

إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات
المستقبلية على معدل النمو المستدام بالتطبيق على شركات الإستثمار
العقاري بالبورصة المصرية

د. رشا علي إبراهيم الفقي
مدرس المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة قناة السويس

إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام بالتطبيق على شركات الإستثمار العقاري بالبورصة المصرية

د. رشا علي إبراهيم الفقي^١

ملخص البحث :

هدفت الدراسة إلى تحليل وقياس إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام، وذلك باستخدام عينة من شركات الإستثمار العقاري المدرجة بالبورصة المصرية والتي تنتمي إلى قطاع العقارات خلال الفترة من عام ٢٠١٦ إلى عام ٢٠١٨. ولتحقيق أهداف الدراسة تم تحليل بيانات الشركات من خلال مؤشر إفصاح مقترح للدراسة لقياس درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية السنوية، وقد تم إستخدام أربعة نماذج أساسية، بحيث يهدف النموذج الأول إلى قياس أثر هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، أما النموذج الثاني فيهدف إلى قياس أثر هيكل الملكية على معدل النمو المستدام، ويهدف النموذج الثالث إلى قياس أثر مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام، في حين يهدف النموذج الرابع إلى قياس أثر العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام. وقامت الدراسة بتضمين بعض المتغيرات الحاكمة وذلك بإدراجها في نماذج القياس نظراً لقدرتها على التأثير في العلاقة بين متغيرات الدراسة، ومن أهم هذه المتغيرات (حجم الشركة، مستوى الرفاعة المالية، العائد على الأصول، السيولة، ومعدل نمو المبيعات).

وقد أشارت نتائج الدراسة التطبيقية إلى وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين كلاً من ملكية كبار المساهمين والملكية الحكومية مع مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، بينما توجد علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. كما توجد علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين كلاً من ملكية كبار المساهمين والملكية الحكومية مع معدل النمو المستدام، بينما توجد علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الأجنبية ومعدل النمو المستدام. وأيضاً توجد علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومعدل النمو المستدام. كما دلت نتائج الدراسة التطبيقية على وجود أثر إيجابي ذو تأثير معنوي للعلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام.

وفي ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، أوصت الدراسة بضرورة توسيع نطاق البحث ليشمل الشركات في قطاعات أخرى، مع إستخدام نماذج أخرى لقياس معدل النمو المستدام، أو أنماط أخرى لهيكل الملكية، أو متغيرات رقابية أخرى غير المستخدمة في الدراسة لفحص مدى تأثير ذلك على العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وإنعكاس ذلك على معدل النمو المستدام.

الكلمات الدالة: هيكل الملكية- الملكية المركزة - مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية - معدل النمو المستدام.

(١) مدرس المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة - جامعة قناة السويس

**The Reflection Of The Relationship Between The Ownership Structure
And The Level Of Disclosure Of Prospective Information On The Rate Of
Sustainable Growth Applied To Real Estate Investment Companies In
The Egyptian Stock Exchange**

Abstract :

The study aimed to analyze and measure the reflection of the relationship between the ownership structure and the level of disclosure of prospective information on the rate of sustainable growth. By using a sample of real estate investment companies listed on the Egyptian Stock Exchange that belong to the real estate sector during the period from 2016 to 2018. To achieve the objectives of the study, company data was analyzed through a proposed study disclosure index to measure the degree of disclosure of prospective information in the annual financial reports and lists. Four basic forms are used. Hence that the first model aims to measure the impact of the ownership structure on the level of disclosure of prospective information, while the second model aims to measure the impact of the ownership structure on the rate of sustainable growth, The third model aims to measure the effect of the level of disclosure of prospective information on the rate of sustainable growth, while the fourth model aims to measure the impact of the relationship between the ownership structure and the level of disclosure of prospective information on the rate of sustainable growth, The study included some of the governing variables by including them in the measurement models due to its ability to influence the relationship between the study variables and the most important of these variables (company size, level of leverage, return on assets, liquidity, sales growth rate). The results of the applied study have indicated the existence of relation between the ownership structure and the level of disclosure of prospective information on the rate of sustainable growth applied to real estate investment companies. In light of the results reached, the study recommended the need to expand the scope of research to include companies in other sectors, while using other models to measure the rate of sustainable growth or other patterns of ownership structure or other control variables not used in the study, to examine the extent of the impact of this on the relationship between the structure of ownership and level of disclosure of prospective information.

Key words: Ownership Structure – Concentrated ownership – Level of disclosure of prospective information – sustainable growth rate.

الإطار العام للبحث

١/١ مقدمة البحث

أصبحت شركات الإستثمار العقاري هي الملاذ الآمن الذي يلجأ إليه الكثيرون في مصر للحفاظ على القوة الشرائية للجنه المصري خاصة بعد إرتفاع أسعار العقارات مؤخراً بسبب تحرير سعر الصرف، ويعتبر الحقل العقاري هو الأكبر من حيث فرص الإستثمار مع وجود ما يقرب من ١٣ مليون وحدة سكنية في مصر. ورغم الأهمية الحتمية لشركات الإستثمار العقاري ودورها في المجتمع إلا أنها مازالت تعاني من الكثير من المشكلات أهمها نقص المعلومات التي تحدد حجم الطلب الحقيقي والشرائح الأكثر إحتياجاً والمناطق التي يجب أن يوجه إليها المستثمرون لتلبية الطلب بها، كذلك تظهر مشكلة إمكانية تسويق الوحدات. ويعد التطوير العقاري أحد أبرز القطاعات التي تراهن عليها الدولة في تحقيق تنمية مستدامة قادرة علي جذب المستثمرين وتوفير فرص عمل لإرتباطه بأكثر من مائه قطاع وإستحواذه علي النصيب الأكبر من معدلات النمو بالإضافة إلى الإهتمام الكبير به من الدولة. (C:/Users/Alnour)

ولأن السوق العقاري المصري يتمتع بطلب حقيقي وقوي يتضمن العديد من الفرص الإستثمارية في عدد من المدن الجديدة، فإن ذلك يتطلب التركيز على فكرة تهيئة السوق العقاري للجاذبية المطلقة للإستثمارات المحلية والأجنبية خاصة مع إتخاذ الدولة المخاطرة الأولى مؤخراً في تنمية المدن الجديدة بما تمتلكه من قدرات فنية ومالية .

كذلك فإن أي قطاع لا يمكنه أن ينمو بشكل مستدام بدون إمتلاكه خطط وإستراتيجيات مستقبلية، ويتطلب ذلك توافر كافة المعلومات والأرقام والمؤشرات المتعلقة بهذا القطاع حتى يتمكن المستثمرون من وضع خططهم بما يتمشى مع توجهات هذا القطاع، ومن ثم ضمان سوق نشطة قادرة على جذب الإستثمار ومواجهه الأزمات ومؤهلة لتحقيق نمو مستدام.

ويرتبط كل ما سبق في الأدب المحاسبي بفكرة دخول كبار المستثمرين، الأجانب، والدولة في هيكل ملكية شركات الإستثمار العقاري، مما أثار العديد من التساؤلات حول مدى تأثير نمط هيكل الملكية و زيادة مستوى الإفصاح الطوعي عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام في هذه الشركات.

٢/١ مشكلة وتساؤلات البحث

أدت الإنهيارات والأزمات المالية الكبرى التي تعرضت لها الكثير من الشركات في العديد من دول العالم، والصعوبات التي تكتنف إجتذاب المستويات الكافية من رؤوس الأموال في ظل أزمة الثقة في الشركات ومجالس إدارتها بسبب الخسائر المالية الفادحة التي تكبدها المستثمرون حول العالم من جراء تلك الإنهيارات والأزمات المالية إلى جذب إنتباه العديد من الدراسات حول العلاقة بين الأنماط المختلفة لهيكل الملكية والعديد من المتغيرات، حيث ينظر إلى هيكل الملكية بإعتباره المحدد الرئيسي

لتكاليف الوكالة وآلية ضرورية لتعزيز شفافية المعلومات والمتغير الرئيسي الذي يؤثر علي نتائج الشركة (حسن ، ٢٠١٧) ، (الشاهد، ٢٠١٨) . وتعتبر حوكمة الشركات إحدى الأساليب التي تساعد على خفض مشاكل الوكالة وتحقيق تقارب المصالح بين الإدارة والمساهمين، ويعد هيكل الملكية أحد الآليات الرقابية التي تعمل على تفعيل حوكمة الشركات حيث يمثل هيكل الملكية عاملاً أساسياً لإلتزام الشركات إختيارياً بتطبيق نظم الإفصاح وحوكمة الشركات، إلا أن تفعيل دور هيكل الملكية يعتمد على الأنماط المختلفة لهيكل الملكية (محروس ، ٢٠١٧) ، (السيد ، ٢٠١٨) .

كما يعتبر الإفصاح عن هيكل الملكية وحقوق المستثمرين من أهم المحددات المؤثرة على مستوى الإفصاح الإختياري الذي يختلف باختلاف نمط هيكل الملكية (مشتتة أو مركزة)، ويترتب على الإختلاف في هيكل الملكية التأثير على تحقيق التوافق بين أصحاب المصلحة في الشركة، مما يعكس أشكالاً مختلفة من مشاكل الوكالة والتي تنتج عن عدم تماثل المعلومات بين معدي ومستخدمي المعلومات المحاسبية، وقد يؤدي ذلك إلى إختلاف الممارسات التي تتبعها الإدارة في الإفصاح . (جابر ، ٢٠١٦) ، (الحناوي ، ٢٠١٩)

وقد أدت الإنتقادات الموجهه للمعلومات التاريخية بالقوائم المالية لعدم قدرتها على تلبية إحتياجات أصحاب المصالح في ظل البيئة الاقتصادية الحديثة إلى تزايد الطلب على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، والذي يعد من أهم متطلبات جودة التقارير المالية للمساهمة في التغلب على مشاكل تخصيص الموارد ، تقليل شكوك المستثمر تجاه الشركة، والحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات في ظل نظرية الوكالة . كذلك فإن المعلومات المستقبلية لها تأثير كبير على المركز المالي، السيولة، الأداء المستقبلي للشركة، تحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين ، وخفض تكلفة رأس المال مما ينعكس على إرتفاع القيمة السوقية للشركة . (Tan,et al,2015) ، (Michelin,2013) ، (أبو طالب ، ٢٠١٤)

وإتسع نطاق الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ليشمل بالإضافة إلى التنبؤات المالية المتمثلة في الأرباح المستقبلية والتدفقات النقدية والإيرادات المتوقعة معلومات أخرى غير مالية مثل طبيعة العمل ، أهداف الإدارة ، الموارد ، المخاطر، والأداء المتوقع للشركة (Koutmos, 2015).

وتتفق الآراء على أن ثقة المستثمرين في التقارير المالية ترتبط بقدرتها على توفير معلومات مستقبلية عالية الجودة تمكنهم من الفهم الواسع لأعمال الشركة وتقييم أدائها المستقبلي ، فتنبؤات الإدارة تعد من أفضل مصادر المعلومات المحاسبية التي يعتمد عليها المستثمرون في إتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة ، كما أنهم على إستعداد للإستثمار في الشركات التي من المتوقع أن تحقق لهم أداء عالي في المستقبل (سعد الدين ، ٢٠١٤) ، (Bravo,2016). وهناك بعض المتطلبات في البورصة المصرية تتعلق بإفصاح الشركات عن الرؤية المستقبلية لكن هذه المتطلبات غير واضحة ونحتاج إلى مزيد من التفسير (رميلي ، ٢٠١٨) . ولأن النمو في المبيعات يتطلب زيادة مساوية في الموجودات لعدم اللجوء إلى إصدار أسهم عادية إذ يجب أن تمويل أي زيادة في الموجودات من خلال

المطلوبات المضافة أو من خلال الأرباح المحتجزة، وبالتالي إذا لم تتغير السياسات المالية للشركة ومعدل نمو حقوق المساهمين، فإن ذلك سوف يحد من نمو المبيعات (حسن و جبر ، ٢٠١٦) . لذلك في ضوء ما سبق يتضح للباحثة أن تحقيق الإستقرار الإقتصادي وتشجيع النمو المستدام في الشركات سيكون أفضل في ظل شفافية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والذي يرتبط بالأنماط المختلفة لهيكل الملكية .

وبالرغم من إهتمام الأدب المحاسبي على المستوى النظري بأنماط هيكل الملكية ، الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ومعدل النمو المستدام إلا أن الربط ودراسة الأثر التفاعلي بينهم لم يتم تناوله بشكل مباشر في بيئة الأعمال المصرية ، كذلك أيضاً لم يقدم الأدب المحاسبي على المستوى التطبيقي دليلاً عملياً واضحاً حول طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومعدل النمو المستدام .

ومن هنا تبرز مشكلة البحث في كيفية تحليل وقياس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومعدل النمو المستدام ، ويمكن بلورة مشكلة البحث في التساؤلات البحثية التالية :

١- هل هناك علاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، وما إتجاه هذه العلاقة ؟

٢- كيف يؤثر إختلاف أنماط هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية؟

٣- هل هناك إختلاف في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية السنوية بين الشركات المدرجة بالبورصة المصرية ؟

٤- ما المقصود بمعدل النمو المستدام ؟ وهل تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على هذا المعدل في شركات الإستثمار العقاري المدرجة بالبورصة المصرية ؟

٣/١ أهداف البحث :

في ضوء مشكلة البحث يتمثل الهدف العام في الوصول إلى دليل عملي بشأن إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام ، ويتفرع من هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية تتمثل في :

١- التعرف على طبيعة الأنماط المختلفة لهيكل الملكية ، وأهم المقاييس المستخدمة في قياس كل منهم .

٢- توضيح مفهوم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، والتعرف على أهم القوانين واللوائح والإصدارات المنظمة له .

٣- تحديد أسباب الإختلاف في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال الربط بينه وبين الأنماط المختلفة لهيكل الملكية مع التركيز على ملكية كبار المساهمين ، الملكية الحكومية ، والملكية الأجنبية.

- ٤- بناء النماذج المحاسبية المقترحة لقياس العلاقة بين المتغيرات موضوع الدراسة .
- ٥- قياس أثر العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام لشركات الإستثمار العقاري بالبورصة المصرية .
- ٦- دراسة مدى توافق وإختلاف النتائج التطبيقية للدراسة مع نتائج الدراسات المحاسبية ذات الصلة في توضيح العلاقة بين متغيرات الدراسة .

٤/١ أهمية البحث

يكتسب هذا البحث أهميته العلمية والتطبيقية من حيوية وحداثة الموضوع بالإضافة إلى المبررات الأخرى التالية الداعمة لهذه الأهمية وهي :

- ١- تعتبر الدراسة ذات أهمية للمستثمرين والذين يسعون إلى فهم كيف يمكن لإختلاف أنماط هيكل الملكية أن تؤثر على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، خاصة في ظل إختلاف النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة في هذا الشأن.
- ٢- إمتداداً لأدبيات الفكر المحاسبي التي تهتم بتطوير محتوى التقارير والقوائم المالية من خلال الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، حيث قدمت الباحثة مؤشراً لقياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية .
- ٣- الإهتمام المتزايد بمفهوم الإستدامة في مجال الأعمال بإعتباره عامل هام في نجاح الشركات في المستقبل ، ومفهوم معدل النمو المستدام كمقياس شامل موحد لقياس مدى واقعية خطط النمو المستقبلية للشركة على أساس أدائها الحالي وسياستها .
- ٤- تعد هذه الدراسة من البحوث التطبيقية التي توفر معلومات هامة ذات دلالة عن العوامل المؤثرة على معدل النمو المستدام ، كما تساهم هذه الدراسة في الأدب المحاسبي كونها تقدم نماذج محاسبية توضح العلاقة بين متغيرات البحث .
- ٥- تحاول هذه الدراسة تقديم دليل من البيئة المصرية حول إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام في شركات الإستثمار العقاري بالبورصة المصرية.

٥/١ منهج البحث

إعتمدت الباحثة على المنهج الإستقرائي والمعيارى والإستنباطي للتوافق مع الإطار النظري والتطبيقي للبحث ، حيث تم إستخدام المنهج الإستقرائي في دراسة وتحليل وتقييم الأدبيات المحاسبية السابقة المرتبطة بمفهوم هيكل الملكية ، مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ومعدل النمو المستدام بغرض الحصول على البيانات اللازمة لإعداد الإطار النظري للبحث ومعرفة ما توصلت إليه تلك الدراسات ، وتم إستخدام المنهج المعيارى لوضع مؤشر للإفصاح عن المعلومات المستقبلية يتم إستخدامه كمقياس لمستوى الإفصاح ، أما بالنسبة للمنهج الإستنباطي فإنه يهتم بوضع الفروض،

وتحديد المنهجية الملائمة لإختبارها من خلال تحديد نوع البيانات المطلوبة ، مجتمع البحث ، وأساليب التحليل الإحصائي ثم تفسير النتائج للوصول إلى الحقائق وتعميم النتائج .

٦/١ حدود البحث

- ١- تم تصنيف هيكل الملكية في البحث حسب هوية المساهمين وليس حسب طبيعة الملكية.
- ٢- يقتصر البحث على تناول هيكل ملكية كبار المساهمين ، هيكل الملكية الحكومية ، وهيكل الملكية الأجنبية تمثيلاً مع توجهات الدولة في قطاع العقارات، ومن ثم يخرج عن نطاق البحث الأنماط الأخرى لهيكل الملكية .
- ٣- إقتصرت الدراسة التطبيقية على شركات الإستثمار العقاري المدرجة بالبورصة المصرية، وتم الإعتماد على التقارير والقوائم المالية لعينة الدراسة على مدار سلسلة زمنية تمتد لثلاثة سنوات متتالية تبدأ في عام ٢٠١٦ وتنتهي في عام ٢٠١٨ .

٧/١ هيكل البحث

في ضوء أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم تقسيم البحث على النحو التالي:

- ١- الإطار العام للبحث .
- ٢- تحليل وتقييم الدراسات السابقة في مجال البحث وبناء الفروض البحثية .
- ٣- طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ومعدل النمو المستدام .
- ٤- تصميم الدراسة التطبيقية وإختبار فروض البحث وتحليل النتائج.
- ٥- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية .

٢- تحليل وتقييم الدراسات السابقة في مجال البحث وبناء الفروض البحثية

نظراً لتنوع الدراسات السابقة التي ترتبط بموضوع البحث وأهمية النتائج التي وصلت إليها ، وفي إطار إستكمال جهود تلك الدراسات ، قامت الباحثة بتنظيمها على النحو التالي بما يمكن من التوصل إلى النماذج البحثية وبناء فروض الدراسة التطبيقية :

١/٢ الدراسات التي تناولت أنماط هيكل الملكية وآثاره المحاسبية المحتملة:

- هدفت دراسة (Al-Matari and Al-Arussi , 2016) إلى إختبار تأثيرات خصائص هيكل ملكية الشركات على أداء الشركات في عمان، حيث تقوم الدراسة بتحليل تأثيرات تركيز الملكية، الملكية الإدارية، والملكية الحكومية على أداء المنشآت مقاساً بالعائد على الأصول خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٤، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية وأداء المنشآت في الدول النامية مثل عمان، وأوضحت نتائج الدراسة أن هناك علاقة

إيجابية وذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية والملكية الحكومية وأداء المنشآت مقياساً بالعاقد على الأصول.

- **وقامت دراسة (حسن، ٢٠١٧)** بإختبار العلاقة بين نمط هيكل الملكية وجودة الأرباح في الشركات المساهمة المصرية ، وقد تم إختبار تأثير خمس أنماط لهيكل الملكية على حجم الإستحقاق الإختباري المقدر بواسطة نموذج (Jones) كمقياس بديل لجودة الأرباح، وتمت الدراسة الإختبارية على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة في إحدى عشر قطاع إقتصادي، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين الملكية المؤسسية وجودة الأرباح، وعدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، الحكومية، كبار المساهمين، والأجنبية مع جودة الأرباح.

