCKI 2016, Aly, El-Halaby et al. 2018, Hassanein, Hassanein et al. 2018, Liu, Kong et al. 2018) بضرورة الوصول إلى مزيد من التفهم لطبيعة العلاقة بين الإفصاح السري الإلكتروني بالتقارير السنوية وقرار الاستثمار في عدة بلدان أخرى وخاصة في الأسواق الناشئة ذات الأطر التنظيمية المختلفة للوقوف على اثر تغير البيئة المالية والقانونية والثقافية والاقتصادية والاجتماعية وكذلك السياسية على نتائج الدراسة لمساعدة واضعي السياسات ومتخذي القرار بهذه الدول في اتخاذ ما يلزم من قرارات لدعم سوق الأوراق المالية ومهنة المحاسبة والمراجعة.

كما تسعى الدراسة الحالية إلى مزيد من الإسهام في تعميق المعرفة حول الإفصاح السري بالتقارير السنوية من خلال إيجاد أبعاد أخرى لتفسير مشكلة الدراسة حيث سيتم الأخذ في الاعتبار دور كل من استدامة الشركات وسمعة (حجم) مكتب المراجعة ومستوي أداء الربحية ولغة إصدار التقرير في تفسير مشكلة الدراسة، وذلك فضلاً عن كون الدراسة الحالية احد أولي المساهمات العلمية التي تهتم بمحاولة تقييم النتائج خلال الفترات الزمنية التي حدثت بها تغيرات هامة في البيئة السياسية

بمصر وهو البعد الذي لم تتعرض له - حسب علم الباحث - البحوث التطبيقية بمصر في مجال المحاسبة حتى وقت إعداد الدراسة الحالية.

## ١ - مشكلة وأهداف الدراسة

### ١/١ مشكلة الدراسة

تشير عدة دراسات إلى انه مازالت العلاقة بين الإفصاح وقرار الاستثمار تحتاج لمزيد من الدراسات التطبيقية لتفسير العلاقة في ظل اختلاف بينات التطبيق واختلاف الظروف الاقتصادية والسياسية... الخ (Hassan, Romilly et al. 2009, Mousa and Elamir 2018)، ولان المستثمرين مازالوا يعتمدوا على التقارير السنوية التي تصدرها إدارة الشركات والتي من خلالها يتم التأثير عليهم بإعطائهم معلومات عن الوضع الحالي لأداء الشركات وبجانب التوقعات المستقبلية لأدائها في ضوء المعطيات الاقتصادية والسياسية أيضا، ومن ثم تمكين المستثمرين وكافة أصحاب المصالح من فهم افضل لقيمة الشركة ومن ثم تقييم افضل لمحافظهم المالية (Yekini, Wisniewski et al. 2016, Lo, Ramos et al. 2017).

ويمكن القول أن اهتمام المستثمرين يزداد لهذه المعلومات في وقت الأزمات التي تمر بالاقتصاد وخاصة إذا كانت استثنائية، وقد عاصرت مصر مؤخراً عدة أحداث سياسية بداية من ٢٠١١، وقد صاحبت هذه الأحداث العديد من الاضطرابات المدنية والعواقب الاقتصادية التي يصفها البعض بالكارثية (Ahmed, Tahat et al. 2015)، من هذا المنطلق فان الباحث يتساءل عن تأثير هذه الأحداث السياسية التي صاحبها تغير واضح في البيئة السياسية المصرية في تفسير تأثير الإفصاح السري الإلكتروني على قرار الاستثمار، وبناء على ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة على النحو التالي: إلى أي مدي تختلف طبيعة العلاقة والتأثير المحتمل للإفصاح السري الإلكتروني بالتقارير السنوية على قرار الاستثمار؟

### ٢/١ أهداف الدراسة

تهدف الدراسة ألي تناول العلاقة بين الإفصاح السري الإلكتروني بالتقارير السنوية وبين قرار الاستثمار وذلك كهدف أساسي ينقسم إلى الأهداف الفرعية التالية:

١ - دراسة مدي اختلاف الإفصاح السري الإلكتروني خلال فترات تغير البيئة السياسية المصرية.

٢ - دراسة العلاقة بين الإفصاح السري الإلكتروني وبين قيمة الشركة كمقياس بديل على قرار

الاستثمار.

٣- تقديم نموذج مقترح لتفسير العلاقة يمكن الشركات من التنبؤ بسلوك قيمتها السوقية وفقاً لمستوى الإفصاح السردي الإلكتروني لديها.

## 2- الإطار النظري وصياغة الفروض

١/٢ الإطار النظري - الدراسات السابقة

١/١/٢ مفهوم الإفصاح السردى

يحظى الإفصاح السردى الاختياري باستخدام عدة مصطلحات أجنبية مترادفة مثل مصطلح الإفصاح السردى **Narrative Disclosure** ومصطلح الإفصاح الاختياري **Voluntary Disclosure** ومصطلح الإفصاح الغير مالى **Non-Financial Narrative** ومصطلح التقارير السردية **Narrative Reporting** ومصطلح القوائم السردية **Narrative Statements** ومصطلح السرديات **Narratives** وأخيراً مصطلح الإفصاحات السردية المستقبلية **Forward-Looking Disclosure (FLD)**.

وتشير كافة المصطلحات السابقة ألي اختيار الشركة الإفصاح عن مزيد من المعلومات بخلاف الإفصاح الإلزامي وتشمل العديد من الجوانب الخاصة بالخطوة الاستراتيجية للشركة وأنشطتها ومشروعاتها الحالية والمستقبلية والتنبؤات المالية وخطط توزيع الأرباح ([Li and Yang 2016](#)). [أبو طالب \(٢٠١٦\)](#)، وغيرها من المعلومات التي تقدم من خلالها الشركة صورتها الذهنية للمستثمرين وكافة أصحاب المصالح المتعاملين معها كالمعوقات التي تتعرض لها حالياً والمتوقعة مستقبلاً وكلمة رئيس وأعضاء المجلس وقد تتطرق أيضاً إلى استدامة الشركة في تشابه مع محتوى التقارير المتكاملة ([Stent Balakrishnan, Qiu et al. 2010, Aribi and Gao 2011](#), [جمادة ٢٠١٤](#), [Stent and Dowler 2015](#)) وتقوم الشركة بتعيين مسئول عن علاقات المستثمرين ليكون مسئول عن عملية الإصدار والتواصل مع كافة أصحاب المصالح ([Brown, Call et al. 2018](#)).

ويأخذ الإفصاح السردى بالتقارير السنوية احدي صورتين، حيث تشير الأولى إلى الإفصاح الورقي التقليدي والثانية هي الإفصاح الإلكتروني، وقد حظي الأخير بكثير من الاهتمام من قبل الباحثين لما له من انتشار واسع في الآونة الأخيرة لما يحققه من مزايا عديدة لكافة أصحاب المصالح ([Ahmed, Tahat et al. 2015](#))، وقد يكون الإفصاح الإلكتروني خطوة جيدة للشركات تجاه دعم مزيد من الشفافية وإرضاء فئات متعددة من المستثمرين في الداخل والخارج وهو ما نحتاج اليهم كثيرا في مصر للتغلب عن الإرث القديم نحو الميل للسرية في المعاملات كأحد النزعات الراسخة في الثقافة المصرية ([Hassan, Romilly et al. 2009](#)).

## 2/1/2 قياس الإفصاح السردى

انتهجت البحوث التطبيقية الحديثة والمرتبطة بموضوع الدراسة عدة أساليب لقياس الإفصاح السردى بالتقارير السنوية ما بين قياس الإفصاح فى التقرير ككل أو احد جوانبه وما بين القياس الإلكترونى والقياس اليدوى وما بين المرجح وغير المرجح، حيث يتم استخدام البرامج اللغوية الإلكترونية لحصر الكلمات الدالة على الإفصاح السردى ككل أو احد جوانبه كالإفصاح عن المعلومات المستقبلية للشركة أو الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وذلك وفقاً لقائمة كلمات معدة مسبقاً يتم تعريفها للبرنامج، كما يمكن الاعتماد يدوياً على قياس الإفصاح السردى والذي يعتمد على القراءة المباشرة للتقرير السنوى واستخلاص الفقرات التى تعبر عن الإفصاح السردى أو جزء منه ، وتعتمد بعض من هذه الأساليب على الترجيح بان يتم إعطاء وزن نسبى لكل جانب من جوانب الإفصاح السردى لاختلاف الأهمية النسبية أو يتم الاستغناء عن الترجيح والتعامل مع الإفصاح السردى كوحدة واحدة (hadad 2013, حمادة ٢٠١٤, Yekini, [Abed, Al-Najjar et al. 2016](#), [Wisniewski et al. 2016](#)).

## 3/1/2 علاقة الإفصاح السردى بالأداء المالى

تسعى العديد من الشركات نحو وضع سياسة للإفصاح بهدف مساعدة المستثمرين فى تقييم مدى كفاءة استثماراتهم المالية وتحقيقها لتدفقات نقدية مستقبلية ومن ثم اتخاذ قرار استثمار رشيد وهو ما ينعكس على قيمة الشركة، ومن ثم كان للإفصاح السردى من خلال التقارير السنوية أهمية كبيرة فى تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين ومن ثم ترشيد قرار الاستثمار، وفيما يلى تحليل للدراسات السابقة التى تناولت هذه العلاقة بالتفصيل.

### ١- دراسة (Aly, El-Halaby et al. 2018)

تناولت الدراسة تحليل ثنائية العلاقة بين نبرة الإفصاح السردى فى التقارير السنوية وبين الأداء المالى للشركة، حيث أن نبرة الإفصاح عن أخبار الشركة تأخذ إحدى صورتين نبرة إيجابية أو نبرة سلبية، وذلك بالتطبيق على الشركات المصرية باستخدام عينة من ١٠٥ شركة بإجمالى مشاهدات ٣١٥ مشاهدة خلال الفترة الزمنية من ٢٠١١ إلى ٢٠١٣.

ولتحقيق أهداف الدراسة تم بناء نموذج الدراسة باستخدام متغير مستقل وهو نبرة الإفصاح فى التقارير السنوية (TD) حيث يتم قياسها بعدد الأخبار الإيجابية أو السلبية فى التقرير السنوى وتمثل المتغير التابع فى الأداء المالى (FP) ويتم قياسه باستخدام معدل العائد على الأصول (ROA).

وتشير نتائج الدراسة إلى زيادة عدد الأخبار الإيجابية عن السلبية في التقارير السنوية للشركات المصرية ومن ثم تحقق صافي إيجابي، مما يشير إلى أن الشركات المصرية تميل للإفصاح عن الأخبار الإيجابية في التقارير السنوية كما تشير أيضا النتائج الإحصائية لوجود علاقة ارتباط معنوية وإيجابية بين صافي الإفصاح السردى (ذو النبرة الإيجابية) في التقارير السنوية وبين كل من الأداء المالى وحجم الشركة ، كما توجد علاقة ارتباط معنوية وسلبية مع معدل الرافعة المالية، في حين لا توجد علاقة ارتباط معنوية مع باقي المتغيرات الرقابية، وأخيرا أجابت الدراسة على السؤال المهم حيث أثبتت أن الأداء المالى هو العامل المستقل المؤثر على نبرة الإفصاح الإيجابي والسلبى وليس العكس.

#### ٢- دراسة (Hassanein, Hassanein et al. 2018)

استهدفت الدراسة قياس اثر الإفصاح السردى عن المعلومات المستقبلية للشركة على قرار الاستثمار، حيث اعتمدت نماذج الدراسة على متغير تابع ومتغير مستقل وعدة متغيرات رقابية، حيث يمثل المتغير المستقل الإفصاح السردى عن المعلومات المستقبلية وتم قياسه بنسبة الكلمات التي تعبر التوقعات المستقبلية إلى إجمالي كلمات التقرير وذلك باستخدام برنامج لغوي الكتروني محدد به قائمة بالكلمات الدالة شملت ٣٣ كلمة، في حين يمثل المتغير التابع قرارا الاستثمار معبرا عنه بقيمة الشركة وفقا لنموذج Tobin's Q، وقد حددت الدراسة عدة متغيرات رقابية مثل حجم الشركة والرافعة المالية ومعدل الربحية... الخ، وتم إجراء الدراسة على الشركات البريطانية المسجلة في بورصة لندن بإجمالي مشاهدات ٢٩٣٢ مشاهدة موزعة على عدة قطاعات اقتصادية.

تشير نتائج الدراسة إلى أن قيمة الشركات السوقية ترتبط بعلاقة إيجابية بالإفصاح السردى وخاصة في الشركات التي حدث بها تراجع في الأرباح السنوية خلال فترة الدراسة وكذا الشركات التي يتم مراجعتها بواسطة مكاتب المراجعة الكبرى، في حين لم تتحقق هذه العلاقة الإيجابية في حالة الشركات التي زادت بها الأرباح السنوية لكون الأخيرة تمتاز بتحقيق رضا المستثمرين بالفعل دون مزيد من الإفصاح وكذا لم تتحقق هذه العلاقة الإيجابية في حالة مراجعة الشركات بواسطة مكاتب المراجعة المتوسطة أو الصغرى.

#### ٣- دراسة (Nekhili, Hussainey et al. 2016)

استهدف الباحثون من الدراسة تحليل العلاقة بين الإفصاح السردى الاختياري عن أنشطة البحوث والتطوير بالشركة وقيمة الشركة وذلك بالتطبيق على ٩٨ شركة فرنسية بإجمالي ٤٩٠ مشاهدة خلال الفترة الزمنية من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٤.



