



التأثير المشترك لنغمة الإفصاح السردى ودرجة عدم تماثل المعلومات في قيمة الشركة: دليل من التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية

إعداد

د. أبو الحمد مصطفى صالح
أستاذ مساعد المحاسبة
كلية التجارة - جامعة جنوب الوادي
abu_elhamd1@yahoo.com

د. أكرم خليفة محمد إبراهيم
أستاذ مساعد المحاسبة
كلية التجارة - جامعة سوهاج
akram_mohamed@commerce.sohag.edu.eg

د. نبيل ياسين أحمد
أستاذ مساعد المحاسبة
كلية التجارة - جامعة سوهاج
n_yasen2005@yahoo.co.uk

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة - جامعة دمياط
المجلد الرابع - العدد الأول - الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٣

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

إبراهيم، أكرم خليفة محمد، صالح، أبو الحمد مصطفى، أحمد، نبيل ياسين. (٢٠٢٣). التأثير المشترك لنغمة الإفصاح السردى ودرجة عدم تماثل المعلومات في قيمة الشركة: دليل من التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤(١)، ج٢، ١٣٧٥ - ١٤١١.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

التأثير المشترك لنغمة الإفصاح السردى ودرجة عدم تماثل المعلومات في قيمة

الشركة: دليل من التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. أكرم خليفة محمد إبراهيم؛ د. أبو الحمد مصطفى صالح؛ د. نبيل ياسين أحمد

المستخلص:

هدف البحث: يتمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في فحص تأثير نغمة الإفصاح السردى في قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وما إذا كانت درجة عدم تماثل المعلومات تعدل من مستوى هذا التأثير.

تصميم ومنهجية البحث: تم اختيار عينة مكونة من ٤٣ شركة من الشركات المقيدة بمؤشر EGX 100 ما بين عامي ٢٠١٦ - ٢٠٢٠، ومن خلال الاعتماد على البيانات الثانوية تم استخدام أسلوب تحليل المحتوى لاستخلاص البيانات المتعلقة بمتغيرات البحث، كما تم استخدام أسلوب الترميز اليدوي لتحديد نغمة الإفصاح السردى بالتقارير السنوية، ومن خلال استخدام أسلوب الانحدار المتعدد والانحدار الهرمي تم تحليل تأثير نغمة الإفصاح السردى كمتغير مستقل في قيمة الشركة كمتغير تابع، كما تم الدفع بمتغير عدم تماثل المعلومات لبحث مدى إسهامه في تعديل مستوى هذا التأثير.

نتائج البحث: يوجد تأثير جوهري موجب لنغمة الإفصاح السردى في قيمة الشركة، حيث أكدت النتائج على أن استخدام الشركة لكل من النغمة الصافية والنغمة غير العادية يسهم في نقل محتوى معلوماتي إضافي حول قيمة الشركة، وتزداد درجة هذا التأثير في الشركات التي لديها مستوى مرتفع من عدم تماثل المعلومات.

الاستفادة العملية: تشير النتائج إلى ضرورة اهتمام المستثمرين بتحليل نغمة الإفصاح السردى بما يسهم في تحسين قدرتهم على تقييم الشركة والتنبؤ بأدائها في المستقبل، حيث توجد احتمالية لقيام الشركات بتطويع اللغة المستخدمة في الإفصاح السردى لإرسال إشارات خاطئة إلى ذوي المصلحة مما يعرضهم للمخاطر.

القيمة المضافة: تعد أحد الدراسات الرائدة في بيئة الأعمال المصرية التي توفر دليلاً عملياً على العلاقة بين نغمة الإفصاح السردى بالتقارير السنوية وقيمة الشركة في ظل درجات مختلفة من عدم تماثل المعلومات، كما تسهم في تبرير الإصلاحات التنظيمية بشأن مراجعة وتحديث القواعد المتعلقة بالإفصاحات الاختيارية للحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات.

الكلمات الرئيسية: النغمة الصافية، النغمة غير العادية، تقلب عائد السهم، القيمة السوقية المضافة، التقرير السنوي.

تصنيف JEL: M48; M41; G14

١- مقدمة:

أدت التطورات السريعة في أساليب التحليل الآلي للنصوص إلى تركيز كثير من البحوث المحاسبية بشكل متزايد على الإفصاحات السردية في تقارير الشركات، إلا أنه لا يوجد اتفاق بشأن الدور الإعلامي لتلك الإفصاحات السردية. حيث ترى بعض الدراسات أن الإفصاحات السردية تزود ذوي المصلحة بمعلومات إضافية تتجاوز الإفصاحات الكمية، وبالتالي تعزز من قيمة الشركة في المستقبل (Elsayed and Elshandidy, 2020; Wu *et al.*, 2020; Chung *et al.*, 2019; Aly *et al.*, 2018). وفي المقابل فإن الإفصاحات السردية قد تتيح للإدارة المرونة والحرية في اختيار ونشر المعلومات لنقل صورة غير واقعية أو غير كاملة عن الشركة (Leung *et al.*, 2015; Choi, 2020; Arslan-Ayaydin *et al.*, 2020).

إن هذا التباين في توظيف الإفصاحات السردية يستدعي بحث لغة أو نغمة هذا الإفصاح وكيفية تأثيره في قيمة الشركة، وهو ما تسعى الدراسة الحالية إلى تحقيقه من خلال تحليل نغمة الإفصاح السردية بالتقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ويضيف التركيز على البيئة المصرية بعداً جديداً كأحد الدول الناشئة والتي تختلف عن البيئات الأخرى المتقدمة من حيث الثقافة واللغة والتشريعات التنظيمية.

وقد أفرزت نظرية الوكالة Agency theory واحدة من أهم المشكلات التي تواجه مهنة المحاسبة والتي تتمثل في عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستخدمين الخارجيين، وتنشأ هذه المشكلة نتيجة تعارض المصالح بين هذين الطرفين، كما قد يمتلك بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية معلومات خاصة مقارنة بنظرائهم في السوق، وهو الأمر الذي يترتب عليه استغلال هؤلاء المتعاملين لتلك المعلومات الخاصة في تحقيق أرباح غير عادية فيما يسمى بظاهرة المتاجرة بالمعلومات Information trading.

ويعد سوق الأوراق المالية المصري من الأسواق الناشئة ذات الجاذبية للاستثمارات الدولية، إلا أن الوجود المتزايد للمستثمرين الأجانب يرتبط أيضاً بمتطلبات أعلى في الإفصاح والشفافية، لذا يعد تحليل محتوى المعلومات السردية بالتقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية أمراً مهماً للمستثمرين وصانعي السياسات.

إن الاختلافات في الثقافة واللغة تقدم إطاراً جيداً لبحث دور الإفصاحات السردية في تكوين صورة عن قيمة الشركة، ويتمثل الهدف الرئيس للبحث الحالي في بحث مدى تأثير نغمة الإفصاح السردية بالتقارير السنوية في قيمة الشركة، بالإضافة إلى فحص ما إذا كان لعدم تماثل المعلومات دور معدل في العلاقة بين نغمة الإفصاح السردية وقيمة الشركة.

والمتمتع للدراسات السابقة يلحظ اهتماماً متزايداً بتحليل نغمة الإفصاح المحاسبي، حيث استخدمت النغمة الصافية بشكل كبير في الدراسات التي تدعم المحتوى المعلوماتي الإضافي بالإفصاحات السردية (Aly *et al.*, 2018). في حين تفضل غالبية دراسات إدارة الانطباعات استخدام النغمة غير العادية (Choi, 2020; Huang *et al.*, 2014)، وإن كان هناك من يرى إمكانية استخدام النغمة غير العادية في نقل محتوى معلوماتي إضافي لذوي المصلحة (Ardia *et al.*, 2021).

لذا فإن استخدام كل من النغمة الصافية والنغمة غير العادية في هذا البحث هو محاولة للتمييز بين الوقت الذي تحتوي فيه الإفصاحات السردية على معلومات إضافية بشأن قيمة الشركة مقابل استخدامها بشكل استراتيجي بهدف إدارة الانطباعات. وسيعتمد هذا البحث على استخدام أسلوب الترميز اليدوي لتصنيف كل جملة بالأجزاء النصية من التقارير السنوية إلى واحدة من ثلاث فئات هي: النغمة الإيجابية، والنغمة المحايدة، والنغمة السلبية، وبناءً على هذا التصنيف سيتم حساب النغمة الصافية والنغمة غير العادية لكل تقرير.

وتظهر الدراسات السابقة أن تطوير السوق يؤثر في إفصاحات الشركات وأن ممارسات الإفصاح تختلف اختلافاً كبيراً عبر البلدان، حيث إن إفصاحات الشركات في الأسواق الناشئة أقل فعالية مقارنة بالأسواق المتقدمة نتيجة ارتباطها بدرجة أعلى من عدم تماثل المعلومات (Jacoby, et al., 2019; Lu and Wang, 2021). ومع ذلك توجد فجوة في الأدبيات الحالية بشأن مدى تأثير نغمة الإفصاح السردية بالتقارير السنوية في قيمة الشركة عند درجات مختلفة من عدم تماثل المعلومات.

وبالانتقال لواقع البحوث العربية والمصرية في هذا المضمار لاحظ الباحثون أن الجهود البحثية المبذولة لا تعكس الاهتمام نفسه الذي أولته الدراسات الغربية للموضوع ذاته؛ حيث لم يتوافر للباحثين أية دراسات تناولت العلاقة بين نغمة الإفصاحات السردية بالتقارير السنوية – وليس جزءاً منها – وقيمة الشركة بشكل عام، فضلاً عن عدم تناول الدور المعدل لمستوى عدم تماثل المعلومات في هذه العلاقة بشكل خاص.

وتسهم هذه الورقة البحثية في الأدبيات المحاسبية من خلال تحليل نغمة التقارير السنوية في أحد الأسواق الناشئة – السوق المصري، والذي يختلف اختلافاً جوهرياً من حيث اللغة والثقافة عن الأسواق المتقدمة، الأمر الذي انعكس بدوره على التقارير السنوية للشركات المصرية، ومن ثم فإن إعداد التقارير باللغة العربية بدلاً من اللغة الإنجليزية أدى إلى الاهتمام الأكبر بالمحتوى اللفظي مقارنة بتركيز الغرب بدرجة أكبر على المعلومات السياقية.

وبالتركيز على هذه الاختلافات فإن الدراسة الحالية تقدم فهماً أفضل لدور الإفصاحات السردية في سياق البيئة المصرية ومن ثم إمكانية تعميم النتائج على الشركات التي تعمل في بيئات مشابهة. ومن ناحية أخرى تسعى هذه الورقة البحثية إلى وضع لبنة في الفجوة البحثية المتمثلة في تحديد العلاقة بين نغمة الإفصاح السردية بالتقرير السنوي وقيمة الشركة في ظل درجات مختلفة من عدم تماثل المعلومات.

وبناءً على ما سبق يتمثل جوهر المشكلة البحثية في الإجابة عن الأسئلة التالية:

السؤال الأول: ما طبيعة العلاقة بين نغمة الإفصاح السردية وقيمة الشركة؟

السؤال الثاني: هل يوجد تأثير جوهري لنغمة الإفصاح السردية في قيمة الشركات محل الدراسة؟

السؤال الثالث: هل تؤدي درجة عدم تماثل المعلومات دوراً معدلاً في العلاقة بين نغمة الإفصاح السردية وقيمة الشركات محل الدراسة؟

وسيتّم تنظيم البحث بحيث يتناول القسم التالي مراجعة الدراسات السابقة وتطوير الفروض، ثم يتناول القسم الثالث منهجية الدراسة الميدانية من حيث متغيرات الدراسة وطرق قياسها وتصميم النماذج وعينة وبيانات الدراسة وصلاحيّة المقاييس، في حين خصص القسم الرابع لعرض نتائج البحث، أما مناقشة النتائج والاستنتاجات فقد خصص لها القسم الخامس، وأخيراً تم تناول حدود البحث والمقترحات لبحوث مستقبلية في القسم السادس.

٢- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض:

لقد كانت العوامل التي تفسر التباين في مستوى الإفصاح المحاسبي السردى مثار اهتمام كثير من الدراسات السابقة، وقد تضمنت تلك العوامل عدة متغيرات سياقية من بينها نغمة الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية ومستوى مقروئية تلك التقارير، كما توصلت عدة دراسات (عفيفي، ٢٠١٤؛ حسن، ٢٠١٧؛ حسين، ٢٠٢٠؛ بهاء وآخرون، ٢٠٢١؛ Săndulescu, 2021) إلى أن الإفصاح عن أداء الاستدامة أصبح من أكثر الإفصاحات السردية أهمية لذوي المصلحة، حيث يوفر هذا الإفصاح محتوى معلوماتي إضافي حول أداء الشركة البيئي والاجتماعي والحوكمي، كما أنه يدعم الإفصاح عن الأداء المالي بالتقارير المالية.