- **واستهدفت دراسة (محمد ، ٢٠١٨)** تفسير العلاقة بين نمط الملكية الحكومية وخصائص كلاً من مجلس الإدارة ولجنة المراجعة وبين شفافية وإستمرارية الأرباح وذلك بالتطبيق على الشركات المشتركة المصرية والتي تشارك في ملكيتها الدولة من خلال الشركات القابضة التابعة لبعض الوزارات، وتم إجراء الإختبارات على عينة من الشركات المشتركة من عدة قطاعات إقتصادية خلال سلسلة زمنية بين ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إرتباط معنوية موجبة فقط بين هيكل الملكية الحكومية وعدد أعضاء المجلس الممثلين لهذه الملكية وحجم الشركة وبين إستمرارية الأرباح بالشركات المشتركة، في حين لا يوجد تأثير معنوي لهيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على شفافية الأرباح.

- **وتناولت دراسة (عبد الحلیم، ٢٠١٨)** قياس أثر كلاً من هيكل الملكية وخصائص لجان المراجعة على مستوى التحفظ المحاسبي بالشركات المساهمة المسجلة في البورصة السعودية، وقد طبقت الدراسة على عينة من هذه الشركات خلال الفترة من عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٦، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين ملكية كبار المساهمين، الملكية الإدارية ، والملكية العائلية من ناحية ومستوى التحفظ المحاسبي من ناحية أخرى، بينما تؤثر الملكية المؤسسية والملكية المشتتة تأثيراً معنوياً على مستوى التحفظ المحاسبي، كما إتضح أن خصائص لجان المراجعة المتعلقة بالخبرة المالية والمحاسبية وعدد الإجتماعات الدورية تؤثر تأثيراً معنوياً على مستوى التحفظ المحاسبي، بينما لا يوجد تأثير معنوي لإستقلال اللجنة وحجمها على مستوى التحفظ المحاسبي.

- **كما استهدفت دراسة (الحناوی، ٢٠١٩)** إختبار أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية، بإستخدام عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال فترة ثلاث سنوات من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٦، وقد إعتمدت الدراسة على ثلاثة أنماط لهيكل الملكية وهي تركيز الملكية، الملكية الإدارية والملكية المؤسسية، كما تم إستخدام نموذج جونز المعدل لتقدير الإستحقاقات الإختبارية كمؤشر عكسي لجودة التقارير المالية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين تركيز

الملكية وجودة التقارير المالية، وأيضاً وجود علاقة سلبية ولكنها غير معنوية بين الملكية الإدارية وجودة التقارير المالية، وأخيراً وجود علاقة سلبية معنوية بين الملكية المؤسسية والإستحقاقات الإختيارية كمؤشر عكسي لجودة التقارير المالية.

- وقد أشارت دراسة (مجر، ٢٠١٩) إلى أثر هيكل الملكية على القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية لترشيد القرار الإستثماري، وقد تم التطبيق على عينة مكونة من ٧٠ شركة مقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٣ إلى عام ٢٠١٧، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر ذو دلالة معنوية لهيكل الملكية العائلية، هيكل الملكية الإدارية، هيكل الملكية المؤسسية، هيكل الملكية الحكومية، وهيكل الملكية الأجنبية على القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية، كما أن هناك أثر ذو دلالة معنوية للقدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية على القرار الإستثماري، وأظهرت الدراسة زيادة الأثر لأبعاد هيكل الملكية على القرار الإستثماري عند توسيط القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية.

- وهدفت دراسة (Lin, et al, 2019) إلى إختبار الفروق في تأثير الإعلان عن الإكتتاب بين عروض الإكتتاب الموسمية الأولية والثانوية والمجمعة، وتستكشف الدراسة العلاقة بين هيكل ملكية الشركات وتكلفة تجميع رأس المال في عروض الإكتتاب الموسمية، وتوصلت الدراسة إلى أن ملكية الداخلين تكون عند أعلى مستوياتها بالنسبة لعروض الإكتتاب المجمعة، في حين أن الملكية المؤسسية تصل لأعلى مستوى بالنسبة لعروض الإكتتاب الموسمية الثانوية، مع وصول ملكية كبار حملة الأسهم أو ملكية الكتلة لأعلى مستوياتها في عروض الإكتتاب الموسمية المجمعة.

- وقامت دراسة (Sahasranamam, et al, 2019) بإستكشاف العلاقة بين هيكل ملكية الشركات والمسئولية الإجتماعية للشركات في المنشآت المدرجة في الهند كأحدى الأسواق الناشئة، حيث إستخدمت الدراسة نظرية الوكالة والمنظور الإجتماعي للمؤسسات لإستكشاف مستويات التباين في دوافع الملاك المختلفين لمواصلة الأجندة المسئولة اجتماعياً، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية الشركات والمسئولية الإجتماعية للشركات، حيث بينت نتائج الدراسة أن الشركات التابعة لمجموعة الأعمال والشركات ذات الملكية العائلية كانت أكثر إلتزاماً وتأييداً للمسئولية الإجتماعية للشركات الهادفة إلى خدمة المجتمع، وتستننتج الدراسة أن هياكل ملكية الشركات المختلفة لها تأثيرات ذات دلالة إحصائية على المسئولية الإجتماعية للشركات في الأسواق الناشئة.

٢/٢ الدراسات التي تناولت الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والعوامل المؤثرة

عليه:

- إستهدفت دراسة (رجب، ٢٠١٦) تقييم جودة الإفصاح غير المالي عن المعلومات المستقبلية على مواقع الشركات المدرجة في مؤشر EGX30 بالبورصة المصرية، وقد تم الإعتماد على مؤشر إفصاح يتضمن المعلومات المستقبلية غير المالية الملائمة للمستثمر، وقد تم التقييم لعينة مكونه من ٣٤ شركة أدرجت في فترتي المؤشر لسنة ٢٠١٦، كما تناولت الدراسة أهم محددات الإفصاح غير المالي، وتوصلت الدراسة إلى إنخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية على مواقع شركات المؤشر، وأن الخصائص الشخصية للمدير التنفيذي وتحديد خلفيته المحاسبية أثناء مساره الوظيفي وحصوله على دراسات عليا في المجال الإداري كانت سبباً رئيسياً في تفسير التغير في مستوى الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية.
- كما قامت دراسة (Krause, et al, 2017) بإختبار تأثير عدم التأكد المطلق على سلوك الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وذلك من خلال تحليل جودة وكمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية خلال الأزمة المالية العالمية وفترات ما قبل الأزمة، مع السيطرة على المحددات الأخرى لسلوك الإفصاح. وتستخدم الدراسة بيانات عينة من الشركات المدرجة خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠٠٩ في ألمانيا ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الأزمة المالية وجودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وتؤكد الدراسة على ثبات هذه العلاقة عبر المقاييس المختلفة لجودة الإفصاح ، وأنه لا توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الأزمة المالية وكمية الإفصاح، ولكن هناك أدلة على أن حجم الإفصاح يرتفع خلال الأزمة المالية.
- هدفت دراسة (Elgammal, et al, 2018) إختبار تأثير حوكمة الشركات على الإفصاح الإختياري عن المعلومات المستقبلية وعن المخاطر في التقارير السنوية للمنشآت المدرجة في قطر، حيث تستخدم الدراسة البيانات من التقارير السنوية للشركات القطرية المدرجة خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٤، وتوصلت الدراسة إلى أن المنشآت ذات النسبة المرتفعة من الملكية الأجنبية تفصح عن مستوى مرتفع من المعلومات المستقبلية، أن حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، وتبين النتائج أن الشركات المالية تميل إلى خفض الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بعد الأزمة المالية العالمية لعام ٢٠٠٨، كما توجد علاقة سلبية بين الإفصاح عن المخاطر مع عدد الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة وإزدواجية دور الرئيس التنفيذي.
- كما إختبرت دراسة (مليجي، ٢٠١٩) العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال ومدى إنعكاس هذه العلاقة على كفاءة القرارات الإستثمارية ، بالإضافة إلى إختبار تأثير جودة آليات الحوكمة داخل الشركة على تلك العلاقات. وقد إعتمدت الدراسة على

مدخل تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٣ حتى ٢٠١٥، وتوصلت الدراسة إلى ضعف مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية للشركات المصرية المسجلة وإرتباطه بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من تكلفة رأس المال وعدم تماثل المعلومات وعدم كفاءة القرارات الإستثمارية، كما أن جودة آليات الحوكمة داخل الشركة تؤثر إيجابياً على تلك العلاقات.

- استهدفت دراسة (يوسف، ٢٠١٩) معرفة أثر خصائص الشركة على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وإنعكاس ذلك على جودة التقارير المالية، من خلال القيام بدراسة إستطلاعية على الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للإفصاح المستقبلي على جودة التقارير المالية، وأيضاً وجود تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية لخصائص الشركة المتمثلة في عمر الشركة، حجم الشركة، سيولة الشركة، ربحية الشركة، ونوع الصناعة على مستوى الإفصاح المستقبلي.

- وتناولت دراسة (Papaj-Wislocka and Strojek-Filus, 2019) إختبار العلاقة بين نوع ونطاق الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومشكلة المخاطر في النظام المحاسبي، وتحاول الدراسة تقديم المفهوم العام للإفصاح عن المعلومات المستقبلية وعلاقته بعوامل المخاطر، وتستخدم الدراسة منهجية التحليل الإنتقادي للمؤلفات المتوافرة حول موضوع الدراسة والتشريعات واللوائح التنظيمية المرتبطة بالموضوع، بالإضافة إلى بيانات القوائم المالية لعينة تتكون من الشركات المدرجة في بورصة Warsaw ببولندا، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات المدرجة في بولندا تفصح بصورة عامة عن مستوى منخفض نسبياً عن المعلومات المستقبلية في تقاريرها وقوائمها المالية، وتبين نتائج الدراسة أن المستوى المتدني نسبياً من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعبر عن سلوك تجنب المخاطر في المحاسبة، ولاحظت الدراسة وجود تباين عبر الصناعات في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وتستنتج الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وعوامل المخاطر في المحاسبة بصورة عامة.

- وقامت دراسة (Li and Li, 2019) بإختبار تأثير حماية الأسرار التجارية على الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية ، وذلك بإستخدام الإعتراف بمبدأ الإعتراف الحتمي من قبل المحاكم في الولايات المتحدة الأمريكية كصدمة خارجية لخطر فقدان الأسرار التجارية، وتستخدم الدراسة البيانات من عينة من الشركات المدرجة في الولايات المتحدة خلال الفترة من ١٩٩٨ إلى ٢٠٠١، وتوصلت الدراسة إلى أن تكرار تنبؤات الإدارة بالأرباح قد إرتفعت بعد إعتراف المحاكم الأمريكية بمبدأ الـIDD، حيثما بدأت الشركات الواقعة مقراتها في الولايات المتحدة الأمريكية في الإعتراف بهذا المبدأ ، وأن تأثير الإعتراف بمبدأ الـIDD على تنبؤات الإدارة كان أكثر بروزاً بالنسبة للشركات ذات الحصص السوقية الضخمة والمنافسة السوقية المرتفعة في أسواق المنتجات

ونشاط البحث والتطوير الأكثر كثافة والمسافة القصيرة بينها وبين منافسيها في الصناعة والعدد الكبير من العاملين الذين يمتلكون المعرفة بالأسرار التجارية للمنشآت، وبالتالي تستنتج الدراسة وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للأسرار التجارية على الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية في الشركات المدرجة في الولايات المتحدة الأمريكية.

٣/٢ الدراسات التي تناولت مفهوم معدل النمو المستدام وعلاقته بالمحاسبة:

- سعت دراسة (Kijewska, 2016) إلى التعرف على أهم شروط ومحددات معدل النمو المستدام (SGR) في الشركات العاملة في صناعة التعدين والمعادن في بولندا، وتقدم الدراسة العلاقات الأساسية التي يجب على الإدارة أخذها بعين الاعتبار لتطوير النمو المستدام، وقد استخدمت الدراسة البيانات من الشركات العاملة في صناعة التعدين والمعادن في نيوزلندا، حيث اعتمدت الدراسة على أسلوب دراسة الحالة ، وتوصلت الدراسة إلى أن معدل النمو المستدام يشير إلى أقصى حد تنمو عنده المنشأة بدون تغيير رفعها المالي وبدون إصدار أسهم جديدة، وبالتالي تبين نتائج الدراسة أن أهم شروط النمو المستدام هي (١) نمو مبيعات الشركة بنفس السرعة التي تسمح بها ظروف السوق (٢) عدم رغبة إدارة الشركة في إصدار أسهم جديدة (٣) حفاظ الشركة على هيكل رأسمالها وسياسة توزيع الأرباح بها.

- وتناولت دراسة (حسن و جبر، ٢٠١٦) تحليل العلاقة بين النمو الفعلي والنمو المستدام ، وقد طبقت الدراسة على عينه من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٤، وقد تم استخدام معدل النمو الداخلي كمقياس لمعدل العائد الفعلي أما النمو المستدام بموجب نموذج Rose، وقد توصلت الدراسة إلى أن الإستثمار في مبالغ المستثمرين قد حقق عائد كبير مما يدل على كفاءة الشركة في توليد الأرباح من كل وحدة من حقوق المساهمين، وكذلك تبين من تحليل معدل العائد على حق الملكية وجود رؤية واضحة للمستثمر في الأسهم للمقارنة بين المصارف وذلك من خلال إرتفاع هذا المؤشر للمصارف عينة البحث ، فكلما قلت هذه النسبة كلما كان ذلك مؤشراً سلبياً عن أداء الشركة، وكلما إرتفع هذا المعدل لفترة طويلة دل على حسن إدارة الشركة، وكذلك ظهر إنخفاض تنذبذب النمو الداخلي من حقوق الملكية وهذا يشير إلى إنخفاض إعتداد المصرف على المصادر الخارجية في تمويل إستثماراته.

- وهدفت دراسة (Subbareddy and Reddy, 2017) إلى إختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام وأداء المنشأة ، حيث تقوم الدراسة بحساب معدل النمو المستدام بإستخدام نسبة العائد على حقوق المساهمين، نسبة مدفوعات توزيعات الأرباح، معدل العائد على الأصول، العائد على رأس المال العامل، ونسبة الدين ، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل النمو المستدام وأداء المنشأة، وتوضح نتائج الدراسة أن نسبة الدين، نسبة حقوق المساهمين، معدل دوران الأصول، وحجم المنشأة ترتبط بعلاقة ذات دلالة إحصائية بمعدل النمو المستدام، وتستنتج الدراسة أن معدل النمو المستدام هو أحد الأدوات المالية الهامة التي يمكن

للمديرين إستخدامها في ما إذا كانت القرارات المالية والتشغيلية سوف تؤدي إلى زيادة أم خفض معدلات النمو .

- **كما قامت دراسة (Sahin and Ergun, 2018)** بإختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والنسب المالية ، وإستخدمت الدراسة تحليل الإرتباط وتحليل الإنحدار لإختبار تأثيرات الفرق بين معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام على العائد على الأصول ، العائد على حقوق المساهمين ، نسبة السعر إلى الأرباح، نسبة الدين ، والنسبة الجارية ، وتحديد أكثر مكونات معدل النمو المستدام فعالية. وتستخدم الدراسة بيانات عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة إسطنبول، **وتوصلت الدراسة** إلى وجود علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بين متغيرات الربحية متمثلة في العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين، والفرق بين معدل النمو المستدام ومعدل النمو الفعلي، وتبين هذه العلاقة السلبية أنه مع إرتفاع الفرق بين المعدلين ينخفض العائد على الأصول والعائد على حقوق المساهمين.
- **وإستهدفت دراسة (Mukherjee and Senson , 2018)** إستكشاف معدل النمو المستدام ومحدداته في المنشآت المختارة، وإجراء تحليل للعلاقة بين السيولة (نسبة التدفق النقدي)، الربحية، الرفع المالي ، ومعدل النمو المستدام للمنشأة. حيث تستخدم الدراسة البيانات التجريبية من عينة من الشركات المدرجة في بورصة **NSE** خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٥، **وتوصلت الدراسة** إلى أن هناك علاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بين السيولة ومعدل النمو المستدام للمنشأة، وبينت النتائج أن الربحية ترتبط بعلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بمعدل النمو المستدام للمنشأة، وكذلك يرتبط الرفع المالي بعلاقة إيجابية وذات دلالة إحصائية بمعدل النمو المستدام للمنشأة. وتستنتج الدراسة أن أهم المحددات والعوامل المؤثرة على معدل النمو المستدام للمنشأة هي السيولة والربحية والرفع المالي.
- **كما هدفت دراسة (Mamilla, 2019)** إلى إختبار ما إذا كانت هناك علاقة بين معدل النمو المستدام وبقاء الشركة، وتختبر الدراسة ما إذا كان معدل النمو المستدام يمثل مؤشراً لأي مرحلة تمر بها الشركة من مراحل دورة حياتها، وتقوم الدراسة بتحليل معدل النمو الفعلي ومعدل النمو المستدام وتختبر التأثير الكلي للمتغيرات المستقلة المختارة على معدل النمو المستدام. وتستخدم الدراسة بيانات الشركات المدرجة في بورصة مومباي بالهند، **وتوصلت الدراسة** إلى وجود فروق بين معدل النمو المستدام ومعدل النمو الفعلي بالشركات المختارة خلال الفترة محل الدراسة، حيث أن كل الشركات لديها رأسمال كافي لتحقيق فرص نموها في المستقبل القريب مع عدم وجود زيادة في الأصول وإصدار الأسهم والخصوم الإضافية أو إحتجاز الأرباح، وإستنتجت الدراسة أن حجم الشركة ونسبة الدين إلى حقوق المساهمين لهما علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية بمعدل النمو المستدام.

٤/٢ تحليل الدراسات السابقة وإظهار الفجوة البحثية

- أشارت جميع الدراسات إلى النتائج التي تفيد بوجود علاقة بين هيكل الملكية والعديد من المتغيرات المحاسبية، حيث أوضحت دراسة (Al-Matari and Al-Arussi, 2016) وجود علاقة بين هيكل الملكية وأداء الشركة، كما أكدت دراسات (حسن، ٢٠١٧)، (محمد، ٢٠١٨)، (مجر، ٢٠١٩) على وجود علاقة بين هيكل الملكية وشفافية وجودة الأرباح والقدرة التنبؤية للمعلومات .
- وأوضحت دراستي (عبد الحليم، ٢٠١٨)، (Lin, et al, 2019)، العلاقة بين هيكل الملكية وكلاً من التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، وأكدت دراسة (الحناوي، ٢٠١٩) على وجود علاقة بين هيكل الملكية ومبادئ الحوكمة وجودة التقارير المالية، وأشارت دراسة (Sahasranamam, et al, 2019) إلى وجود علاقة بين هيكل الملكية والمسئولية الإجتماعية للشركات .
- وفي إتجاه آخر إتفقت الدراسات على وجود العديد من العوامل المؤثرة على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، حيث إتفقت دراسات (Krause, et al 2017)، (يوسف، ٢٠١٩) على خصائص ومحتوى المعلومات المستقبلية، وأهم العوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وسلوك الإفصاح .
- وتناولت دراسة (رجب، ٢٠١٦) تقييم جودة الإفصاح غير المالي على مواقع الشركات المدرجة في مؤشر EGX30 بالبورصة المصرية، وأكدت دراستي (Elgammal, et al, 2018)، (Papaj-Wlislocka and Strojek-Filus, 2019) على تأثير حوكمة الشركات على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وعن المخاطر في التقارير السنوية .
- كما توصلت دراسة (مليجي، ٢٠١٩) إلى وجود علاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال، وإنعكاس هذه العلاقة على كفاءة القرارات الإستثمارية، وتوصلت دراسة (Li and Li, 2019) إلى أثر حماية الأسرار التجارية على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية .
- ومن ناحية أخرى إتفقت معظم الدراسات على إرتباط مفهوم معدل النمو المستدام بالمحاسبة حيث توصلت دراستي (Kijewska, 2016)، (Mukherjee and Senson, 2018) إلى أهم شروط ومحددات معدل النمو المستدام، وتناولت دراسة (حسن وجبر، ٢٠١٦) تحليل العلاقة بين معدل النمو الفعلي والمستدام، وقامت دراستي (Subbareddy and Reddy, 2017) (Sahin and Ergun, 2018)، بإختبار العلاقة بين معدل النمو المستدام والنسب المالية وأداء المنشأة، بينما توصلت دراسة (Mamilla, 2019) إلى وجود علاقة بين معدل النمو المستدام وبقاء المنشأة .

- ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة

- ١- يوجد تباين في نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ويمكن تفسير هذه النتائج المتباينة بالإختلافات في البيئة السياسية والإقتصادية للبلدان المدروسة والتي تجعل تعميم النتائج في البيئة المصرية أمراً صعباً ، وذلك يؤكد على الحاجة إلى المزيد من الدراسة والتحليل .
- ٢- على الرغم من تناول العديد من الدراسات تأثير هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إلا أنها ركزت على خصائص الوحدة الإقتصادية بشكل عام، ومن ثم فإن توسيع نطاق الدراسة بإتباع مدخل أكثر شمولاً من خلال إدخال نمط ملكية كبار المساهمين، الملكية الحكومية، والملكية الأجنبية تمثيلاً مع توجهات الدولة، يوفر دليلاً شاملاً عن العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية .
- ٣- يتم قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال الإعتماد على وضع دليل أو مؤشر للإفصاح ، وقد اختلفت الدراسات في عدد المفردات التي يتضمنها المؤشر بالإضافة إلى الإختلاف بشأن تحديد الأهمية النسبية للمفردات التي تتضمنها مؤشر الإفصاح المقترح .
- ٤- تعد هذه الدراسة هي الأولى التي تدرس إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام، حيث ركزت معظم الدراسات على جزئيات محددة للعلاقة بين متغيرات الدراسة ولم يتم التطرق إلى رؤية متكاملة تبحث في طبيعة التفاعل بين هذه المتغيرات .
- ٥- طبقت الدراسة الحالية على عينة من شركات الإستثمار العقاري المقيدة بقطاع العقارات بالبورصة المصرية عن طريق إختبارات إحصائية متعددة لإختبار مدى صحة فروض الدراسة

٥/٢ بناء الفروض البحثية

في ضوء فكرة البحث وأهدافه وأهميته يمكن إستنتاج فروض البحث كما يلي:

الفرض الرئيسي الأول:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية.

ويشتق منه الفروض الفرعية التالية:

- ١- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية.
- ٢- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية.

٣- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية.

الفرض الرئيسي الثاني:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية ومعدل النمو المستدام.

ويشتق منه الفروض الفرعية التالية:

- ١- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومعدل النمو المستدام.
- ٢- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الحكومية ومعدل النمو المستدام.
- ٣- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومعدل النمو المستدام.

الفرض الرئيسي الثالث:

لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية ومعدل النمو المستدام.

الفرض الرئيسي الرابع :

لا تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام.

ويشتق منه الفروض الفرعية التالية:

- ١- لا تؤثر العلاقة بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام.
- ٢- لا تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام.
- ٣- لا تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام.

٣- طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية

ومعدل النمو المستدام

تؤثر خصائص الشركات على الإفصاح الطوعي عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم السنوية فهناك خصائص مرتبطة بالهيكل الأساسي للشركة ، الخصائص المرتبطة بالأداء ، والخصائص المرتبطة بالسوق ويحوي هذا الإفصاح معلومات ذات قيمة للمحللين الماليين تؤثر على سلوكهم وتوقعاتهم ، كما يعد هذا الإفصاح جهداً إدارياً لإقناع حملة الأسهم بالتركيز على النمو المستقبلي للشركة . ويمكن توضيح العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة من خلال :

٣/١ تحليل العلاقة بين هيكل الملكية و مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية

ويمكن توضيح ذلك من خلال المفاهيم التالية :

٣/١/١ آلية هيكل الملكية

يشير هيكل الملكية إلى مزيج من حصص الملكية لمجموعة من الملاك لديهم مصالح وأهداف قد تكون مختلفة (الحناوي ، ٢٠١٩) . ويعد هيكل الملكية هو المحدد لطبيعة مشكلة الوكالة داخل الشركة حيث ينعكس على تكوين مجلس الإدارة واللجان المنبثقة منه ومن ثم تحديد من له حق الرقابة وكيفية إنتاج المعلومات المحاسبية ، وينعكس ذلك على الصورة التي تظهر بها الأرباح (محمد ، ٢٠١٨) . فوفقاً لنظرية الوكالة يعتبر المديرون وكلاء عن الملاك في الإدارة وقد يحدث تعارض بين أهداف كلاً منهم ، وقد ركزت نظرية الوكالة على إستخدام هيكل الملكية في علاج هذه المشكلة إما عن طريق زيادة حصة الإدارة في الملكية أو تمركز الملكية مع الملاك الخارجيين (القليطي ، ٢٠١١) . وتشير الدراسات (خليل وإبراهيم ٢٠١٥)، (Phung and Mishra,2016)، (حسن ، ٢٠١٧) إلى أن هيكل الملكية له دور كبير في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تفعيل دور الرقابة وتعزيز قدرة المساهمين على منع المدراء من إتخاذ أي قرارات لا تخدم مصالحهم والتي قد يكون لها الأثر السلبي على أداء الشركة ، وكلما كانت الملكية مركزة فإن ذلك يعمل على تفعيل إجراءات صارمة ، وأن تشتت ملكية أسهم الشركة بين عدد كبير من الملاك مع إنخفاض معرفة هؤلاء الملاك يؤثر سلباً على قدرتهم بشأن أداء دور رقابي فاعل في الشركة ، وهي الحالة التي قد تستغلها إدارة الشركة في تحقيق مصالحها الشخصية على حساب الأطراف الأخرى ذات المصلحة في الشركة، ومن هنا يبرز دور هيكل الملكية كألية لحوكمة الشركات . وتعتبر نسبة ٥% فأكثر هي النسبة الشائعة لقياس تركيز الملكية طبقاً لتعريف هيئة الرقابة والإشراف على تداول الأوراق المالية الأمريكية SEC فكلما زاد عدد المساهمين الذين يملكون ٥% فأكثر من الأسهم، يزداد تركيز الملكية في عدد أقل من المساهمين سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات من داخل الشركة أو خارجها. (الشاهد، ٢٠١٨) وتؤكد الدراسات (الحوشي ، ٢٠١٥) ، (محمد ، ٢٠١٦) ، (الحناوي ، ٢٠١٩) على وجود ستة أنواع لهياكل الملكية المركزة :

الأول: وهو ملكية كبار المساهمين من الأفراد أو الشركات، ويشير (خليل وإبراهيم، ٢٠١٥) إلى ميل كبار المساهمين إلى التركيز على القرارات التي تساعد على زيادة قيمة الشركة وتحسين أدائها في الأجل الطويل عن القرارات التي تهدف إلى تحقيق أرباح في الأجل القصير لعدم خضوع كبار المساهمين إلى سياسات إئتمانية، كما أنه لا يتم إعتبارهم وكلاء لإستثمار أموال عملاء وتحقيق عائد في الأجل القصير . بينما يرى (العامري ، ٢٠١٨) أن تركيز الملكية في يد عدد قليل من كبار المساهمين قد يؤدي إلى تعارض المصالح بينهم وبين باقي المساهمين ، وقد يأخذ تدخل كبار المساهمين في شؤون الشركة أشكالاً متعددة أبرزها الحصول على مقاعد مجلس الإدارة وبالتالي تدخلهم بشكل مباشر في أنشطة الشركة وقراراتها الإدارية ، الإتصال المباشر

والشخصي مع الإدارة ، الحصول على معلومات سرية عن الشركة وإستغلالها في تحقيق منافع شخصية وقد يصل الأمر إلى التهديد ببيع الحصص في أسهم الشركة لتمرير القرارات التي يرغبون بها . ويؤكد (Haw,et al,2013) على أن وجود عدد كبير من كبار المساهمين في الشركات قد يؤدي إلى وجود تأثيرين متعارضين على مشاكل الوكالة أولهما ، من خلال إمتلاك نسبة كبيرة من حقوق التصويت ومن ثم توافر الدافع والمقدرة على رقابة المساهم المسيطر وتخفيض مشاكل الوكالة وثانيهما ، أنه يمكن حدوث تحالف بين المساهم المسيطر وباقي كبار المساهمين لتحقيق منافع خاصة لكلاهما مما قد يؤدي إلى مشاكل وكالة أكثر خطورة .

الثاني: وهو الملكية الإدارية والتي تشير إلى إمتلاك الإدارة لجزء من أسهم الشركة (نسبة الأسهم المملوكة لأكثر خمسة مديرين في الشركة)، وقد يؤدي إرتفاع مستوى الملكية الإدارية إلى إرتفاع مستوى أداء الشركة وتحقيق درجة أكبر من التوافق بين المديرين والملاك فيما يعرف بفرض التوافق بين المديرين والملاك ، أو قد يؤدي إرتفاع مستوى الملكية الإدارية إلى إنخفاض أداء الشركة بسبب صعوبة الرقابة على المديرين مع عدم قدرة الملاك على الإستغناء عن المديرين ذوي الأداء الضعيف فيما يعرف بفرض الحصانة .

الثالث: وهو الملكية المؤسسية والتي تشير إلى الوسيط المالي الذي يقوم بالإستثمار نيابة عن الأطراف الأخرى من خلال إمتلاك أسهم في العديد من الشركات وتشمل البنوك ، شركات التأمين ، صناديق الإستثمار ، وصناديق المعاشات وتعتبر هذه المؤسسات من المستثمرين ذوي القدرة والخبرة المرتفعة في الحصول على المعلومات وتشغيلها مقارنة بالأفراد ، وقد يؤدي إرتفاع مستوى ملكية المؤسسات إلى وجود رقابة فعالة على السلوك الإداري وتخفيض مشاكل الوكالة من خلال الإهتمام بقيمة الشركات المستثمر فيها في الأجل الطويل، أو قد يؤدي إرتفاع مستوى الملكية المؤسسية إلى تعرض هذه المؤسسات لقيود خاصة بالسياسات الإستثمارية مما يدفعها إلى التعامل مع ما لديها من إستثمارات بإعتبارهم تجاراً وليسوا ملاكاً، وبالتالي قد لا تقوم تلك المؤسسات بدورها الرقابي بفاعلية على إعتبار أنها مصدر للضغوط على مديري الشركات المستثمر فيها لإتخاذ قرارات تركز على الأجل الطويل.

الرابع: الملكية العائلية والتي تشير إلى سيطرة العائلات على الشركة وإدارتها . وتشير دراسة (عبد الهادي، وآخرون ٢٠١٨) إلى أنه قد تكون نسبة الأسهم مملوكة بين مجموعة من أعضاء العائلة الواحدة أو أكثر من عائلة، وهذا قد يؤدي إلى الرقابة الفعالة على كافة أنشطة الشركة مما قد يساهم في تحسين الأداء وتخفيض تكاليف الوكالة ، أو قد يؤدي إلى قيام الملاك ببعض الممارسات التي تحقق المصالح الذاتية للعائلة وتتمرر الأعمال الخاصة بها على حساب حقوق الأقلية ، وتعد هذه الشركات من أبرز أشكال تركيز الملكية وهي من أكثر الشركات إنتشاراً حول العالم حيث وصلت في مصر والمنطقة العربية إلى نسبة ٧٥% من إجمالي الناتج المحلي .

الخامس: وهو الملكية الحكومية والتي تشير إلى الشركات التي تخضع للسيطرة الحكومية، وقد يؤدي إرتفاع مستوى الملكية الحكومية إلى رغبة الحكومة في إستخدام هذه الشركات لتحقيق أهداف إجتماعية وسياسية قصيرة المدى والتي غالباً ما تتعارض مع تعظيم ربح المستثمر، ويكون المديرون مسئولين من قبل الحكومة مما يؤدي إلى ظهور مشكلة الوكالة.

ويرى (Le and Buck,2011) أنه قد يؤدي إرتفاع مستوى الملكية الحكومية إلى تحسن جودة الربح ، خاصة إذا كان الهدف من الوجود الحكومي الضغط على المديرين لزيادة الضريبة المدفوعة للحكومة أو تحسين حاكمية الشركات لدعم وجود سوق كفاء تجلب رأس المال .

السادس: وهو الملكية الأجنبية والتي تشير إلى الشركات التي تتضمن ملاك أجنب ، ويكون هناك دوراً بارزاً للمستثمرين الأجانب في تحسين الحاكمية المؤسسية خاصة إذا كان المستثمرون من دولة تمتاز بمستوى عال من الحوكمة . ويرى (محمد ، ٢٠١٥) أن الملكية الأجنبية تعد أحد الوسائل التقنية في الدول النامية وأن الربحية والمكاسب الفعلية ترتبط بوجود الملاك الأجانب . ويشير (العامري ، ٢٠١٨) ، (العايدي ، ٢٠١٨) إلى أن المستثمرين الأجانب يمارسون الدور الرقابي على الشركات المحلية بشكل مباشر من خلال إستخدام حق التصويت للتأثير على القرارات الإدارية، أو بشكل غير مباشر عن طريق التهديد بسحب إستثماراتهم من الشركات المحلية.

وتشير دراسات (محمد ، ٢٠١٥) ، (Dwi, 2013) ، (Guo,et al,2014) إلى أنه في إطار نظرية عدم تماثل المعلومات يمكن أن تتوازن فرصة حصول المستثمرين المحليين على معلومات أكثر من المستثمرين الأجانب مع ميزة الخبرة المعرفية لدى المستثمرين المحليين ، وهذا يساهم بدوره في الحد من تلاعب الأرباح .

وتري الباحثة في ضوء ما سبق أن هيكل الملكية يختلف تبعاً لتغير الظروف من شركة إلى أخرى ، وأنه يجب أن يكون هناك مرونة داخل كل شركة بحيث تعمل على تغيير هيكل الملكية بين الحين والآخر في ضوء متغيرات البيئة السياسية الإقتصادية ، وأن الملكية المركزة لها أهمية كبيرة في الحفاظ على ثروات المستثمرين وضمان حصولهم على عائد مرضي . وتتفق الباحثة مع رأي

(العايدي ، ٢٠١٨) أن تركيز الملكية ضرورة يفرضها الواقع في العديد من أسواق المال الناشئة ومنها مصر في ظل غياب آليات السوق التي تحقق إنضباط سلوك الإدارة وتحارب الفساد الإداري .

وتتفق الباحثة أيضاً مع دراسة (محمد ، ٢٠١٦) أن دراسة العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح الطوعي في التقارير والقوائم المالية للشركات في ضوء نظرية الوكالة محور العديد من الدراسات ، وأن تركيز الملكية قد يؤدي إلى تحسين أداء الشركة مما ينعكس على جودة الإفصاح المستقبلي للمعلومات.

٢/١/٣ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الفكر المحاسبي:

المعلومات المستقبلية هي معلومات تبني على إفتراضات عن أحداث تقع في المستقبل، والتصرفات المحتملة للمنشأة وهي بطبيعتها تكون على درجة عالية من عدم الموضوعية ويتطلب إعدادها درجة كبيرة من الحكم الشخصي، وهناك بعض العوامل الرئيسية التي تعتمد عليها إدارة الشركة في إعداد المعلومات المستقبلية مثل (الموارد المتاحة للشركة ، المخاطر وعدم التأكد، معدلات التضخم، التغيرات الضريبية، وحالة الإقتصاد القومي(Alkhatib, 2014) ،(القليطي، ٢٠١١) . وتساعد المعلومات المستقبلية المستثمرين في عمليات إتخاذ القرار حيث أن غياب هذه المعلومات يجعلهم يضعون توقعاتهم على أساس معلومات غير دقيقة من مصادر أخرى بالإضافة إلى دورها في الحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكلفة التمويل الخارجي، وفي بعض الأحيان قد تؤدي هذه المعلومات إلى التضليل في الحالات التي تكون فيها هذه المعلومات غير دقيقة مما قد يترتب عليها المساءلة القانونية للإدارة وتحمل تكاليف إضافية من الأطراف ذوي العلاقة (رميلي ، ٢٠١٨)، (Ferrero,et al,2015) .

ويعد الإفصاح عن المعلومات المستقبلية واحد من أهم أنواع الإفصاح الطوعي عن المعلومات ويتضمن المنتجات، الخطط والإستراتيجيات ، والأداء المتوقع للشركة ، وبالتالي فإن له أهمية كبيرة في فهم مستقبل الشركة والأرباح المتوقعة وقيمة الشركة (Hassanein, Hussainey, 2015) ، (العريبي ، ٢٠١١) . ويتضمن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية معلومات مالية مثل التدفقات النقدية، الإيرادات، الأرباح المتوقعة ، ومعلومات غير مالية مثل المخاطر وعدم التأكد والتي يمكن أن تؤثر بشكل كبير على النتائج الفعلية وتسبب إختلافها عن النتائج المتوقعة (Mathuva , 2012).

وقد قدم الفكر المحاسبي نظريات ساهمت في تفسير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، حيث أشارت دراسات (مليجي ، ٢٠١٩)، (Qu , et al , 2013)، (Mutiva , et al, 2015) أنه في ضوء نظرية الوكالة تزداد حاجة الملاك لمزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لتقليل حالة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية، لذلك فإن الإفصاح عن هذه المعلومات يساعد على تقليل عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكاليف الوكالة، وطبقاً لنظرية الإشارة فإن الشركات ذات الأداء الضعيف ربما توفر المزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لجذب المستثمرين، وطبقاً لنظرية التكاليف السياسية فإن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يحد من تدخلات الأطراف الخارجية مما يساهم في تجنب التكاليف السياسية ، وطبقاً لنظرية الشرعية فإن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يلبي إحتياجات أصحاب المصالح، مما ينعكس على إستمرار دعمهم للمنشأة ومن ثم مدى نجاحها ويقاؤها في الأجل الطويل .

ويتم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية عن طريق وسائل عديدة مثل التقارير السنوية، التقارير مرحلية ، المؤتمرات ، الإصدارات الصحفية ، مواقع الشركات ، أو الإتصال المباشر مع المحللين الماليين (سعد الدين ، ٢٠١٤) ، (مليجي ، ٢٠١٩) .

وتتفق الباحثة مع رأي (رجب ، ٢٠١٦) ، (ACLN,2016) ، (Wang and Hussainey) ، 2013) في أن القوائم المالية تمثل أهم مصادر المعلومات للمستخدمين ، لكنها تعاني من قصور في تقديم صورة عن الوضع المستقبلي الذي تعمل فيه الشركات والذي يمثل للمستثمرين أساس لرسم إستراتيجية الشركة كما يدعم سمعتها ، وأن القوائم المالية المستقبلية عالية الحوكمة تحسن من قدرة السوق على التنبؤ بالأرباح المستقبلية .