وقام الباحثون بإجراء الدراسة التطبيقية باستخدام متغير مستقل يمثل الإفصاح عن أنشطة البحوث والتطوير ويتم قياسه من خلال مقياس مكون من ٣٢ معلومات موضحة في قائمة معدة مسبقاً ويتم حساب نسبة المؤشر بقدر إفصاح الشركة من هذه المعلومات، كما تم استخدام متغير تابع وهو قيمة الشركة ويتم قياسها من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة، وذلك بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الرقابية مثل كثافة أنشطة البحوث والتطوير والتكلفة المرسمة لهذه الأنشطة ونمط الملكية وجودة المراجعة والرافعة المالية والعائد على الاستثمار وأخيراً حجم الشركة.

وتوصل الباحثون إلى أن المستثمرين بالسوق الفرنسي يعطوا كثيراً من الاهتمام بالإفصاح عن أنشطة البحوث والتطوير حيث تمتاز أيضاً الشركات الفرنسية بإعطاء أهمية كبرى لهذه الأنشطة، حيث تدعم كثافة وتكلفة هذه الأنشطة تقديم مزيد من الإفصاحات، كما توصل الباحثون إلى وجود ارتباط إيجابي لكنه غير معنوي بين الإفصاح الاختياري عن أنشطة البحوث والتطوير وقيمة الشركة، كما تبين وجود علاقة ارتباط قوية موجبة بين كثافة وتكلفة أنشطة البحوث والتطوير وبين الإفصاح عن هذه الأنشطة.

#### ٤ - دراسة (Plumlee, Brown et al. 2015)

تناولت الدراسة تقييم علاقة الإفصاح البيئي كأحد جوانب الإفصاح السري بقيمة الشركة، حيث تم التمييز بين نوع الإفصاح البيئي (حاد ام مرن) كما تم التمييز بين طبيعة الإفصاح (إيجابي ام سلبي ام عادي) وذلك بالتطبيق على الشركات الأمريكية في خمس قطاعات اقتصادية مختلفة. اعتمدت الباحثان في بناء نموذج الدراسة على ثلاث متغيرات مستقلة تمثل جانب الإفصاح البيئي وهم حجم الإفصاح ونوعه وطبيعته، كما اعتمد النموذج على متغير تابع يمثل قيمة الشركة ويتم قياسه بأسلوبين الأول قيمة الشركة المحسوبة بالتدفقات النقدية المستقبلية المخصومة والثاني بتكلفة رأس المال، وتم إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام بيانات ٤٧٤ شركة خلال الفترة الزمنية من عام ٢٠٠٠ إلى عام ٢٠٠٥

تشير نتائج الدراسة إلى أن كل من نوع وطبيعة الإفصاح البيئي تعطي معلومات قيمة للمستثمرين تؤثر بالإيجاب على قرار الاستثمار، كما أكدت الدراسة وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح البيئي الإيجابي وبين قيمة الشركة المقاسة بالتدفقات النقدية المخصومة.

#### ٥ - دراسة (ALLEE and DEANGELIS 2015)

اعتمدت الدراسة في تحليل علاقة الإفصاح السري بالأداء المالي على قياس أثر نبرة الإفصاح السري ومدى انتشار أو تناثر المفردات الإيجابية والسلبية Tone Words Dispersion داخل الإفصاح وذلك على ردة فعل أصحاب المصالح مثل المستثمرين والمحللين، حيث يعتقد أن بعد المسافة

بين الكلمات الموجهة **Tone Words** لأصحاب المصالح عن بعضها البعض قد يقلل من إمكانية الربط بينها ومن ثم ضعف الأثر على قراراتهم.

وقام الباحثان بتطبيق الدراسة على عدد ٤٢٨، ٣٣ مشاهدة من تقارير سنوية لعدة شركات من عدة دول في الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٤ من احد قواعد البيانات الدولية، وقد تم بناء النموذج على متغير مستقل يمثل انتشار نبره الإفصاح وتم قياسه من خلال برنامج لغوي يحدد نسبة انتشار المفردات الدالة على الإفصاح الإيجابي أو السلبي عن توزيع الأرباح في الأجزاء الخاصة بذلك في الإفصاح السردى، كما تم بناء نموذج الدراسة على متغير تابع يمثل توقعات المستثمرين والمحللين تجاه الأداء الحالى والمستقبلي، وتوصلت الدراسة أن المستثمرين والمحللين لديهم ردة فعل إيجابية تجاه نبرة الإفصاح الإيجابية وانتشار كبير للكلمات الإيجابية في حين تكون ردة فعلهم سلبية تجاه نبرة الإفصاح السلبية وانتشار كبير للكلمات السلبية داخل الإفصاح السردى.

#### ٦- دراسة (Wisniewski and Yekini 2015)

استهدفت الدراسة تحليل طبيعة العلاقة بين الإفصاح السردى في التقرير المالى وبين عوائد السهم المتوقعة في المستقبل وذلك باستخدام برنامج الكروني لغوي لحصر الكلمات ذات الدلالة عن مستقبل الشركة في التقارير السنوية.

وقد اعتمد الباحثان في الدراسة التطبيقية على خمس متغيرات مستقلة تمثل جوانب الإفصاح السردى ويتم قياسها بعدد مرات تكرار الكلمات الدالة على كل جانب والتي يتم حسابها بواسطة البرنامج الإلكتروني ومتغير تابع وهو عوائد السهم المتوقع ويتم قياسه من خلال العوائد المتراكمة التي يحققها السهم خلال فترة ٢٥٠ يوم تداول التالية لإصدار التقرير المالى، كما تم الاعتماد على متغيرات رقابية مثل حجم الشركة والرافعة المالية والتغير في المبيعات ونسبة القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية في نهاية الفترة المالية، وتكونت عينة الدراسة من 209 شركة بريطانية بإجمالي مشاهدات 1262 مشاهدة خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٢، حيث تمثلت اهم نتائج الدراسة في أن بعض الإفصاحات الغير مالية التي تشملها التقارير السنوية ترتبط بعلاقة معنوية إيجابية بالتنبؤ بالعوائد المستقبلية للسهم.

#### ٧- دراسة (Ahmed, Tahat et al. 2015)

تناولت الدراسة بالتحليل علاقة الإفصاح الإلكتروني بنوعيه المالى والسردى على قرارا الاستثمار، حيث قام الباحثون بالتطبيق على بيئة العمل المصرية وعلى عينة من الشركات الغير مالية.

واستخدمت الدراسة الأسلوب التطبيقي على عينة قدرها ٧٣ شركة خلال سلسلة زمنية من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٣، وتم بناء نموذج الدراسة باستخدام متغير مستقل يمثل الإفصاح الإلكتروني ويتم قياسه من خلال مؤشر لنسبة عدد البيانات المفصح عنها على الموقع الإلكتروني للشركة، ومتغير تابع يمثل لوغاريتم القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة المالية وأيضا قيمة العوائد السوقية للسهم مقاسة بنموذج تسعير الأصول بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الرقابية كبرحية السهم وحجم مكتب المراجعة والعائد على الاستثمار والسيولة والرافعة المالية.

وتوصل الباحثون إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين الإفصاح الإلكتروني وبين كل من القيمة السوقية للشركة وقيمة العوائد السوقية مما يدل على أن المستثمرين يعطوا أهمية كبيرة للمعلومات التي تنشرها الشركات على الموقع الإلكتروني في اتخاذ قرار الاستثمار.

٨- دراسة (Leung, Parker et al. 2015)

تناولت الدراسة تقييم سلوك إدارات بعض الشركات نحو تقديمها للحد الأدنى من الإفصاح السري **Minimal Narrative Disclosure** والأسباب وراء هذا السلوك ومدى ارتباطه بالأداء المالي للشركات وذلك بالتطبيق على عدد ٥١٧ شركة صينية مقيدة خلال العام المالي ٢٠٠٥/ ٢٠٠٦ حيث بدأت بورصة هونج كونج حينها في إلزام الشركات بإعداد التقارير المالية وفقا لمعايير التقارير المالية الدولية IFRS وكذا إعداد التقارير السنوية كما تم أيضا تدشين مؤشر حوكمة الشركات.

وشمل نموذج الدراسة متغير تابع يمثل نسبة الإفصاح السري ويتم قياسه بنسبة المعلومات المفصح عنها إلى المعلومات المفترض الإفصاح عنها من خلال قائمة معدة مسبقا وتم تحديد الشركات ذات الحد الأدنى من الإفصاح في حالة أن نتيجة المؤشر اقل من ١٠ %، كما شمل النموذج مجموعة من المتغيرات المستقلة مثل حجم وقيمة الشركة ونتيجة نموذج التمان للفشل المالي ومعدل النمو والسيولة وغيرها من المتغيرات الدالة على الأداء المالي للشركة.

وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تقدم الحد الأدنى من الإفصاح غالبا ما يكون أدائها ضعيف وتتعرض لمخاطر الإفلاس وتحقق غالبا تدهور في أدائها المالي في العام التالي، حيث تتبع هذه الشركات استراتيجية إدارية في إخفاء المعلومات والتفسيرات اللازمة لصرف انتباه المستثمرين عن ضعف الشركة وأخبارها السلبية.

٩- دراسة (Wang and Hussainey 2013)

استعرض الباحثان قياس أثر تطبيق الحوكمة على النظرة المستقبلية وتطلعات الشركة ضمن الإفصاح السري ومن ثم قياس أثر الإفصاح السري على تنبؤات الأرباح المستقبلية وذلك بالتطبيق

على الشركات البريطانية في عينة كبيرة من الشركات شملت 4589 تقرير سنوي خلال الفترة من ١٩٩٦ حتى ٢٠٠٧.

قام الباحثان بالاعتماد على عدة متغيرات مستقلة في بناء نماذج للدراسة، وقد تمثل المتغيرات المستقلة في النموذج الأول في أنماط الملكية وخصائص كل من مجلس الإدارة ولجنة المراجعة في حين تمثل المتغير التابع في الإفصاح السري عن المعلومات المستقبلية بالتقارير المالية وذلك باستخدام تقنية لحصر الكلمات الدالة على ذلك والسابق تحديدها في قائمة بمعرفة الباحثان شملت ٣٥ كلمة، وعند بناء النموذج الثاني تمثل المتغير المستقل في الإفصاح السري وتمثل المتغير التابع في العوائد المستقبلية للأسهم.

وقد أثبتت الدراسة وجود تأثير معنوي للتطبيق الجيد للحوكمة على تطلعات الشركة المستقبلية بالإفصاح السري، حيث فيما يتعلق بأنماط الملكية لم يثبت وجود تأثير لنمط الملكية المؤسسية في حيث ثبت وجوده في حالة الملكية الإدارية، وفيما يتعلق بتأثير خصائص مجلس الإدارة فقد توصل الباحثان إلى أن بعض هذه الخصائص ذات تأثير إيجابي على الإفصاح السري مثل حجم المجلس واستقلاليته وازدواج وظيفة العضو المنتدب، في حين أن حجم لجنة المراجعة كأحد خصائص لجنة المراجعة كان لها تأثير سلبي، كما اثبت الباحثان أن الإفصاح عن التطلعات المستقبلية ذو تأثير معنوي علي المتعاملين في أسواق المال في توقع الأرباح المستقبلية.

١٠- دراسة (Al-Akra and Ali 2012)

تهدف الدراسة إلى قياس تقييم قرارات خصخصة الشركات العامة الأردنية وما صاحبها من تغير النظم المحاسبية المطبقة عليها والخضوع لقوانين سوق المال وتطبيق حوكمة الشركات، وذلك من خلال قياس أثر الخصخصة على تحسن ممارسات الإفصاح لدي هذه الشركات من خلال الإفصاح السري بالتقارير المالية ومن ثم قياس أثر الإفصاح السري على قيمة الشركة، ولتحقيق أهداف الدراسة في إجراء دراسة على عينة عشوائية من الشركات الأردنية مكونة من مجموعتين، حيث تمثل المجموعة الأولى الشركات العامة التي خضعت للخصخصة والثانية الشركات الخاصة، وقد شملت عينة البحث ٢٧ شركة تمثل قطاعات اقتصادية متنوعة بإجمالي عدد ٢٤٣ مشاهدة في الفترة من عام ١٩٩٦ إلى عام ٢٠٠٤.

وتم بناء نموذج الدراسة على متغير مستقل وهو الإفصاح السري ويتم قياسه بترتيب الشركة في مؤشر الحوكمة الأردني بعد الخصخصة ومتغير تابع يمثل القيمة السوقية للشركة مقاسه بطريقتين الأولى بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية والثانية قيمة ناتج نموذج

Tobin's Q، هذا بالإضافة إلى متغيرات رقابية مثل نوع الصناعة ومعدل نمو الشركة والسيولة، وقد تمثلت نتائج الدراسة في وجود علاقة ارتباط إيجابية بين الإفصاح الاختياري للشركات الأردنية بعد خصصتها وبين قيمتها السوقية وهي العلاقة التي لم تتحقق في الشركات الخاصة بالسوق الأردني، كما لا توجد علاقة بين معدل النمو والسيولة وقيمة الشركة.