وفي المقابل تعد نغمة الإفصاح المحاسبي أداة مهمة يستخدمها المديرون في حالة ضعف النظام المعلوماتي بالشركة للتأثير في درجة استجابة السوق للمعلومات المفصح عنها، حيث إن حرية إدارة الشركة في اختيار طبيعة النغمة المستخدمة في الإفصاح السردى ينعكس بشكل مباشر على قرارات ذوي المصلحة، وفي السياق ذاته أشارت دراسة عرفة ومليجي (٢٠١٧) إلى أن طبيعة النغمة المستخدمة في الإفصاح تمثل جزءاً من استراتيجية الإفصاح داخل الشركة، حيث يتم توظيف تلك النغمة - من خلال ممارسات إدارة الأرباح - في تحقيق دوافع الإدارة المتعلقة بمقابلة توقعات المستثمرين واستغلال فرص التوسع المتاحة.

٢-١ نغمة التقرير السنوي وقيمة الشركة:

إن المتنبع للتطورات المتسارعة في مجال الإفصاح بالتقارير السنوية يلحظ تزايداً في تضمين تلك التقارير على معلومات نوعية (سردية) إضافية - بجانب المعلومات الكمية - يمكن للمستثمرين الاعتماد عليها لاتخاذ القرارات، ونتيجة للمرونة وحرية التصرف فإن الإفصاحات النوعية (السردية) تستخدم من قبل الإدارة لتوصيل رسائلها إلى المستخدمين الخارجيين إما بهدف إدارة انطباعاتهم عن الشركة (عرفة ومليجي، ٢٠١٧؛ الطحان، ٢٠١٨؛ Leung et al., 2015) أو إمدادهم بمعلومات إضافية حول قيمة الشركة وأدائها (Li, 2010; Elsayed and Elshandidy, 2020)، وغالباً ما يتحقق ذلك من خلال اختيار الإدارة لمحتوى ونغمة الإفصاحات السردية.

وعلى الرغم من الفوائد التي تحققها الإفصاحات السردية لإدارة الشركات إلا أنها ترتبط - أيضاً - ببعض التكاليف والمخاطر مثل تكلفة رأس المال الناجمة عن إضرار تلك الإفصاحات بالموقف التنافسي للشركة (Elsayed and Elshandidy, 2020; Lou and Zhou, 2020)، لذا قد يعتمد مدى الإفصاح عن المعلومات السردية على المفاضلة بين الفوائد والتكاليف. ويمكن استنتاج هدف الشركة من الإفصاحات السردية - إدارة الانطباعات أو نقل معلومات خاصة - من

خلال ما إذا كانت نغمة هذه الإفصاحات توفر للمستثمرين إشارة يمكن الاعتماد عليها في تحديد قيمة الشركة وأدائها من عدمه (Huang *et al.*, 2014; Cazier *et al.*, 2020).

وللاجابة عن السؤال الأول القائل: "ما طبيعة العلاقة بين نغمة الإفصاح السردي وقيمة الشركة؟"؛ تمت مراجعة الأدبيات التي تناولت نغمة الإفصاح المحاسبي مع التركيز على الدورين المشار إليهما آنفاً؛ واللذان يرتبطان بالمحتوى المعلوماتي الإضافي وإدارة الانطباعات، وذلك تمهيداً لاشتقاق فروض الدراسة على النحو التالي:

١-١-٢ نغمة الإفصاح كوسيلة لنقل المعلومات الخاصة:

يعد عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستخدمين الخارجيين مثار اهتمام المستثمرين لما قد يسببه من الاختيار العكسي وتكاليف الوكالة. وبالتالي يتجه المستثمرون إلى طلب عائد إضافي كتعويض عن مخاطر هذه المعلومات، وهو ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض قيمة الشركة (Elsayed and Elshandidy, 2020). وقد يرغب المدير الذي يعمل لصالح المساهمين في تقليل مخاطر المعلومات من خلال إرسال إشارات خاصة للسوق عبر الإفصاحات السردية (Davies and Brennan, 2007; Lou and Zhou, 2020).

ويعتقد (Davis *et al.* (2012: 847) أن لجوء الإدارة إلى الإفصاحات الاختيارية هدفه تعديل توقعات المستثمرين بما يتلاءم مع تقديرات الإدارة بشأن الأرباح المتوقع تحقيقها مستقبلاً، ووفقاً لنظرية الإشارة فإن المديرين الذين يمتلكون معلومات خاصة إيجابية يستخدمون لهجة أكثر إيجابية، أما المديرين الذين يمتلكون معلومات خاصة سلبية فإنهم يستخدمون لهجة أقل إيجابية.

تدعم كثير من الدراسات التجريبية في الأسواق المتقدمة القدرة التنبؤية لنغمة التقرير السنوي لقيمة الشركة في المستقبل، حيث توصلت دراسة (Liu and Nguyen (2020) إلى أن المعلومات التي يحتويها خطاب رئيس مجلس الإدارة تتوافق مع البيانات المالية التي تم التقرير عنها، كما أثبتت دراسة (Mai (2019) إمكانية استخدام إفصاحات الشركات الأمريكية عن مناقشات وتحليلات الإدارة في التنبؤ بإفلاس الشركات. وذكرت دراسة (Elsayed and Elshandidy (2020) أن الإفصاحات السردية المتعلقة بفشل الشركة تتوقع الفشل الفعلي للشركة لمدة قد تصل إلى عامين مقبلين، وقدمت دراسة (Li (2010) الدليل على أن الاتجاهات الإيجابية للمديرين - معبراً عنها بالنغمة الصافية للبيانات المستقبلية في التقارير السنوية الأمريكية - ارتبطت بزيادة أرباح وسيولة الشركة مستقبلاً.

وقد قدمت دراسة (Brennan and Merkl-Davies (2018) دليلاً يدعم فعالية الاتصال من خلال الإفصاحات السردية، فالشركات المتوقعة وجود طفرات في أرباحها سواء بالزيادة أو النقص تقوم بالإفصاح عن مراكزها المالية بطريقة شاملة وموثوقة. كما أثبتت دراسة (Arslan (2016) ارتباط نغمة الإعلان عن الأرباح بمعدلات أعلى للعوائد غير العادية، وفي السياق ذاته توصلت دراسة (Davis *et al.* (2012) إلى وجود ارتباط موجب بين الإعلان المتفائل عن أرباح الشركة والعائد المستقبلي على الأصول. كما قامت دراسة (Feldman *et al.* (2010) بتصنيف الكلمات الإيجابية والسلبية في تقرير مناقشات وتحليلات الإدارة ووجدت أن التغيير في النغمة الإيجابية (السلبية) يرتبط بعوائد إيجابية (سلبية) للأسهم المشتركة والمحفظ بها.

ومن خلال قيام دراسة (Wisniewski and Yekini (2015 بتحليل تكرار الكلمات التي تشير إلى "الواقعية" و"الفعالية" و"التأكد" و"المشاركة" و"التفاؤل" في التقارير السنوية بالملكة المتحدة؛ توصلت إلى أن "الواقعية" و"الفعالية" يرتبطان بالعوائد المستقبلية للأسهم. كما توصلت دراسة (Yekini *et al.* (2016 إلى أن نغمة الإفصاحات السردية في التقارير السنوية بالملكة المتحدة ترتبط بشكل موجب بالعوائد غير العادية للأسهم حول تاريخ الإفصاح، وقد استنتجت كلتا الدراستين الأخيرتين أن الإفصاحات السردية بالتقرير السنوي تحتوي على معلومات مفيدة تسهم في تقييم عوائد الأسهم ولا ينبغي اعتبارها أداة لإدارة الانطباعات.

كذلك قامت دراسة (Henry and Leone (2016 بفحص العلاقة بين الأداء المستقبلي ونغمة مناقشات وتحليلات الإدارة المقاسة بتكرار الكلمات، وتوصلت إلى وجود ترابط بين نغمة الإفصاح والأرباح المستقبلية. كما وجدت دراسة (Kang *et al.* (2018 أن نغمة إفصاح الشركات بتقرير 10-K لها علاقة موجبة بأرباحها الحالية، حيث ترغب تلك الشركات في مشاركة الأخبار الجيدة عندما تكون أرباحها الحالية موجبة. كما توصلت دراسة (Bochkay and Levine (2019 إلى أن إفصاحات مناقشات وتحليلات الإدارة تحتوي على معلومات تتعلق بالعائد على حقوق الملكية لسنة قادمة. وتوصلت دراسة (Merkley (2014 إلى أن الإفصاحات السردية المتعلقة بالبحوث والتطوير بالتقارير السنوية هي إفصاحات إعلامية ولا تستخدم من قبل المديرين في إخفاء أداء الأرباح أو التلاعب بها.

ويرى الباحثون أنه على الرغم من اهتمام الدول المتقدمة بدراسة نغمة الإفصاحات السردية إلا أن غالبية هذا الاهتمام توجه نحو التقارير السردية المستقلة وعلى رأسها مناقشات وتحليلات الإدارة دون شموله لكافة مكونات التقرير السنوي. وبالتحول إلى سياق الدول النامية يلاحظ وجود عدد قليل جداً من الدراسات حول المحتوى المعلوماتي الإضافي للإفصاحات السردية. حيث توصلت دراسة (Wu *et al.* (2020 إلى أن النغمة النصية في مناقشات وتحليلات الإدارة للشركات الصينية المدرجة تنقل توقعات المديرين حول القيمة المستقبلية للشركة. كما قدمت دراسة (Choi *et al.* (2020 الدليل على أن النصوص السردية تدعم المؤشرات المالية التقليدية في توقع التصنيفات الائتمانية للشركات. وفي مصر قامت دراسة (Aly *et al.* (2018 بتحليل نغمة التقارير السنوية وقدمت الدليل الذي يدعم المحتوى المعلوماتي الإضافي للإفصاحات السردية.

٢-١-٢ نغمة الإفصاح كوسيلة لإدارة الانطباعات:

تحدث إدارة الانطباعات عند اختيار الإدارة لمعلومات معينة عن قصد وعرضها في تقارير الشركة بهدف التلاعب وتضليل القارئ فيما يتعلق بأداء الشركة (Săndulescu, 2021). ولقد أوضحت دراسة (Huang *et al.* (2014 ودراسة (Leung *et al.* (2015 قيام مديري الشركات بإخفاء الأداء غير المرغوب فيه أو إخفاء المعلومات السلبية من خلال الإفصاحات السردية. ويرى (Huang *et al.* (2014: 1085 أن دوافع تضليل المستثمرين قد تنبع من رغبة المدير في النفوذ والتأثير أو لدوافع مالية مرتبطة بمشكلات الوكالة.

إن إفصاح المديرين عن المعلومات بطريقة متحيزة قد يكون لخدمة مصالحهم الشخصية، وذلك عن طريق تعمد حجب الأخبار السيئة والإفصاح عن الأخبار السارة والتأكيد على الإنجازات

بما يؤمن لهم مراكزهم ويمنحهم حوافزاً أعلى (Davies and Brennan, 2007; Edgar *et al.*, 2018). وفي هذه الحالة فإن النغمة الإيجابية للإفصاحات السردية لا ترتبط بالضرورة بتحسين قيمة الشركة.

وعلى مستوى الدراسات التجريبية توصلت دراسة Arslan-Ayaydin *et al.* (2016) إلى أن نغمة الإعلان عن الأرباح تتأثر بقيمة حوافز المديرين القائمة على الأسهم، حيث ينزع المديرون الذين ترتبط حوافزهم ارتباطاً وثيقاً بسعر السهم إلى تضخيم تلك النغمة. كما قامت دراسة Clatworthy and Jones (2003) بعقد مقارنة بين خطاب رئيس مجلس الإدارة لأكثر من ٥٠ شركة في المملكة المتحدة وأدنى ٥٠ شركة استناداً إلى التغير في قيمة الأرباح قبل خصم الضرائب، وتوصلت إلى أن هذا الخطاب – في كلتا المجموعتين من الشركات – يسلط الضوء على الأخبار الجيدة وينسب الأداء الجيد إلى جهودهم، بينما يلقي اللوم على البيئة الخارجية فيما يتعلق بالجوانب السلبية.