وتناولت العديد من الدراسات (سعد الدين، ٢٠١٤)، (القليطي ، ٢٠١١) ، (Muthuva,2012)

(Bozanic, et al, 2013) أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والتي تتمثل في :

- يعتبر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ذو قيمة في تحسين قدرة الأسواق المالية على توقع التغييرات المستقبلية للأرباح ، التدفقات النقدية ، مؤشرات الأداء التشغيلي للشركات ، و النفقات الرأسمالية المستقبلية مما يوفر معلومات موثوق بها يعتمد عليها المحللون الماليون في تحسين توقعاتهم عن الأداء المالي المستقبلي للشركة .
- يؤثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على أسعار الأوراق المالية وعلى قرارات المستثمرين ، حيث يتجاوز سعر السهم في أسواق رأس المال بنسبة تفوق الإستجابة لنتائج العمليات من إيرادات وأرباح تاريخية ، ويمكن توقع أسعار الأسهم بصورة أكثر دقة، كما يعد هذا الإفصاح أحد إستراتيجيات تقليل التعارضات مع حملة الأسهم وجهد إداري لإقناع حملة الأسهم بالتركيز على النمو المستقبلي للشركة مما يزيد من قيمتها .
- تزداد مصداقية نشر تنبؤات الأرباح عندما تدعم بالإفصاح عن قوائم مستقبلية .
- وقد إهتمت العديد من المنظمات ببحث مستقبل نموذج التقرير المالي للشركات من خلال الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم السنوية للشركات حيث أشارت دراسات (سعد الدين ، ٢٠١٤) ، (مليجي ، ٢٠١٩) ، (Blouin,2012) ، (ACCA,2013) إلى :
- إصدار هيئة الرقابة والإشراف على تداول الأوراق المالية (SEC) في أمريكا المنشور رقم ٣٦ عام ١٩٨٩ ، والذي يركز على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والتي تؤثر على عمليات المنظمة وجعل المنشور الإفصاح عن الأحداث المتوقعة إختيارياً، كما أصدرت الهيئة في عام ٢٠٠٣ بعض الإرشادات التفسيرية لمساعدة الشركات على فهم عملية الإفصاح والتي لخصت الأهداف الرئيسية لقائمة مناقشة وتحليل الإدارة فيما يلي (إمداد المستثمرين بتفسيرات سردية للقوائم المالية ، زيادة إجمالي الإفصاحات والتحليلات المتاحة للمستثمرين ، تقديم معلومات عن نوعية وإحتمالات التغيير في الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة)، كما أكدت على تشجيع الإفصاح عن الظروف التي قد تواجهها الشركة وتؤثر على الأداء المستقبلي .
- كما قام مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) بتمويل مشروع بحثي لتقرير منشآت الأعمال يهدف إلى تعزيز الإفصاحات الإختيارية بالتنسيق مع معهد المحاسبين القانونيين الأمريكي (AICPA) لإتمام المشروع، وتكوين لجنة للإشراف والمتابعة على أنشطة مجموعات

- العمل وتحديد الممارسات الفعلية للإفصاح الطوعي عن المعلومات المستقبلية والتي تتضمن التوقعات المستقبلية الخاصة بالمبيعات ونتائج العمليات التشغيلية والأداء المالي، ولعل أحدث الإصدارات في عام ٢٠٠٩ حيث أصدر المعهد دليل المعلومات المستقبلية .
- وأصدر معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا في عام ٢٠٠٣ دليل إرشادات يوضح كيفية عرض والإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية لمديري الشركات ، كما قام مجلس معايير المحاسبة البريطاني (ASB) في عام ٢٠٠٥ بنشر قائمة جديدة للتقرير المالي تتضمن توجيه القائمة إلى المستخدمين القائمين بتحليل نتائج الأعمال مع التركيز على المعلومات المستقبلية لمساعدتهم على تقييم إستراتيجيات الشركة وفرص نجاحها مستقبلاً .
 - وقام مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) في عام ٢٠١٠ بإصدار إرشادات تعليقات الإدارة ضمن الإصدارات المكتملة ل (IFRS) ، والذي إستهدف إمداد المستخدمين بمعلومات تكميلية وإضافية للقوائم المالية وقد ظهرت المعلومات المستقبلية كأحد أهم مكونات التقرير ، وقد تناول الإرشاد أهمية توصيل الإدارة للتوقعات المستقبلية عن الأداء إلى المستخدمين مع مراعاة البيئة التشريعية والقانونية التي تعمل بها الشركة .
 - وأوضح المعيار الدولي لمهام التأكد رقم ٣٤٠٠ الصادر عن الإتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC,2010) أن المعلومات المستقبلية قد تأخذ أحد شكلين : الأول التنبؤات (التوقعات) التي يتم إعدادها بناء على إفتراضات عن الأحداث المستقبلية التي تتوقع الإدارة حدوثها والتصرفات المتوقعة إتخاذها حيال هذه الأحداث المستقبلية وتكون لعام واحد، أما الثاني التقديرات (التصورات) ويعني أن المعلومات المستقبلية قد تم إعدادها على أساس أوضاع إفتراضية عن أحداث مستقبلية وتصرفات الإدارة التي لا يتوقع بالضرورة أن تحدث وتكون لمدة خمسة أعوام .
 - وأكد الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر في عام ٢٠١٦ على أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، حيث أشارت الفقرة ٣-٢ إلى ضرورة إفصاح الشركة عن المعلومات المالية وغير المالية، وأكدت الفقرة ٣-٣ على أهمية توفير الإفصاح والشفافية اللازمة لتوطيد العلاقة مع المستثمرين الحاليين والمرقبين، مما يكون له الأثر الإيجابي على رؤية المستثمرين للأداء المالي للشركة وتوقعاتهم للأداء المستقبلي، وتضمنت الفقرة ٣-٤ أنه يجب على الشركة أن تصدر تقريراً سنوياً يضم ملخص لتقرير مجلس الإدارة والقوائم المالية بالإضافة إلى كافة المعلومات التي تهم المستثمرين الحاليين والمرقبين ، وأن يشمل هذا التقرير مشروعات الشركة الحالية والمستقبلية وإستراتيجية الشركة .
 - وقد أصدر الجهاز المركزي للمحاسبات معايير المراجعة المصرية والفحص المحدود ومهام التأكد الأخرى عام ٢٠٠٨ ، والتي تتوافق مع معايير المراجعة الدولية وتشمل المعيار رقم ٣٤٠٠ بعنوان إختبار المعلومات المستقبلية ، ويعد تطبيق هذا المعيار على المعلومات المدرجة في صورة

وصفية أو في شكل عام ، ولم تتضمن معايير المحاسبة المصرية المطبقة في أول يناير ٢٠١٦ معيار ينظم المعالجة المحاسبية للمعلومات المستقبلية .

وتتفق الباحثة مع رأي (القليطي ، ٢٠١١) ، (سعد الدين ، ٢٠١٤) بأن قواعد القيد بالبورصة المصرية والقوانين لم تحدد نمط معين للإفصاح عن المعلومات المستقبلية، مما يعني عدم وجود ضوابط تلزم الشركات بإعداد قوائم تتضمن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتري الباحثة أنه بالرغم من وجود العديد من الإصدارات بشأن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في العديد من الدول، إلا أن مدى الإلتزام بالإفصاح يتوقف على التطورات التكنولوجية وتغير الظروف الاقتصادية، الإجتماعية، والسياسية السائدة في الدولة.

٣/١/٣ تفسير العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية

قدم الأدب المحاسبي العديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين خصائص الشركات بشكل عام مثل (حجم الشركة ، الربحية ، السيولة ، نسبة الرفع المالي ، هيكل الملكية ، والقطاع الذي تعمل فيه الشركات) ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، والعديد من الدراسات التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية بشكل خاص ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، وقد أسفرت الدراسات السابقة جميعها عن نتائج مختلفة في تفسير أهم العوامل التي تؤثر على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، كما أسفرت عن نتائج مختلفة بشأن معنوية العلاقة بين هيكل الملكية المركزة أو المشتتة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (رجب ، ٢٠١٦) ، (Tan , et al , 2015) ، (رميلي، ٢٠١٨) .

وتري الباحثة أن مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعبر عن تحقيق الشركة لأقصى مستوى من الإلتزام بمؤشر الإفصاح القياسي، وأن هناك حاجة إلى مزيد من الدراسات لتفسير العلاقة بين هيكل الملكية بشكل خاص ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، كما تتفق الباحثة مع دراسة (Liu,2015) في أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يجب أن يتضمن مناقشة حول فرص النمو المستقبلية للشركة ، التحديات المستقبلية للشركة ، خطط الشركة في العام المقبل ، خطط الأعمال التي سوف يتم تنفيذها لتحقيق هدف الأرباح (لزيادة حصتها في السوق) ، المشاريع الإستثمارية الجديدة المخطط لها ، تأثير المخاطر السياسية المالية ، ومخاطر الصناعة أو مخاطر السوق .

لذلك سوف تتناول الباحثة في النقطة التالية أثر العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام .

٣/٢ أثر العلاقة بين هيكل الملكية و مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على

معدل النمو المستدام

ويمكن توضيح ذلك من خلال المفاهيم التالية:

١/٢/٣ مفهوم معدل النمو المستدام:

يمكن تعريف تمويل النمو المستدام بأنه عملية تأخذ في الاعتبار التأثيرات الداخلية والخارجية للشركة التي تحدث تغييراً في مستقبل أعمالها التجارية ، كما يتطلب من الشركة إتخاذ موقف وقائي في البحث عن الموارد واستخدامها في تجديد قدرتها التنافسية المستدامة، وأن الإستثمار المستمر في هذه الموارد يسمح بحدوث التفاعل بين أهداف الشركة وأهداف أصحاب المصلحة المستقبلية وهذا يعني وجود نمو مستدام . (العطوي ، ٢٠١٨)

ويعرف النمو المستدام بأنه الحد الأقصى الذي يمكن للشركة من خلاله زيادة الإيرادات دون إستنفاد مواردها المالية، وينظر إليه على أنه ذو قيمة لأنه يجمع بين العمليات التشغيلية كهامش الربح وكفاءة الموجودات مع العمليات التمويلية كهيكل رأس المال ونسبة إحتجاز الأرباح في قياس واحد .
(Abdul.Manaf,et al,2018)

وترى الباحثة أن النمو المستدام هو مستوى التمويل الذي تكون عنده الشركة قادرة على وضع إستراتيجية تمويلية تتلائم مع فرص النمو المستقبلية دون اللجوء لمصادر تمويل خارجية ، ويعني ذلك أن النمو الفعلي للشركة يجب أن يتناسب مع مواردها، وأن النمو الأسرع سوف يؤدي إلى نقص الموارد التنظيمية وقد يسبب الأزمات المالية كما أن بطء النمو سوف يجعل موارد الشركة غير فعالة في الإستخدام. وتتفق الباحثة مع رأي (الشاهد ، ٢٠١٨) في أن الشركات ذات النمو العالي لها فرص إستثمارية عالية، وقد تحتاج إلى الحصول على التمويل الخارجي مما يزيد من الدافع نحو تحسين جودة الأرباح للإستفادة من تكلفة رأس مال أقل .

ويشير (العطوي ، ٢٠١٨) إلى وجود مؤشرات للنمو المستدام وهما :

- نسبة النمو الفعلي وهي تشير إلى النسبة الأعلى لنمو الشركة في السنة وإمكانية الشركة أن تنمو دون تمويل خارجي .
- معدل النمو المستدام وهو يشير إلى النسبة الأعلى للشركة وإمكانية الشركة أن تنمو دون التمويل الخارجي مع الإحتفاظ بنسبة ثابتة من الملكية والدين .

وتشير دراسة (Abdul.Manaf,et al,2018) إلى المفهوم المحاسبي لمعدل النمو المستدام وهو الحد الأقصى لمعدل نمو المبيعات دون أي تمويل لرأس المال الخارجي الإضافي مع الحفاظ على حقوق المساهمين، الدين، والنسبة المستهدفة ، أو هو الحد الأقصى لنسبة الزيادة في المبيعات التي يمكن تحقيقها على أساس نسبة الدين ، ونسبة توزيع الأرباح. كما تناولت دراسة (حسن وجبر، ٢٠١٦) تعريف معدل النمو المستدام بأنه تعظيم معدل النمو الذي يمكن الشركة من البقاء دون إصدار أو نشر أي حقوق مالية إضافية أي أنه يضمن للشركة تمويل النمو من الأرباح دون تعديل نسبة الديون للشركة ، وأن هناك عدة أسباب تدفع الشركة نحو زيادة معدل النمو المستدام الأول : الفرص الإستراتيجية تشير إلى وجود معدلات نمو قوية تتجاوز ما هو مستدام مالياً على المدى القصير يحقق ميزة تنافسية ، ورافعة مالية إقتصادية للمبيعات. الثاني: أسواق رأس المال الديناميكية ، المستثمرون المتفائلون،

الشركات العرضية مع الموارد المضمونة ، وإلغاء قيود التمويل التي تحد تقليدياً من معدلات النمو، وتشير الدراسة أيضاً إلى أن معدلات النمو المرتفعة سوف تشتت موارد الشركة مما يؤدي إلى عوائد مخيبة لآمال المساهمين وبيئة عمل سيئة لخدمة العملاء عندما تزداد موارد الشركة فوق طاقتها .

وهناك عدة عوامل محددة لمعدل النمو المستدام تتمثل في : (Rajesh,2014)

- هامش الربح حيث أن الزيادة في هامش الربح يعزز من قدرة الشركة على توليد الأموال داخلياً وبالتالي زيادة النمو المستدام .
- معدل دوران صافي الأصول حيث أن الزيادة في معدل دوران صافي أصول الشركة يؤدي إلى زيادة المبيعات المتولدة من كل وحدة في الأصول، وهذا يؤدي إلى زيادة معدل النمو المستدام .
- السياسة المالية حيث أن زيادة نسبة الملكية (الدين / حقوق المساهمين) يعزز النفوذ المالي للشركة ويجعل تمويل الديون الإضافية متاح، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو المستدام .
- سياسة توزيع الأرباح حيث أن إنخفاض نسبة صافي الربح بعد الضرائب المدفوعة كأرباح يزيد من نسبة إحتجاز الأرباح منها، مما يؤدي إلى زيادة حقوق المساهمين المولدة داخلياً وبالتالي زيادة معدل النمو المستدام ، ويعتبر معدل النمو المستدام أداة تخطيطية لأنه يؤكد على العلاقة بين العوامل الأربعة .

وتوجد عدة نماذج لقياس معدل النمو المستدام أهمهم وأكثرهم حداثة (Rose model) حيث في ضوء هذا النموذج فإن معدل النمو المستدام SRG يساوي (نسبة إحتجاز الأرباح × العائد علي حقوق الملكية) / (١ - نسبة إحتجاز الأرباح) × العائد على حقوق الملكية . (حسن و جبر ، ٢٠١٦) ، (Rose,2019)

وترى الباحثة أن معدل النمو المستدام هو أقصى معدل نمو يمكن للشركة تحقيقه بما يتناسب مع السياسة المالية للشركة ، حيث يمثل النسبة السنوية في زيادة المبيعات بالإتساق مع السياسة المالية المعروفة (النسبة المستهدفة للدين إلى الأسهم ، نسبة توزيع الأرباح المستهدفة ، هامش الربح المستهدف ، والنسبة المستهدفة للأصول الكلية إلى صافي المبيعات) ، ويمثل أيضاً السقف لنمو المبيعات حيث أن معظم المبيعات يمكن أن تنمو بدون تمويل جديد وبدون إستنفاد للتدفق النقدي، لذلك يجب معالجة مشكلة القدرة على النمو وهي تشير إلى البنية التحتية وإستراتيجية النمو و خطة العمل . ويساعد رصد الحالة الراهنة والتقدم الذي أحرزته الشركة عن طريق رسم خرائط لمعدل النمو المستدام على أن يركز المديرين على التأكد من تخصيص الموارد الناقصة بطريقة فعالة . (العطوي ، ٢٠١٨)

٢/٢/٣ مؤشرات العلاقة بين هيكل الملكية ومعدل النمو المستدام :

- تتراجع ممارسات إدارة الأرباح في ظل نمطية ملكية كبار المساهمين ، حيث لا يستطيع أعضاء مجلس الإدارة فرض سيطرتهم وتحكمهم في الأرباح ، كذلك تتراجع شفافية الأرباح ممثلة في الإفصاح الإختياري، كما أن زيادة الملكية الحكومية يساهم في تحسين جودة المعلومات المالية

- للشركات وأهمها جودة الأرباح بكونها أكثر شفافية وإستمرارية . (محمد ، ٢٠١٨) ،
(Manukaji,2018)
- إن دراسة العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي له أهمية من حيث إتجاه هذه العلاقة وتأثيرها في مصالح ذوي العلاقة في الشركات ، كذلك فإن العلاقة بين هيكل الملكية والأداء المالي تعتبر أساس لفهم فعالية نظام الحوكمة البديلة حيث لا يمكن لعامل واحد تفسير كل جانب من جوانب أداء الشركة ، وبالتالي فإن إستخدام أنواع هياكل الملكية المختلفة يسمح بتقييم أفضل للأداء المالي للشركات . (Phung and Mishra,2016)
 - يخفض وجود كبار الملاك من إحتتمالات الفشل المالي للشركات بشرط ألا يسيطر كبار الملاك بشكل تام على إتخاذ القرارات ، ومن ثم فإن مؤشر ملكية كبار الملاك من أهم المؤشرات التي تصلح للتنبؤ بالفشل المالي . (محروس ، ٢٠١٧)
 - كلما زادت نسبة تركيز الملكية تحاول الفئات المسيطرة من الملاك إستغلال المزايا التي تتمتع بها لتحقيق مصالحها الشخصية على حساب باقي المستثمرين مما يخلق حالة عدم تماثل المعلومات، وذلك يدفع الأطراف المتضررة إلى الإحجام عن أسهم هذه الشركات وإنخفاض حجم التداول . (عوض ، ٢٠١٦)
 - مع زيادة درجة تركيز ملكية كبار المساهمين تتوافر لديهم دوافع قوية لرقابة الإدارة لحماية إستثماراتهم حيث تزداد رغبتهم في تحمل تكاليف الرقابة ، ويؤدي ذلك إلى وجود ضغوط أقل على الإدارة لمقابلة توقعات الأرباح، كما توجد علاقة بين هيكل الملكية وجودة التقارير المالية تختلف ما بين إيجابية وسلبية باختلاف نمط الملكية السائد. (الحناوي ، ٢٠١٨)، (Elayan,et al,2018)
 - مع زيادة درجة تركيز الملكية يكون الملاك أكثر ميلاً لإتخاذ القرارات التي تستهدف تطوير الأداء على المدى الطويل، وبالتالي يكون هناك دافع لتقليل عمليات التخطيط الضريبي. (Chan, et al , 2013)
 - هناك أهمية لتركيز الملكية في زيادة الدور الرقابي لكبار المساهمين وإلزام الإدارة بإجراء توزيعات نقدية والتأثير على مستوى الإحتفاظ بالنقدية طبقاً لفرض الحياد السلبي ، بينما يشير فرض الرقابة الفعالة إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة تركيز الملكية ومستوى الإحتفاظ بالنقدية ، كما إن إرتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي إلى زيادة دوافع المستثمرين الأجانب لتحقيق العوائد المرتفعة من إدارة أصول الشركة، وبالتالي يفضل الإحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية نظراً لإنخفاض العائد المتوقع من النقدية مقارنة بالأصول الأخرى فضلاً عن زيادة قدرة المستثمرين الأجانب على إلزام الإدارة بإتباع السياسات النقدية وإتخاذ القرارات المرتبطة بإنخفاض مستوى الإحتفاظ بالنقدية . (السيد ، ٢٠١٨) ، (Roy,2018) ، (Azinfar and Shiraseb,2016) ، (Hamidullah,et al, 2014)

وترى الباحثة إن هيكل الملكية يرتبط بالمحددات التالية جودة التقارير المالية ، إدارة الأرباح ، شفافية الأرباح ، الأداء المالي ، التخطيط الضريبي ، حجم التداول ، التنبؤ بالفشل المالي ، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية، ونظراً لوجود علاقة بين مفهوم معدل النمو المستدام وهذه المحددات لذلك يمكن اعتبار المؤشرات السابقة تمثل دليلاً نظرياً على وجود علاقة بين هيكل الملكية ومعدل النمو المستدام .