١١ - دراسة (Hassan, Romilly et al. 2009)

تناول الباحثون في الدراسة تفسير علاقة الإفصاح بنوعيه الإلزامي والاختياري وبين قيمة الشركة وذلك بالتطبيق على البيئة المصرية حيث تُطبق معايير المحاسبة الدولية مع ضعف عقوبات عدم التطبيق في وقت إعداد الدراسة، هذا فضلاً عن النزعة الراسخة نحو الميل للسرية في المعاملات. وقام الباحثون باختبار فروض الدراسة معتمدين على متغير تابع يمثل لوغاريتم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومتغير مستقل يمثل درجة الإفصاح بنوعيه الإلزامي والاختياري، وتم قياس الإفصاح من خلال إعطاء نقاط تمثل مدي توافر معلومات محددة بالتقرير السنوي من عدمه وذلك باستخدام قائمة تم إعدادها وتنقيحها واختبارها مسبقاً بواسطة الباحثون، وبتجميع النقاط يتم الوصول إلى درجة الإفصاح الإلزامي والاختياري كنسبة إلى إجمالي الإفصاحات، كما اعتمدت الدراسة على عدة متغيرات رقابية مثل حجم الشركة والربحية والرافعة المالية والنمو.

وتوصل الباحثون إلى أن قيمة الشركة ترتبط بعلاقة إيجابية ومعنوية مع الإفصاح الإلزامي في حين توجد علاقة سلبية وغير معنوية مع الإفصاح الاختياري، كما أوضحت نتائج الدراسة أن غالبية الشركات التي شملتها عينة الدراسة تولى اهتماماً بالغاً بالإفصاح الإلزامي في مقابل إفصاح اختياري محدود.

١٢ - دراسة (Hussainey, Schleicher et al. 2003)

استهدفت الدراسة دراسة علاقة الإفصاح السري بالأداء المالي للشركات البريطانية، وقام الباحثون باستخدام برنامج الكروني يستخدم تقنية - غير مكلفة - تمكن من قياس الإفصاح السري بالتقارير السنوية على نطاق كبير من الشركات، وقد تمكن الباحثين من تصميم مقياس خاص بالدراسة لتقييم الإفصاح السري وذلك بالتطبيق على عينة من تقارير الشركات السنوية شملت ٧٨٨ تقرير من عام ١٩٩٦ إلى عام ١٩٩٩.

وتكون نموذج الدراسة من متغير مستقل وهو نسبة الكلمات التي تعبر عن الإفصاح السري عن المعلومات المستقبلية بالتقارير المالية إلى إجمالي كلمات التقرير وذلك باستخدام البرنامج الإلكتروني وقائمة محددة مسبقاً بمعرفة الباحثين شملت ٣٠ كلمة، في حين يمثل المتغير التابع الأداء المالي

المقاس بعوائد الأسهم الحالية وتغيرات الأرباح المستقبلية، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح السردى ساهم في تحديد تغيرات الأرباح المستقبلية بصورة أكثر دقة.

## ٢/٢ تعقيب على الدراسات السابقة

يمكن القول أن الدراسات السابقة تتجه غالبيتها لتأكيد العلاقة الإيجابية بين كل من الإفصاح السردى وقيمة الشركة لكن مع قلة وندرة الدراسات التي تشير للعلاقة السلبية أو عدم تحققها في الواقع العملي، كما ركزت الدراسات السابقة على قياس الإفصاح السردى بصفة عامة دون التركيز على الإفصاح الإلكتروني واثره على الأداء المالى، هذا بجانب إقرار العديد منها باختلاف النتائج باختلاف بيئة التطبيق ولاسيما الدول بالأسواق الناشئة ذات الأطر التنظيمية المختلفة، كما لم تلتفت الدراسات السابقة الانتباه لدور البعد السياسى المحتمل في تفسير المشكلة وخاصة في البلدان التي حدثت بها تغيرات في البيئة السياسية مثل مصر.

ويهدف الباحث من خلال الدراسة الحالية إلى تفسير مشكلة الدراسة في مصر كأحد الأسواق الناشئة مع الأخذ في الاعتبار بيان أثر استدامة الشركات وأداء الربحية وحجم مكتب المراجعة كأبعاد أخرى بجانب البعد السياسى في تفسير المشكلة للوصول إلى تفسيرات عدة لطبيعة علاقة الإفصاح السردى الإلكتروني بقرار الاستثمار.

## ٣/٢ صياغة فروض الدراسة

يمكن اشتقاق فروض الدراسة على النحو التالي:

الفرض الأول: " لا توجد اختلافات معنوية بين متوسطي عينات الدراسة خلال فترات تغير البيئة السياسية المصرية"

الفرض الثاني: " لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين الإفصاح السردى وبين قرار الاستثمار "

الفرض الثالث: " لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح السردى على قرار الاستثمار"

## ٣ - الدراسة التطبيقية

يستهدف هذا الجزء عرض منهجية الدراسة التطبيقية والتي تتضمن مجتمع وعينة الدراسة ومتغيرات الدراسة ومصادر البيانات وحدود الدراسة ونماذج الدراسة والاختبارات الإحصائية وأخيرا النتائج والتوصيات.

### ١/٣ مجتمع وعينة الدراسة

بهدف تحقيق أهداف الدراسة تم وضع محددات لتحديد مجتمع الدراسة وكذلك محددات لتقسيم عينة الدراسة إلى عينات فرعية وذلك على النحو التالي:

### ١/١/٣ مجتمع الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة فقد تم توصيف مجتمع الدراسة حيث يتمثل في الشركات المساهمة المصرية المقيدة ولها موقع الكتروني وتقوم بنشر التقارير السنوية متضمنة الإفصاح السري على موقعها خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٧، ثم قام الباحث بإجراء دراسة استكشافية للمواقع الإلكترونية للشركات وقد بلغت عدد ٢٢٥ شركة تمثل ١٧ قطاع اقتصادي، وقد توصل الباحث إلى أن مجتمع الدراسة وفقاً للتوصيف السابق هو عدد ٣٣ شركة خلال فترة الدراسة بإجمالي مشاهدات ٢١٦ مشاهدة وذلك بنسبة تطبيق قدرها ١٤,٦% كما هو موضح بالجدول التالي، ولا يعني بالضرورة أن الشركات الأخرى بالسوق شركات صامتة (أبوطالب ٢٠١٦) وإنما تقوم بالإفصاح السري بطرق أخرى بصورة متقطعة ومتعددة الوسائل وليس من خلال التقرير السنوي على موقعها الإلكتروني.

جدول رقم (١) تصنيف الشركات وفقاً لمدي الالتزام بإصدار التقرير السنوي

النسبة	عدد الشركات	بيان
١٤,٦%	33	الشركات المصدرة للتقارير السنوية
٨٥,٤%	192	الشركات الغير مصدرة للتقارير السنوية
١٠٠%	٢٢٥	الإجمالي

ويري الباحث عدم وجود ممانعة في التطبيق على قطاع البنوك، فعلى الرغم من خصوصية طبيعة الصناعة وهو ما تراه بعض الآراء بأنها تنعكس على الإفصاح من حيث الحجم والجودة مثل (Hossain 2008, Bose, Saha et al. 2017)، فإن الباحث يعتقد أن هذه الآراء تميل أكثر للإفصاح الإلزامي وليس السري، حيث أوضحت الدراسة الاستكشافية عدم وجود اختلاف في شكل ومحتوي التقارير السنوية وما تضمنتها من إفصاح إلزامي وسري في قطاع البنوك عن باقي القطاعات الاقتصادية وهو ما تؤيده عدة دراسات تم تطبيقها على قطاع البنوك مثل (Aribi, 2009, [Platonova, Asutay and Gao 2011](#), [hadad 2013](#), [Nobanee and Ellili 2016](#), [et al. 2018](#), عابد ٢٠١٨).

### ٢/١/٣ عينة الدراسة

من واقع الدراسة الاستكشافية التي قام بها الباحث لتحديد مجتمع الدراسة وبسبب حداثة تطبيق موضوع الدراسة في البيئة المصرية كأحد الأسواق الناشئة فسوف يقوم الباحث بالاعتماد على بيانات كافة هذه الشركات وقدرها ٣٣ شركة في اختبار فروض الدراسة وذلك بإجمالي مشاهدات ٢١٦ مشاهدة من قطاعات اقتصادية متنوعة خلال سلسلة زمنية من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٧، وفيما يلي توصيف للشركات الممثلة لمجتمع الدراسة من حيث التقسيم الزمني والقطاعي لها.

جدول رقم (٢) توصيف شركات العينة وفقا للقطاع الاقتصادي

شركات العينة		الشركات المقيدة		القطاع الاقتصادي
النسبة	المشاهدات	عدد	نسبة	
26%	٥٧	8	7%	البنوك
0%	٠	٠	٤%	موارد أساسية
7%	١٥	٢	٤%	كيماويات
13%	٢٧	3	10%	التشييد ومواد البناء
10%	٢١	4	16%	خدمات مالية (باستثناء البنوك)
6%	١٢	3	13%	أغذية ومشروبات
0%	١	1	7%	رعاية صحية وأدوية
10%	٢١	2	7%	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
3%	٧	1	1%	غاز وبترو
3%	7	١	٤%	منتجات منزلية وشخصية
4%	٨	2	14%	العقارات
0%	٠	٠	٢%	موزعون وتجار تجزئة
0%	٠	٠	٠%	إعلام
3%	٧	1	2%	تكنولوجيا
8%	١٨	3	1%	اتصالات
7%	١٥	2	7%	سياحة وترفيه
0%	٠	٠	٠%	مرافق
100%	٢١٦	33	100%	الإجمالي

المصدر: موقع البورصة المصرية (<http://www.egx.com.eg/ar/ListedStocks.aspx>)، بتصرف من الباحث

يشير الجدول السابق إلى أن أكثر القطاعات إصدارا للتقارير السنوية متضمنة إفصاح سردي هي قطاع البنوك يليها قطاع التشييد ومواد البناء في حين أن قطاع الغاز والبترو وقطاع المنتجات المنزلية والشخصية من أقل القطاعات إصدارا للتقرير.



جدول رقم (٣) توصيف شركات العينة وفقاً للتقسيم الزمني

السنة	عدد المشاهدات	السنة	عدد المشاهدات
٢٠٠٧	8	٢٠١٣	22
٢٠٠٨	13	٢٠١٤	23
٢٠٠٩	17	٢٠١٥	25
٢٠١٠	18	٢٠١٦	24
٢٠١١	21	٢٠١٧	22
٢٠١٢	23	الإجمالي	216

يشير الجدول السابق إلى حدوث توازن بين مشاهدات سنوات الدراسة بخلاف عام ٢٠٠٧ حيث أقل عدد تقارير سنوية ويمكن القول أن السبب وراء ذلك عدم وجود امتثال لقواعد حوكمة الشركات التي تلزم بإصدار التقرير السنوي حيث صدرت القواعد لأول مرة في عام ٢٠١١ (قواعد الحوكمة، ٢٠١١).

### ٢/٣ متغيرات الدراسة

يمكن من خلال فروض الدراسة تحديد المتغيرات في ثلاث متغيرات مستقلة ومتغيران تابعان وتسعة متغيرات رقابية، وسوف تعتمد الدراسة على استخدام اللوغاريتم في قياس بعض المتغيرات لتفادي تشتت البيانات الناتج من التقلبات الكبيرة، وفيما يلي تعريف المتغيرات وكيفية قياسها.

### ١/٢/٣ المتغيرات المستقلة NARVS

تمثل المتغيرات المستقلة الإفصاح السردي الإلكتروني للشركات ويتم قياسه بعدة مداخل وطرق وسوف يعتمد الباحث في القياس على المدخل الكمي وباستخدام ثلاث طرق تمثل المتغيرات المستقلة الثلاثة وذلك على النحو التالي:

(١) المتغير NARVS 1: حيث يتم قياس الإفصاح السردي من خلال نسبة حجم صفحات

الإفصاح السردي إلى إجمالي حجم صفحات التقرير السنوي

(٢) المتغير NARVS 2: حيث يتم قياس الإفصاح السردي بأخذ لوغاريتم حجم صفحات

الإفصاح السردي في التقرير السنوي.

(٣) المتغير NARVS 3: حيث يتم قياس الإفصاح السردي بالاعتماد على نموذج

دراسة (Bravo, Abad et al. 2009) للقياس الكمي للإفصاح وذلك على النحو التالي:

$$QNI_i = (FL_i - \text{Min}) / (\text{Max} - \text{Min})$$

حيث:

-  $QNI_i$ : تمثل مؤشر الإفصاح السردى للشركة خلال الفترة المالية حيث تتراوح قيمة المؤشر بين ٠ و ١٠.

-  $FL_i$ : تمثل حجم الإفصاح السردى للشركة عن الفترة المالية.

-  $Min$ : تمثل الحد الأدنى لحجم الإفصاح السردى للشركة خلال فترة الدراسة.

-  $Max$ : تمثل الحد الأقصى لحجم الإفصاح السردى للشركة خلال فترة الدراسة.