وفي السياق ذاته قدمت دراسة Clatworthy and Jones (2006) الدليل على أن إدارة الانطباعات موجودة في التقارير التي يقدمها رؤساء مجلس الإدارة، حيث يؤكد رؤساء الشركات الأكثر ربحية على المؤشرات المالية الرئيسية أكثر من التوقعات المستقبلية مقارنة برؤساء الشركات الأقل ربحية. كما توصلت دراسة Huang *et al.* (2014) إلى استخدام مديري الشركات لنغمة الإفصاح لتضليل المستثمرين بشأن فهمهم للأمور الجوهرية بالشركة. وأظهرت دراسة Arslan-Ayaydin *et al.* (2021) قيام المديرين بتخفيض نغمة الإفصاح عن الأرباح لتقليل تفاؤل الجهات الحكومية والنقابية بشأن الأداء المالي للشركة، كما أوضحت دراسة Beretta *et al.* (2019) أن النغمة الإيجابية للإفصاح عن رأس المال الفكري تؤدي إلى انخفاض في أداء الشركة، وهو ما يتسق مع استخدام الإفصاح عن رأس المال الفكري كاستراتيجية لإدارة الانطباعات.

ومن خلال مراجعة الأدبيات السابقة – بشأن ما إذا كانت نغمة الإفصاحات السردية تحتوي على معلومات إضافية حول قيمة الشركة أو أنها أداة لإدارة الانطباعات – يلاحظ التباين الواضح في النتائج، لذا يجب الفحص الدقيق لدور النغمة في تحديد قيمة الشركة، وبأخذ البعدين السابقين في الاعتبار تسعى الورقة البحثية الحالية إلى فحص القدرة التأثيرية لكل من النغمة الصافية والنغمة غير العادية للإفصاحات السردية من خلال الفرضية التالية:

H01: لا يوجد تأثير معنوي لنغمة الإفصاح السردية في قيمة الشركات محل الدراسة.

ويمكن تقسيم هذا الفرض إلى فرضين فرعيين تبعاً لنوع النغمة وذلك على النحو التالي:

H01a: لا يوجد تأثير معنوي لنغمة الإفصاح السردية الصافية في قيمة الشركات محل الدراسة.

H01b: لا يوجد تأثير معنوي لنغمة الإفصاح السردية غير العادية في قيمة الشركات محل الدراسة.

فإذا كان الارتباط بين نغمة الإفصاحات السردية – الصافية وغير العادية – وقيمة الشركة موجباً فإنه يمكن استنتاج أن تلك النغمة لها محتوى معلوماتي إضافي، وبخلاف ذلك فإن نغمة الإفصاحات السردية تستخدم كأداة لإدارة الانطباعات عن الشركة.

٢-٢ عدم تماثل المعلومات وقيمة الشركة:

تفترض نظرية الوكالة إن مديري الشركات – بصفتهم الوكيل – بإمكانهم الوصول إلى المعلومات الخاصة بأعمال الشركة بسهولة أكثر من المستثمرين – بصفتهم الموكل، مما يتيح للوكيل الإفصاح عن بعض المعلومات وإخفاء البعض الآخر فيما يسمى بظاهرة عدم تماثل المعلومات، وهذه الظاهرة تحد من قدرة المستثمرين على رقابة الإدارة وتعطي الفرصة لمديري الشركات في استغلال تلك المعلومات الداخلية لتحقيق مصالحهم الشخصية، حتى لو تعارضت مع مصلحة المستثمرين.

وقد أوضح (Castelo *et al.* (2021) تأثير ظاهرة عدم تماثل المعلومات في تكاليف الوكالة، وأنه من خلال توسع إدارة الشركة في مجال الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية يمكن الحد من هذه الظاهرة، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة والتكاليف الأخرى المرتبطة بالحصول على المعلومات، مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض تكلفة رأس المال وزيادة عوائد المستثمرين.

وقد قامت كثير من الدراسات بتناول تأثير التحول إلى المعايير الدولية للتقرير المالي (IFRS) في الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات وبالتالي زيادة جودة المعلومات المحاسبية وقيمة الشركات (الزمر، ٢٠١٢؛ الميهي، ٢٠١٥). كما تناولت بعض الدراسات الأخرى دور الإفصاح الإلكتروني – من خلال استخدام لغة تقارير الأعمال الموسعة XBRL – في الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتأثير ذلك في كفاءة أسواق رأس المال (غنيم، ٢٠١٣؛ إسماعيل، ٢٠١٦؛ Chong *et al.*, 2017).

وقد قامت دراسة (Fosu (2016 من خلال الاعتماد على نظرية الوكالة بتقييم المدى الذي يكون فيه عدم تماثل المعلومات محددًا مهمًا لقيمة الشركة، وإلى أي مدى تكون هذه العلاقة مشروطة بمستوى الرافعة المالية للشركات، وقد أشارت النتائج إلى أن عدم تماثل المعلومات يؤثر سلباً في قيمة الشركة، وأن هذا التأثير يتناقض مع زيادة درجة الرافعة المالية. وفي السياق ذاته كشفت دراسة (Huynh *et al.* (2020) عن التأثير السلبي لعدم تماثل المعلومات في قيمة الشركات الفيننامية، كما أوضحت النتائج – أيضاً – ارتفاع درجة كل من عدم تماثل المعلومات والرافعة المالية في الشركات الفيننامية مقارنة بالبلدان المتقدمة الأخرى، وأن زيادة درجة الرافعة المالية يمكن أن تؤدي دوراً محدوداً في التخفيف من التأثير السلبي لعدم تماثل المعلومات في قيمة الشركات.

ويتفق الباحثون مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة من وجود علاقة عكسية بين درجة عدم تماثل المعلومات وقيمة الشركة، وأن التوسع في الإفصاحات الاختيارية – بما يتضمن الإفصاحات السردية – من شأنه الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات، إلا أن اقتران درجة عدم تماثل المعلومات بنغمة الإفصاح السردية قد يترتب عليه نتائجاً مغايرة عند دراسة تأثيرهما المشترك في قيمة الشركة، وهو ما سيتناوله الباحثون في الجزئية التالية.

٢-٣ الدور المشترك لنغمة الإفصاح وعدم تماثل المعلومات في تحديد قيمة الشركة:

قامت بعض الدراسات بفحص مدى وجود ارتباط بين درجة عدم تماثل المعلومات والإفصاحات السردية للشركات، وقدمت الأدلة على أن تعقيد الإفصاحات السردية يؤدي إلى انخفاض نشاط التداول (Miller, 2010; Bagheri *et al.*, 2018) وتشتت أكبر ودقة أقل في

تنبؤات المحللين بالأرباح (Aymen *et al.*, 2018). كما حاولت دراسة (Guay *et al.* (2016) بحث العلاقة بين مدى تعقيد التقارير السنوية والإفصاحات الاختيارية اللاحقة للمديرين.

ويرتبط ارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات بزيادة تعقيد الإفصاحات السردية، وهو ما يجعل من الصعب على المستثمرين تقييم الشركة وأدائها الحالي والمستقبلي، وكلما ازدادت درجة عدم تماثل المعلومات كلما زادت علاوة المخاطر التي يطلبها السوق مما يخفض من أسعار الأسهم ويزيد من تكلفة رأس المال (الطحان، ٢٠١٨؛ Elsayed and Elshandidy, 2020).

وعليه يمكن استنتاج أن مديري الشركات التي تعاني بدرجة كبيرة من عدم تماثل المعلومات يمتلكون دافعا أقوى للحد من درجة عدم تماثل المعلومات مقارنة بمديري الشركات ذات القدر الأقل من عدم تماثل المعلومات، وهو ما يجعلهم يرغبون في جعل نغمة إفصاحاتهم أكثر إعلامية، مما يوفر للمستثمرين المرتقبين رؤية أوضح لقيمة الشركة ومن ثم إمكانية التنبؤ بأدائها في المستقبل بشكل أكثر دقة، وفي المقابل فإن الاستخدام المتعمد من قبل المديرين لنغمة الإفصاح في تضليل المستثمرين يزيد من درجة عدم تماثل المعلومات، مما يوفر لهم مساحة أكبر لتثويته تصورات المستثمرين، وبالتالي يلجأ مديرو الشركات ذات الأداء الضعيف إلى استخدام نغمة إفصاح أكثر إيجابية في ظل درجة أعلى من عدم تماثل المعلومات.

ويختلف هذا البحث عن الدراسات السابقة التي ركزت غالبيتها على بحث علاقة نغمة الإفصاح بالأداء المالي؛ سواء بشكل مباشر أو من خلال توسط أحد المتغيرات السياقية، حيث يحاول هذا البحث اكتشاف الحلقة المفقودة لتأثير درجة عدم تماثل المعلومات في العلاقة بين نغمة الإفصاح السردية وقيمة الشركة، ومن المتوقع أن يسهم ارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات في تعزيز تلك العلاقة، وهو ما يمكن صياغته من خلال الفرض الثاني:

H02: لا يوجد تأثير معنوي لدرجة عدم تماثل المعلومات في تعديل العلاقة بين نغمة الإفصاح السردية بالتقرير السنوي وقيمة الشركات محل الدراسة.

٣- منهجية الدراسة الميدانية:

٣-١ متغيرات الدراسة وطرق قياسها:

توصلت الدراسة النظرية في الجزء السابق إلى وجود علاقة بين نغمة الإفصاح السردي وبين قيمة الشركة، كما توصلت إلى إمكانية تأثير درجة عدم تماثل المعلومات في تعديل العلاقة بين نغمة الإفصاح السردي وقيمة الشركة. وفي ضوء ذلك يتمثل المتغير التابع في قيمة الشركة أما المتغير المستقل فهو نغمة الإفصاح السردي، في حين تمثل درجة عدم تماثل المعلومات المتغير المعدل للعلاقة بين نغمة الإفصاح السردي وقيمة الشركة.

لقد استخدمت كثير من الدراسات السابقة عدة مقاييس محاسبية لتقييم الشركات مثل: العائد على الأصول؛ والعائد على حقوق الملكية؛ والعائد على المبيعات؛ وربحية السهم؛ وتوزيعات الأرباح، كما حاول البعض الآخر المقارنة بين تلك المقاييس التقليدية التي تستند إلى الأرباح ومقاييس القيمة المضافة مثل: القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة (Garvey and Milbourn, 2000; Zaima, Turetsky and Cochran, 2005; De wet, 2005)، وسترکز الدراسة الحالية على مؤشر القيمة السوقية المضافة Market Value Added (MVA) كمقياس لقيمة الشركة من المنظور الخارجي.

وتعد القيمة السوقية المضافة من أكثر المقاييس استخداماً في قياس قيمة الشركة من المنظور الشامل، فهي لا تعكس فقط ثروة المساهمين؛ ولكنها تعكس أيضاً تقييم السوق لصافي القيمة الحالية للشركة ككل (Nakhaei, 2016)، وهي تمثل الفرق بين القيمة الحالية للشركة (القيمة السوقية لأسهم الشركة) والقيمة الدفترية لحقوق الملكية.

وتمثل القيمة الموجبة لهذا المقياس مقدار الثروة التي تم إضافتها للمساهمين، في حين تمثل القيمة السالبة للمقياس ذاته مقدار رأس المال المهدر من قبل الإدارة (Alipour and Pejman, 2015). ومن ثم يتوقف نجاح الشركة على مقدار القيمة التي أضافتها إلى رأس مالها المستثمر، ويرتبط مقياس القيمة السوقية المضافة بقدرة الشركة على تحقيق قيمة في المستقبل، لذا يعد هذا المقياس - من وجهة نظر المستثمرين - من أفضل مقاييس الأداء الخارجي للشركة.

أما بالنسبة للمتغير المستقل في هذا البحث فيتمثل في نغمة الإفصاح السردي، وتعد نغمة الإفصاح مفهوماً واسعاً يتكون من عدة أبعاد؛ حيث ركزت بعض الدراسات السابقة على المصطلحات المستخدمة لتحديد النغمة والتي يمكن قياسها باستخدام القواميس مثل: الفعالية؛ المشاركة؛ التأكد؛ التفاؤل؛ الإيجابية؛ الواقعية (Wisniewski and Yekini, 2015; Craig and Amernic, 2018; Fisher et al., 2019). في حين ركزت دراسات أخرى على النغمة الإيجابية أو على الفرق بين النغمة الإيجابية والسلبية والتي يطلق عليها النغمة الصافية (Feldman et al., 2014; Li, 2010; Craig et al., 2013; Huang et al., 2010; Li, 2010). وللمقارنة مع الدراسات السابقة وثيقة الصلة مثل دراسة (Li, 2010) ودراسة (Huang et al., 2014) سيتم تعريف النغمة في هذا البحث على أنها النغمة الصافية.