٣/٢/٣ مؤشرات العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومعدل النمو المستدام :

- يوفر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بيئة معلومات غنية تتسم بالقدرة التنبؤية ، ودقة الأرقام المحاسبية ، وتحسين القدرة على إتخاذ القرارات وتؤدي كل هذه الخصائص إلى تقليل مخاطر التقديرات ، مما ينعكس على كفاءة سوق رأس المال . (Bravo,2016)
 - يؤدي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إلى زيادة السيولة ، تخفيض تكلفة التمويل الخارجي الناتجة عن الإختيار العكسي (السلبي) ، زيادة كفاءة تخصيص الموارد ، تحسين دقة توقعات المحللين الماليين ، كما أنه يمثل أحد محددات جودة التقارير المالية مما يعزز من الدور الإشرافي لحملة الأسهم على أداء المديرين ، و تحسين سمعة الشركة مما ينعكس على كفاءة القرارات الإستثمارية . (محمد ، ٢٠١٦) ، (Tan,et al,2015) ، (الحسانين ، ٢٠١٩) ، (Mahboub,2019)
 - تركز المعلومات المستقبلية علي إتجاه التطوير المستقبلي للشركات ، وتكون أكثر ملائمة لقرار الإستثمار . (Demerjian,et al,2019)
 - تعد المعلومات المستقبلية من أهم أنواع المعلومات التي تتضمنها تقارير الرقابة المالية والتشغيلية ، حيث يعتمد عليها المستثمرون في تقييم الأداء السابق والحالي للمنشأة والتنبؤ بأدائها المستقبلي، مما يؤدي إلى خفض مشكلة عدم تماثل المعلومات حيث أن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين قد يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال . (علي ، ٢٠١٨) ، (Evans,2016)
- وترى الباحثة إن مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يرتبط بالمحددات التالية (ظاهرة عدم تماثل المعلومات ، سيولة الأسهم ، مخاطر التقديرات ، تكلفة التمويل الخارجي ، جودة التقارير المالية ، توقعات المحللين الماليين ، وإتجاه التطوير المستقبلي) ، ونظراً لوجود علاقة بين مفهوم معدل النمو المستدام وهذه المحددات ، لذلك يمكن اعتبار المؤشرات السابقة تمثل دليلاً نظرياً على وجود علاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومعدل النمو المستدام .

٤- تصميم الدراسة التطبيقية وإختبار فروض البحث وتحليل النتائج

تهدف الدراسة التطبيقية إلى تحليل إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام ، ولتحقيق هدف الدراسة سوف تتناول الباحثة في هذا الجزء ما يلي :

١/٤ تصميم الدراسة التطبيقية

يمكن تصميم الدراسة التطبيقية من خلال توضيح النقاط التالية :

١/١/٤ مجتمع وعينة الدراسة: يتكون مجتمع الدراسة من شركات الإستثمار العقاري المقيدة

في قطاع العقارات بالبورصة المصرية . وقد تم تحديد عينة الدراسة وفقاً للمعايير التالية :

- أن تكون الشركات المختارة من الشركات النشطة بالبورصة خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٦ حتى عام ٢٠١٨ .
- أن تتوفر التقارير المالية السنوية والبيانات المطلوبة خلال ثلاثة سنوات متتالية خلال الفترة من ٢٠١٦ حتى ٢٠١٨ .
- تستبعد الشركات التي تعد قوائمها المالية بالعملة الأجنبية .
- تستبعد الشركات ذات أنماط الملكية الإدارية أو ملكية المؤسسات أو الملكية العائلية .
- تستبعد الشركات المملوكة للدولة حيث تتجاوز فيها ملكية الدولة نسبة ٥٠% فأكثر من رأس المال .

وفي ضوء ماسبق تم إستبعاد ٥ شركات من إجمالي ٢٨ شركة مقيدة في قطاع العقارات بالبورصة المصرية ليصبح عدد شركات العينة ٢٣ شركة .

٢/١/٤ مصادر الحصول على البيانات: إعتمدت الباحثة في جمع البيانات الخاصة بالدراسة

التطبيقية على القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة والإيضاحات المتممة لشركات القطاع مجال التطبيق المنشورة على الموقع الإلكتروني موقع (www.mubasher.info)، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com) وذلك للحصول على البيانات المحاسبية والمالية لهذه الشركات.

٣/١/٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات: تم الإعتماد على بعض

الأساليب الإحصائية في معالجة البيانات لأغراض إختبار فروض الدراسة وتمثل تلك الأساليب في :

- التحليل الإحصائي الوصفي Descriptive Statistics : يستخدم للحصول على معلومات عن خصائص البيانات الداخلة في التحليل .
- إختبار Jarque-Bera: للتحقق من مدى إقتراب بيانات الدراسة التطبيقية من توزيعها الطبيعي Normal Distribution .
- إختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation Test : ويهدف إلى فحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي في نماذج الدراسة، وتم إجراء إختبار (Durbin Watson Test) .
- قياس إستقرار السلاسل الزمنية : تم إستخدام إختبار جذر الوحدة Unit Root Test لفحص إستقرار أو سكون المتغيرات المكونة للسلاسل الزمنية وتحديد درجة التكامل، وذلك حتى لانحصل على نماذج إنحدار زائفة ولتفادي مشاكل الإستدلال القياسي .

٤/١/٤/٤ بناء نماذج الدراسة التطبيقية

إستناداً إلى أهداف وفروض البحث يمكن توصيف وقياس متغيرات الدراسة وتحديد نماذج الدراسة كما يلي :

٤/١/٤/٤ توصيف وقياس متغيرات الدراسة :

يمكن تحديد متغيرات الدراسة وتوصيفها وقياسها كما يلي :

٤/١/٤/٤/٤ قياس المتغيرات التابعة : تتمثل المتغيرات التابعة فيما يلي :

- مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية : y

إعتمدت الباحثة في قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على مؤشر مقترح (Disclosure Index) (ملحق رقم ١)، وتوصلت الباحثة إلى هذا المؤشر من خلال إصدارات عدد من الهيئات مثل لجنة (AICPA,1994)، ولجنة التقرير المتكامل (IRC, 2011)، والإصدار الرابع لمبادرة التقرير العالمي G4 (2013, GRI)، وكذلك من تحليل نتائج العديد من الدراسات السابقة أهمها دراستي (مليجي، ٢٠١٩)، (Eisenschmidt and Schmidt,2013)، وأيضاً من خلال قيام الباحثة بفحص التقارير والقوائم المالية السنوية لشركات الإستثمار العقاري المقيدة بالبورصة المصرية لإختيار بنود المؤشر الذي يتلائم مع طبيعة البيئة المصرية وشركات الإستثمار العقاري .

وبتم حساب مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية من خلال المعادلة التالية:

عدد البنود المفصوح عنها بواسطة الشركة

الحد الأقصى للبنود المتوقع الإفصاح عنها طبقاً لمؤشر الإفصاح

- معدل النمو المستدام : SGR ويحسب بالمعادلة التالية: طبقاً لنموذج Rose

$$SGR = \frac{B \times RoE}{1 - (B \times RoE)}$$

حيث B ← نسبة الإحتجاز وهي نسبة من صافي الربح

حيث RoE ← العائد على حقوق الملكية وهي = $\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$

أو تساوى نسبة الإستبقاء (الباقي بعد إستبعاد نسبة توزيع الأرباح) × العائد على حقوق المساهمين (الملكية)

٤/١/٤/٤/٤ قياس المتغير المستقل :

يوجد متغير مستقل رئيسي هيكل الملكية (own.st)

وعدة متغيرات مستقلة فرعية:

- ملكية كبار المساهمين (indv.ow)

- الملكية الحكومية (Gov.ow)

- الملكية الأجنبية (For.ow) ويمكن قياسها كما يلي:

- ملكية كبار المساهمين (indv.ow)

$$= \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة من قبل كبار المساهمين}}{\text{إجمالي عدد الأسهم الكلية للشركة}}$$

- الملكية الحكومية (Gov.ow)

$$= \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة من قبل الجهات الحكومية}}{\text{إجمالي عدد الأسهم الكلية للشركة}}$$

- الملكية الأجنبية (For.ow)

$$= \frac{\text{عدد الأسهم المملوكة من قبل الأجانب}}{\text{إجمالي عدد الأسهم الكلية للشركة}}$$

ومن المتوقع عليه أن المحدد لقياس تركيز الملكية في الثلاثة أنماط السابقة هو أن تتجاوز النسبة ٥% من الأسهم العادية المصدرة للشركة.

٣/١/٤/١/٤ قياس المتغيرات الحاكمة:

أ- Size حجم الشركة

طريقة القياس: إجمالي قيمة الأصول في نهاية العام

ب- Lev مستوى الرافعة المالية

طريقة القياس: القيمة الدفترية للديون (إجمالي الإلتزامات) ÷ إجمالي قيمة الأصول في

نهاية العام

ج- RoA العائد على الأصول (الربحية)

طريقة القياس: صافي الربح المحاسبي ÷ إجمالي قيمة الأصول في نهاية العام.

د- Liq السيولة:

طريقة القياس: الأصول المتداولة ÷ الإلتزامات المتداولة

هـ - Sales Growth معدل نمو المبيعات:

(إيراد المبيعات في نهاية العام - إيراد المبيعات في أول العام)

طريقة القياس: $\frac{\text{إيراد المبيعات في نهاية العام - إيراد المبيعات في أول العام}}{\text{إيراد المبيعات في أول العام}}$

ويمكن توضيح طريقة قياس هذه المتغيرات من خلال الجدول التالي :

جدول (١) طريقة قياس متغيرات الدراسة

الرمز	إسم المتغير	طريقة القياس
Y	مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية	$\frac{\text{عدد البنود المفصح عنها بواسطة الشركة}}{\text{الحد الأقصى للبنود المتوقع الإفصاح عنها طبقاً لمؤشر الإفصاح}}$
SGR	معدل النمو المستدام بإستخدام نموذج Rose	$\frac{B \times RoE}{1 - (B \times RoE)}$
(indv.ow)	ملكية كبار المساهمين	$\frac{\text{عدد الأسهم المملوكة من قبل كبار المساهمين}}{\text{إجمالي عدد الأسهم الكلية للشركة}} =$
(Gov.ow)	الملكية الحكومية	$\frac{\text{عدد الأسهم المملوكة من قبل الجهات الحكومية}}{\text{إجمالي عدد الأسهم الكلية للشركة}} =$
(For.ow)	الملكية الأجنبية	$\frac{\text{عدد الأسهم المملوكة من قبل الأجانب}}{\text{إجمالي عدد الأسهم الكلية للشركة}} =$
Size	حجم الشركة	إجمالي قيمة الأصول في نهاية العام
Lev	مستوى الرافعة المالية	القيمة الدفترية للديون (إجمالي الإلتزامات) ÷ إجمالي قيمة الأصول في نهاية العام
RoA	العائد على الأصول (الربحية)	صافي الربح المحاسبي ÷ إجمالي قيمة الأصول في نهاية العام.
Liq	السيولة	الأصول المتداولة ÷ الإلتزامات المتداولة
Sales Growth	معدل نمو المبيعات	$\frac{\text{إيراد المبيعات في نهاية العام} - \text{إيراد المبيعات في أول العام}}{\text{إيراد المبيعات في أول العام}}$

٢/٤/١/٤ نماذج إختبار فروض الدراسة

قامت الباحثة بتوصيف النماذج التالية لإختبار العلاقة بين متغيرات الدراسة في البيئة المصرية ، وذلك في ضوء فروض البحث على النحو التالي :

النموذج الأول لإختبار الفرض الرئيسي الأول:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{own.st}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الثاني لإختبار الفرض الفرعي الأول:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{indv.ow}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الثالث لإختبار الفرض الفرعي الثاني:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Gov.ow}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الرابع لإختبار الفرض الفرعي الثالث:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{For.ow}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الخامس لإختبار الفرض الرئيسي الثاني:

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{own.s}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج السادس لإختبار الفرض الفرعي الأول:

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{indv.ow}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج السابع لإختبار الفرض الفرعي الثاني:

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Gov.ow}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الثامن لإختبار الفرض الفرعي الثالث:

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{For.ow}_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج التاسع لإختبار الفرض الرئيسي الثالث :

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 y_{it} + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج العاشر لإختبار الفرض الرئيسي الرابع :

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{own.st}_{it} * y_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الحادي عشر لإختبار الفرض الفرعي الأول :

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Indv.ow}_{it} * y_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الثاني عشر لإختبار الفرض الفرعي الثاني :

$$(\text{SGR})_{it} = \beta_0 + \beta_1 (\text{Gov.ow}_{it} * y_{it}) + \beta_2 (\text{size}_{it}) + \beta_3 (\text{Lev}_{it}) + \beta_4 (\text{RoA}_{it}) + \beta_5 (\text{Liq}_{it}) + \beta_6 (\text{Sales Growth}_{it}) + E_{it}$$

النموذج الثالث عشر لإختبار الفرض الفرعي الثالث :

$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (For.ow_{it} * y_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

حيث أن :

<p>Lev_{it} ← مستوى الرافعة المالية</p> <p>RoA_{it} ← العائد على الأصول (الربحية)</p> <p>own.st_{it} ← هيكل الملكية</p> <p>size_{it} ← حجم الشركة</p> <p>Liq_{it} ← السيولة</p> <p>(Sales Growth_{it}) ← معدل نمو المبيعات</p> <p>العلاقة التفاعلية بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية : own.st_{it} * y_{it}</p>	<p>(y)_{it} ← مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية</p> <p>(SGR)_{it} ← معدل النمو المستدام</p> <p>For.ow_{it} ← الملكية الأجنبية</p> <p>indv.ow_{it} ← ملكية كبار المساهمين</p> <p>Gov.ow_{it} ← الملكية الحكومية</p> <p>β₀ ← قيمة الثابت في معادلة الانحدار</p> <p>معاملات الانحدار للمتغيرات الحاكمة : β₂ - β₆</p> <p>E_{it} ← بند الخطأ العشوائي</p>
--	---

٢/٤ إختبارات الفروض وتحليل النتائج

تقوم الباحثة باستخدام أسلوب البيانات الإطارية Panel Data Analysis وذلك لدراسة عدة نماذج لسلاسل زمنية في أكثر من شركة أو أكثر من قطاع ، يتم تقدير نماذج البيانات الإطارية بإحدى طريقتين وهما نماذج البيانات الإطارية ذات التأثيرات الثابتة Fixed Effects model ونماذج التأثيرات العشوائية Random Effects model، حيث يفترض نموذج التأثير الثابت (Fixed effect) بأن الاختلاف بين وحدات القطاع المستعرض يمكن معرفتها من خلال الاختلاف في قيم الحد الثابت فقط α_i ، بينما يفترض النموذج ذات التأثير العشوائي Random Effect أن الاختلاف بين وحدات القطاع يتم التعبير عن تلك الاختلافات داخل حد الخطأ العشوائي (Error term)، مما يجعل حد الخطأ العشوائي في هذه النماذج يختلف عنها في النماذج ذات التأثير الثابت، بالإضافة لإفترض حد ثابت واحد لجميع القطاعات (α) وإن من أحد شروط تقدير النماذج ذات التأثير العشوائي Random Effect أن تكون عدد القطاعات (n) أكبر من عدد المعالم التي يتم تقديرها في النموذج. وسوف تقوم الباحثة بدراسة تحليل البيانات الإطارية للشركات محل الدراسة باستخدام نموذج التأثير الثابت Panel Data Fixed Effects model، وذلك لأن البحث لا يهدف إلى دراسة الفروق بين الشركات محل الدراسة.

١/٢/٤ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

فيما يلي عرض لنتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة (التابعة والمستقلة)
الجدول التالي يوضح الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

جدول (٢)
الإحصاء الوصفي

SG	LIQ	ROE	LEV	SIZE	FO_O	GO_O	IN_O	SGR	Y	
0.351857	8.031623	0.069749	0.531687	8.58E+09	0.084394	0.046212	0.425606	-0.63021	0.551515	الوسط الحسابي
0.061788	2.115503	0.037742	0.528298	9.31E+08	0	0	0.41	0.066063	0.5	الوسيط
1.354032	15.05263	0.118147	0.681156	1.79E+10	0.119976	0.1009	0.25603	5.763615	0.160041	الإنحراف المعياري
2.779178	2.295443	4.713273	6.299831	3.139684	1.929301	2.219221	0.121995	-7.87149	0.482881	معامل الالتواء

يتضح من الجدول للباحثة أن البيانات التي تتعلق بكل من مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ملكية كبار المساهمين ، الملكية الحكومية ، الملكية الأجنبية ، حجم الشركة ، الرافعة المالية ، السيولة ، و معدل نمو المبيعات جميعها لها إلتواء موجب بينما معدل النمو المستدام له إلتواء سالب وهو ما يؤكد تنوع بيانات العينة بشكل متناسق .

٢/٢/٤ إختبار سكون المتغيرات محل الدراسة (Unit Root Test):

تهدف الطرق المختلفة لتقدير النماذج القياسية محل الدراسة الوصول إلى نتائج دقيقة ، وحتى لا يكون هناك مشكلة الإنحدار الزائف Spurious Regression فإن الباحثة يجب أن تتحقق من سكون متغيرات البحث لكل سلسلة من السلاسل الزمنية التي يتم الإعتماد عليها في التحليل وذلك على النحو التالي:

الجدول التالي يوضح نتائج إختبار (Im Peasran and Shin (IPS) للنموذج الأول بإستخدام البيانات الإطارية لكل متغير على النحو التالي:

جدول (٣)

نتائج إختبارات جذر الوحدة لنماذج البيانات الإطارية لمتغيرات البحث

اسم المتغير	الفروق	قيمة مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$
Y	Δ_0	0.0	ساكن عند المستوى
SGR	Δ_0	0.004	ساكن عند المستوى
IN_O	Δ_1	0.002	ساكن عند الفروق الأولى
GO_O	Δ_0	0.01	ساكن عند المستوى
FO_O	Δ_0	0.009	ساكن عند المستوى
SIZE	Δ_1	0.0	ساكن عند الفروق الأولى
LEV	Δ_1	0.007	ساكن عند الفروق الأولى
ROE	Δ_0	0.004	ساكن عند المستوى
LIQ	Δ_0	0.042	ساكن عند المستوى
SG	Δ_0	0.018	ساكن عند المستوى

حيث Δ أو (D) تمثل الفروق اللازمة لتسكين المتغيرات المختلفة.

من جدول (٣) يتضح للباحثة سكون معظم متغيرات الدارسة عند المستوى والفروق الأولى (Δ_1).

٣/٢/٤ إختبارات الفروض الإحصائية

يقوم هذا البحث على أربعة فرضيات رئيسية لكل منها نموذج إحصائي تعتمد عليه الباحثة في إجراء إختبار الفرض في الجزء التالي:

ويلاحظ أنه تم إستبعاد المتغيرات غير الدالة إحصائياً ، وقد جاء ذلك لوجود علاقة إرتباط معنوية بينها وبين المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية بالإضافة لعدم قبول النموذج إلا بعد إستبعاد تلك المتغيرات حتى يحقق النموذج جودة التقدير ، ومن ثم يمكن الإعتماد على النتائج بصورة إجمالية .
الفرض الرئيسي الأول :

ينص الفرض الرئيسي الأول على أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية"
ويشتق منه الفروض الفرعية التالية:

الفرض الفرعي الأول

ينص على أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية"
النموذج الخاص بإختبار الفرض الفرعي الأول:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (indv.ow_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales\ Growth_{it}) + E_{it}$$

تم إستخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (٤)

مقدرات الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الأول

المتغير المستقل	معامل الإنحدار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديبرين واتسون DW
IN_O	0.110726	1.939308	0.0469	معنوي	47.4%	1.7225
SIZE	4.70E-12	5.501193	0.0000	معنوي		
LEV	0.045173	2.078606	0.0417	معنوي		
LIQ	-0.001827	-1.935676	0.0473	معنوي		
الحد الثابت	0.459969	14.90411	0.0000	معنوي		

المتغير التابع: y_{it}

من جدول (٤) يتضح ما يلي:

- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بالمتغيرات التي تعبر عن ملكية كبار المساهمين IN_O ، حجم الشركة SIZE، الرافعة الماليةLEV، السيولة LIQ والحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية y .
- كانت إشارة معامل الإنحدار الخاص بالمتغيرات التي تعبر عن ملكية كبار المساهمين IN_O ، حجم الشركة SIZE، الرافعة الماليةLEV إشارة موجبة ، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في الشركات محل الدراسة.