وسوف يقوم الباحث بمراجعة التقارير السنوية الإلكترونية ككل للشركات الممثلة للعينة (يدوياً) لتحديد (حجم) الصفحات التي تتضمن فقرات الإفصاح السردى دون التركيز فقط على فقرات محددة منه وذلك خلافاً لما تفضله عدة دراسات، حيث يرى الباحث أهمية جزء الإفصاح السردى بالتقرير السنوي ككل وانه يصعب تحديد أي فقرة سوف تؤثر على المستثمرين في اتخاذ قراراتهم دون غيرها كما أن كافة المعلومات المتاحة في الإفصاح السردى ذات أهمية متوازنة، ويؤكد هذا الرأي ما تشير اليهم دراسات مثل (Yekini, Wisniewski et al. 2016) بان الاعتماد على احد جوانب الإفصاح السردى دون غيره فقط هي استراتيجية مضللة، كما أن حجم صفحات الإفصاح السردى يعد مقياساً هاماً على الإفصاح وليس فقط توافر بعض جوانب الإفصاح من عدمه (Abed, Al-Najjar et al. 2016).

### ٢/٢/٣ المتغيرات التابعة VALUE

تمثل المتغيرات التابعة قرار الاستثمار ويتم قياسه من خلال مقياس بديل وهو قيمة الشركة، وسوف يستخدم الباحث طريقتين لحساب قيمة الشركة تمثل المتغيران التابعان وهم على النحو التالي:  
(١) المتغير  $VALUE_1$ : حيث يتم قياس قيمة الشركة باستخدام لوغاريتم ناتج معادلة نموذج Tobin's Q التالية:

$$\text{قيمة الشركة} = (\text{إجمالي الخصوم} + \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية}) / \text{إجمالي الأصول}$$

حيث كلما زادت قيمة ناتج النموذج عن الرقم (١) دل ذلك على زيادة القيمة السوقية للشركة عن قيمتها الدفترية كمؤشر عن تحسن قيمة الشركة.

(٢) المتغير  $VALUE_2$ : وفيها يتم قياس قيمة الشركة باستخدام لوغاريتم معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{قيمة الشركة} = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} / \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$$

وسوف يتم حساب القيمة السوقية لحقوق الملكية باستخدام عدد الأسهم المصدرة والمعلنة في التقرير السنوي للفترة المالية ومتوسط أسعار السهم خلال الست شهور التالية لإصدار التقارير المالية وتقرير مراقب الحسابات والتقرير السنوي - بافتراض تزامن توقيت النشر - حيث وفقاً لقواعد الحوكمة المصرية (قواعد الحوكمة، ٢٠١٦) فإن التقرير السنوي يرسل للمساهمين قبل انعقاد الجمعية العمومية بوقت كافي بحيث يتوافر للمستثمرين وجميع أصحاب المصالح الاطلاع على البيانات المنشورة وتكوين رؤية واضحة لاتخاذ قرار الاستثمار.

### 3/٢/٣ المتغيرات الرقابية

وهي المتغيرات الأخرى بخلاف المتغيرات المستقلة والتي يمكن أن تكون ذات علاقة بالمتغيرات التابعة والتي تم الاعتماد عليها بواسطة غالبية الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية وهي على النحو التالي:

#### الجدول رقم (٤) - توصيف المتغيرات الرقابية

م	المتغير	الوصف	طريقة القياس
١.	SAST	الاستدامة	متغير وهمي ويتم قياسه بترتيب الشركة في مؤشر الاستدامة المصري خلال فترة الدراسة على أن يتم عكس قيمة المؤشر عند الإدخال في البرنامج الإحصائي لتصحيح دلالة القيمة واستخدام اللوغاريتم لتفادي تشتت البيانات وفي حالة الشركات خارج المؤشر يأخذ المتغير قيمة (٠).
٢.	AUDIT	سمعة المكتب	وهو متغير وهمي ويتم قياسه بأن يأخذ المتغير قيمة (١) إذا كان المكتب من مجموعة المكاتب الكبيرة BIG 4 وقيمة (٠) في حالة كونه من غير هذه المكاتب.
٣.	PERF	أداء الربحية	وهو متغير وهمي ويتم قياسه بأن يأخذ المتغير قيمة (١) إذا كانت الشركة ذات أداء ربحية عالي في الفترة المالية حيث يزيد العائد على الاستثمار ROA (صافي الأرباح / إجمالي الأصول) عن العام الماضي ويأخذ قيمة (٠) إذا نقص العائد.

٤ .	LANG	لغة التقرير	وهو متغير وهمي ويتم قياسه بأن يأخذ المتغير قيمة (١) إذا صدر الإفصاح السردي باللغة العربية ويأخذ قيمة (٠) إذا صدر باللغة الإنجليزية.
٥ .	POLTIC	البيئة السياسية	وهو متغير وهمي ويتم قياسه بأن يأخذ المتغير قيمة (١) في فترة الاستقرار السياسي من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٠ ويأخذ قيمة (٠) في الفترة التالية من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠١٧.
٦ .	SIZE1	حجم الشركة 1	حيث يتم قياس المتغير بلوغاريتم القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الفترة المالية الحالية
٧ .	SIZE2	حجم الشركة 2	حيث يتم قياس المتغير بلوغاريتم إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية
٨ .	PROFIT	معدل الربحية	حيث يتم قياس المتغير بنسبة الأرباح إلى إجمالي حقوق الملكية في نهاية الفترة المالية
٩ .	LEVE	الرافعة المالية	حيث يتم قياس المتغير بنسبة إجمالي الخصوم إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية

### ٣/٣ نماذج الدراسة

سوف تعتمد الدراسة في اختبار الفروض على النماذج التالية:

#### ١/٣/٣ النموذج الأول

$$\text{VALUE1}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LOG NARVS1}_{it} + \beta_2 \text{LOG NARVS2}_{it} + \beta_3 \text{LOG NARVS3}_{it} + \beta_4 \text{LOG SAST}_{it} + \beta_5 \text{AUDIT}_{it} + \beta_6 \text{PERF}_{it} + \beta_7 \text{LANG}_{it} + \beta_8 \text{POLTIC}_{it} + \beta_9 \text{LOG SIZE1}_{it} + \beta_{10} \text{LOG SIZE2}_{it} + \beta_{11} \text{PROFIT}_{it} + \beta_{12} \text{LEVE}_{it} + E_{it}$$

#### ٢/٣/٣ النموذج الثاني

$$\text{VALUE}^{\vee}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{LOG NARVS1}_{it} + \beta_2 \text{LOG NARVS2}_{it} + \beta_3 \text{LOG NARVS3}_{it} + \beta_4 \text{LOG SAST}_{it} + \beta_5 \text{AUDIT}_{it} + \beta_6 \text{PERF}_{it} + \beta_7 \text{LANG}_{it} + \beta_8 \text{POLTIC}_{it} + \beta_9 \text{LOG SIZE1}_{it} + \beta_{10} \text{LOG SIZE2}_{it} + \beta_{11} \text{PROFIT}_{it} + \beta_{12} \text{LEVE}_{it} + E_{it}$$

### ٤/٣ مصادر بيانات الدراسة

اعتمد الباحث في الدراسة التطبيقية على المصادر التالية:

١- التقارير السنوية لشركات العينة والمتاحة على مواقعها الإلكترونية ومواقع نشر المعلومات المالية.

٢- القوائم المالية المنشورة والمتاحة على المواقع الإلكترونية الخاصة بنشر المعلومات والمواقع الإلكترونية لشركات العينة.

### ٥/٣ حدود البحث

خرج عن نطاق تطبيق البحث الحالات التالية:

١. سوف يتركز مجال تطبيق الدراسة على الإفصاح السري الإلكتروني بالتقارير السنوية المنشورة على المواقع الإلكترونية للشركات لأنها الأكثر انتشاراً وقابلية للتداول مؤخراً وذلك دون الأخذ في الاعتبار التقارير السنوية الورقية أو الاعتماد على وسائل نشر الإفصاح الاختياري الأخرى كنشر بعض الفقرات منه بصورة منفصلة على مواقع الشركات أو من خلال مواقع تداول معلومات الشركات.

٢. يخرج عن نطاق التطبيق الفترات المالية للشركات التي لم تصدر عنها تقارير سنوية متضمنة إفصاح سري كما يخرج أيضاً عن نطاق الدراسة الفترات المالية التي لم يكون سهم الشركة مقيد ببورصة الأوراق المالية.

٣. يخرج عن نطاق التطبيق دراسة إفصاح الشركات عن تأثير التغييرات السياسية على أعمالها ضمن الإفصاح السري بالتقارير السنوية.

٤. يخرج عن نطاق التطبيق الاعتماد على البرامج اللغوية الإلكترونية في قياس الإفصاح السري وسوف يتم التعامل يدوياً مع التقارير السنوية والبيانات المتاحة بداخلها، فبخلاف البعد الاقتصادي في استخدام هذه التقنيات فإن اختيار الباحث للمنهج الكمي في قياس الإفصاح السري لا يتناسب معه استخدام هذه البرامج.

### ٦/٣ مؤشر الإفصاح السري الإلكتروني

يهدف هذا الجزء من الدراسة التطبيقية إلى تصميم مؤشر للإفصاح السري الإلكتروني بالتقارير السنوية من وجهة نظر الباحث وذلك من اتباع الخطوات التالية:

١- يتم اخذ اعلى حجم إفصاح سردي خلال فترة الدراسة ليمثل الرقم المعياري للتقييم ومن خلال بيانات الدراسة نجد أن شركة اوراسكوم القابضة للتنمية قد حققت اعلى حجم إفصاح سردي وقدره ١٧٤ صفحة في عام ٢٠٠٨.

٢- يتم حساب مؤشر إفصاح كل شركة خلال الفترة المالية من خلال قسمة حجم الإفصاح السردي في الفترة المالية إلى الرقم المعياري.

٣- يتم حساب المؤشر لكل قطاع ممثل في عينة الدراسة من خلال متوسط المؤشر في شركات كل قطاع ومن ثم حساب المتوسط العام لعينة الدراسة كما هو مبين في الجدول التالي:

الجدول رقم (٥) - توصيف مؤشر الإفصاح السردي

مؤشر الإفصاح	القطاع	مؤشر الإفصاح	القطاع
11.90%	غاز وبترول	18.84%	البنوك
13.71%	منتجات منزلية وشخصية	16.90%	كيماويات
32.33%	العقارات	11.83%	التشييد ومواد البناء
26.11%	تكنولوجيا	28.41%	خدمات مالية (باستثناء البنوك)
22.96%	اتصالات	14.61%	أغذية ومشروبات
31.80%	سياحة وترفيه	19.54%	رعاية صحية وأدوية
		29.56%	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
		٢١,١٦%	متوسط المؤشر

تشير بيانات الجدول السابق إلى أن متوسط مؤشر الإفصاح السردي الإلكتروني بالتقارير السنوية في الشركات المصرية بلغ ٢١,١٦% خلال فترة الدراسة، حيث حصل كل من قطاع العقارات وقطاع السياحة والترفيه وقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات على اعلى مؤشر إفصاح في حين حصل قطاع التشييد ومواد البناء وقطاع الغاز والبترول على اقل مؤشر إفصاح، وهم جميعا قطاعات تشترك في صفة محدودية الشركات المصدرة للتقرير السنوي، وذلك في مقابل مؤشر إفصاح متوسط في قطاع البنوك رغم كونه من أكثر القطاعات الممثلة في العينة وأكثر القطاعات إصداراً للتقارير السنوية.

### ٧/٣ توصيف المتغيرات

يهدف هذا الجزء من الدراسة التطبيقية إلى تقديم مزيد من الإيضاح حول بيانات متغيرات الدراسة مما يساعد في تفسير طبيعة علاقتها بالمتغير التابع وذلك على النحو التالي:

### ١/٧/٣ الإفصاح السردى

يوضح الجدول التالى توصيف الإفصاح السردى من خلال التقسيم القطاعى وذلك على النحو التالى:

الجدول رقم (٦) - توصيف الإفصاح السردى وفقاً للتقسيم القطاعى

القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	متوسط حجم التقرير السنوى	متوسط حجم الإفصاح السردى	نسبة الإفصاح السردى
البنوك	8	٥٧	105.9	32.8	31%
موارد أساسية	٠	٠	٠	٠	٠
كيمياويات	٢	١٥	69.1	29.4	43%
التشييد ومواد البناء	3	٢٧	53.6	20.6	38%
خدمات مالية (باستثناء البنوك)	4	٢١	68.2	49.4	72%
أغذية ومشروبات	3	١٢	50.8	25.4	50%
رعاية صحية وأدوية	1	١	58.0	34.0	59%
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	2	٢١	101.5	51.4	51%
غاز وبتروول	1	٧	77.1	20.7	27%
منتجات منزلية وشخصية	١	7	43.6	23.9	55%
العقارات	2	٨	82.9	56.3	68%
موزعون وتجار تجزئة	٠	٠	٠	٠	٠
إعلام	٠	٠	٠	٠	٠
تكنولوجيا	1	٧	67.7	45.4	67%
اتصالات	3	١٨	90.7	39.9	44%
سياحة وترفيه	2	١٥	87.7	55.3	63%
مرافق	٠	٠	٠	٠	٠
الإجمالى	33	٢١٦	81.8	36.8	45%

تشير بيانات الجدول السابق إلى أن نسبة متوسط حجم الإفصاح السردى في عينة الدراسة إلى إجمالى حجم التقرير السنوى بلغت ٤٥% خلال فترة الدراسة، وقد حصل كل من قطاع الخدمات المالية بخلاف البنوك وقطاع العقارات وقطاع التكنولوجيا على أعلى نسبة إفصاح بينما حصل قطاع الغاز والبتروول على أقل نسبة إفصاح، وبالنسبة لقطاع البنوك فعلى الرغم من كونه أكثر القطاعات الذى تصدر تقارير سنوية من حيث الحجم ولكن ليس أكثرهم في حجم الإفصاح السردى كما أن عدد البنوك المصدرة للتقرير هي ٨ بنوك فقط في حين أن البنوك المقيدة في سوق الأوراق المالية تمثل ١٥ بنك وعدد البنوك العاملة في جمهورية مصر العربية قدرها ٣٨ بنك بنسبة تطبيق ضعيفة مقارنة بحساسية الصناعة وتتفق هذه النتائج مع دراسات مماثلة في دولة الإمارات العربية المتحدة وجمهورية الهند أشارت إلى ضعف الإفصاح السردى لدى البنوك من خلال التقارير السنوية ( Hossain 2008 )

(Nobanee and Ellili 2016) وقد أثبتت دراسة في الأردن خلاف هذه النتيجة حيث تفصح البنوك بنسبة عالية في تقاريرها السنوية قدرت بنسبة ٥٩,٥٢% (hadad 2013).