وتماشياً مع النهج المستخدم في دراسة (Li (2010) تم قياس نغمة الإفصاح السردى عن طريق إعطاء القيمة (١) لكل جملة تم ترميزها على أنها إيجابية Positive، والقيمة (-١) لكل جملة تم ترميزها على أنها سلبية Negative، والقيمة (٠) لكل جملة تم ترميزها على أنها محايدة Neutral. ثم حساب النغمة الصافية (متوسط النغمة) للتقرير السنوي عن طريق إيجاد المتوسط الحسابي لجميع الجمل بهذا التقرير من خلال المعادلة التالية:

$$TONE_{i,t} = \frac{1}{K_i} (POS_{i,t} * 1 + NEU_{i,t} * 0 + NEG_{i,t} * -1)$$

ويمكن اختصار المعادلة السابقة على النحو التالي:

$$TONE_{i,t} = \frac{1}{K_{i,t}} (POS_{i,t} - NEG_{i,t})$$

حيث:

$TONE_{i,t}$: النغمة الصافية للتقرير i للسنة t

$POS_{i,t}$: عدد الجمل الإيجابية بالتقرير i للسنة t

$NEU_{i,t}$: عدد الجمل المحايدة بالتقرير i للسنة t

$NEG_{i,t}$: عدد الجمل السلبية بالتقرير i للسنة t

$K_{i,t}$: إجمالي عدد الجمل في التقرير i للسنة t ($POS_{i,t} + NEU_{i,t} + NEG_{i,t}$)

كما تناول البحث الحالي بعض المتغيرات الرقابية التي ترتبط بنغمة الإفصاح وقيمة الشركة، وتتضمن هذه المتغيرات كل من: ربحية السهم (Earnings Per Share (EPS)، حجم الشركة (Size)، عمر الشركة (AGE)، عمليات الاندماج والاستحواذ (Mergers and Acquisitions (M&A)، كما تم التحكم في قابلية التقرير للقراءة بمقاسة بحجم أو طول التقرير (Length). ويرى Li (2008) أن الأرباح تكون أكثر ثباتاً كلما كانت التقارير السنوية أكثر قابلية للقراءة، ومن ثم يمكن للمستثمرين تحديد قيمة الشركة بدقة، في حين أن زيادة حجم التقرير السنوي تؤدي إلى انخفاض قابلية قراءته لاستهلاكه كثير من الوقت والجهد، فقد يصرف التقرير الطويل انتباه المستثمرين عن استخدامه الاستراتيجي من قبل المديرين كأداة لإخفاء النتائج المالية السيئة.

وفيما يتعلق بمتغير عدم تماثل المعلومات - كمتغير معدل - فقد استخدمت الدراسات السابقة عدة مؤشرات لقياس درجة عدم تماثل المعلومات، مثل: فرق السعر النسبي للسهم (الطحان، ٢٠١٨)؛ وهامش العرض - الطلب (عفيفي، ٢٠١٤؛ Brünner, 2019)، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Majumder *et al.*, 2021; Tekin, 2021)؛ وتقلب الأرباح وتقلب عائد السهم (Ellahie and Peng, 2021; García Lara *et al.*, 2014).

وسيتم الاعتماد في البحث الحالي على مؤشر التقلب في عائد السهم Stock Return Volatility (SRV) لقياس متغير درجة عدم تماثل المعلومات. ويتم حساب هذا المؤشر بإيجاد المتوسط الحسابي لعائد السهم خلال الخمس سنوات، وعن طريق طرح هذا المتوسط من عائد السهم لكل سنة يتم حساب الانحراف السنوي، ثم يتم حساب التباين من خلال قسمة حاصل جمع مربع الانحراف السنوي ÷ ٥ سنوات، وإيجاد الجذر التربيعي للتباين نحصل على الانحراف المعياري.

والخطوة التالية هي ترميز متغيرات الدراسة وتحديد كيفية قياسها وهو ما يوضحه الجدول رقم (١):

جدول رقم (١): ترميز وقياس متغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	الرمز	طريقة القياس
القيمة السوقية المضافة (*)	MVA	اللوغاريتم الطبيعي لـ (عدد الأسهم المصدرة × سعر إقبال السهم - القيمة الدفترية لحقوق الملكية)
النغمة الصافية	TONE	المتوسط الحسابي لعدد الجمل الإيجابية والحيادية والسلبية
النغمة غير العادية	AB-TONE	بواقي نموذج الانحدار للنغمة الصافية
التقلب في عائد السهم	SRV	الانحراف المعياري لتباين عوائد الأسهم خلال خمس سنوات
ربحية السهم	EPS	صافي الربح بعد الضرائب مقسوماً على عدد الأسهم
حجم الشركة	Size	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول
عمر الشركة	Age	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ تأسيس الشركة
عمليات الاندماج والاستحواذ	M&A	متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا أجرت الشركة عمليات اندماج أو استحواذ والقيمة (٠) بخلاف ذلك
قابلية التقارير للقراءة	Length	اللوغاريتم الطبيعي لعدد الكلمات بالتقرير السنوي

(المصدر: من إعداد الباحثين)

٢-٣ تصميم البحث:

تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد والانحدار الهرمي (Memonn *et al.*, 2019) لاختبار فروض البحث، ومن أجل اختبار الفرضية الأولى (H_{01}) والتي تسعى للتحقق من معنوية تأثير نغمة الإفصاح السردية بالتقارير السنوية في قيمة الشركة؛ تم صياغة نموذج الانحدار الأول على النحو التالي:

نموذج الانحدار الأول:

$$MVA = \beta_0 + \beta_1 TONE + \beta_2 EPS + \beta_3 Size + \beta_4 Age + \beta_5 M\&A + \beta_6 Length + \varepsilon$$

ويشير المعامل الجوهري الموجب للنغمة الصافية (β_1) إلى أن نغمة التقرير السنوي تحتوي على معلومات حول الفرص المتاحة للشركة، وفي هذه الحالة ستوفر النغمة معلومات إضافية لفهم قيمة الشركة بشكل أفضل. وفي المقابل يشير المعامل غير الجوهري أو السالب إلى ارتباط النغمة

(*) لحساب القيمة السوقية للأسهم تم الاعتماد على سعر الإقبال في ١٢/٣١ من كل عام نظراً لتغير هذا السعر بالبورصة بشكل يومي بالإضافة إلى تغير عدد الأسهم المصدرة خلال السنة الواحدة لبعض الشركات.

د. أكرم خليفة إبراهيم؛ د. أبو الحمد مصطفى صالح؛ د. نبيل ياسين أحمد

المبالغ فيها بالأداء السيئ للشركة، بما يعني استخدام المديرين لتلك النغمة في التلاعب بتصورات ذوي المصلحة.

والمقياس البديل لنغمة التقرير السنوي هو النغمة غير العادية، وتماشياً مع النهج المستخدم في دراسة (Huang *et al.* (2014) يتم تحديد النغمة غير العادية على أنها البواقي في نموذج الانحدار الذي يتضمن النغمة الصافية، حيث يتم استبدال النغمة الصافية (TONE) في النموذج الأول بالنغمة غير العادية (AB_TONE)، وذلك على النحو التالي:

$$MVA = \beta_0 + \beta_1 AB-TONE + \beta_2 EPS + \beta_3 Size + \beta_4 Age + \beta_5 M\&A + \beta_6 Length + \varepsilon$$

فإذا كان معامل النغمة غير العادية (β_1) موجباً ومتسقاً مع معامل النغمة الصافية فإن ذلك يدعم فرضية المحتوى المعلوماتي الإضافي لنغمة التقرير السنوي واستخدامها في نقل المعلومات المرتبطة بالفرص المتاحة للشركة، وبخلاف ذلك فإنه يمكن استنتاج استخدام تلك النغمة بشكل استراتيجي للتأثير في تصورات الأطراف الخارجية بشأن قيمة الشركة.

ولاختبار الفرضية الثانية (H_{02}) التي تسعى للتحقق من مدى اختلاف تأثير نغمة الإفصاح السردية في قيمة الشركة عند مستويات مختلفة من عدم تماثل المعلومات، يتم تعديل نموذج الانحدار الأول ليتضمن متغير درجة عدم تماثل المعلومات في المرحلة الأولى والتفاعل بين هذا المتغير ونغمة الإفصاح السردية في المرحلة الثانية، وقد استخدم البحث الحالي معدل تقلب عائد السهم (SRV) كمتغير عن تماثل المعلومات.

ومن ثم تضمنت المرحلة الأولى إضافة مؤشر عدم تماثل المعلومات لنموذج الانحدار الأول بهدف اختبار التأثير المستقل لدرجة عدم تماثل المعلومات في القيمة السوقية المضافة، وذلك من خلال صياغة نموذج الانحدار الثاني على النحو التالي:

نموذج الانحدار الثاني:

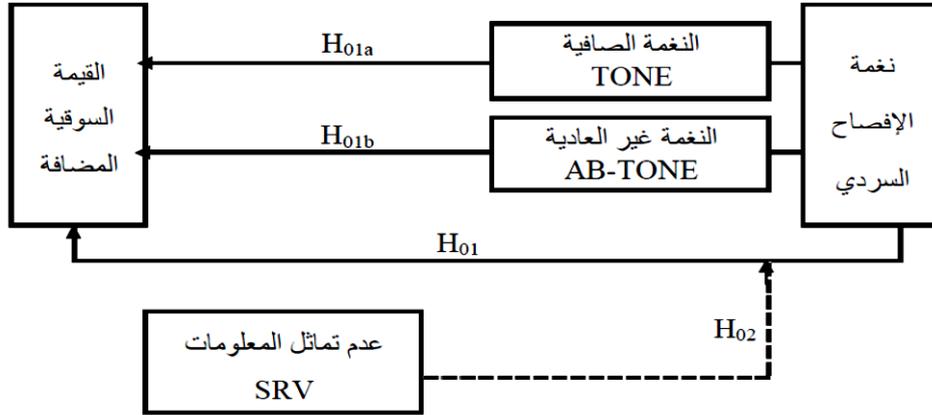
$$MVA = \beta_0 + \beta_1 TONE + \beta_2 SRV + \beta_3 EPS + \beta_4 Size + \beta_5 Age + \beta_6 M\&A + \beta_7 Length + \varepsilon$$

والمرحلة الثانية هي اختبار التأثير المشترك للتفاعل بين نغمة الإفصاح ودرجة عدم تماثل المعلومات، وذلك من خلال صياغة نموذج الانحدار الثالث على النحو التالي:

نموذج الانحدار الثالث:

$$MVA = \beta_0 + \beta_1 TONE + \beta_2 SRV + \beta_3 (TONE*SRV) + \beta_4 EPS + \beta_5 Size + \beta_6 Age + \beta_7 M\&A + \beta_8 Length + \varepsilon$$

ويوضح الشكل رقم (١) متغيرات البحث الرئيسية وفروض الدراسة:



شكل رقم (١): المتغيرات الرئيسية وفروض الدراسة

(المصدر: من إعداد الباحثين)

٣-٣ عينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في التقارير السنوية لجميع الشركات المقيدة بمؤشر EGX100 عن الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٠، والتي شهدت تطوراً ملحوظاً في الإفصاحات السرديّة سواء بالإفصاحات المتممة للقوائم المالية أو في شكل تقارير منفصلة، ونظراً لدخول وخروج بعض الشركات من هذا المؤشر فقد تم الاعتماد فقط على التقارير السنوية للشركات التي استمر قيدها في هذا المؤشر طوال فترة الدراسة، كما تم استبعاد الشركات التي تنتمي للقطاع المالي لاختلاف طبيعة الإفصاحات بتقاريرها عن الشركات غير المالية، إضافة إلى أن محددات قيمة وأداء الشركات المالية تختلف أيضاً عن تلك الخاصة بالشركات غير المالية.

وحيث أن الشركات المقيدة بمؤشر EGX100 تقوم بنشر تقاريرها السنوية بتنسيقات مختلفة – ملفات Word وملفات Excel وملفات PDF وملفات ممسوحة ضوئياً – لذا تم تحويل تلك التقارير إلى ملفات Word، ونتيجة وجود أخطاء في شكل الكتابة عند تحويل بعض التقارير – خاصة الممسوحة ضوئياً – فقد تم استبعاد الشركات التي تحتوي تقاريرها على أخطاء تحويل، ومن ثم أصبحت العينة النهائية مكونة من ٤٣ شركة بإجمالي عدد مشاهدات ٢١٥ مشاهدة.