٣- كانت إشارة السيولة LIQ إشارة سالبة ، وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين السيولة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في الشركات محل الدراسة.

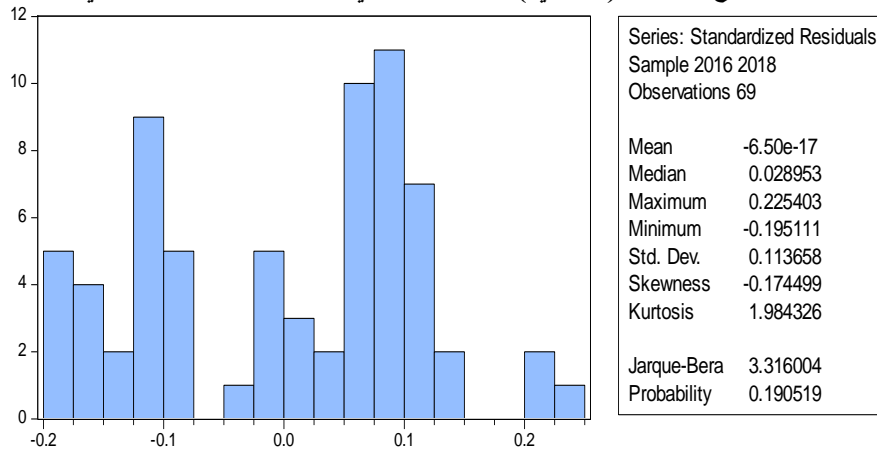
٤- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=47.4$ ، وهذا يعني أن تلك المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية مسؤولة عن تفسير ما نسبته 47.4% من التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في شركات الإستثمار العقاري.

٥- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.7225$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة ارتباط الأخطاء Autocorrelation ، وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.

٦- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (١)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الأول



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء ، والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن لها

التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الأول.

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت

على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن

المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية"

الفرض الفرعي الثاني

ينص على أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح

عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية"

النموذج الإحصائي الخاص بالفرض الفرعي الثاني:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Gov.ow_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data للفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (٥)
مقدرات الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول

المتغير المستقل	معامل الإندثار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديرين واتسون DW
GO_O	1.058018	2.747686	0.0078	معنوي	44.8%	1.6788
SIZE	1.25E-11	5.805219	0.0000	معنوي		
LEV	0.290294	5.634871	0.0000	معنوي		
LIQ	0.008698	3.821072	0.0003	معنوي		

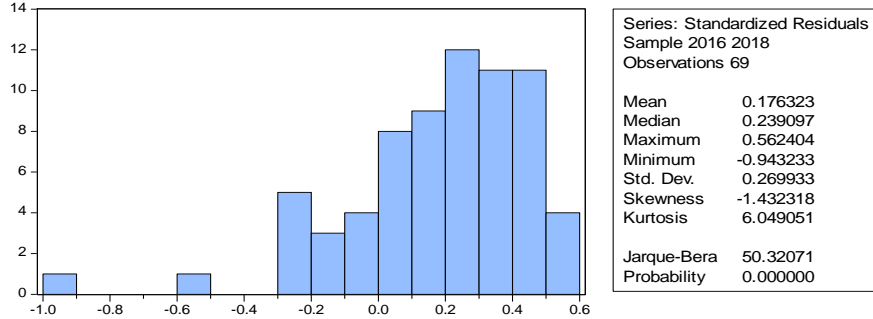
المتغير التابع: y_{it}

من جدول (٥) يتضح ما يلي:

- ١- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بالمتغيرات التي تعبر عن الملكية الحكومية GO_O ، حجم الشركة SIZE، الرافعة المالية LEV، السيولة LIQ أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية y .
- ٢- كانت إشارة معامل الإندثار الخاص بالمتغيرات التي تعبر عن الملكية الحكومية GO_O ، حجم الشركة SIZE، الرافعة المالية LEV، السيولة LIQ إشارة موجبة ، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في الشركات محل الدراسة.
- ٣- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=44.8$ ، وهذا يعني أن تلك المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية مسؤولة عن تفسير ما نسبته 44.8% من التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في شركات الإستثمار العقاري.
- ٤- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.6788$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة ارتباط الأخطاء Autocorrelation وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٥- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (٢)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الأول، ولعلاج هذه المشكلة يمكن الرجوع إلى نظرية النهاية المركزية .

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية"

الفرض الفرعي الثالث

ينص على أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية"
النموذج الإحصائي الخاص بالفرض الفرعي الثالث :

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 (For.ow_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data للفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (٦)

مقدرات الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول

المتغير المستقل	معامل الإندثار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديرين واتسون DW
FO_O	-0.259218	-2.183406	0.0327	معنوي	48.2%	1.7863
SIZE	5.21E-12	6.379581	0.0000	معنوي		
LEV	0.048273	2.224903	0.0296	معنوي		
LIQ	-0.001490	-1.598019	0.1150	معنوي		
C	0.518656	22.15636	0.0000	معنوي		

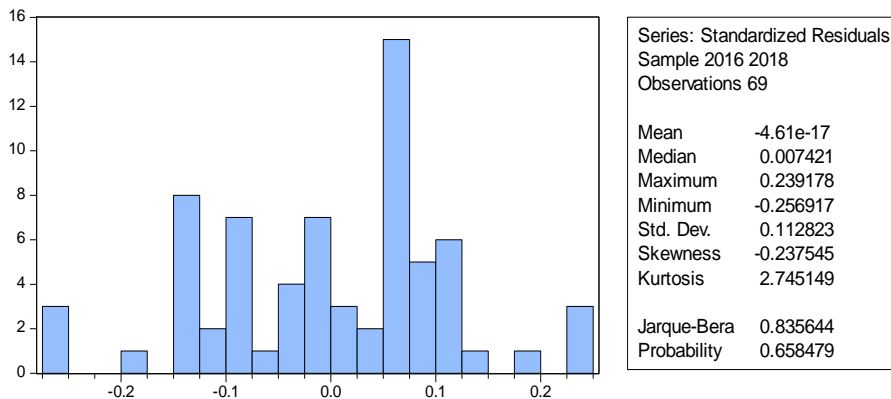
المتغير التابع: y_{it}

من جدول (٦) يتضح ما يلي:

- ١- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بالمتغيرات التي تعبر عن الملكية الأجنبية FO_O ، حجم الشركة SIZE، الرافعة المالية LEV ، السيولة LIQ والحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية y .
- ٢- كانت إشارة معامل الإنحدار الخاص بالمتغيرات التي تعبر عن حجم الشركة SIZE، الرافعة المالية LEV إشارة موجبة ، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين تلك المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في الشركات محل الدراسة.
- ٣- كانت إشارة الملكية الأجنبية FO_O ، السيولة LIQ إشارة سالبة ، وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين هذه المتغيرات ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في الشركات محل الدراسة.
- ٤- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=48.2$ ، وهذا يعني أن تلك المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية مسؤولة عن تفسير ما نسبته % 48.2 من التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية في شركات الإستثمار العقاري.
- ٥- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.7863$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4- Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة إرتباط الأخطاء Autocorrelation وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٦- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (٣)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الأول.

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية"
الفرض الرئيسي الثاني:

ينص الفرض الرئيسي الثاني من هذا البحث على أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية ومعدل النمو المستدام"
ويشتق منه الفروض الفرعية التالية:
الفرض الفرعي الأول
ينص على أنه "لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومعدل النمو المستدام"

النموذج الخاص باختبار الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني:
$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (indv.ow_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales\ Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (٧)

مقدرات الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني

المتغير المستقل	معامل الانحدار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديربن واتسون DW
IN_O	0.283696	1.999159	0.0492	معنوي	37.2%	1.835
LEV	-0.330298	-1.989403	0.0498	معنوي		
ROA	12.19809	4.971255	0.0000	معنوي		
C	-2.435262	-7.847174	0.0000	معنوي		

المتغير التابع: SGR_{it}

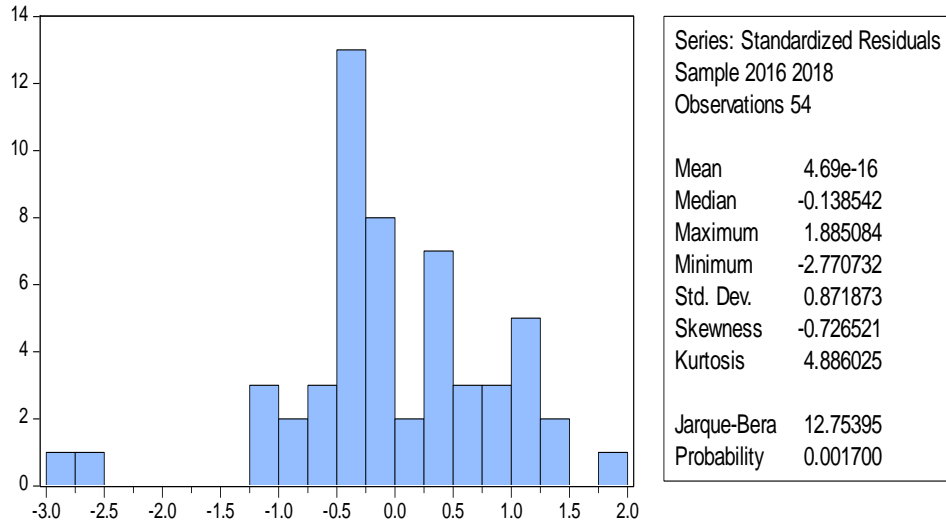
من جدول (٧) يتضح ما يلي :

- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بكل من ملكية كبار المساهمين IN_O ، الرافعة المالية LEV ، العائد على الأصول ROA ، والحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة ومعدل النمو المستدام SGR.
- كانت إشارة المتغيرات المستقلة التي تعبر عن كل من ملكية كبار المساهمين IN_O ، والعائد على الأصول ROA إشارة موجبة ، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين ملكية كبار المساهمين IN_O ، والعائد على الأصول ROA ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.

- ٣- كانت إشارة الرافعة المالية LEV إشارة سالبة ، وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- ٤- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=37.2\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية مسؤولة عن تفسير ما نسبته 37.2% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام SGR في شركات الإستثمار العقاري.
- ٥- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.835$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة إرتباط الأخطاء Autocorrelation وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٦- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (٤)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الثاني. مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في الصورة البديلة التي نصت على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومعدل النمو المستدام" الفرض الفرعي الثاني ينص على أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الحكومية ومعدل النمو المستدام "

النموذج الخاص باختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني:

$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Gov.ow_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (٨)

مقدرات الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني

المتغير المستقل	معامل الإتحاد	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديرين واتسون DW
GO_O	0.724337	2.471413	0.0472	معنوي	38.8%	1.7558
LEV	-0.328055	-2.013805	0.0455	معنوي		
ROA	11.37585	4.810070	0.0000	معنوي		
LIQ	-0.020544	-2.193865	0.0327	معنوي		
C	-2.986718	-10.76591	0.0000	معنوي		

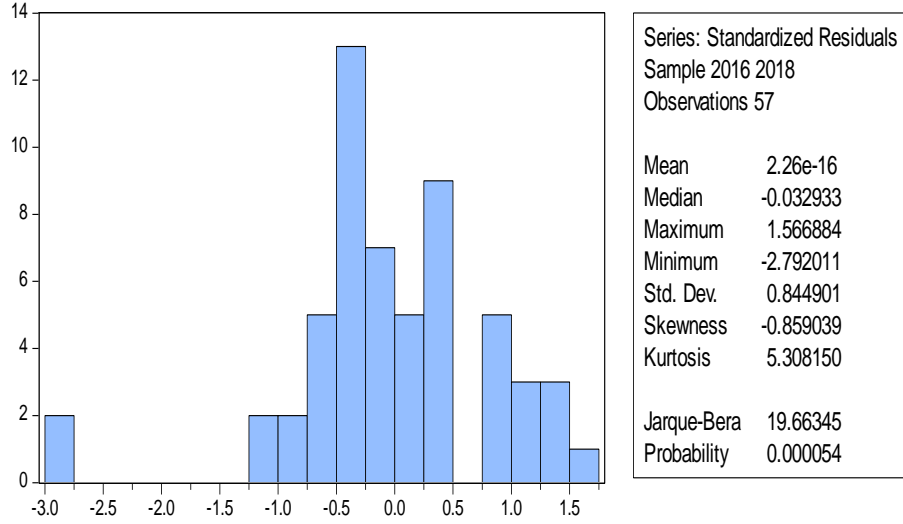
المتغير التابع: SGR_{it}

من جدول (٨) يتضح ما يلي:

- ١- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بكل من الملكية الحكومية GO_O، الرافعة المالية LEV، العائد على الأصول ROA و السيولة LIQ والحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة ومعدل النمو المستدام SGR.
- ٢- كانت إشارة المتغيرات المستقلة التي تعبر عن كل من الملكية الحكومية GO_O والعائد على الأصول ROA إشارة موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين الملكية الحكومية GO_O والعائد على الأصول ROA ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- ٣- كانت إشارة كل من الرافعة المالية LEV والسيولة LIQ إشارة سالبة، وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية LEV والسيولة LIQ ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- ٤- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=38.8$ ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في العائد على الأصول ROA مسئولة عن تفسير ما نسبته 38.8% من التغيرات التي تحدث في المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية ومعدل النمو المستدام SGR في شركات الإستثمار العقاري.
- ٥- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.9723$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين (Du, 4- Du)، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة إرتباط الأخطاء Autocorrelation، وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٦- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض:

شكل رقم (٥)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الثاني.

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في صورته البديلة التي نصت على أنه " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الحكومية ومعدل النمو المستدام "

الفرض الفرعي الثالث

ينص على أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومعدل النمو المستدام "

النموذج الخاص باختبار الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني:

$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (For.ow_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (٩)

مقدرات الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني

المتغير المستقل	معامل الإنحدار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديربين واتسون DW
FO_O	-1.611984	-2.092723	0.0414	معنوي	34.7%	1.683
ROA	9.557413	4.329613	0.0001	معنوي		
LIQ	-0.019192	-2.017007	0.0488	معنوي		
C	-2.653048	-12.28850	0.0000	معنوي		

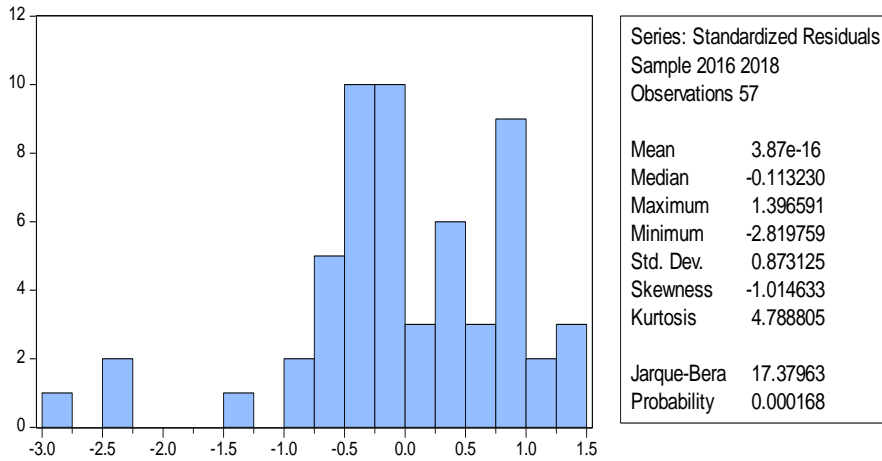
المتغير التابع: SGR_{it}

من جدول (٩) يتضح ما يلي:

- ١- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بكل من الملكية الأجنبية FO_O، العائد على الأصول ROA والسيولة LIQ والحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة ومعدل النمو المستدام SGR.
- ٢- كانت إشارة المتغير المستقل التي يعبر عن العائد على الأصول ROA إشارة موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول ROA ومعدل النمو المستدام SGR.
- ٣- كانت إشارة كل من الملكية الأجنبية FO_O، و السيولة LIQ إشارة سالبة ، وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- ٤- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=34.7$ وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في الملكية الأجنبية FO_O، العائد على الأصول ROA، و السيولة LIQ مسؤولة عن تفسير ما نسبته 34.7% من التغيرات التي تحدث في المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية ومعدل النمو المستدام SGR في شركات الإستثمار العقاري.
- ٥- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.683$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة إرتباط الأخطاء Autocorrelation ، وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٦- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (٦)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الثاني.

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في صورته البديلة التي نصت على أنه " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومعدل النمو المستدام"

الفرض الرئيسي الثالث :

ينص الفرض الرئيسي الثالث على أنه " لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية ومعدل النمو المستدام "

النموذج الخاص باختبار الفرض الرئيسي الثالث:

$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 Y_{it} + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (ROA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales\ Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (١٠)

مقدرات الفرض الرئيسي الثالث

المتغير المستقل	معامل الانحدار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديربن واتسون DW
LOG(Y)	0.778487	2.178151	0.0493	معنوي	27.4%	1.713
ROA	10.22157	4.444684	0.0000	معنوي		
C	-2.883053	-8.407484	0.0000	معنوي		

المتغير التابع: SGR_{it}

من جدول (١٠) يتضح ما يلي:

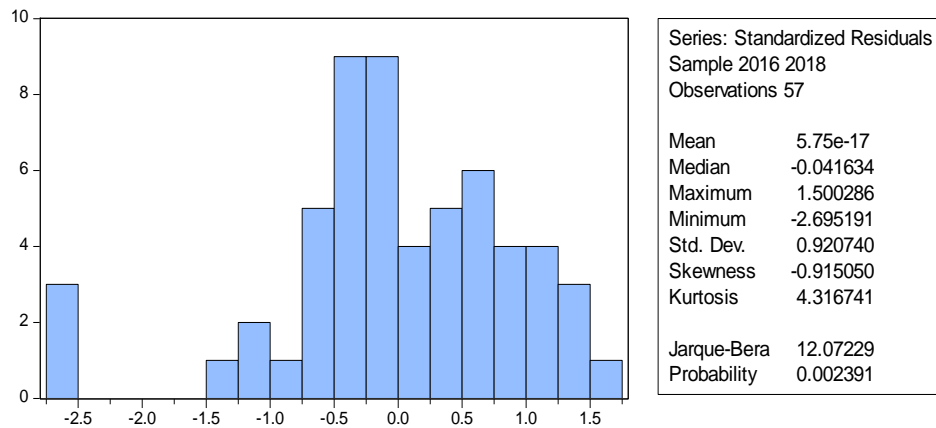
١- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بكل من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية Y و العائد على الأصول ROA والحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة ومعدل النمو المستدام SGR.

٢- كانت إشارة المتغيرات المستقلة التي تعبر عن كل من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية Y، و العائد على الأصول ROA إشارة موجبة ، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية Y، العائد على الأصول ROA، ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.

٣- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=27.4$ ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية Y و العائد على الأصول ROA مسئولة عن تفسير ما نسبته 27.4% من التغيرات التي تحدث في المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية ومعدل النمو المستدام SGR في شركات الإستثمار العقاري.

- ٤- كانت إحصائية قيمة ديبرين واتسون المحسوبة $DW=1.713$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة ارتباط الأخطاء Autocorrelation ، وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٥- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :
- شكل رقم (٧)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الرئيسي الثالث



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الرئيسي الثالث.