### ٢/٧/٣ الإفصاح السري واستدامة الشركات

يوضح الجدول التالي توصيف لاستدامة الشركات المصدرة للإفصاح السري الإلكتروني بالتقارير السنوية.

جدول رقم (٧) توصيف استدامة الشركات المصدرة للإفصاح السري

الإجمالي	الشركات خارج المؤشر	الشركات داخل المؤشر		بيان
		غير منتظمة	منتظمة	
33	٦	٩	١٨	الشركات المصدرة للتقرير السنوي
192	151	14	27	الشركات الغير مصدرة
٢٢٥	١٥٧	٢٠	48	الإجمالي
متوسط حجم الإفصاح السري		متوسط حجم التقرير السنوي	المشاهدات	بيان
32.3		83.60	١٢٣	شركات حصلت على ترتيب
٤٠,٢٤		٨٠,٤٩	٩٣	شركات لم تحصل على ترتيب
36.8		81.8	٢١٦	الإجمالي

تشير بيانات الجداول السابق إلى أن طبيعة عملية إصدار التقارير في مصر مقترنة بالامتثال لقواعد الحوكمة ومن ثم تقييم الشركة في مؤشر الاستدامة، حيث أوضحت البيانات أن الشركات الملتزمة بالإصدار هي تلك الشركات التي تحصل بانتظام على ترتيب بمؤشر الاستدامة المصري منذ تشيئه كأحد الأحكام العامة لقواعد الحوكمة المصرية (قواعد الحوكمة، ٢٠١١، ٢٠١٦) والتي يتم الاعتماد عليها في تقييم الشركات في مؤشر الاستدامة كما تكون تقاريرها محددة وموجزة، في حين أن أكثر الشركات عزوفاً عن الإصدار هي الشركات الغير ممثلة لقواعد الحوكمة ولم تحصل على ترتيب في المؤشر، كما تشير البيانات أيضاً أن الشركات خارج المؤشر حينما تصدر تقارير سنوية متضمنة إفصاح سري تفصح بحجم أكثر من الشركات داخل المؤشر.

ومن ثم يمكن القول أن الشركات في السوق المصري لا تهتم بإصدار التقرير السنوي متضمن الإفصاح السري بغرض الإفصاح لأصحاب المصالح وإمدادهم بمعلومات تساعدهم في اتخاذ قرارات استثمار رشيدة وإنما الأمر لا يتعدى مطلب من مطالب الامتثال لقواعد الحوكمة للحصول على تقييم بمؤشر الاستدامة وما لذلك من تأثيرات مالية عدة إيجابية للشركات تناولتها الكثير من البحوث



التطبيقية في هذا المجال، وبخلاف هذا الهدف تعزف الشركات عن الإفصاح الاختياري وتهتم فقط بالإفصاح الإلزامي.

### ٣/٧/٣ الإفصاح السردى ومكتب المراجعة

يوضح الجدول التالي توصيف سمعة (حجم) مكتب المراجعة للشركات الممثلة لعينة الدراسة.  
الجدول رقم (٨) - توصيف سمعة مكتب المراجعة في الشركات العينة

بيان	عدد المشاهدات	متوسط حجم التقرير السنوي	متوسط حجم الإفصاح السردى
مكاتب مراجعة كبرى	١٥٦	٧٩,٢٤	٣٦,٨٣
بخلاف المكاتب الكبرى	٦٠	٨٨,٦١	٣٦,٧٦
الإجمالي للعينة	٢١٦	81.8	36.8

تشير بيانات الجدول السابق إلى عدم وجود فارق كبير في متوسط الإفصاح بين كون مراقب الحسابات من مكاتب المراجعة الكبرى ام لا ، إلا أن البيانات تشير إلى تركيز في سوق خدمات المراجعة **Audit Market Concentration** في الشركات التي تصدر تقارير سنوية متضمنة الإفصاح السردى، وهو ما يدعم الاعتقاد بان هذه المكاتب تمتاز بأعلى مستوى من المهنية عن باقي المكاتب مما يجعلها آلية فعالة لتعزيز مصداقية كافة التقارير التي تصدرها الشركات (hadad 2013, مليحي ٢٠١٧, Liu, Kong et al. 2018).

### ٤/٧/٣ الإفصاح السردى وأداء ربحية الشركات

يوضح الجدول التالي توصيف لإداء ربحية الشركات بعينة الدراسة.

الجدول رقم (٩) - توصيف أداء ربحية في شركات العينة

بيان	عدد المشاهدات	متوسط حجم التقرير السنوي	متوسط حجم الإفصاح السردى
ربحية عالية	١٠٩	٨٠,٢٧	٣٨,٠٠
ربحية منخفضة	١٠٧	٨٣,٤٢	٣٥,٦٠
الإجمالي للعينة	٢١٦	81.8	36.8

تشير بيانات الجدول السابق إلى أن متوسط الإفصاح يزيد قليلاً في حالة تحقيق أداء ربحية عال، وهو ما يدعم الاعتقاد بان الشركات ذات أداء الربحية العالي يسعى بها المدراء إلى تقديم مزيد من النقاش والتحليل حول دورهم في تحقيق هذا الأداء من خلال معلومات أكثر قابلية للقراءة في حين يعتقد أيضاً أن المدراء في الشركات ذات أداء الربحية المنخفض يميلون لتقديم معلومات أقل وغير

متماثلة وذات قابلية للقراءة اقل للمستثمرين (Hassanein and Hussainey 2015, Leung, Parker et al. 2015, Rezaee and Tuo 2017, Asay, Libby et al. 2018, Hassanein, Hassanein et al. 2018).

### ٥/٧/٣ الإفصاح السردي ولغة الإصدار

يوضح الجدول التالي توصيف للغة إصدار الإفصاح السردي الإلكتروني في شركات العينة.

الجدول رقم (١٠) - توصيف لغة إصدار الإفصاح في شركات العينة

بيان	عدد المشاهدات	متوسط حجم التقرير السنوي	متوسط حجم الإفصاح السردي
الإصدار باللغة العربية	٩٢	٨٢,٤٤	٣٢,٢٥
الإصدار باللغة الإنجليزية	١٢٤	٨١,٣٧	٤٠,٢٠
الإجمالي للعينة	٢١٦	81.8	36.8

يلاحظ من الجدول السابق أن إصدار التقارير السنوية والإفصاح السردي باللغة الإنجليزية أكثر من التقارير باللغة العربية وهي اللغة الأم في مصر مع تزايد متوسط الإفصاح السردي باللغة الإنجليزية، وهو ما قد يثير تساؤل حول مدى استفادة أصحاب المصالح من التقارير بلغة غير اللغة الأم في الحصول على مزيد من الفهم لطبيعة المعلومات وقابلية أكثر للقراءة.

### ٦/٧/٣ الإفصاح السردي وتغير البيئة السياسية المصرية

يوضح الجدول توصيف لتغير البيئة السياسية المصرية وعلاقته بالشركات المصدرة للإفصاح

السردي الإلكتروني بالتقارير السنوية.

الجدول رقم (١١) - توصيف الإفصاح السردي خلال فترات تغير البيئة السياسية

بيان	عدد المشاهدات	متوسط حجم التقرير السنوي	متوسط حجم الإفصاح السردي
فترة السابقة لتغير البيئة السياسية من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٠	٥٦	٨٧,٣٧	٤٨,٠٩
الفترة التالية لتغير البيئة السياسية من ٢٠١١ إلى ٢٠١٤	٨٩	٧٨,٨٣	٣٢,٥٦
من ٢٠١٥ إلى ٢٠١٧	٧١	٨١,٢٢	٣٣,٢٥
الإجمالي للعينة	٢١٦	81.8	36.8

يوضح الجدول السابق فترات تغير البيئة السياسية المصرية حيث تمثل الفترة الأولى الفترة التي تسبق حدوث تغير في البيئة السياسية في عام ٢٠١١، والفترة الثانية تمثل الفترة الانتقالية، والفترة الثالثة تمثل الفترة بعد اكتمال مؤسسات الدولة وسلطاتها التشريعية والتنفيذية.

وتشير بيانات الجدول السابق أيضا إلى وجود اختلاف كبير في متوسط حجم الإفصاح السردى خلال الفترات التالية لتغير البيئة السياسية في مصر، تلك الفترات التي يعتقد بانها تتصف بعدم وجود خطة واضحة للتحويل السياسي، وقد تلجأ الشركات في سردها لحقيقة وضعها المالي وتوقعاتها المستقبلية إلى مزيد من الإفصاح أو مزيد من السرية أو تلجأ لمزيد من التفاؤل لتطمئنه المستثمرين أو لمزيد من التشاؤم لتحذيرهم، وتشير بيانات الجدول السابق إلى تراجع متوسط حجم الإفصاح السردى بالتقارير السنوية منذ عام ٢٠١١ ولعل تلك الفترة وما شابهها من حالة عدم التأكد قد ساهمت في حرص الشركات على تخفيض إفصاحها عن هذه الفترة والذي قد يزيد من خوف المستثمرين على ثرواتهم فقد تكون الشركات حرصت على إصدار التقارير السنوية مع إفصاح أقل من حيث (الحجم)، لكن ذلك لا يعني قطعاً تأكيد تراجع نبرة الإفصاح الإيجابية بهذه التقارير أو تضمين هذا الإفصاح محتوى متشائم وهو ما يحتاج لمزيد من الدراسة والتحليل لمحتوي هذه التقارير خلال هذه الفترة وتفسير الإشارات التي تحتويها فيما يخص هذه الأمر، وهو الأمر الذي يخرج عن حدود الدراسة الحالية.

### ٨/٣ الاختبارات الإحصائية

سوف يتم في هذا الجزء من الدراسة التطبيقية إجراء التحقق من توافر شروط الاختبار المعلمي ثم إجراء الإحصاءات الوصفية للمتغيرات وذلك تمهيداً لإجراء اختبارات الفروض.

#### ١/٨/٣ تحقق شروط الاختبار المعلمي

تستهدف الدراسة التطبيقية فيما يلي التحقق من توافر شروط إجراء الاختبارات المعلمية وتشمل اختبار توزيع البيانات واختبار الارتباط الذاتي بين المتغيرات واختبار الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة وأخيراً اختبار تجانس البيانات.

#### ١/١/٨/٣ اختبار توزيع البيانات

سوف يتم استخدام الاختبارات Kolmogorov-Smirnov Test & The Shapiro-Wilk Test للتأكد من أن بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي ومن ثم تحديد مدى مناسبة استخدام الاختبارات المعلمية أو اللامعلمية لاختبار صحة الفروض، وذلك على النحو المبين في الجدول التالي.

الجدول رقم (١٢) - نتيجة اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
VALUE1	.185	216	.000	.885	216	.000
VALUE2	.102	216	.000	.951	216	.000
NARIVS1	.078	216	.003	.983	216	.010
NARIVS2	.046	216	.200*	.988	216	.074
NARIVS3	.130	216	.000	.874	216	.000
SAST	.295	216	.000	.744	216	.000
AUDIT	.454	216	.000	.560	216	.000
PERF	.343	216	.000	.636	216	.000
LANG	.379	216	.000	.628	216	.000
POLTIC	.463	216	.000	.546	216	.000
SIZE1	.067	216	.018	.985	216	.022
SIZE2	.056	216	.096	.984	216	.017
PROFIT	.165	216	.000	.688	216	.000
LEVE	.138	216	.000	.927	216	.000

a. Lilliefors Significance Correction  
\*. This is a lower bound of the true significance.

يلاحظ من بيانات الجدول السابق أن غالبية بيانات البحث تتبع التوزيع الغير طبيعي حيث يقل مستوى المعنوية المحسوبة عن مستوى المعنوية ٥% لذلك يلزم استخدام وتطبيق الاختبارات الغير معلمية عليها.

٢/١/٨/٣ اختبار الارتباط الذاتي بين المتغيرات

يهدف اختبار Durbin-Watson Test إلى التأكد من أن مشاهدات المتغيرات في سلسلة زمنية ليس بها ارتباط ذاتي Autocorrelation والذي يؤدي للوصول لنتائج إحصائية بها تحيز، وذلك على النحو المبين في الجدول التالي.