جدول رقم (٢): عينة الدراسة

النسبة	عدد المشاهدات	عدد الشركات	بيان
١٠٠٪	٥٠٠	١٠٠	العينة المبدئية
٧٢٪	٣٨٠	٧٢	العينة بعد استبعاد كل من الشركات التي لا يتوافر لها سلسلة بيانات كاملة والشركات المالية
٤٣٪	٢١٥	٤٣	العينة بعد استبعاد التقارير التي بها أخطاء تحويل

(المصدر: من إعداد الباحثين)

٣-٤ بيانات الدراسة:

ركزت كثير من الدراسات السابقة على نغمة الإفصاح السردى ببعض التقارير مثل: مناقشات وتحليلات الإدارة وخطاب رئيس مجلس الإدارة وتقرير الاستدامة وتقرير المسؤولية الاجتماعية للشركات، وتسعى الورقة البحثية الحالية إلى استخدام نغمة الإفصاح السردى بكامل التقارير السنوية، وذلك لسببين: أولهما تباين الشركات في عدد التقارير التي تقوم بنشرها، فقد يتم الإفصاح عن المعلومات السردية نفسها في تقرير منفصل أو ضمن القوائم المالية والإيضاحات المتممة لها، ومن ثم قد يكون من غير المناسب استخدام تقرير واحد فقط أو عدد محدد من التقارير السنوية.

والسبب الآخر تفضيل بعض الدراسات الحديثة استخدام الإفصاحات السردية للتقارير السنوية بأكملها، حيث تدعم دراسة (Loughran and Mcdonald 2011) ودراسة Buchholz *et al.* (2018) استخدام نغمة التقارير السنوية بأكملها، ولقد أثبتت دراسة Loughran and Mcdonald (2011) عدم كفاية محتوى تقرير مناقشات وتحليلات الإدارة مقارنة بكامل التقارير السنوية لتقييم نغمة الإفصاح بوضوح، ولهذين السببين سيتم تحليل نغمة الإفصاح السردى بالبحث الحالي من خلال مراجعة كافة التقارير التي تنشرها الشركات بدلاً من الاعتماد على جزء معين من التقارير السنوية.

تم استخدام طريقة الترميز اليدوية لتحديد نوعية النغمة مع الاستعانة ببعض أدوات برنامج Excel، حيث إن البرمجيات التي يتم استخدامها في هذا الصدد صممت في الأساس للتقارير المعدة باللغة الإنجليزية ولا تصلح للتقارير المعدة باللغة العربية. وبعد تحويل كافة تنسيقات التقارير إلى ملف بصيغة Word تم حذف جميع البيانات الرقمية والعناوين والجداول والرسوم البيانية وتقارير المراجعة والإبقاء فقط على الإفصاحات السردية، ثم تم نسخ البيانات السردية إلى خلية واحدة في ورقة Excel. ومن خلال استخدام وظيفة تحويل النص إلى أعمدة Text to Columns بقائمة Data وأداة إكسل الإضافية "Kutools for Excel" تم تقسيم النص داخل الخلية الواحدة إلى عدة جمل بناءً على علامات الترقيم (الفاصلة والنقطة). ثم تم تصنيف كل جملة إلى فئة من ثلاث فئات من النغمة (إيجابية، محايدة، وسلبية) اعتماداً على معنى الجملة.

وفيما يتعلق بمصادر البيانات فقد تم الاعتماد بالكامل على مصادر البيانات الثانوية، وذلك من خلال اللجوء للتقارير السنوية المنشورة على المواقع الإلكترونية للشركات وموقع مباشر مصر، بالإضافة إلى القوائم المالية والإيضاحات المتممة لها والمؤشرات التحليلية عن الشركات التي توفرها الهيئة العامة للرقابة المالية من خلال موقعها الإلكتروني.

٥-٣ تحديد صلاحية المقاييس ونماذج الانحدار:

قبل إجراء تحليل الانحدار تم فحص التوزيع الطبيعي للمتغير التابع (القيمة السوقية المضافة) عن طريق اختبار K-S (Kolmogrov-Sminrov)، وذلك لتحديد مدى جودة نماذج الانحدار، وقد بلغت القيمة الإحصائية لهذا الاختبار (٠,٠٤٢) بمستوى معنوية يزيد عن ٠,٠٥، وهو ما يعكس أن قيم مؤشر القيمة السوقية المضافة تتوزع توزيعاً طبيعياً.

كما تم فحص مدى وجود ارتباطات خطية متداخلة Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة من عدمه عن طريق حساب معامل تضخم التباين (VIF) Variance inflation factor، وكلما زادت قيمة هذا المعامل عن القيمة (٣) كلما دل ذلك على احتمال وجود مستوى مرتفع من الارتباطات المتداخلة، أما إذا زاد هذا المعامل عن القيمة (١٠) فإن هذا يعني أن وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد أصبح أمراً مؤكداً.

جدول رقم (٣): نتائج اختبار VIF للارتباطات المتداخلة

إحصائيات التعددية الخطية		المتغيرات المستقلة
VIF	Tolerance	
٢,١٤٣	٠,٥٩٣	نغمة الإفصاح الصافية TONE
١,٨٣٣	٠,٦٩٣	نغمة الإفصاح غير العادية AB-TONE
٢,٣٢٤	٠,٥٤٧	معدل تقلب عائد السهم SRV
١,٥٧٤	٠,٨٠٢	ربحية السهم EPS
١,٥٤٨	٠,٨١٨	حجم الشركة Size
١,٤٠٢	٠,٩٠٦	عمر الشركة Age
١,٥٥٢	٠,٨١٨	عمليات الاندماج والاستحواذ M&A
٢,٠٢٦	٠,٦٣٧	قابلية التقارير للقراءة Length

(المصدر: من إعداد الباحثين بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

ويتضح من الجدول رقم (٣) أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) جاءت أقل من (٣) لجميع المتغيرات المستقلة؛ حيث بلغت أعلى قيمة (٢,٣٢٤) وأقل قيمة (١,٤٠٢)، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباطات الخطية المتداخلة بين المتغيرات المستقلة.

٤- نتائج البحث:

يتناول الباحثون في هذا الجزء بالشرح والتحليل نتائج الإحصاءات الوصفية ونتائج اختبارات الفروض على النحو التالي:

٤-١ نتائج الإحصاءات الوصفية:

يعرض الجدول رقم (٤) ملخصاً لنتائج الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة لعدد ٤٣ شركة خلال ٥ سنوات بإجمالي عدد مشاهدات ٢١٥ مشاهدة.

جدول رقم (٤): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	الوسيط	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
القيمة السوقية المضافة	٢١٥	-٨,٢٤	١٢,٨٦	٣,٠٥١	٤,٠٨٧	٢,١٠٨
نغمة الإفصاح الصافية	٢١٥	٠,١٦	٠,٣٧	٠,٢٠٠	٠,٢٠٦	٠,١٩٧
معدل تقلب عائد السهم	٢١٥	٠,٠٤	٠,٢٩	٠,١٠٨	٠,١٢٤	٠,٠٧٤
ربحية السهم	٢١٥	-٠,٠٢	٢,١٥	٠,٠٦٩	٠,١٦٩	٠,٦٣٥
حجم الشركة	٢١٥	٥,٨٧	١٨,٢٦	١٢,٤٣٣	١٣,٥١٣	١,٦١٤
عمر الشركة	٢١٥	٢,٩٩	٤,٧٨	٣,٩١٢	٤,١٥٦	٢,٧٥٩
عمليات الاندماج والاستحواذ	٢١٥	٠	١	٠	٠,٠٠١	٠,٠٢١
قابلية التقارير للقراءة	٢١٥	٤,٦١	٥,٥٢	٥,٠٨٤	٥,١٥٧	٠,٧٤٥

(المصدر: من إعداد الباحثين بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

يتضح من الجدول رقم (٤) ما يلي:

- بلغ متوسط مؤشر القيمة السوقية المضافة لشركات العينة ٤,٠٨٧ بانحراف معياري ٢,١٠٨.
- بلغ متوسط النغمة الصافية ٠,٢٠٦ بانحراف معياري ٠,١٩٧ ويقترب هذا المتوسط جداً من قيمة الوسيط ٠,٢٠٠.
- بلغ الوسط الحسابي لمتغير معدل تقلب عائد السهم ٠,١٢٤ بانحراف معياري ٠,٠٧٤.

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية (م، ٤، ١٤، ج ٢، يناير ٢٠٢٣)

د. أكرم خليفة إبراهيم؛ د. أبو الحمد مصطفى صالح؛ د. نبيل ياسين أحمد

- بشكل عام يوجد تجانس في توزيع قيم متغيرات الدراسة باستثناء متغيرات القيمة السوقية المضافة وحجم الشركة وعمر الشركة حيث كان التشتت فيهما كبيراً (الانحراف المعياري أكبر من الواحد الصحيح).

ويعرض الجدول رقم (٥) معاملات الارتباط للمتغيرات الرئيسية في هذا البحث:

جدول رقم (٥): مصفوفة الارتباط الخطي البسيط

	8	7	6	5	4	3	2	1	
	READ	M&A	AGE	SIZE	EPS	SRV	Tone	MVA	
1								١	1
2							١	*٠,٦٩٧	2
3						١	*٠,٢٩٢-	٠,٥٠١	3
4					١	٠,٢١٨ -	**٠,١٧٥	**٠,٠٦٤	4
5				١	٠,٠٤٢-	**٠,٤٠٢	**٠,٤٥٩	*٠,٦٦١	5
6			١	*٠,٣٠٠	٠,٠٠٨-	٠,٢١٢	٠,٤٤٧	٠,٥٣٦	6
7		١	٠,٠٠٩-	*٠,٢٥٧-	٠,٠٣٦	٠,٠٦٠ -	٠,٠١٤	٠,١٤٢ -	7
8	١	٠,٠٩٢-	*٠,٢٧٢	٠,١٢٠	٠,٠٢٨-	٠,٠٧٧	**٠,٠٦٠	*٠,٠٧٩ -	8

** ارتباط معنوي عند مستوى ٠,٠١ * ارتباط معنوي عند مستوى ٠,٠٥

(المصدر: من إعداد الباحثين بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

ويوضح الجدول رقم (٥) أن الشركات التي تشهد ارتفاعاً في ربحية السهم والشركات كبيرة الحجم والشركات التي لديها حجم أكبر للتقارير ترتبط ارتباطاً جوهرياً موجباً بنغمة الإفصاح السردية (نغمة مرتفعة)، حيث بلغت معاملات الارتباط لهذه المتغيرات الثلاث ٠,١٧٥ و ٠,٤٥٩ و ٠,٠٦٠ على الترتيب عند مستوى معنوية ٠,٠١. في حين أن الشركات التي لديها تقلبات أعلى في عائد السهم ترتبط ارتباطاً جوهرياً سالباً بنغمة الإفصاح السردية (نغمة منخفضة)، حيث بلغ معامل الارتباط - ٠,٢٩٢ عند مستوى معنوية ٠,٠٥.

كما يتضح من الجدول رقم (٥) وجود ارتباط جوهري موجب بين مؤشر القيمة السوقية المضافة وبين كل من: نغمة الإفصاح السردية وحجم الشركة بمعاملات ارتباط ٠,٦٦١ و ٠,٦٩٧ على التوالي عند مستوى معنوية ٠,٠٥؛ و ربحية السهم بمعامل ارتباط ٠,٠٦٤ عند مستوى معنوية ٠,٠١، كما يوجد ارتباط جوهري سالب بين مؤشر القيمة السوقية المضافة والقابلية للقراءة بمعامل

د. أكرم خليفة إبراهيم؛ د. أبو الحمد مصطفى صالح؛ د. نبيل ياسين أحمد

ارتباط -٠,٠٧٩ عند مستوى معنوية ٠,٠٥، في حين أن العلاقة بين مؤشر القيمة السوقية المضافة لم تكن جوهرية بالنسبة لباقي المتغيرات.

٢-٤ نتائج اختبارات الفروض:

١-٢-٤ نتائج اختبار الفرض الأول:

للإجابة عن السؤال الثاني القائل: "هل يوجد تأثير جوهرى لنغمة الإفصاح السردى في قيمة الشركات محل الدراسة؟" استخدم الباحثون أسلوب الانحدار المتعدد لدراسة القدرة التأثيرية للنغمة الصافية في قيمة الشركة (H01a)، والقدرة التأثيرية للنغمة غير العادية في قيمة الشركة (H01b). ويعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد بين النغمة الصافية للإفصاح السردى ومؤشر القيمة السوقية المضافة.