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في صورته البديلة التي نصت على أنه "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية ومعدل النمو المستدام"

الفرض الرئيسي الرابع :

ينص الفرض الرئيسي الرابع على أنه "لا تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام"

ويشتق منه الفروض الفرعية التالية:

الفرض الفرعي الأول

ينص على أنه "لا تؤثر العلاقة بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام"

النموذج الخاص بإختبار الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع

$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Indv.ow_{it} * y_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

تم إستخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (١١)

مقدرات الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع

المتغير المستقل	معامل الإندثار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديرين واتسون DW
LOG(IN_O*Y)	0.283696	1.999159	0.0492	معنوي	37.2%	1.835
LEV	-0.330298	-1.989403	0.0498	معنوي		
ROA	12.19809	4.971255	0.0000	معنوي		
C	-2.435262	-7.847174	0.0000	معنوي		

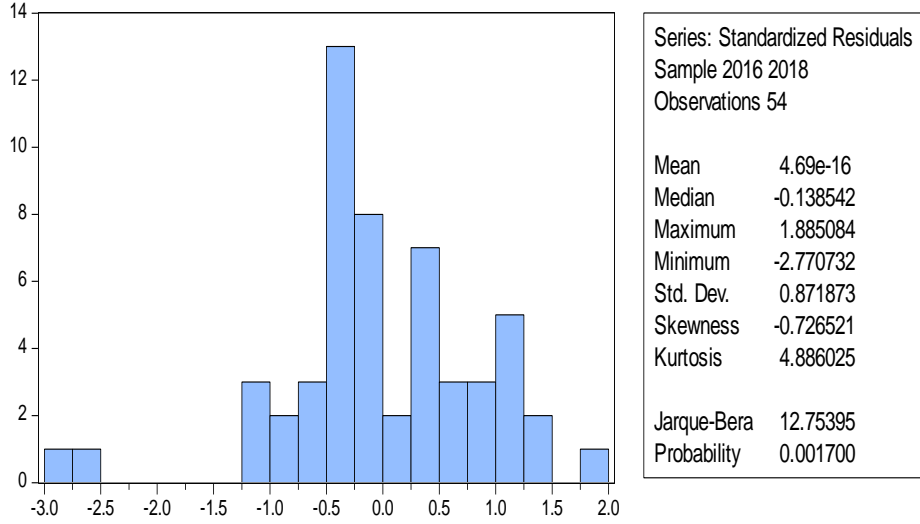
المتغير التابع: SGR_{it}

من جدول (١٠) يتضح ما يلي:

- ١- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بكل من العلاقة بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية IN_O*Y ، الرافعة المالية LEV ، العائد على الأصول ROA والحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة ومعدل النمو المستدام SGR.
- ٢- كانت إشارة المتغيرات المستقلة التي تعبر عن كل من العلاقة بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية IN_O*Y و العائد على الأصول ROA إشارة موجبة ، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية IN_O*Y و العائد على الأصول ROA ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- ٣- كانت إشارة الرافعة المالية LEV إشارة سالبة ، وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- ٤- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=37.2\%$ وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في العلاقة بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية IN_O*Y ، الرافعة المالية LEV ، العائد على الأصول ROA مسئولة عن تفسير ما نسبته 37.2% من التغيرات التي تحدث في المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية ومعدل النمو المستدام SGR في شركات الإستثمار العقاري.
- ٥- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.835$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة ارتباط الأخطاء Autocorrelation ، وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٦- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (٨)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الأول من الفرض الرئيسي الرابع.

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في صورته البديلة التي نصت على أنه "تؤثر العلاقة بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام"

الفرض الفرعي الثاني

ينص على أن "لا تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام"

النموذج الخاص بإختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع:

$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (Gov.ow_{it} * y_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (١٢)

مقدرات الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع

المتغير المستقل	معامل الإندثار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديرين واتسون DW
GO_O*Y	6.466095	2.635647	0.0111	معنوي	40.3%	1.7513
ROA	6.937371	2.928598	0.0051	معنوي		
SG	0.193889	2.212642	0.0314	معنوي		
C	-2.958793	-16.51399	0.0000	معنوي		

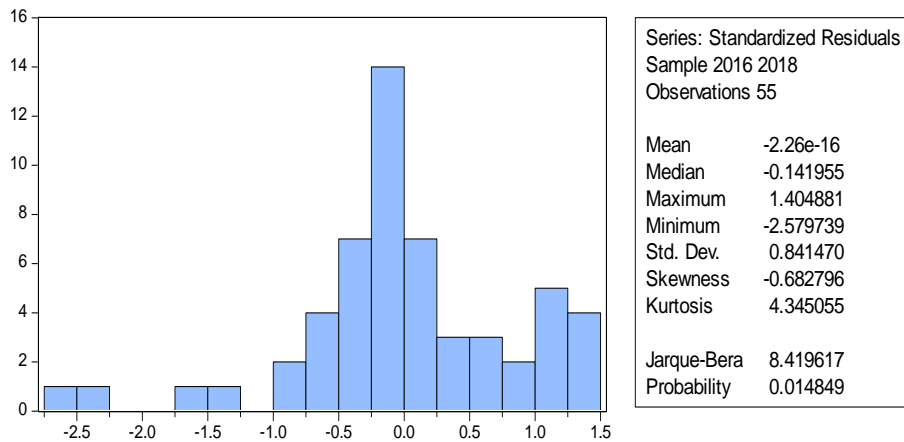
المتغير التابع: SGR_{it}

من جدول (١٢) يتضح ما يلي:

- ١- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بكل من العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية GO_O*Y ، العائد على الأصول ROA ومعدل نمو المبيعات SG و الحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة ومعدل النمو المستدام SGR.
- ٢- كانت إشارة المتغيرات المستقلة التي تعبر عن كل من العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية GO_O*Y ، العائد على الأصول ROA ومعدل نمو المبيعات SG إشارة موجبة ، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية GO_O*Y ، العائد على الأصول ROA ومعدل نمو المبيعات SG ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- ٣- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=40.3\%$ ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية GO_O*Y ، العائد على الأصول ROA ومعدل نمو المبيعات SG مسؤولة عن تفسير ما نسبته 40.3% من التغيرات التي تحدث في المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية ومعدل النمو المستدام SGR في شركات الإستثمار العقاري.
- ٤- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.7513$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة ارتباط الأخطاء Autocorrelation ، وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.
- ٥- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (٩)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الثاني من الفرض الرئيسي الرابع. مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في صورته البديلة التي نصت على أنه " تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام "

الفرض الفرعي الثالث

ينص على أنه " لا تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام "

النموذج الخاص باختبار الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع:

$$(SGR)_{it} = \beta_0 + \beta_1 (For.ow_{it} * y_{it}) + \beta_2 (size_{it}) + \beta_3 (Lev_{it}) + \beta_4 (RoA_{it}) + \beta_5 (Liq_{it}) + \beta_6 (Sales Growth_{it}) + E_{it}$$

تم استخدام تحليل البيانات الإطارية Panel data وأسفرت نتائج التقدير على ما يلي:

جدول (١٣)

مقدرات الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع

المتغير المستقل	معامل الانحدار	قيمة T	مستوى الدلالة	القرار عند $\alpha=0.05$	معامل التحديد R^2	قيمة إحصائية ديربن واتسون DW
FO_O*Y	-3.484085	-2.557889	0.0252	معنوي	34.9%	1.7637
ROA	9.612011	4.363582	0.0001	معنوي		
LIQ	-0.019400	-2.040987	0.0462	معنوي		
C	-2.635857	-12.05054	0.0000	معنوي		

المتغير التابع: SGR_{it}

من جدول (١٣) يتضح ما يلي:

- كانت قيمة مستوى الدلالة للمتغيرات الخاصة بكل من العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FO_O*Y ، العائد على الأصول ROA والسيولة LIQ و الحد الثابت C أقل من قيمة مستوى الدلالة $\alpha=0.05$ ، وهذا يعني وجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات المستقلة ومعدل النمو المستدام SGR .
- كانت إشارة المتغير المستقل الذي يعبر عن العائد على الأصول ROA إشارة موجبة، وهذا يعني وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول ROA ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.
- كانت إشارة كل من العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FO_O*Y والسيولة LIQ إشارة سالبة، وهذا يعني وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين العائد على الأصول ومعدل النمو المستدام SGR في الشركات محل الدراسة.

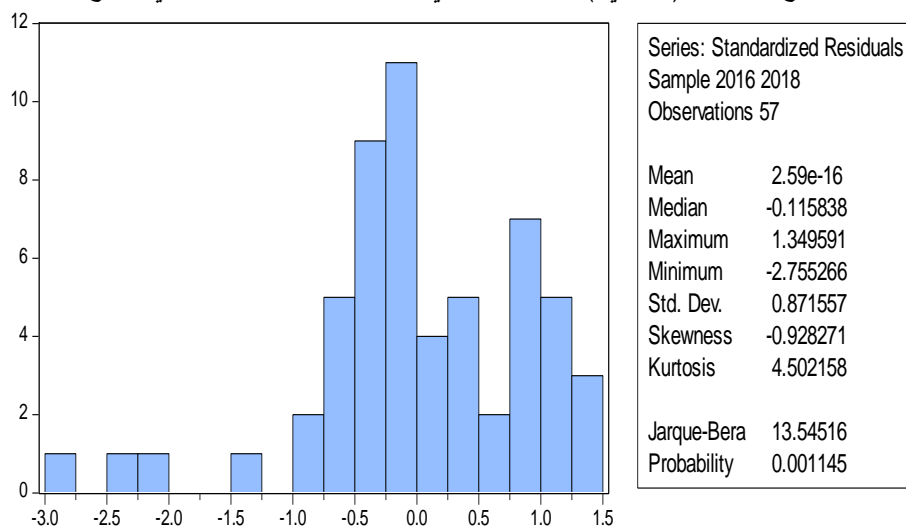
٤- كانت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2=34.9\%$ ، وهذا يعني أن التغيرات التي تحدث في العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية FO_O*Y ، العائد على الأصول ROA والسيولة LIQ مسئولة عن تفسير ما نسبته 34.9% من التغيرات التي تحدث في المتغيرات ذات الدلالة الإحصائية ومعدل النمو المستدام SGR في شركات الإستثمار العقاري.

٥- كانت إحصائية قيمة ديرين واتسون المحسوبة $DW=1.7637$ وبالنظر للقيم الجدولية والقيمة المحسوبة نجد أن القيمة المحسوبة تقع بين القيمتين $(Du, 4-Du)$ ، وهذا يعني عدم وجود تام لمشكلة إرتباط الأخطاء Autocorrelation، وهذا يدعم دقة نتائج التقدير الخاصة بالنموذج.

٦- فيما يلي رسم بياني يوضح توزيع الأخطاء في الفرض :

شكل رقم (١٠)

توزيع الأخطاء (البواقي) للفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع



الشكل البياني يوضح توزيع الأخطاء والذي يمكن الحكم من خلاله على هذه البواقي بأن ليس

لها التوزيع الطبيعي المعياري في الفرض الفرعي الثالث من الفرض الرئيسي الرابع.

مما سبق يمكن رفض الفرض في صورته العدمية وقبول الفرض في صورته البديلة التي نصت

على أنه " تؤثر العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام "

٥- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

١/٥ النتائج

١/١/٥ النتائج على المستوى النظري

- هناك أهمية للتوسع في الإفصاح عن هيكل الملكية وتحديد شخصية المساهمين المسيطرين، لفهم كيفية مواجهة مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات من خلال آليات الحوكمة .
- تمثل ملكية كبار المساهمين ، الملكية الحكومية ، والملكية الأجنبية أبرز أنماط الملكية المركزة، وأكثرها تأثيراً في إقتصاديات العديد من الدول .
- يعتبر هيكل الملكية من أهم محددات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية .
- لا يتضمن هيكل الإفصاح المحاسبي في مصر أي إطار متكامل للإفصاح عن المعلومات المستقبلية .
- على الرغم من إهتمام العديد من الجهات المهنية المحلية والدولية بالإرشادات الخاصة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ولكن لا يوجد إتفاق فيما بينها حول الخصائص والمحتوى المعلوماتي للتقارير والقوائم المالية المستقبلية .
- يعد الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ضرورة حتمية لتنشيط البورصة خاصة في ظل المخاطر التي تحيط ببيئة الأعمال، حيث يوفر للمستثمرين الحاليين والمرتقبين نوعية جيدة من المعلومات ، مما ينعكس على تعزيز قدرة الشركة على جذب الفرص الإستثمارية الجديدة، و ينعكس أيضاً على إمكانية تقدير أصحاب المصالح لإستدامة أداء الشركة في المستقبل .

٢/١/٥ النتائج على المستوى التطبيقي

- يوجد إختلاف في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية بين شركات الإستثمار العقاري بالبورصة المصرية ، حيث تراوحت نسبة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بين ٣٠% كحد أدنى و ٩٠% كحد أقصى .
- أيدت نتائج التحليل الإحصائي وجود علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 47.4\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 47.4% من التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية في شركات الإستثمار العقاري . وبين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 44.8\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 44.8% من التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية . كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة عكسية

معنوية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 48.2\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 48.2% من التغيرات التي تحدث في مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية .وتتفق هذه النتيجة مع دراسات (مليجي ، ٢٠١٩) ، (يوسف ، ٢٠١٩) وتختلف مع دراسات (رجب، ٢٠١٦) ، (Krause, et al, 2017) ، (Elgammal, et al, 2018) ، (Papaj–Wlisllocka and Strojek–Filus, 2019) . وتفسر الباحثة ذلك بإرتباط ملكية كبار المساهمين بأطراف عديدة في المجتمع تحتاج إلى العديد من المعلومات عن أداء الشركة ، مما ينعكس على جودة الإفصاح المستقبلي . كما تؤدي الملكية الحكومية لزيادة شفافية المعلومات وخفض عدم التماثل وإرتفاع جودة الأرباح والأداء المالي ، حيث يرغب المستثمرون في ضخ أموال للاستفادة من البعد الحكومي والسياسي . بينما تزيد تكاليف الوكالة كلما زادت الملكية الأجنبية ، حيث يضحي المستثمر الأجنبي بالتكاليف المالية لمراقبة سلوك وأداء الإدارة للمحافظة على المصالح الشخصية ، ويعرف ذلك في المحاسبة بإسم سلوك تجنب المخاطر .

هناك علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومعدل النمو المستدام ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 37.2\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 37.2% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام . وبين هيكل الملكية الحكومية ومعدل النمو المستدام ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 38.8\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 38.8% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام . كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة عكسية معنوية ذات دلالة إحصائية بين هيكل الملكية الأجنبية ومعدل النمو المستدام ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 34.7\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 34.7% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام . وتتفق هذه النتيجة مع دراسات (حسن ، ٢٠١٧) ، (مجر ، ٢٠١٩) ، (محمد ، ٢٠١٨) وتختلف مع دراسات (عبد الحلیم ، ٢٠١٨) ، (Lin, et al, 2019) ، (Al–Matari and Al–Arussi , 2016) ، (Sahasranamam, et al, 2019) ، (الحناوي، ٢٠١٩) . وتفسر الباحثة ذلك بسبب ميل كبار المساهمين إلى التركيز على القرارات التي تزيد من قيمة الشركة ، وتحسن أدائها في الأجل الطويل . وأن وجود الملكية الحكومية يحسن جودة الربح وحاكمية الشركات لدعم وجود سوق كفاء تجلب رأس المال، ويعمل على ترسيخ البعد الاجتماعي ودعم الإقتصاد القومي . كذلك فإن إرتفاع نسبة الملكية الأجنبية يؤدي لزيادة دوافع الأجانب لتحقيق عوائد مرتفعة من إدارة الشركة للأصول ، وبالتالي يفضل الإحتفاظ بمستوى منخفض من النقدية والسعي نحو التغلب على القيود

المالية لسهولة الوصول إلى التمويل الخارجي وزيادة الإستثمارات ، مع ملاحظة وجود علاقة سلبية بين حجم الدين إلى حقوق المساهمين مع معدل النمو المستدام.

- توجد علاقة طردية معنوية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير والقوائم المالية ومعدل النمو المستدام ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 27.4\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 27.4% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام في شركات الإستثمار العقاري . وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Subbareddy and Reddy, 2017) ، (Mukherjee and Sen, 2018) ، (Mamilla, 2019) ، (Li and Li, 2019) ، وتختلف مع دراسة (حسن وجبر، ٢٠١٦) ، (Sahin and Ergun, 2018) ، (Kijewska, 2016) . ويرجع ذلك كما ترى الباحثة إلى أن الإفصاح يمثل جهد إداري لإقناع حملة الأسهم بالتركيز على النمو المستقبلي للشركة وينعكس على نجاح وبقاء المنشأة في الأجل الطويل ، كذلك يؤدي الإفصاح إلى زيادة سيولة الشركة وتخفيض تكلفة التمويل الخارجي .

- إن العلاقة بين هيكل ملكية كبار المساهمين ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لها تأثير إيجابي على معدل النمو المستدام ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 37.2\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 37.2% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام في الشركات محل الدراسة . وأيضاً فإن العلاقة بين هيكل الملكية الحكومية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لها تأثير إيجابي على معدل النمو المستدام حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 40.3\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 40.3% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام في الشركات محل الدراسة . وظهرت العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لها تأثير سلبي على معدل النمو المستدام ، حيث بلغت قيمة معامل التحديد الإجمالي $R^2 = 34.9\%$ ، وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج ذات الدلالة الإحصائية تفسر مانسبته 34.9% من التغيرات التي تحدث في معدل النمو المستدام في الشركات محل الدراسة ، وترجع هذه النتيجة لطبيعة معطيات الدراسة والتي أجريت في فترة زمنية معينة وبيئة ساهمت في الوصول لهذه النتائج .

٢/٥ التوصيات

- التوجه نحو التوسع في أنماط هيكل ملكية كبار المساهمين ، والملكية الحكومية ، والملكية الأجنبية بإعتبارها من عوامل تفعيل تطبيق مبادئ الحوكمة وخصوصاً مبدأ الإفصاح والشفافية .
- ضرورة وضع حدود لنسب الملكية بأشكالها المختلفة والإلتزام بالإفصاح عن هيكل الملكية ، بما يسهم في تقييد السلوك الإنتهازي لبعض الأطراف ذات السيطرة لتحقيق مصالحها .

- أن يتم عمل تقييم للإستثمارات الحكومية في الشركات والإبقاء على الإستثمار الناجح الذي يحقق قيمة مضافة ويدر عائد للإستثمارات .
- العمل على تطوير القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات بحيث تتضمن نموذج للإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومؤشر للإفصاح، وإلزام الشركات بحد أدنى من الإفصاح .
- يجب أن يتضمن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية فقرة تتضمن أهم المخاطر والأحداث التي قد يؤدي حدوثها إلى إختلافات جوهرية بين الأداء الفعلي والمتوقع ، مع ضرورة توفير الحماية القانونية للإدارة في حالة الإختلاف .
- إصدار معيار محاسبي مصري يتناول كيفية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، مع ضرورة توسيع نطاق معيار المراجعة المصري رقم ٣٤٠٠ الخاص بمراجعة المعلومات المالية المستقبلية.
- يجب على الشركات أن تحدد معدل النمو المستدام وأن تتم مقارنته مع معدل النمو الفعلي وتحديد الفجوة المالية، والعمل على توفير التمويل اللازم لتغطية نفقات الموارد التي تلبي النمو المستقبلي، وربطها ضمن إستراتيجية أعمال الشركة ومقارنة معدل النمو المستدام مع شركات أخرى للتعرف على أداء هذا القطاع .

٣/٥ التوجهات البحثية المستقبلية

- العلاقة بين هيكل الملكية الإدارية والإفصاح عن المعلومات المستقبلية، والأداء المال للشركات .
- تحليل أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على تقلبات عوائد الأسهم .
- أثر التحفظ المحاسبي ومحددات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على إستدامة الأداء للشركات المقيدة بالبورصة .
- إجراء مزيد من الدراسات في القطاعات الأخرى للتعرف على مدى الإختلاف بين هذه القطاعات حول أثر هيكل الملكية والإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام .

٦- المراجع

١/٦ المراجع العربية

- أبو طالب، أحمد محمد، (٢٠١٤)، نموذج مقترح لقياس مستوى الإفصاح والعوامل المؤثرة فيه للشركات المتداولة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، المجلد الثاني، ص ص ١٨٢-٢٢٥.
- الحسانين، أحمد حسام الدين فتحي، (٢٠١٩)، أثر درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على سيولة السهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة بنها، العدد الثاني، ص ص ١٢٢١-١٢٤٧.
- الحناوي، السيد محمود، (٢٠١٩)، أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، يونيو، ص ص ٦٦-١١٤.
- الحوشي، محمد محمود، (٢٠١٥)، أثر العلاقة بين هيكل الملكية والتحفيز المحاسبي على تكلفة التمويل بالملكية، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، ص ص ١ - ٤٣.
- السيد، محمد صابر حموده، (٢٠١٨)، أثر أنماط هياكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد ٢٢، العدد الرابع، ديسمبر، ص ص ١٤٤٣-١٥٢٣.
- الشاهد، ديمة محمود سليمان، (٢٠١٨)، أثر هيكل الملكية وخصائص الشركات على جودة الأرباح: دراسة إختبارية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، الجامعة الأردنية - عمادة البحث العلمي، المجلد ١٤، العدد الثالث، ص ص ٤٤٥-٤٦٣.
- العامري، أحمد بن محمد، (٢٠١٨)، أثر هيكل الملكية على العلاقة بين هيكل رأس المال والأداء المالي: دراسة تطبيقية على المصارف المدرجة في السوق المالي السعودي، *المجلة العربية للإدارة*، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، المجلد ٣٨، العدد الثاني، ص ص ١٥١-١٦٦.
- العايد، ثروت مصطفى علي، (٢٠١٨)، أثر طبيعة أنماط هياكل ملكية المؤسسات على تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية كأحد أهم مبادئ الحوكمة: دراسة تحليلية، *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد ٩، العدد الرابع، ص ص ٣٨٨-٤١٧.

- العريبي، عصام فهد ، (٢٠١١) ، تطوير نظام المحاسبة بالقيود المزدوج لتلبية الطلب على المعلومات المستقبلية: المشكلات والحلول، **مجلة العلوم الإدارية والإقتصادية**، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة عدن ، العدد السابع، ص ص ١-٣٦.
- العطوي، مهند حميد ياسر،(٢٠١٨)، توظيف مؤشرات تمويل النمو المستدام في الحد من الهشاشة المالية، **مجلة المثني للعلوم الإدارية والإقتصادية**، كلية الإدارة والإقتصاد جامعة الكوفة، المجلد ٨، العدد ٢، ص ص ١٦٧-١٨٢.
- القليطي ، إبراهيم عبد المجيد علي، (٢٠١١)، أثر خصائص الوحدة الإقتصادية على درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، المجلد ١٥، العدد ٢ ، ص ص ١-٧٤.
- جابر، خالد فتحي ، (٢٠١٦)، دراسة تجريبية للعوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح المحاسبي الإختياري في الأسواق العربية : دراسة تطبيقية مقارنة ، **مجلة البحوث المحاسبية**، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، يونيو، ص ص ٣١١-٣٤٢.
- حسن، أنوار مصطفى ، جبر ، شذي عبد الحسين،(٢٠١٦) ، تحليل الأرباح المتوقعه بإطار العلاقة بين النمو المستدام والنمو الفعلي- دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، **مجلة دراسات محاسبية ومالية**، العدد ٣٦ ، ص ص ٦٩-٨٧.
- حسن، رضا صبحي محمد،(٢٠١٧)، العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح في الشركات المساهمة المصرية، **مجلة البحوث التجارية**، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق ، المجلد ٣٩، العدد الأول ، يناير، ص ص ١٧٩-٢٠٢.
- خليل، علي محمود مصطفى، إبراهيم ، منى مغربي محمد ،(٢٠١٥)،أثر أنماط هياكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على جودة التقرير المالي عبر الإنترنت بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، المجلد ١٩، العدد الأول ، إبريل، ص ص ٦١٣-٦٧٣.
- رجب، نشوى شاکر علي ، (٢٠١٦)، محددات جودة الإفصاح غير المالي عن المعلومات المستقبلية على مواقع الشركات المدرجة في مؤشر EGX30، **مجلة الفكر المحاسبي** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، المجلد ٢٠، العدد ٤ ، ص ص ٣٧٥ - ٤١٥.
- رميلي، سناء محمد رزق،(٢٠١٨)، أثر الخصائص التشغيلية للشركة وحوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الإستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الإستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، **مجلة البحوث المحاسبية**، كلية التجارة ، جامعة طنطا، العدد الثاني ، ديسمبر، ص ص ٣٥٤-٣٩٢.

- سعد الدين ، إيمان محمد ، (٢٠١٤)، إطار مقترح للمعلومات المالية المستقبلية وإختباره من منظور المستثمرين في سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية، **مجلة التجارة والتمويل**، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول ، ص ص ٢٧٧-٣٢٤.
- عبد الحليم، أحمد حامد محمود ،(٢٠١٨)، أثر هيكل الملكية وخصائص لجان المراجعة على مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية، دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة بالبورصة السعودية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، المجلد ٢٢ ، العدد ٤ ، ديسمبر، ص ص ٦٨٢-٧٥٨.
- عبد الهادي ، إبراهيم عبد الحفيظ ، أحمد ، محمود أحمد عبد الوهاب ، سعد الدين ، إيمان محمد ، (٢٠١٨) ، دراسة العلاقة بين الملكية العائلية ومستوى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وأثرها على أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، **مجلة الفكر المحاسبي** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، المجلد ٢٢ ، العدد الثالث ، أكتوبر ، ص ص ٩٤٤ - ٩٨٠ .
- علي، هبة جمال هاشم، (٢٠١٨)، تحليل العلاقة بين الإفصاحات المالية المستقبلية في تقارير الإدارة والمتغيرات المهنية المرتبطة بآليات الحوكمة بهدف ترشيد قرارات المستثمرين مع دراسة ميدانية ، **المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية**، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس، المجلد ٩، العدد الأول ، ص ص ٩٠٢-٩٨٦.
- عوض، محمد محمود سليمان،(٢٠١٦)، أثر مستوى الإفصاح الإختياري على العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات في البيئة المصرية: دراسة إمبريقية، **مجلة البحوث التجارية**، كلية التجارة ، جامعة الزقازيق، المجلد ٣٨، العدد الثاني ، يوليو، ص ص ٢٤٥-٢٦٧.
- مجر، نورهان هشام أحمد ، (٢٠١٩)، أثر هيكل الملكية على القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية لترشيد القرار الإستثماري - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية، **مجلة الدراسات والبحوث التجارية**، كلية التجارة ، جامعة بنها، العدد الثاني ، ص ص ٦٨٣-٧١٠.
- محروس، رمضان عارف رمضان، (٢٠١٧) ، دور هيكل الملكية في التنبؤ بالفشل المالي للشركات الصناعية المصرية: دراسة ميدانية، **مجلة البحوث التجارية المعاصرة**، كلية التجارة، جامعة سوهاج ، المجلد ٣١، العدد الأول، مارس ، ص ص ٨٧-١٠٤.
- محمد، أحمد سليم،(٢٠١٨)، تفسير العلاقة بين هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة بشفافية وإستمرارية الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المشتركة، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، المجلد ٢٢، العدد ٣ ، ص ص ٨٠٦-٨٤١.
- محمد، سامي حسن علي ، (٢٠١٦)، تأثير كل من خصائص الشركة وفعالية الحوكمة على جودة الإفصاح المستقبلي للمعلومات - دراسة ميدانية ، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة ، جامعة عين شمس ، العدد الثاني، الجزء الأول، ص ص ٤٧٣-٥١٦.

- محمد، طارق مختار، (٢٠١٥)، أثر ممارسة حوكمة الشركات علي شفافية القوائم المالية- دراسة ميدانية، **مجلة الفكر المحاسبي**، كلية التجارة ، جامعة عين شمس، المجلد ١٩، العدد الأول، ص ٦٧-٩٥.
- مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم ، (٢٠١٩)، تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الإستثمارية للشركات المصرية، **مجلة المحاسبة ، الجمعية السعودية للمحاسبة ، العدد ٦٢ ، ص ص ١-٥٠.**
- يوسف ، هبه إبراهيم عبد العزيز،(٢٠١٩)، تحليل أثر خصائص الشركة على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وانعكاس ذلك على جودة التقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية: دراسة إستطلاعية على الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية، **مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة بنها، العدد الثاني، ص ص ١٨٣-٢١٨.**

٢/٦ المراجع الأجنبية:

- Abdul. Manaf, N, B., Saad, N, B., Mohamad, N, A, B., Ali, I, B., & Rahim, N, B.,(2018), "Determinants of Sustainable Growth Rate By using Zakon's Model to Encounter with Shariah compliance Requirements for Shariah securities compliance firms In Malaysia", **International Journal of Industrial management**, june ,vol. 4, pp 61-71.
- ACCA, (2013), "what do investors Expect from non- financial Reporting? London: **The association of chartered certified accountants**", **June**.
- ACLN, Audit committee leadership network, (2016), "Improving Public company Disclosure". **Available at:**
http://www.tapestrynetwork.com/initiatives/corporate_governance/global_audit_committee_leadership_network/upload/ACLN_viewpoint_improving_disclosures_3_march_2016_final.pdf.
- AICPA,(1994) , Improving business reporting. Acustomer focus, New york: **American Institute of certified public Accountants**.
- Alkhatib,k.,(2014), "the determinates of forward – looking information Disclosure ", **procedia- social and Behavior al science**, 109,p.p858-864.
- Al-Matari, E,m.,&Al- Arussi, A,S.,(2016), "The effect of the owner ship Structure Characteristics on firm Performance in Oman: Empirical study", **Corporate ownership and contral Journal**, 13(2),PP 93-100.
- Azinfar, k.,&shiraseb,Z.,(2016),"An Investigation into the Impact of ownership structure on the level of cash Holdings in the companies Accepted in Tehran stock Exchange Market",**Marketing and Branding Research**, Vol.,3,pp194-205.
- Blouin,M., (2012)," Does other information improve the usefulness of management earnings forecasts for the analysts?", **Review of Accounting and finance**, 11(1), pp93-112.

- Bozanic, Z.,D. Roulstone& A. van Buskirk, (2013)," Management earnings forecasts and forward- looking statements". **Available at: <http://ssrn.com/abstract-2110145>.**
- Bravo, F., (2016), "forward – looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility", revista de contabilidad-**Spanish Accounting Review**,19(1), pp122-131.
- Chan, K, H., Phyllis ,L ,L , M., &Zhou, A, y., (2013), "Government ownership, corporate governance and tax aggressiveness : evidence from china"**Accounting and finance**.
- Demerjian,P., Donovan, J., & Jennings, J., (2019) ,"Assessing the accuracy of forward – looking information in Debt contract Negotiations : management forecast Accuracy and Private loans". **Journal of Management Accounting Research**, May, pp1-36.
- Dwi, L., (2013) "corporate Governance, firm size and Earning Management: Evidence in Indone-sia stock Exchange," **Journal of Business and Management**, 10(4), pp77-82.
- Eisenschmidt, K., &Schmidt, M., (2013), "the impact of forward- looking information quality on analyst’s behavior evidence from Germany", working paper, **Available at: <http://www.ssrn.com>.**
- Elayan, F, A., R. Aktasb, K. Browna&P. pacharn, (2018), "The impact of the Volcker rule on targeted banks, systemicrisk, liquidity and financial reporting quality", **journal of economics and Business**, 96, pp 69-89.
- Elgammal, M., Hussainey, K., & Ahmed, f.,(2018), "corporate governance and voluntary risk and forward- looking disclosures", **Journal of Applied Accounting Research**, 19(4), pp592-607.
- Evans, M., (2016), "commitment and cost of Equity capitali An Examination of timely balance sheet disclosure in Earnings Announcements", **contemporary Accounting Research**, 33(3), pp 1136-1171.
- Ferrero, J., Martinez, D., Ruiz- cano & I., Maria Garcia san chez, (2015)," The causal link between sustainable Disclosure and information Asymmetry: The Moderating Role of The stake holder protection context", corporate social **Responsibility and Environmental Management**, pp1-14.
- GRI, (2013)," sustainability Reporting Guidelines(version G4)", **The Global Reporting Initiative**.
- Guo, J., Huang , p., zhang, y.,& zhou, N., (2014), "foreign ownership and Real Earnings Management: Evidence from Japan", **working paper**.
- Hamidullah, H., Rehman, S., Saeed, G., zeb,A.,(2014)," corporate owner – ship structure and firm Excess cash Holdings: Evidenced from Emerging Markets Pakistan, **Abasyn Journal of social sciences** , vol. 7 , No.2, pp 229 -244.
- Hassanein, A., and Hussainey, K., (2015)," Is forward – looking financial disclosure really informative? Evidence from UK narrative statement"**International Review of financial Analysis**, 41, pp 52-61.

- Haw, I. M., S. Ho, J.y . Tong,& F.F. zhang, (2013), "Complex ownership structures and Accounting conservatism", **available at: www.researchgate.net.**
- International federation of Accountants (IFAC),(2010), "business cycle and management Earnings forecasts", **A Journal Accounting and Business studies (ABACUS)**, 51 (2),pp279-310.
- IRC, (2011), "framework for Integrated Reporting and the Integrated Report- Discussion paper". **The Integrated Reporting committee of south Africa.**
- Kijewska, A., (2016)," conditions for sustainable growth (SGR) for companies from metallurgy and mining sector in Poland," **Metalurgija**,55(1)pp139-142.
- Koutmos, D., (2015), "Is there a positive Risk-Return trade off: A forward – looking Approach to Measuring the Equity premium", **European financial Management**, 21(5), pp974-1013.
- Krause, J., sellhorn, T.,& Ahmed, K., (2017)," Extreme uncertainty and forward- looking Disclosure properties," **Abacus**, 53(2), pp240-272.
- Le, T, V., & Buck, T.,(2011)," state owner ship and listed firm performance: A universally Negative Governance Relationship", **journal of Management and Governance**, 15(2) pp227-248.
- Li, y.,& Li, y., (2019), " the effect of trade secrets protection on disclosure of forward- looking financial information", **Journal of Business finance & Accounting** [https://doi.org/ 10.1111/jbfa.12418](https://doi.org/10.1111/jbfa.12418).
- Lin, J., S., Yi, B., chen , C., and zheng, y., M., (2019), "corporate ownership structure and cost of Raising capital for seasoned Equity offerings," **Journal of finance**,7(1), pp1-6.
- Liu, N.,(2015), "Taxation corporate governance and forward-looking disclosure: Evidence from china",**Journal of international Accounting, Auditing and Taxation**, vol,25,pp16-30.
- Mahboub, R.M., (2019),"the Determinants of forward- looking Information Disclosure in Annual Reports of Lebanese commercial banks", **Academy of Accounting and financial studies Journal**, vol:23, Issue 4.
- Mamilla, R.,(2019)," A study on sustainable growth rate for firm survival", **strategic change**, 28(4), pp273-277.
- Manukaji, I., (2018),"corporate Governance and Income smoothing in the Nigerian Deposit Money Banks", **International Journal of Business & law research**,6(1), pp27-38.
- Mathuva, D., (2012), "The Determinants of forward-looking Disclosures in Interim Reports for Non-financial firms: Evidence from a developing country". **International Journal of Accounting and financial Reporting 2(2).**
- Michelon, G., (2013), "Sustainability disclosure and reputation: A comparative study "**corporate Reputation Review**, 14(2), pp 79-96.
- Mukherjee, Tutun & senson, sankar, (2018), "Sustainable growth Rate and Its Determinants: A study on some Selected companies in India", **Journal 28**,

- Global Multidisciplinary, volume 10, Issue 1, **Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3188809>.**
- Mutiva, J, A., Hood ahmed & J. wambui Muiruri-Ndirangu, (2015), "The relationship between voluntary Disclosure and financial Performance of companies Quoted at the Nairobi securities Exchange", **International Journal of managerial studies and Research (IJMSR)**, 3(6), pp 171-195, **Available at: www.arcjournals.org.**
 - Papaj-wlislocka, E., & strojek-filus, M., (2019), "forward-looking Information Disclosure as a risk factor in Accounting the case of Poland"., **In multiple perspectives in risk and risk management**, pp 125-141, springer, cham.
 - Phung, D, N., & Mishra, A, V., (2016), "owner ship structure and firm performance: evidence from Vietnamese listed firms", **Australian Economic papers**, 55(1), pp 63-98.
 - Qu, W., P. leung & B. cooper, (2013), "A study of voluntary disclosure of listed chinese firms A stakeholder perspective", **managerial Auditing Journal**, 28(3), pp 261-294.
 - Rajesh, M., (2014), "Sustainable Growth rate and select firm's performance, Department of MBA, Annamacharya Institute of technology and sciences", Rajampet.com, raaz.mba@gmail.com, June, vol. 7, pp 27-37.
 - Rose, S., westerfield, R., Jeffrey, J., & Jordan, B., (2019), " corporate finance", 12th Edition. **The mcgraw-hill**, pp 112-113.
 - Roy, A., (2018), "corporate Governance and cash Holdings in Indian firms " **Contemporary studies in Economic and financial Analysis**, vol.99, June, pp 93-119,
 - Sahasranamam, S., Arya, B., & sud, M., (2019), "Owner ship Structure and corporate social responsibility in an emerging market", **Asia pacific Journal of management**, pp 1-28.
 - Sahin, A., & Ergun, B., (2018), " Financial sustainable Growth rate and financial ratios Ratios: A research in borsa Istanbul manufacturing firms", **journal of Business research Turk**, 10(1) , pp 172-197.
 - Subbareddy, K., & Reddy, M., (2017), " Sustainable Growth rate and firm performance", **National conference on Marketing and sustainable Development**, October, pp 13-14.
 - Tan, Y., N. Xu. X. Liu, & C. zeng, (2015) , " Does forward-looking non-financial Information Consistently Affect Investment Efficiency?" **Nankai Business Review**, International 6(1): 2-19.
 - Wang, M., & Hussainey, K., (2013), "voluntary forward-looking statements Driven by corporate Governance and their value relevance", **Journal of Accounting and Public policy**, vol. 32, pp 26-49.

ملحق رقم (١)

مؤشر مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية

أولاً : الكلمات الدالة على المعلومات المستقبلية :

(تتوقع ، خطة ، تنبؤ ، احتمال ، قريباً ، المستقبل ، تهدف ، تسعى ، القادم)

ثانياً : عناصر المؤشر المقترح :

المعلومات المالية المستقبلية
- معدلات النمو المتوقعة في السوق - توزيع الأرباح - توزيع التكاليف - التدفقات النقدية - نسبة النشاط (العائد على -----) - الأسهم وتحليل القيمة السوقية والسعر المستهدف - المبيعات والإيرادات والأرباح المتوقعة - هيكل التمويل - الطاقة الإنتاجية
المعلومات غير المالية المستقبلية
- آليات التنمية المستدامة (المعلومات البيئية ، الإقتصادية ، والإجتماعية) - آليات الحوكمة (هيكل الملكية ، مجلس الإدارة ، والهيكل التنظيمي ، -----) - إستراتيجيات الشركة ورؤيتها المستقبلية - المخاطر التي تواجه الشركة وطرق إدارة المخاطر - الجوانب القانونية والتشريعية - تأثير الأحداث الجارية على الأداء المستقبلي - العقود والإتفاقيات المستقبلية ، وتحليل المنافسين - المبادئ والسياسات المحاسبية المستقبلية - تحليل نتائج المقارنة بين الأداء الحالي مقارنة بالتنبؤات السابقة - هيكل رأس المال الفكري (داخلي ، خارجي)