الجدول رقم (١٣) - نتيجة اختبار الارتباط الذاتي بين المتغيرات

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.886 <sup>a</sup>	.784	.771	.100787	1.948

Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.917 <sup>a</sup>	.840	.831	.173570	1.726

تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى أن قيمة اختبار Durbin-Watson test المحسوبة في علاقة المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع VALUE1 تساوي ١,٩٥ وبالمتغير التابع VALUE2 تساوي ١,٧٢ وهي جميعاً قيم داخل نطاق القيم الجدولية للاختبار (من ١,٥ إلى ٢,٥) عند مستوى معنوية ٥%، مما يعني أن المتغيرات ليس بينها ارتباط ذاتي .Autocorrelation

### ٣/١/٨/٣ اختبار الازدواج الخطي واختبار تجانس البيانات

يهدف اختبار الازدواج الخطي إلى التأكد من أن المتغيرات المستقلة ليس بينها ازدواج خطي متعدد Multicollinearity حتى تصبح النتائج الإحصائية أكثر دقة وغير متحيزة، كما يهدف اختبار التجانس إلى التأكد من أن بيانات الدراسة لا يوجد بينها عدم تجانس Heteroskedasticity مما يزيد من واقعية النتائج وإمكانية الاعتماد عليها.

الجدول رقم (١٤) - نتيجة اختبار الازدواج الخطي والتجانس

Model	t	Sig.	Collinearity Statistics	
			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-3.255	.001		
NARIVS1	-.624	.533	.502	1.991
NARIVS2	.656	.513	.465	2.152
NARIVS3	1.461	.146	.725	1.379
SAST	-1.594	.113	.802	1.246
AUDIT	-1.556	.121	.553	1.809
PERF	1.882	.061	.976	1.025
LANG	.744	.458	.654	1.528
POLTIC	-.857	.392	.825	1.212
SIZE1	24.422	.000	.341	2.936
SIZE2	-20.123	.000	.255	3.920
PROFIT	-3.072	.002	.747	1.339
LEVE	15.822	.000	.449	2.226

تشير نتائج الجدول السابق إلى أن قيمة اختبار VIF test لكل المتغيرات هي أقل من القيمة الجدولية وقدرها ١٠، مما يعني أن المتغيرات المستقلة ليس بها ازدواج خطي. Multicollinearity، كما تشير نتائج استخدام اختبار Levene's Test إلى أن غالبية المتغيرات تزيد القيمة المحسوبة عن مستوى المعنوية ٥%، إذن أغلب بيانات الدراسة لا يوجد بينها عدم تجانس .Heteroskedasticity

### ٢/٨/٣ الإحصاءات الوصفية

في هذا الجزء من الدراسة التطبيقية سوف يتم عرض بعض المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات البحث.

#### الجدول رقم (١٥) - الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VALUE1	216	-.732	.827	-.03790	.210817
VALUE2	216	-1.224	1.659	-.17386	.422227
NARIVS1	216	.000	1.000	.46611	.188597
NARIVS2	216	.602	2.241	1.49185	.257450
NARIVS3	216	.000	1.000	.41820	.366475
SAST	216	.000	1.477	.68942	.651099
AUDIT	216	0	1	.72	.449
PERF	216	0	1	.50	.501
LANG	216	0	1	.43	.496
POLTIC	216	0	1	.26	.439
SIZE1	216	1.566	4.640	3.20624	.683003
SIZE2	216	2.097	5.470	3.89706	.693796
PROFIT	216	-.597	2.482	.14934	.241049
LEVE	216	.086	1.220	.59900	.263576
Valid N (listwise)	216				

تشير نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة إلى أن كافة متوسطات قيم المتغيرات تتوسط قيم الحد الأدنى والأقصى مما يشير إلى تقارب البيانات وانخفاض تشتتها وقد حصل متغير حجم الشركة SIZE2 على أكبر متوسط وحصل متغير قيمة الشركة VALUE2 على أقل متوسط.

#### ٩/٣ اختبار الفروض الإحصائية

يهدف هذا الجزء إلى تحقيق أهداف الدراسة من خلال إجراء اختبار فروض الدراسة وذلك على النحو التالي:

#### ١/٩/٣ اختبار صحة الفرض الأول

سوف يتم اختبار صحة الفرض الأول كما يلي:

- الفرض العدم: لا توجد اختلافات معنوية بين متوسطي عينات الدراسة خلال فترات تغير البيئة السياسية المصرية.
- الفرض البديل: توجد اختلافات معنوية بين متوسطي عينات الدراسة خلال فترات تغير البيئة السياسية المصرية.

وسوف يتم الاعتماد في اختبار الفرض على الاختبارات & Mann-Whitney Test  
 Kruskal-Wallis Test كأحد الاختبارات اللامعلمية، حيث يتم في البداية تحديد مدى وجود فروق  
 بين بيانات الإفصاح السري الإلكتروني خلال الثلاث فترات زمنية السابق الإشارة إليها - والتي مرت  
 على مصر وحدثت بها تغيرات في البيئة السياسية وذلك على النحو التالي:

#### الجدول رقم (١٦) نتائج اختبار Kruskal-Wallis Test

Test Statistics <sup>a, b</sup>					
	VALUE1	VALUE2	NARIVS1	NARIVS2	NARIVS3
Chi-Square	.874	1.473	9.869	9.647	4.005
df	2	2	2	2	2
Asymp. Sig.	.646	.479	.007	.008	.135

a. Kruskal Wallis Test  
 b. Grouping Variable: G1

وتشير بيانات اختبار Kruskal-Wallis Test إلى وجود اختلاف بين متوسطات الثلاث فترات  
 وليبيان أكثر الفترات اتفاقاً وأكثرها اختلافاً يتم استخدام اختبار Mann-Whitney Test وذلك على  
 النحو التالي:

١- الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٠ والفترة من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠١٤

#### الجدول رقم (١٧) نتائج اختبار Mann-Whitney Test

Test Statistics <sup>a</sup>					
	VALUE1	VALUE2	NARIVS1	NARIVS2	NARIVS3
Mann-Whitney U	2416.000	2264.000	1742.500	1777.000	2005.000
Wilcoxon W	6421.000	6269.000	5747.500	5782.000	6010.000
Z	-.309	-.926	-3.045	-2.904	-1.989
Asymp. Sig. (2-tailed)	.758	.354	.002	.004	.047

a. Grouping Variable: G1

٢- الفترة من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠١٤ والفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٧

#### الجدول رقم (١٨) نتائج اختبار Mann-Whitney Test

Test Statistics <sup>a</sup>					
	VALUE1	VALUE2	NARIVS1	NARIVS2	NARIVS3
Mann-Whitney U	2895.000	2842.000	3066.000	3080.500	2961.500
Wilcoxon W	6900.000	6847.000	7071.000	7085.500	6966.500
Z	-.908	-1.090	-.321	-.271	-.684
Asymp. Sig. (2-tailed)	.364	.276	.748	.786	.494

a. Grouping Variable: G1

٣- الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٠ والفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٧

#### الجدول رقم (١٩) نتائج اختبار Mann-Whitney Test

Test Statistics<sup>a</sup>

	VALUE1	VALUE2	NARIVS1	NARIVS2	NARIVS3
Mann-Whitney U	1868.500	1955.000	1482.000	1457.500	1723.000
Wilcoxon W	3464.500	3551.000	4038.000	4013.500	4279.000
Z	-.580	-.160	-2.458	-2.577	-1.300
Asymp. Sig. (2-tailed)	.562	.873	.014	.010	.194

a. Grouping Variable: G1

٤- الفترة قبل تغير البيئة السياسية (٢٠١٠-٢٠٠٧) والفترة التالية (٢٠١٥-٢٠١٧)

## الجدول رقم (٢٠) نتائج اختبار Mann-Whitney Test

Test Statistics<sup>a</sup>

	VALUE1	VALUE2	NARIVS1	NARIVS2	NARIVS3
Mann-Whitney U	4436.500	4285.000	3224.500	3234.500	3728.000
Wilcoxon W	6032.500	17165.000	16104.500	16114.500	16608.000
Z	-.108	-.484	-3.120	-3.095	-1.881
Asymp. Sig. (2-tailed)	.914	.628	.002	.002	.060

a. Grouping Variable: G3

وتشير نتائج اختبار Mann-Whitney Test إلى أن الفترة الثانية من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠١٤ والفترة الثالثة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٧ هي أكثر الفترات التي لا توجد بينها فروق معنوية في الإفصاح السردى الإلكتروني حيث تزيد القيمة المحسوبة للمتغيرات عن مستوى المعنوية ٥%، في حين أن الفترة الأولى من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٠ يوجد بينها وبأقي الفترات فروق معنوية في الإفصاح السردى حيث تقل القيمة المحسوبة للمتغيرات عن مستوى المعنوية ٥%، وهو ما يعني وجوب تقسيم فترة الدراسة حسب تغير البيئة السياسية إلى فترتين فقط من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٠ والفترة من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠١٧.

كما تعني هذه النتائج أيضا أن الفترة الزمنية التالية لحدوث تغيرات في البيئة السياسية المصرية قد حملت بعض اختلاف في آثار الإفصاح السردى الإلكتروني بالمقارنة بفترة الاستقرار السياسي وهو ما سوف يتم التحقق منه في الأجزاء التالية، وأخيرا فإن النتائج السابقة ترجح رفض الفرض العدم القائل بأنه " لا توجد اختلافات معنوية بين متوسطي عينات الدراسة خلال فترات تغير البيئة السياسية المصرية ".

## ٢/٩/٣ اختبار صحة الفرض الثاني

سوف يتم اختبار صحة الفرض الثاني كما يلي:

- الفرض العدم: لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين الإفصاح السردى وبين قرار الاستثمار.
- الفرض البديل: توجد علاقة ارتباط معنوية بين الإفصاح السردى وبين قرار الاستثمار.



وسوف يتم اختبار صحة الفرض من خلال مصفوفة ارتباط سبيرمان Spearman's Correlation Matrix لقياس معنوية العلاقة.

الجدول رقم (٢١) - نتائج اختبار Spearman's Correlation Matrix

	VALUE1	VALUE2	NARIVS1	NARIVS2	NARIVS3	SAST	AUDIT
VALUE1	1.000	.932**	-.074	-.092	.082	-.019	.246**
Correlation Coefficient							
Sig. (2-tailed)		.000	.282	.180	.231	.784	.000
N	216	216	216	216	216	216	216
VALUE2	.932**	1.000	-.061	-.078	.082	.047	.236**
Correlation Coefficient							
Sig. (2-tailed)	.000		.370	.252	.231	.492	.000
N	216	216	216	216	216	216	216

	PERF	LANG	POLTIC	SIZE1	SIZE2	PROFIT	LEVE
VALUE1	.108	-.059	-.007	.616**	.200**	.185**	.313**
Correlation Coefficient							
Sig. (2-tailed)	.114	.390	.914	.000	.003	.006	.000
N	216	216	216	216	216	216	216
VALUE2	.104	-.044	.033	.617**	.093	.196**	.123
Correlation Coefficient							
Sig. (2-tailed)	.127	.516	.629	.000	.171	.004	.071
N	216	216	216	216	216	216	216

تشير نتائج مصفوفة ارتباط سبيرمان إلى وجود علاقة ارتباط سلبية بين نسبة الإفصاح السردى في التقرير السنوي وقيمة الشركة كمقياس بديل على قرار الاستثمار في حين توجد علاقة ارتباط إيجابية بين حجم الإفصاح السردى وقيمة الشركة لكن هذه العلاقات ليست ذو دلالة معنوية حيث تزيد القيمة المحسوبة للمتغيرات المستقلة عن مستوى المعنوية ٥%، في حين أن بعض المتغيرات الرقابية ذات علاقة ارتباط معنوية بالمتغيرات التابعة والبعض الأخر ومنه متغير تغير البيئة السياسية تربطه علاقة ارتباط غير معنوية، مما يعني أن الإفصاح السردى من خلال التقارير السنوية لا تربطه منفرداً علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بقيمة الشركة كمؤشر على قرار الاستثمار، وترجح النتائج السابقة قبول الفرض بعدم القائل بأنه " لا توجد علاقة ارتباط معنوية بين الإفصاح السردى وبين قرار الاستثمار".

### ٣/٩/٣ اختبار صحة الفرض الثالث

سوف يتم اختبار صحة الفرض الثالث كما يلي:

- الفرض بعدم: لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح السردى على قرار الاستثمار.
- الفرض البديل: يوجد تأثير معنوي للإفصاح السردى على قرار الاستثمار.

وسوف يتم اختبار صحة الفرض باستخدام تحليل الانحدار المتعدد **Multiple Regression Analysis**.