جدول رقم (٦): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول - النغمة الصافية

المتغير التابع	المتغيرات المفسرة Predictors	معاملات الانحدار	قيمة (ت) t-value
القيمة السوقية المضافة MVA	النغمة الصافية	* ٠,٠٢٥	٢,٢٤٩
	ربحية السهم	** ٠,٠١٠	٥,٧٤٥
	حجم الشركة	* ٠,٠٣٢	٢,٣٩٦
	عمر الشركة	٠,٠٣٠	٠,٩٦٩
	الاندماج والاستحواذ	٠,٠٠٢ -	٠,٦٤٩ -
	القابلية للقراءة	* ٠,٠٠٢ -	٢,١٧٧ -
العدد (N): ٢١٥	ثابت الانحدار Constant: -٠,٦٣٣		
معامل الارتباط R: ٠,٣٩٨	قيمة R ² : ٠,٢٤٢	قيمة Adj. R ² : ٠,٢٢٥	
قيمة F: ١٥,٥٦٩	معامل معنوية النموذج (F Sig.): ٠,٠٠٠		

** معنوي عند مستوى ٠,٠١ * معنوي عند مستوى ٠,٠٥
(المصدر: من إعداد الباحثين بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

يتضح من الجدول رقم (٦) ما يلي:

- تؤكد إشارات المعلمات علاقة الارتباط الجوهرية الموجبة بين القيمة السوقية المضافة وكل من: نغمة الإفصاح وحجم الشركة عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وربحية السهم عند مستوى معنوية ٠,٠١، في حين توجد علاقة ارتباط جوهرية سالبة بين القيمة السوقية المضافة والقابلية للقراءة عند مستوى معنوية ٠,٠٥.
- يشير معامل التحديد (R²) إلى أن المتغيرات المستقلة ذات التأثير الجوهرى تفسر معاً حوالي ٢٤,٢٪ من التباين في القيمة السوقية المضافة.
- يشير معامل جوهرية النموذج (F Sig.) إلى جوهرية النموذج ككل عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠١.

والنتيجة السابقة تدعم المحتوى المعلوماتي الإضافي لنغمة الإفصاح السردي، مما يعني وجود تأثير جوهري موجب لنغمة الإفصاح السردي في القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة. ويقدم الجدول رقم (٧) تأكيداً إضافياً لهذه النتيجة من خلال استبدال النغمة الصافية بالنغمة غير العادية مع بقاء باقي المتغيرات على حالها كما بالنموذج الأول.

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول - النغمة غير العادية

المتغير التابع	المتغيرات المفسرة Predictors	معاملات الانحدار	قيمة (ت) t-value
القيمة السوقية المضافة MVA	النغمة غير العادية	* ٠,٠٣٣	٢,٣٥٩
	ربحية السهم	** ٠,٠١١	٥,٩٦٠
	حجم الشركة	* ٠,٠٣٤	٢,٣٩٧
	عمر الشركة	٠,٠٣٦	١,٠٩٣
	الاندماج والاستحواذ	٠,٠٠٤ -	٠,٧٥٢ -
	القابلية للقراءة	* ٠,٠٠٤ -	٢,٤٠٧ -
العدد (N): ٢١٥	ثابت الانحدار Constant: ٠,٨٢٦ -		
معامل الارتباط R: ٠,٤١٨	قيمة R ² : ٠,٢٥١	قيمة Adj. R ² : ٠,٢٢٩	
قيمة F: ١٤,٩٢٤	معامل معنوية النموذج (F Sig.): ٠,٠٠٠		

** معنوي عند مستوى ٠,٠١ * معنوي عند مستوى ٠,٠٥

(المصدر: من إعداد الباحثين بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

ويتضح من الجدول رقم (٧) أن معامل النغمة غير العادية موجباً (٠,٠٣٣) وجوهرياً عند مستوى معنوية ٠,٠٥، وهو ما يتسق مع اتجاه وجوهري العلاقة بالنسبة لمعامل النغمة الصافية، مما يؤكد على المحتوى المعلوماتي الإضافي لنغمة الإفصاح السردي وتأثيرها في القيمة السوقية المضافة للشركات محل الدراسة.

٢-٢-٤ نتائج اختبار الفرض الثاني:

للإجابة عن السؤال الثالث القائل: "هل تؤدي درجة عدم تماثل المعلومات دوراً معدلاً في العلاقة بين نغمة الإفصاح السردي وقيمة الشركات محل الدراسة؟"؛ استخدم الباحثون أسلوب الانحدار الهرمي. ويوضح الجدول رقم (٨) نتائج اختبار الفرض الثاني (H₀₂) الذي يسعى للتحقق من مدى دعم درجة عدم تماثل المعلومات لتأثير نغمة الإفصاحات السردية في قيمة الشركة.

جدول رقم (٨): نتائج تحليل الانحدار الهرمي ذو المتغيرات المعدلة

F Sig.	F	ΔR^2	R^2	المتغير التابع (القيمة السوقية المضافة)		المتغيرات المفسرة Predictors	النموذج
				Sig.	β		
٠,٠٠٠	١٥,٥٦٩	----	٠,٢٤٢	٠,٠٢٦	٠,٠٢٥	النعمة الصافية	الأول
				٠,٠٠٠	٠,٠١٠	ربحية السهم	
				٠,٠٢١	٠,٠٣٢	حجم الشركة	
				٠,١٠٧	٠,٠٣٠	عمر الشركة	
				٠,٤٥٩	٠,٠٠٢ -	الاندماج والاستحواذ	
				٠,٠٣١	٠,٠٠٢ -	قابلية التقارير للقراءة	
٠,٠٠٠	٢٢,٦٢٨	٠,٢٥٢	٠,٤٩٤	٠,٠٣٧	٠,٠١٨	النعمة الصافية	الثاني
				٠,٠٠٠	٠,٠٢٢ -	التقلب في عائد السهم	
				٠,٠٠٠	٠,٠٠٦	ربحية السهم	
				٠,٠٣٤	٠,٠٣٠	حجم الشركة	
				٠,٣٤٧	٠,٠٢٩	عمر الشركة	
				٠,٥٨٤	٠,٠٠١ -	الاندماج والاستحواذ	
				٠,٠٣٩	٠,٠٠٣ -	قابلية التقارير للقراءة	
٠,٠٠٠	٢٦,٧٨٤	٠,٠٦٧	٠,٥٦١	٠,٠٤٢	٠,٠١٧	النعمة الصافية	الثالث
				٠,٠٠٠	٠,٠١٩ -	التقلب في عائد السهم	
				٠,٠٠٠	٠,٠٧٥	التفاعل بين النعمة وتقلب عائد السهم	
				٠,٠٠١	٠,٠٠٧	ربحية السهم	
				٠,٠٤٣	٠,٠٢٥	حجم الشركة	
				٠,٤١٨	٠,٠٢٤	عمر الشركة	
				٠,٦٤٢	٠,٠١٤ -	الاندماج والاستحواذ	
				٠,٠٤٤	٠,٠٠١ -	قابلية التقارير للقراءة	

(المصدر: من إعداد الباحثين بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

يتضح من الجدول رقم (٨) ما يلي:

- يفسر النموذج الأول ٢,٤٤٪ من التباين في القيمة السوقية المضافة، وبعد إضافة متغير التقلب في عائد السهم ككنايب عن عدم تماثل المعلومات إلى النموذج الثاني أسهم ذلك في تفسير ٤,٤٩٪ من التباين، وبعد إضافة متغير التفاعل بين التقلب في عائد السهم ونغمة الإفصاح السردي إلى النموذج الثالث تم تفسير ١,٥٦٪ من التباين؛ بما يدل على أن متغير التفاعل أسهم في تفسير نسبة إضافية من التباين في القيمة السوقية المضافة بلغت ٦,٧٪.
- يشير معامل جوهريّة النماذج الثلاثة (F Sig.) إلى معنوية النموذج ككل عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠١.

ومن خلال النتائج المتحصل عليها من تحليل الانحدار الهرمي يمكن رفض صحة الفرض العدمي الثاني (H₀₂) القائل: "لا يوجد تأثير معنوي لدرجة عدم تماثل المعلومات في تعديل العلاقة بين نغمة الإفصاح السردي بالتقرير السنوي وقيمة الشركات محل الدراسة".

ويعرض الجدول رقم (٩) ملخصاً لنتائج اختبارات فروض البحث.

جدول رقم (٩): ملخص نتائج اختبارات الفروض

الفرض	المتغيرات الرئيسية	معامل الانحدار	هل تحقق الفرض العدمي؟
H _{01a}	المتغير التابع: قيمة الشركة المتغير المستقل: النغمة الصافية	*٠,٠٢٥	لا
H _{01b}	المتغير التابع: قيمة الشركة المتغير المستقل: النغمة غير العادية	*٠,٠٣٣	لا
H ₀₂	المتغير التابع: قيمة الشركة المتغير المستقل: التفاعل بين عدم تماثل المعلومات ونغمة الإفصاح السردي	**٠,٠٧٥	لا

**معنوي عند مستوى ٠,٠١ *معنوي عند مستوى ٠,٠٥

(المصدر: من إعداد الباحثين بالرجوع لمخرجات التحليل الإحصائي)

٥- مناقشة النتائج والاستنتاجات:

تناول هذا البحث القدرة التأثيرية لنغمة الإفصاح السردية في قيمة الشركة من خلال تطبيق الترميز اليدوي للأجزاء النصية من التقارير السنوية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وتظهر النتائج أن نغمة الإفصاح السردية - الصافية وغير العادية - تؤثر في قيمة الشركة من خلال نقل معلومات إضافية حول أداء الشركة، وبالإضافة إلى ذلك فإن القدرة التأثيرية لتلك النغمة أقوى في الشركات ذات الدرجة المرتفعة من عدم تماثل المعلومات.

ويسهم هذا البحث في أدبيات الإفصاح المحاسبي وقيمة الشركات من خلال توضيح تأثير نغمة الإفصاح السردية في قيمة الشركة وبصفة خاصة تحديد الدور المشترك لنغمة الإفصاح وعدم تماثل المعلومات في هذا التأثير، وقد اعتمد البحث على عينة مكونة من ٤٣ شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية، وتم استخلاص البيانات المرتبطة بمتغيرات البحث من خلال التقارير السنوية لتلك الشركات عن الفترة ما بين عامي ٢٠١٦-٢٠٢٠.

وقد اعتمد الباحثون على التقرير السنوي بكافة محتوياته وذلك حتى يتم حصر جميع المعلومات السردية التي تفصح عنها الشركات، وتنقسم المعلومات السردية إلى سرد وصفي يهتم بعرض بيانات محددة عن الشركة مثل: الملاحظات المرافقة للقوائم المالية؛ وتقرير حوكمة الشركات؛ وتقرير المسؤولية الاجتماعية؛ وتقرير الاستدامة، أما النوع الآخر من المعلومات السردية فيصف الأحداث السردية مثل مناقشات وتحليلات الإدارة. وبشكل عام تعد التقارير السنوية للشركات المصرية أصغر حجماً مقارنة بتقارير شركات الدول المتقدمة، حيث بلغ متوسط عدد الكلمات لتقارير الشركات محل الدراسة ١٠٤٦٥ كلمة. في حين قامت دراسة (2008) Li بتوثيق عدد كلمات التقرير السنوي الأمريكي النموذجي والتي تبلغ ٣١٠٣٠ كلمة.

ويرى الباحثون أن هذا الاختلاف الكبير في حجم الإفصاحات السردية يرجع إلى مبادرة الدول المتقدمة بالإفصاح طواعية عن المعلومات السردية بتقاريرها السنوية، وما أعقبه من إصدار الهيئات المهنية لمجموعة من الإرشادات بشأن الإفصاح عن استدامة الشركات، وتعدى الأمر أبعد من ذلك مع إلزام الشركات في تلك الدول بالإفصاح عن تقرير الاستدامة وتقرير المسؤولية الاجتماعية والتقرير المتكامل، في حين لا تزال الشركات المصرية تفصح اختياريًا وبشكل محدود عن المعلومات السردية بتقرير المسؤولية الاجتماعية وتقرير الاستدامة، فضلاً عن عدم تبنيها التقرير المتكامل من الأساس.

وعلى الرغم من ذلك يوجد زيادة ملحوظة في حجم التقارير السنوية للشركات المصرية، فوفقاً لشركات العينة تزيد متوسط عدد الكلمات بالتقرير السنوي من ٨٥٩٧ كلمة في عام ٢٠١٦ إلى ١١٨٢٢ كلمة في عام ٢٠٢٠، وهذه الزيادة في الإفصاحات السردية قد تعكس اهتمام الهيئات الحكومية والمنظمات المهنية في مصر بشأن تطوير إفصاحات الشركات، بالإضافة إلى زيادة وعي الشركات المقيدة بالبورصة بأهمية الإفصاح الاختياري عن المعلومات السردية.