### الجدول رقم (٢٢) - معالم الانحدار المتعدد **Multiple Regression Analysis**

Model Summary <sup>b</sup>						Model Summary <sup>b</sup>							
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson	Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson		
1	.886 <sup>a</sup>	.784	.771	.100787	1.948	1	.917 <sup>a</sup>	.840	.831	.173570	1.726		
ANOVA <sup>b</sup>						ANOVA <sup>b</sup>							
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.493	12	.624	61.474	.000 <sup>a</sup>	1	Regression	32.214	12	2.684	89.106	.000 <sup>a</sup>
	Residual	2.062	203	.010				Residual	6.116	203	.030		
	Total	9.555	215					Total	38.329	215			
Model				Unstandardized Coefficients		Model				Unstandardized Coefficients			
				B	Std. Error					B	Std. Error		
1	(Constant)			-.219	.067	1	(Constant)			-.510	.116		
	NARIVS1			-.032	.051		NARIVS1			-.467	.089		
	NARIVS2			.026	.039		NARIVS2			.198	.067		
	NARIVS3			.032	.022		NARIVS3			.065	.038		
	SAST			-.019	.012		SAST			-.003	.020		
	AUDIT			-.032	.021		AUDIT			-.043	.035		
	PERF			.026	.014		PERF			.054	.024		
	LANG			.013	.017		LANG			.028	.030		
	POLTIC			-.015	.017		POLTIC			-.026	.030		
	SIZE1			.421	.017		SIZE1			.905	.030		
	SIZE2			-.395	.020		SIZE2			-.837	.034		
	PROFIT			-.101	.033		PROFIT			-.264	.057		
	LEVE			.616	.039		LEVE			1.050	.067		

a. Dependent Variable: VALUE1

a. Dependent Variable: VALUE2

تُظهر معالم النموذج الأول والثاني معنوية نماذج الانحدار حيث في أن معاملات التحديد (٧٨%) و(٨٤%) والمعدل (٧٧%) و(٨٣%) وقيمة F (٦١,٤٧) و(٨٩,١٠) على التوالي، مما يعني أن المتغيرات المستقلة والرقابية تستطيعان العمل معا في تفسير جانباً كبيراً يعتد به من التغير في المتغير التابع كما يعني أن النماذج يمكن الاعتماد عليها في تفسير مشكلة الدراسة.

وترجع النتائج السابقة رفض الفرض العدم القائل بأنه " لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح السري على قرار الاستثمار"، كما يمكن صياغة نماذج الدراسة النهائية على النحو التالي:

## النموذج الأول

$$\begin{aligned} \text{VALUE1}_{it} = & - 0.219 - 0.032 \text{ LOG NARVS1}_{it} + 0.026 \text{ LOG NARVS2}_{it} + 0.032 \\ & \text{ LOG NARVS3}_{it} - 0.019 \text{ LOG SAST}_{it} - 0.032 \text{ AUDIT}_{it} + 0.026 \text{ PERF} \\ & \text{it} + 0.013 \text{ LANG}_{it} - 0.015 \text{ POLTIC}_{it} + 0.42 \text{ LOG SIZE1}_{it} - 0.395 \\ & \text{ LOG SIZE2}_{it} - 0.101 \text{ PROFIT}_{it} + 0.616 \text{ LEVE}_{it} + E_{it} \end{aligned}$$

## النموذج الثاني

$$\begin{aligned} \text{VALUE2}_{it} = & - 0.510 - 0.467 \text{ LOG NARVS1}_{it} + 0.198 \text{ LOG NARVS2}_{it} + 0.065 \\ & \text{ LOG NARVS3}_{it} - 0.003 \text{ LOG SAST}_{it} - 0.043 \text{ AUDIT}_{it} + 0.054 \text{ PERF} \\ & \text{it} + 0.028 \text{ LANG}_{it} - 0.026 \text{ POLTIC}_{it} + 0.902 \text{ LOG SIZE1}_{it} - 0.837 \\ & \text{ LOG SIZE2}_{it} - 0.264 \text{ PROFIT}_{it} + 1.050 \text{ LEVE}_{it} + E_{it} \end{aligned}$$

وتشير نتائج تحليل الانحدار أن الإفصاح السردى الإلكتروني له عواقب اقتصادية متمثلة في تعظيم القيمة الشركة كمؤشر على قرار الاستثمار وتوثر على تحقق هذه النتيجة مجموعة من العوامل الإيجابية والسلبية، حيث تفسر النماذج السابقة أن تعظيم قيمة الشركة يؤثر عليها سلباً صغر نسبة الإفصاح السردى بالتقرير السنوي ككل ويكون مراقب الحسابات ليس من المكاتب الكبرى وتراجع ترتيب في مؤشر الاستدامة وتراجع أداء الربحية وانخفاض قيمة الأصول هذا بخلاف عدم وجود استقرار سياسي، في حين أن زيادة حجم الإفصاح السردى وإصداره باللغة العربية وتحقيق صافى أرباح واعتمادها على الاقتراض في تمويل مشروعاتها كل ذلك له تأثير إيجابي على تعظيم قيمة الشركة.

## ٤ - نتائج الدراسة

فيما يلي تلخيص لاهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة وهي على النحو التالي:

(١) تمثل نتائج الدراسة الحالية توصيف لواقع سوق المال المصري كأحد الأسواق الناشئة بدول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (MENA)، وهو ما يعني حدوث نسبة متوسطة من الامتثال الطوعي لممارسات والاشتراطات المالية بسوق المال لاسيما في تطبيق قواعد الحوكمة والزام الشركات بتوفير إفصاح كافي لتمكين أصحاب المصالح من اتخاذ قرار الاستثمار الأنسب (مليجي ٢٠١٧، Sarhan and Ntim 2018)، وبالتوازي مازال بعض المتعاملين في سوق المال اقل انتباهاً ووعياً بحقوقهم المالية ومن ثم مدي قدرتهم على اتخاذ قرارات رشيدة بناء

على أداء الشركات المالي وقدر الإفصاح المالي والسردي وهو ما يشجع إدارات الشركات على التراخي والتهاون في إصدار التقارير السنوية أو تقديم محتوى أقل أو معلومات غير مهمة (Sattam Basu, Pierce et al. 2017).

٢) وتشير نتائج الدراسة إلى التطبيق المحدود لإصدار الشركات المصرية المقيدة تقارير سنوية متضمنة الإفصاح السردي حيث تقدر بـ ١٤,٦%، وذلك بخلاف ما توضحه بيانات الدراسة من أن طبيعة عملية الإصدار في مصر يغلب عليها الارتباط بمدى تطبيق الحوكمة وتقييم الشركة في مؤشر الاستدامة، حيث أوضحت الدراسة أن الشركات الملتزمة بالإصدار تلك الشركات التي تحصل بانتظام على ترتيب بمؤشر الاستدامة المصري منذ تدهينه.

٣) في حين أن أكثر الشركات عزوفاً عن الإصدار هي الشركات الغير ممثلة لقواعد الحوكمة ولم تحصل على ترتيب في المؤشر، كما تشير البيانات أيضا أن الشركات خارج المؤشر منذ تدهينه حينما تصدر إفصاح سردي بالتقارير السنوية تفصح بحجم أكثر من الشركات داخل المؤشر، ومن ثم يمكن القول أن الشركات المصرية لا تهتم بالإفصاح السردي بغرض الإفصاح لأصحاب المصالح وإمدادهم بمعلومات تساعدهم في اتخاذ قرارات استثمار رشيدة وإنما الأمر لا يتعدى مطلب من مطالب الحوكمة للحصول على تقييم بمؤشر الاستدامة لما له تأثيرات إيجابية عديدة على الأداء المالي للشركات وبخلاف هذا الهدف تعزف الشركات عن الإفصاح الاختياري وتهتم فقط بالإفصاح الإلزامي.

٤) كما توضح نتائج بيانات الدراسة أن متوسط حجم الإفصاح السردي في التقرير السنوي بلغت ٤٥% في الشركات الممثلة للعينة خلال فترة الدراسة، كما أن متوسط مؤشر الإفصاح السردي الإلكتروني الذي صممه الباحث بلغ ٢١,١٦% خلال فترة الدراسة.

٥) أظهرت بيانات الدراسة اختلاف طبيعة الإفصاح السردي بالتقارير السنوية باختلاف طبيعة القطاع الاقتصادي، فعلى سبيل المثال أوضحت الدراسة النتائج:

a. تشير بيانات الدراسة إلى أن قطاع البنوك وهو من أكثر القطاعات تمثيلا في العينة كما يعد من أكثر القطاعات إصدارا للتقارير السنوية متضمنة الإفصاح السردي وأكثر القطاعات إفصاحا من حيث الحجم لكن عند حساب مؤشر الدراسة حصل على نسبة متوسطة.

b. كما يعتبر قطاع الغاز والبتروك من الأقل تمثيلاً في العينة ومن ثم الأقل إصداراً للتقرير السنوي والأقل من حيث حجم الإفصاح وعند حساب مؤشر الدراسة حصل على أقل نسبة.

c. بالنسبة لقطاع التشييد فهو من أكثر القطاعات إصداراً للتقرير السنوي بعد قطاع البنوك لكنه عند حساب مؤشر الدراسة حصل على نسبة مؤشر ضعيفة.

(٦) تشير بيانات الدراسة إلى وجود اختلاف كبير في متوسط حجم الإفصاح السري خلال الفترة التالية لتغير البيئة السياسية في مصر، وتشير بيانات الدراسة إلى تراجع متوسط حجم الإفصاح السري بالتقارير السنوية منذ عام ٢٠١١ ولعل تلك الفترة وما شابهها من حالة عدم التأكد قد ساهمت في حرص الشركات على تخفيض إفصاحها عن هذه الفترة والذي قد يزيد من خوف المستثمرين على ثرواتهم.

(٧) تشير نتائج اختبار Mann-Whitney Test أن الفترة الزمنية التالية لحدوث تغيرات في البيئة السياسية المصرية قد حملت بعض الاختلافات في آثار الإفصاح السري الإلكتروني بالمقارنة بفترة الاستقرار السياسي وهو ما رجح رفض الفرض العدم الأول القائل بأنه " لا توجد اختلافات معنوية بين متوسطي عينات الدراسة خلال فترات تغير البيئة السياسية المصرية ".

(٨) تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى عدم وجود فرق كبير في متوسط الإفصاح بين كون مراقب الحسابات من مكاتب المراجعة الكبرى ام لا، إلا أن البيانات تشير إلى تركيز في سوق خدمات المراجعة Audit Market Concentration في الشركات التي تصدر تقارير سنوية متضمنة الإفصاح السري.

(٩) توضح نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة ارتباط سلبية بين نسبة الإفصاح السري بالتقرير السنوي وقيمة الشركة في حين توجد علاقة ارتباط إيجابية بين حجم الإفصاح السري وقيمة الشركة لكن هذه العلاقات ليست ذو دلالة معنوية، وهو ما يعني أن الإفصاح السري الإلكتروني من خلال التقارير السنوية لا يمكنه منفرداً أن يوجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بقيمة الشركة كمؤشر على قرار الاستثمار.

(١٠) يعتقد الباحث أن النتيجة السابقة تعني إشارة على ضعف استقبال أصحاب المصالح خاصة المستثمرين للإشارات التي يقدمها الإفصاح السري، أي أن متخذي قرارا الاستثمار ليسوا بالرشد والوعي المالي الكافي الذي يمكنهم من تقييم استثماراتهم على النحو الصحيح باستخدام

المعلومات التي يوفرها الإفصاح السردي الإلكتروني، وهو ما يتوافق مع نتائج بعض الدراسات مثل (Elzahar, Hussainey et al. 2015)، ويعتقد الباحث أن ثمة متغيرات حاكمة أخرى قد تفسر هذه النتيجة كتوقيت إصدار التقرير ولغة الإصدار والإبلاغ الجيد عنه لأصحاب المصالح، وترجح النتائج السابقة قبول الفرض العدم الثاني القائل بأنه " لا توجد علاقة ارتباطية معنوية بين الإفصاح السردي وبين قرار الاستثمار".

١١) تشير نتائج التحليل الإحصائي إلى معنوية نماذج الدراسة وإمكانية الاعتماد عليها ومن ثم يمكن القول بان المتغيرات المستقلة والرقابية تستطيعان العمل معا في تفسير جانباً كبيراً يعتقد به من التغير في المتغير التابع، وترجح هذه النتائج رفض الفرض العدم الثالث القائل بانه " لا يوجد تأثير معنوي للإفصاح السردي على قرار الاستثمار".

١٢) تشير نتائج تحليل الانحدار أن الإفصاح السردي الإلكتروني له عواقب اقتصادية متمثلة في تعظيم القيمة الشركة كمؤشر على قرار الاستثمار وتوثر على تحقق هذه النتيجة مجموعة من العوامل الإيجابية والسلبية، حيث أن تعظيم قيمة الشركة يؤثر عليها سلباً صغر نسبة الإفصاح السردي بالتقرير السنوي ككل وكون مراقب الحسابات ليس من المكاتب الكبرى وتراجع ترتيبه في مؤشر الاستدامة وتراجع أداء الربحية وانخفاض قيمة الأصول هذا بخلاف عدم وجود استنقرار سياسي، في حين أن زيادة حجم الإفصاح السردي وإصداره باللغة العربية وتحقيق صافي أرباح واعتمادها على الاقتراض في تمويل مشروعاتها كل ذلك له تأثير إيجابي على تعظيم قيمة الشركة

## ٥- توصيات الدراسة

بناء على النتائج السابقة فتوصي الدراسة الأخذ بالنقاط التالية:

١) توصي الدراسة بعدم التعويل على تحسين وعي مجالس إدارات الشركات عبر الزمن بأهمية الإفصاح السردي الاختياري وإنما بالأخذ في الاعتبار خصائص طبيعة السوق المصري وتوغل النزعة الراسخة نحو الميل للسرية في المعاملات (Hassan, Romilly et al. 2009)، وهو ما يعني تفضيل أن يتخذ مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية من القرارات التي تجعل الشركات المقيدة تستبدل تقرير مجلس الإدارة بصورته الحالية بالتقرير السنوي المتضمن للإفصاح الإلزامي والإفصاح السردي وان يتم تضمين هذا الإجراء في تقييم مستوى تطبيق الحوكمة بالشركة وإعطاء حوافز مقابل ذلك كتخفيض في رسوم القيد أو الإفصاح.

٢) توصي الدراسة بجانب ما سبق أن تولى المؤسسات الأكاديمية كالجامعات والمؤسسات المهنية كجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية مزيد من الاهتمام بضرورة توعية وتحفيز مجالس إدارت الشركات المصرية من خلال ندوات أو منشورات على أهمية تبني وتصميم سياسة للإفصاح الإلزامي والاختياري بحيث تكون معلنة وملزمة تهتم بتنظيم محتوى التقارير السنوية وعملية إصدارها وإتاحتها إلكترونياً بهدف إعطاء صورة جيدة للشركات أمام أصحاب المصالح وما سوف يعود على هذه الشركات من إيجابيات جراء هذا الإفصاح.

#### ٦- مقترحات الدراسات المستقبلية

يقترح الباحث على الباحثين المهتمين بموضوع الإفصاح السري الأخذ بالمقترحات التالية:

- ١- مقترح إجراء دراسة يتم بها استخدام مقاييس أخرى لقياس الإفصاح السري مثل قياس الإفصاح عن أنشطة البحوث والتطوير R&D أو قياس الإفصاح عن التنمية المستدامة Sustainability أو الإفصاحات السرية المستقبلية FLD.
- ٢- مقترح إجراء دراسة للعلاقة بين الإفصاح السري الإلكتروني وبين أنماط هيكل الملكية Structure Ownership.
- ٣- مقترح إجراء دراسة للعلاقة بين الإفصاح السري الإلكتروني وبين تقلبات عوائد الأسهم Stock Return Volatility.
- ٤- مقترح إجراء دراسة للعلاقة بين الإفصاح السري الإلكتروني وبين القدرة التنبؤية للمستثمرين The predictive ability.
- ٥- مقترح إجراء دراسة لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية في ضوء تأثير العلاقات السياسية Political Connections لبعض المديرين.
- ٦- مقترح إجراء دراسة للعلاقة بين مستوى الإفصاح عن تغيرات البيئة السياسية Disclosure of Changing in Political Environment ضمن التقارير السنوية وبين قرار الاستثمار.
- ٧- مقترح إجراء دراسة عن علاقة خصائص الإفصاح السري (لغة الكتابة عربية أم إنجليزية- نبرة الإفصاح إيجابية أم سلبية) خلال فترات الأزمات الاقتصادية والسلبية على الأداء المالي للشركات.
- ٨- مقترح إجراء دراسة عن أثر الإفصاح السري بالبنوك المصرية عن مساهمة البنك في الشمول المالي Financial Inclusion على الأداء المالي للبنك.

## ٧- المراجع

### ١/٧ المراجع العربية

#### ١/١/٧ دوريات عربية

حمادة، رشا. (٢٠١٤). قياس أثر الإفصاح الاختياري في جودة التقارير المالية : دراسة ميدانية في بورصة عمان ، المجلة الاردنية في إدارة الاعمال، المجلد ١٠، العدد ٤، ٦٧٤-٦٩٨.

عبد الكريم ، مجدي مليجي. (٢٠١٧). تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية، معهد الإدارة العامة، مجلة المحاسبة والمراجعة، السنة ٥٧، العدد ٤، ٧٠١-٧٨١.

أبو طالب، يحي محمد. (٢٠١٦). الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية بالتقارير السنوية، نشرة جمعية الضرائب المصرية، جمعية الضرائب المصرية، مجلد ٢٦، العدد ١٠٢، ١٥-٣١.

عابد، محمد. (٢٠١٨). أثر الإفصاح الاختياري على الأداء المالي للوحدات الاقتصادية في بورصة فلسطين دراسة تطبيقية على قطاع البنوك وقطاع التأمين، مجلة الإدارة والتنمية للبحوث والدراسات، العدد ١٣، ١٦-٢٩.

البيسوني، هيثم محمد. (٢٠١٧). أثر الإفصاح السري على تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية ، قسم المحاسبة والمراجعة ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، مجلة الفكر المحاسبي السنة ٢١، العدد ٤ ، ٨٧٤-٩٣٦.

#### ٢/١/٧ إصدارات ونشرات وقوانين ومواقع

- قرار (١٠٧)، ٢٠١٦، الهيئة العامة للرقابة المالية، قواعد حوكمة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، جمهورية مصر العربية.

- دليل الحوكمة، ٢٠١١، مركز المديرين المصريين، وزارة الاستثمار، دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية.

- موقع البورصة المصرية <http://www.egx.com.eg/ar/ListedStocks.aspx>

- موقع الهيئة العامة للرقابة المالية [/http://www.fra.gov.eg](http://www.fra.gov.eg)

- موقع معلومات مباشر مصر <https://www.mubasher.info/countries/eg>

## 7/2 Bibliography

### 7/2/1 Periodicals

Abed, S., B. Al-Najjar and C. Roberts (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.



- Aghdam Mazraeh, Y. and H. Karimzadeh (2017). "Reviewing the Voluntary Disclosure of Companies of 'Tehran Stock Exchange' and 'Netherland Stock Exchange'."
- Ahmed, A. H., Y. A. Tahat, B. M. Burton and T. M. Dunne (2015). "The value relevance of corporate internet reporting: The case of Egypt." Advances in Accounting 31(2): 188-196.
- Al-Akra, M. and M. J. Ali (2012). "The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: The case of Jordan." J. Account. Public Policy Journal of Accounting and Public Policy 31.٥٤٩-٥٣٣ : (٥)
- ALLEE, K. D. and M. D. DEANGELIS (2015). "The Structure of Voluntary Disclosure Narratives: Evidence from Tone Dispersion." Journal of Accounting Research 53(2): 241-274.
- Aly, D., S. El-Halaby and K. Hussainey (2018). "Tone disclosure and financial performance: evidence from Egypt." Accounting Research Journal Accounting Research Journal 31(1): 63-74.
- Aribi, Z. A. and S. S. Gao (2011). "Narrative disclosure of corporate social responsibility in Islamic financial institutions." Managerial Auditing Journal 27(2): 199-222.
- Asay, H. S., R. Libby and K. Rennekamp (2018). "Firm performance, reporting goals, and language choices in narrative disclosures." Journal of Accounting and Economics 65(2): 380-398.
- Asay, H. S., R. Libby and K. M. Rennekamp (2011). "Do features that associate managers with a message magnify investors' reactions to narrative disclosures?" Accounting, Organizations and Society 68-69: 1-14.
- Balakrishnan, R., X. Y. Qiu and P. Srinivasan (2010). "On the predictive ability of narrative disclosures in annual reports." European Journal of Operational Research 202(3): 789-801.
- Ball, R., S. Jayaraman and L. Shivakumar (2012). "Audited financial reporting and voluntary disclosure as complements: A test of the Confirmation Hypothesis." J. Account. Econ. Journal of Accounting and Economics 53(1-2): 136-166.
- Bose, S., A. Saha, H. Z. Khan and S. Islam (2017). "Non-financial disclosure and market-based firm performance: The initiation of financial inclusion." Journal of Contemporary Accounting & Economics 13(3): 263-281.
- Bravo, F. (2016). "Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility." Revista de Contabilidad 19(1): 122-131.
- Bravo, F., C. Abad and M. Trombetta (2009). "Disclosure Indices Design: Does it Make a Difference?" 12.
- Brown, L. D., A. C. Call, M. B. Clement and N. Y. Sharp (2018). "Managing the narrative: Investor relations officers and corporate disclosure☆." Journal of Accounting and Economics.

- Elzahar, H., K. Hussainey, F. Mazzi and I. Tsalavoutas (2015). "Economic consequences of key performance indicators' disclosure quality." International Review of Financial Analysis 39: 96-112.
- Goldstein, I. and L. Yang (2018). "Good disclosure, bad disclosure." Journal of Financial Economics.
- hadad, K. e. (2013). Voluntary Disclosure and Corporate Governance for Banks Listed in Amman Stock Exchange. Master Degree, Yarmouk University.
- Hassan, O., P. Romilly, G. Giorgioni and D. Power (2009). "The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt." 44: 79-102.
- Hassanein, A., A. Hassanein, A. Zalata, A. Zalata and K. Hussainey (2018). "Do forward-looking narratives affect investors valuation of UK FTSE all-shares firms?" Rev. Quant. Financ. Account. Review of Quantitative Finance and Accounting: 1-27.
- Hassanein, A. and K. Hussainey (2015). "Is forward-looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statements." International Review of Financial Analysis 41: 52-61.
- Hossain, M. (2008) ".(The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India." 23.
- Hussainey, K., T. Schleicher and M. Walker (2003). "Undertaking large-scale disclosure studies when AIMR-FAF ratings are not available: The case of prices leading earnings." Accounting and business research. 33(4): 275.
- Leung, S., L. Parker and J. Courtis (2015). "Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports." The British Accounting Review 47(3): 275-289.
- LEUZ, C. and P. D. WYSOCKI" .(٢٠١٦) The Economics of Disclosure and Financial Reporting Regulation: Evidence and Suggestions for Future Research." Journal of Accounting Research 54(2): 525-622.
- Li, X. and H. I. Yang (2016). "Mandatory Financial Reporting and Voluntary Disclosure :The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Management Forecasts." The Accounting Review 91(3): 933-953.
- Liu, R., X. Kong, Z. San and A. Tsang (2018). "Audited financial reporting and voluntary disclosure: International evidence on management earnings forecasts." International Journal of Auditing 22(2): 249-267.
- Lo, K., F. Ramos and R. Rogo (2017). "Earnings management and annual report readability." Journal of Accounting and Economics 63(1): 1-25.
- Moumen, N., H. Ben Othman and K. Hussainey (2015). "The value relevance of risk disclosure in annual reports: Evidence from MENA emerging markets." RIBAF Research in International Business and Finance 34: 177-204.
- Mousa, G. and E. Elamir (2018). "The relationship between corporate forward-looking disclosure and stock return volatility." 16: 130-149.

- Nekhili, M., K. Hussainey, W. Cheffi, T. Chtioui and H. Tchakoute-Tchuigoua (2016). "R&D narrative disclosure, corporate governance and market value: Evidence from France." Journal of Applied Business Research 32.١٢٨-١١١ : (١)
- Nobanee, H. and N. Ellili (2016). "Corporate sustainability disclosure in annual reports: Evidence from UAE banks: Islamic versus conventional." Renewable and Sustainable Energy Reviews 55: 1336-1341.
- Platonova, E., M. Asutay, R. Dixon and S. Mohammad (2018). "The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure on Financial Performance: Evidence from the GCC Islamic Banking Sector." Journal of Business Ethics 151(2): 451-471.
- Plumlee, M., D. Brown, R. M. Hayes and R. S. Marshall (2015). "Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence." Journal of Accounting and Public Policy 34(4): 336-361.
- Rezaee, Z. and L. Tuo (2017). "Voluntary disclosure of non-financial information and its association with sustainability performance." Advances in Accounting 39: 47-59.
- Sarhan, A. and C. G. Ntim (2018). "Corporate boards, shareholding structures and voluntary disclosure in emerging MENA economies".
- Sattam Basu, R., S. Pierce and A. Stephan (2017). "The Effect of Investor Inattention on Voluntary Disclosure".
- Stent, W. and T. Dowler (2015). "Early assessments of the gap between integrated reporting and current corporate reporting." Meditari Accountancy Research 23(1): 92-117.
- Wang, M. and K. Hussainey (2013). "Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance." JPP Journal of Accounting and Public Policy 32(3): 26-49.
- Wisniewski, T. P. and L. S. Yekini (2015). "Stock market returns and the content of annual report narratives." Accounting forum 39(4): 281-294.
- Yekini, L. S., T. P. Wisniewski and Y. Millo (2016). "Market reaction to the positiveness of annual report narratives." The British Accounting Review The British Accounting Review 48(4): 415-430.

#### ملحق الدراسة - الشركات الممثلة لعينة الدراسة

١. شركة البويات والصناعات الكيماوية - باكين	٢. شركة اورنج مصر للاتصالات
٣. شركة المجموعة المالية هيرمس القابضة	٤. شركة الإسكندرية للزيوت المعدنية
٥. شركة النساجون الشرقيون للسجاد	٦. شركة القاهرة للدواجن
٧. الشركة المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)	٨. شركة ليسيكو مصر
٩. شركة ايديتا للصناعات الغذائية	١٠. شركة ابو قير للأسمدة
١١. الشركة المصرية للمنتجات السياحية	١٢. شركة اوراسكوم القابضة للتنمية
١٣. شركة جى بى اوتو	١٤. شركة جهينة للصناعات الغذائية
١٥. شركة مجموعة طلعت مصطفى القابضة	١٦. شركة مستشفى كليوباترا

١٧. شركة القلعة للاستشارات المالية	١٨. بنك التعمير والإسكان
١٩. شركة السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار	٢٠. بنك قطر الوطني الأهلي
٢١. شركة راية القابضة للتكنولوجيا والاتصالات	٢٢. البنك التجاري الدولي
٢٣. شركة المصرية للاتصالات	٢٤. بنك البركة
٢٥. شركة القابضة المصرية الكويتية	٢٦. بنك فيصل الإسلامي
٢٧. شركة جلوبال تليكوم القابضة	٢٨. بنك الشركة المصرفية العربية الدولي
٢٩. شركة اوراسكوم كونستراكشون ليميتد	٣٠. بنك الاتحاد الوطني
٣١. شركة السويس للأسمنت	٣٢. البنك المصري لتنمية الصادرات
٣٣. شركة سيدي كرير للبتروكيماويات	