إن المتطلبات التنظيمية للهيئة العامة لسوق المال بشأن التوسع في الإفصاح غير المالي - مثل: قواعد الحوكمة، وقواعد القيد بالبورصة، والدليل الاسترشادي للإفصاح عن الاستدامة - بالإضافة إلى وجود ممارسات فعلية للتوسع في الإفصاح الاختياري غير المالي لبعض الشركات

المقيدة بالبورصة المصرية؛ نتج عنه زيادة كبيرة في عدد التقارير السنوية المفصح عنها كما تزايدت الإفصاحات النصية في تلك التقارير بشكل ملحوظ.

وقد أظهرت نتائج الإحصاءات الوصفية تبايناً كبيراً لشركات العينة فيما يتعلق بمؤشر القيمة السوقية المضافة، حيث تراوحت قيمة هذا المؤشر من - ٨,٢٤ إلى ١٢,٨٦ بمتوسط ٤,٠٨٧ وانحراف معياري ٢,١٠٨. وهذا التفاوت الكبير قد يرجع إلى احتواء العينة على عدة قطاعات اقتصادية مختلفة فيما بينها من حيث السعر السوقي لأسهمها وتكلفة رأس المال المملوك، كما أن تحقيق بعض القطاعات لقيمة سوقية مضافة موجبة والبعض الآخر لقيمة سوقية مضافة سالبة لا يمكن إرجاعه بالكامل إلى مستوى كفاءة وأداء الشركات في تلك القطاعات، فقد كان لجائحة COVID-19 آثار متباينة على قطاعات الاقتصاد المصري منذ نهاية عام ٢٠١٩ وحتى تاريخ تجميع بيانات الدراسة.

كما أظهرت نتائج الإحصاءات الوصفية قيماً موجبة لنغمة الإفصاح الصافية تراوحت ما بين ٠,١٦ إلى ٠,٣٧ بمتوسط ٠,٢٠٦، وهو ما يعني أن ٢٠,٦٪ من الجمل السردية بالتقرير السنوي كانت تحتوي على كلمات تحمل معاني إيجابية تفوق الجمل التي تحتوي على كلمات تحمل معاني سلبية. وهذا الأمر متوقع حيث غالباً ما تنزع الشركات إلى استخدام لهجة متفائلة لإرسال إشارات إلى المستثمرين عن متانة مركزها المالي وقيمتها السوقية المرتفعة أو لإخفاء بعض الحقائق المتعلقة بالتدهور في مستوى أدائها.

ويقترح الفرض الرئيس الأول (H_{01}) وجود تأثير جوهري موجب لنغمة الإفصاح في قيمة الشركات، وقد أظهرت نتائج اختبارات الفروض تأثيراً جوهرياً موجباً لنغمة الإفصاح الصافية (H_{01a}) ونغمة الإفصاح غير العادية (H_{01b}) في القيمة السوقية المضافة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٥، وهو ما يؤكد على أن كلا النوعين من نغمة التقارير السنوية للشركات محل الدراسة يعطي إشارات حول قيمة الشركة، لذا يجب على المستثمرين الاهتمام بهذه الإفصاحات واستخدامها كمؤشر لتحديد قيمة الشركة حالياً ومستقبلاً. وتقدم هذه النتيجة دعماً قوياً لنتائج الدراسات السابقة التي تناولت التأثير الموجب لمتغير نغمة الإفصاح (Feldman *et al.*, 2010; Li, 2010; Craig *et al.*, 2013; Huang *et al.*, 2014).

ويلاحظ من نتائج نموذج الانحدار الأول الانخفاض النسبي في القدرة التفسيرية لهذا النموذج (معامل التحديد = ٠,٢٤٢)، وهو ما يعني وجود متغيرات أخرى بخلاف نغمة الإفصاح السردية - إلى جانب كل من ربحية السهم وحجم الشركة وقابلية التقارير للقراءة - أسهمت بشكل جوهري في التأثير في قيمة الشركات، ومن ثم ينبغي الحذر عند تعميم النتائج والبحث عن العوامل الأخرى التي قد تؤثر في قيمة الشركات.

وفيما يتعلق بالفرض الرئيس الثاني (H_{02}) والذي يقترح دعم درجة عدم تماثل المعلومات للتأثير الموجب لنغمة الإفصاح السردية في قيمة الشركة، فقد أسفرت نتائج تحليل الانحدار الهرمي ذو المتغيرات المعدلة عن أن تفاعل درجة عدم تماثل المعلومات مع مؤشر نغمة الإفصاح الصافية في نموذج الانحدار الثالث أسهم في تفسير نسبة إضافية من التباين في القيمة السوقية المضافة للشركات بلغت ٦٪ تقريباً.

ويمكن تفسير الدور المعدل لدرجة عدم تماثل المعلومات في العلاقة بين نغمة الإفصاح السردي وقيمة الشركات في إطار نظرية الوكالة Agency theory، حيث توفر هذه النظرية الأساس المنطقي لكيفية قيام مجلس الإدارة بمراقبة الإدارة نيابة عن المساهمين (Swain, 2020)، وفي حالة غياب هذا الدور الرقابي – أو على الأقل عدم فاعليته – تحدث ظاهرة المتاجرة الداخلية بالمعلومات، ومن ثم فإنه مع زيادة درجة عدم تماثل المعلومات سوف تزداد قدرة المديرين على التأثير في قيمة الشركة من خلال استخدامهم لنغمة الإفصاح السردي في توصيل معلومات إلى المستثمرين بشأن أداء الشركة.

إن نتائج البحث الحالي ترسل إشارة إلى المستثمرين مفادها أن نغمة التقارير السنوية في الأسواق الناشئة هي مصدر معلومات مهم لتحديد قيمة الشركة وتوقع أدائها في المستقبل، لذا يجب على المستثمرين إعطاء مزيد من الاهتمام لتلك النغمة واستخدامها في تحسين عملية اتخاذ القرار، كما ترسل النتائج أيضاً رسالة إلى صانعي السياسات مفادها أن مراجعة وتحديث اللوائح الخاصة بالإفصاح السردي بانتظام هي طريقة فعالة لتعزيز شفافية المعلومات في الأسواق الناشئة وضرورة حتمية لتطوير السوق.

٦ - حدود البحث ومقترحات لبحوث مستقبلية:

انصب الاهتمام الرئيس لهذا البحث على اختبار الدور المعدل لدرجة عدم تماثل المعلومات في العلاقة بين نغمة الإفصاح السردي وقيمة الشركة، ومن أجل تسليط الضوء على هذا الدور المعدل تم اقتصار قياس نغمة الإفصاح على متوسط النغمة أو ما يسمى بالنغمة الصافية، ولم تتطرق الدراسة لاستخدام أية طرق أخرى لقياس نغمة الإفصاح السردي مثل: القواميس المستخدمة في عملية التحليل الآلي للنصوص.

كما اقتصر تجميع البيانات اللازمة للدراسة الميدانية على عينة تتمثل في ٤٣ شركة من الشركات غير المالية المقيدة بمؤشر EGX 100 خلال الفترة ما بين عامي ٢٠١٦-٢٠٢٠، ويمكن للبحوث المستقبلية زيادة حجم العينة أو إجراء دراسة حالة على أحد الشركات خلال سلسلة زمنية أكبر لبحث مدى تطور العلاقة بين نغمة الإفصاح وقيمة الشركة وتحديد دور القطاع الاقتصادي، كما يمكن للبحوث المستقبلية استخدام المتغيرات نفسها بالتطبيق على الشركات التي تنتمي للقطاع المالي، وبحث مدى تأثير اختلاف المتطلبات القانونية ومتطلبات الإفصاح لهذا القطاع مقارنة بالقطاع غير المالي.

كما اقتصرت الدراسة على استخدام معدل تقلب عائد السهم – كدليل عن درجة عدم تماثل المعلومات – وذلك لشيوع استخدامه بالدراسات التي تمت في بيئات متقدمة والتي تناولت العلاقة بين درجة عدم تماثل المعلومات من ناحية وأداء الشركات من ناحية أخرى، ومن ثم فإن الاعتماد على ذات المؤشر لدراسة تأثيره في قيمة الشركة يسمح بمقارنة النتائج بين البيئات المتقدمة والبيئات النامية ومنها مصر، ويمكن للبحوث المستقبلية التوسع في مؤشرات عدم تماثل المعلومات لتشمل: فرق السعر النسبي للسهم؛ ومعدل تقلب الأرباح؛ وهامش العرض والطلب؛ والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وغيرها من المؤشرات.

وإذا كان متغير درجة عدم تماثل المعلومات يعدل العلاقة بين نغمة الإفصاح السردي وقيمة الشركة، فإنه يبدو من المفيد إدخال متغيرات معدلة أخرى لاختبار مدى دعمها أو تثبيطها لقوة

العلاقة بين نغمة الإفصاح وقيمة الشركة، وفي هذا السياق يمكن استخدام متغيرات خصائص الوحدة مثل: حجم الشركة وحجم مكتب المراجعة وتركز الملكية، كما أن المتغيرات الرقابية التي يتضمنها البحث الحالي يمكن التعامل معها على أنها متغيرات معدلة في بحوث مستقبلية، وفي ظل قيام عدد من الشركات بإعداد تقرير الاستدامة قد تكون دراسة تأثير أداء الاستدامة في العلاقة بين نغمة الإفصاح وقيمة الشركة هدفاً للبحوث المستقبلية.

إن إجراء دراسة مقارنة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة لم تكن هدفاً للبحث الحالي، حيث لم يفرق هذا البحث بين قطاعات الاقتصاد المصري فيما يتعلق بتأثيرها في قيمة الشركات، ومن ثم فإن إجراء هذه الدراسة المقارنة قد يكون مجالاً خصباً للبحوث المستقبلية، كما أن إجراء دراسة مقارنة بين بعض الدول العربية وبحث تأثير اختلاف العوامل الثقافية في كمية ونوعية الإفصاحات السردية قد يكون مثار اهتمام البحوث المستقبلية.

ويمكن أيضاً للبحوث المستقبلية دراسة ما إذا كانت القدرة التأثيرية لنغمة الإفصاح تختلف باختلاف الجهود المبذولة من قبل الهيئات التنظيمية لتطوير الإفصاح المحاسبي. حيث توجد أدلة من الأسواق المتقدمة لا تدعم فعالية الجهود الحكومية في إصلاح التشريعات الخاصة بإفصاحات الشركات، حيث لم تقدم دراسة (Li 2010) أي دليل على زيادة محتوى المعلومات الخاصة بمناقشات وتحليلات الإدارة بعد إصدار لجنة تداول الأوراق المالية Securities and Exchange Commission (SEC) إرشادات جديدة حول إفصاحات الشركات في عام ٢٠٠٣ وبعد تمرير قانون Sarbanes-Oxley.

ونظراً لأن تأثير تلك الجهود التنظيمية قد يكون أقوى في الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة، حيث إن الأخيرة لديها بالفعل إطاراً قانونياً قوياً مما يقلل من قوة تأثير هذه الإصلاحات التشريعية، فإن إجراء مثل هذه النوعية من الدراسات في أحد الأسواق الناشئة – ومنها السوق المصري – قد يقدم وجهة نظر مغايرة لما تم توصلت إليه نتائج الدراسات السابقة بالدول المتقدمة.

وقد اعتمدت الدراسة الحالية في ترميز متغير نغمة الإفصاح فقط على أسلوب الترميز اليدوي نظراً لعدم وجود برمجيات تتعامل بكفاءة مع التقارير المعدة باللغة العربية، ومن ثم فإن هناك حاجة لتضافر جهود كل من الأكاديميين والمبرمجين لتطوير برمجيات قادرة على التعامل مع التقارير المعدة باللغة العربية، وإذا ما حدث ذلك فإن تطبيق البحوث المستقبلية لكل من أسلوب الترميز اليدوي وأسلوب الترميز الآلي في تحليل النصوص سيوفر فرصة لتقييم الاتساق بينهما ويسهم في الأدبيات المتعلقة بمنهجية التحليل السردية للتقارير السنوية، حيث يعزز الاتساق بين الأسلوبين النتائج ويوفر الأدلة للبحوث المستقبلية.

أخيراً يوصي الباحثون بضرورة وأهمية التعاون بين الجهات الأكاديمية والتنظيمية وذوي المصلحة؛ لوضع معيار خاص لتنظيم وتطوير شكل ومحتوى الإفصاح السردية بالتقارير السنوية، والاسترشاد بالبحوث التي تمت بشكل خاص في البيئة المصرية وإصدارات مجلس التقارير المتكاملة وإرشادات التقرير الاستراتيجي في هذا الشأن. حيث إن وجود مثل هذا المعيار من شأنه الحد من درجة عدم تماثل المعلومات بالإفصاحات السردية.

قائمة المراجع:

(١) المراجع باللغة العربية:

- إسماعيل، عصام عبد المنعم. (٢٠١٦). إطار مقترح لتطبيق لغة تقارير الأعمال الموسعة (XPRL) لتحقيق الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات: دراسة تطبيقية في البيئة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٠ (٢)، ٦٢٥-٧٠٠*.
- الزمر، عماد سعيد ذكي. (٢٠١٢). دراسة تطبيقية لأثر التحول إلى معايير التقارير المالية الدولية على جودة التقارير المالية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٤، ١٢٢٧-١٢٨٢*.
- الطحان، إبراهيم محمد. (٢٠١٨). أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية: دراسة نظرية وتطبيقية. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، ١ (٥)، ٥٩٠-٦٥٤*.
- الميهي، رمضان عبدالحميد. (٢٠١٥). مدخل مقترح للحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات المحاسبية لتحسين جودة التقارير المالية في ضوء المعايير الدولية للتقرير المالي IFRS: دراسة ميدانية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري. *المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، ٣٩ (٤)، ٦١٩ - ٦٦٩*.
- بخيت، محمد بهاء الدين محمد، الجبوري، مروان عامر نصيف و الكيال، إيمان محمد توفيق. (٢٠٢١). أثر مكونات المؤشر المصري للتنمية المستدامة على الأداء المالي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر "S&P EGX ESG". *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٥ (١)، ٣-١*.
- حسن، كمال عبدالسلام على. (٢٠١٧). محددات الإفصاح الاختياري عن تقارير الاستدامة. *المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، ٤١ (١)، ٣٦٥-٣٨٥*.
- حسين، علاء علي أحمد. (٢٠٢٠). قياس تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على نغمة الإفصاح المحاسبي وسياسة التوزيعات النقدية: دليل تطبيقي من البورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤ (٢)، ٦٨-١*.
- عرفة، نصر طه حسن، ومليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (٢٠١٧). لغة الإفصاح والتقرير المالي: أدلة عملية من السوق المالية السعودية. *مجلة المحاسبة المصرية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ٧ (١٢)، ٣١٥-٣٦٣*.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح. (٢٠١٤). العلاقة بين إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات: هل هناك تأثير للإفصاح الاختياري: دراسة تحليلية اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٣٦ (١)، ٢٦٥-٣٤٤*.
- غنيم، محمود رجب يس. (٢٠١٣). دور الإفصاح الإلكتروني في الحد من عدم تماثل المعلومات وانعكاس ذلك على كفاءة سوق رأس المال الفكري. *مجلة الدراسات والبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة بنها، ٣٣ (١)، ٣٩-١٠٠*.

(٢) المراجع باللغة الإنجليزية:

- Alipour, M. and Pejman, M. E. (2015). The impact of performance measures, leverage and efficiency on market value added: Evidence from Iran. *Global Economics and Management Review*, 20(1), 6-14.
- Aly, D., El-Halaby, S. and Hussainey, K. (2018). Tone disclosure and financial performance: evidence from Egypt. *Accounting Research Journal*, 31(1), 63-74.
- Ardia, D., Bluteau, K. and Boudt, K. (2021). Media abnormal tone, earnings announcements, and the stock market. *Journal of Financial Markets*, 100683.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Boudt, K. and Thewissen, J. (2016). Managers set the tone: Equity incentives and the tone of earnings press releases. *Journal of Banking and Finance*, 72(7), S132-S147.
- Arslan-Ayaydin, Ö., Thewissen, J. and Torsin, W. (2021). Disclosure tone management and labor unions. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(1-2), 102-147.
- Aymen, A., Sourour, B. S. and Badreddine, M. (2018). The effect of annual report readability on financial analysts' behavior. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 5(1), 26-37.
- Bagheri Azghandi, A., Hesarzadeh, R. and Abbaszadeh, M. R. (2018). Readability of Financial Statements and the Sensitivity of Investors to Use of Accounting Information. *Journal of Financial Management Perspective*, 8(23), 87-103.
- Beretta, V., Demartini, C. and Trucco, S. (2019). Does environmental, social and governance performance influence intellectual capital disclosure tone in integrated reporting? *Journal of Intellectual Capital*, 20(1), 100-124.
- Bochkay, K. and Levine, C.B. (2019). Using MD&A to improve earnings forecasts. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 34(3), 458-482.
- Brennan, N. M. and Merkl-Davies, D. M. (2018). Do firms effectively communicate with financial stakeholders? A conceptual model of

-
-
- corporate communication in a capital market context. *Accounting and Business Research*, 48(5), 553-577.
- Brünner, T. (2019). Price formation in call auctions with insider information. *Studies in Economics and Finance*, 36(3), 408-426.
- Buchholz, F., Jaeschke, R., Lopatta, K. and Maas, K. (2018). The use of optimistic tone by narcissistic CEOs. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 31(2), 531-562.
- Castelo, D. X., Nossa, V., da Costa, F. M. and Monte-Mor, D. S. (2021). Voluntary disclosure of integrated reporting and cost of capital in Brazil: An alternative explanation. *New Challenges in Accounting and Finance*, 6(1), 1-15.
- Cazier, R. A., Merkley, K. J. and Treu, J. S. (2020). When are firms sued for qualitative disclosures? Implications of the safe harbor for forward-looking statements. *The Accounting Review*, 95(1), 31-55.
- Choi, J., Suh, Y. and Jung, N. (2020). Predicting corporate credit rating based on qualitative information of MD&A transformed using document vectorization techniques. *Data Technologies and Applications*, 54(2), 151-168.
- Choi, W. (2020). Disclosure tone of the spin-off prospectus and insider trading. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(1), 106692.
- Chong, D., Shi, H., Fu, L., Ji, H. and Yan, G. (2017). The impact of XBRL on information asymmetry: evidence from loan contracting. *Journal of Management Analytics*, 4(2), 145-158.
- Chung, D. Y., Hrazdil, K., Novak, J. and Suwanyangyuan, N. (2019). Does the large amount of information in corporate disclosures hinder or enhance price discovery in the capital market? *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(1), 36-52.
- Clatworthy, M. and Jones, M.J. (2003). Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives. *Accounting and Business Research*, 33(3), 171-185.
- Clatworthy, M.A. and Jones, M.J. (2006). Differential patterns of textual characteristics and company performance in the chairman's statement. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19(4), 493-511.

-
-
- Craig, R. and Amernic, J. (2018). Are there language markers of hubris in CEO letters to shareholders? *Journal of Business Ethics*, 149(4), 973-986.
- Craig, R., Mortensen, T. and Iyer, S. (2013). Exploring top management language for signals of possible deception: the words of Satyam's chair Ramalinga Raju. *Journal of Business Ethics*, 113(2), 333-347.
- Davies, D. and Brennan, N. (2007). Discretionary disclosure strategies in corporate narratives: Incremental information or impression management. *Journal of Accounting Literature*, 26(1), 116-196.
- Davis, A.K., Piger, J.M. and Sedor, L.M. (2012). Beyond the numbers: measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868.
- De wet, J. H. (2005). EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis. *Meditari Accountancy Research*, 13(2), 1-16.
- Edgar, V. C., Beck, M. and Brennan, N. M. (2018). Impression management in annual report narratives: the case of the UK private finance initiative. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(6), 1566-1592.
- Ellahie, A. and Peng, X. (2021). Management forecasts of volatility. *Review of Accounting Studies*, 26(2), 620-655.
- Elsayed, M. and Elshandidy, T. (2020). Do narrative-related disclosures predict corporate failure? Evidence from UK non-financial publicly quoted firms. *International Review of Financial Analysis*, 71, 101555.
- Feldman, R., Govindaraj, S., Livnat, J. and Segal, B. (2010). Management's tone change, post earnings announcement drift and accruals. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 915-953.
- Fisher, R., van Staden, C.J. and Richards, G. (2019). Watch that tone: an investigation of the use and stylistic consequences of tone in corporate accountability disclosures. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 33(1), 77-105.

-
-
- Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W. and Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis*, 46, 140-150.
- García Lara, J. M., Garcia Osma, B. and Penalva, F. (2014). Information consequences of accounting conservatism. *European Accounting Review*, 23(2), 173-198.
- Garvey, T. G. and Milbourn, T. T. (2000). EVA versus earnings: Does it matter which is more highly correlated with stock returns? *Journal of Accounting Research*, 38, 209-245.
- Guay, W., Samuels, D. and Taylor, D. (2016). Guiding through the Fog: financial statement complexity and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 62(2), 234-269
- Henry, E. and Leone, A.J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153-178.
- Huang, X., Teoh, S.H. and Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113.
- Huynh, T. L., Wu, J. and Duong, A. T. (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different? *The Journal of Economic Asymmetries*, 21, e00147.
- Jacoby, G., Liu, M., Wang, Y., Wu, Z. and Zhang, Y. (2019). Corporate governance, external control, and environmental information transparency: evidence from emerging markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 58, 269-283.
- Kang, T., Park, D.-H. and Han, I. (2018). Beyond the numbers: the effect of 10-K tone on firms' performance predictions using text analytics. *Telematics and Informatics*, 35(2), 370-381.
- Leung, S., Parker, L. and Curtis, J. (2015). Impression management through minimal narrative disclosure in annual reports. *The British accounting review*, 47(3), 275-289.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 221-247.

- Li, F. (2010). The information content of forward-looking statements in corporate filings—A naïve Bayesian machine learning approach. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1049-1102.
- Liu, P. and Nguyen, H. T. (2020). CEO characteristics and tone at the top inconsistency. *Journal of Economics and Business*, 108, 105887.
- Loughran, T. and McDonald, B. (2011). When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. *The Journal of Finance*, 66(1), 35-65.
- Lu, J. and Wang, J. (2021). Corporate governance, law, culture, environmental performance and CSR disclosure: A global perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101264.
- Luo, Y. and Zhou, L. (2020). Textual tone in corporate financial disclosures: a survey of the literature. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2), 101-110.
- Mai, F., Tian, S., Lee, C. and Ma, L. (2019). Deep learning models for bankruptcy prediction using textual disclosures. *European journal of operational research*, 274(2), 743-758.
- Majumder, S. C., Appiah, B. K. and Cardorel, O. C. (2021). Determinants of market to book value and financial performance of Chinese listed firms: implication of MVAIC model. *International Journal of Learning and Intellectual Capital*, 18(2), 131-153.
- Memon, M. A., Cheah, J. H., Ramayah, T., Ting, H., Chuah, F. and Cham, T. H. (2019). Moderation analysis: issues and guidelines. *Journal of Applied Structural Equation Modeling*, 3(1), 1-11.
- Merkley, K. J. (2014). Narrative disclosure and earnings performance: evidence from R&D disclosures. *The Accounting Review*, 89(2), 725-757.
- Miller, B.P. (2010). The effects of reporting complexity on small and large investor trading. *The Accounting Review*, 85(6), 2107-2143.
- Nakhaei, H. (2016). Market value added and traditional accounting criteria: Which measure is a best predictor of stock return in Malaysian companies. *Iranian Journal of Management Studies*, 9(2), 433-455.

-
-
- Săndulescu, M. S. (2021). Sustainability reporting and impression management: A case study in the oil and gas industry. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 20(2), 264-289.
- Swain, K. R. (2020). Corporate governance and agency theory: An analysis of literature. *MANTHAN: Journal of Commerce and Management*, 7(2), 117-130.
- Tekin, B. (2021). The Factors Affecting the Market Value/Book Value and Profitability of REITs in Turkey. *International Real Estate Review*, 24(3), 469-499.
- Wisniewski, T.P. and Yekini, L.S. (2015). Stock market returns and the content of annual report narratives. *Accounting Forum*, 39(4), 281-294.
- Wu, D.X, Yao, X. and Guo, J.L. (2020). Is textual tone informative or inflated for firm's future value? Evidence from Chinese listed firms. *Economic Modelling*, 94(C), 513-525.
- Yekini, L.S., Wisniewski, T.P. and Millo, Y. (2016). Market reaction to the positiveness of annual report narratives. *The British Accounting Review*, 48(4), 415-430.
- Zaima, J. K., Turetsky, H. F. and Cochran, B. (2005). The MVA-EVA Relationship: Separation of Market Driven versus Firm Driven Effects. *Review of Accounting and Finance*, 4(1), 32-49.

الملاحق:

ملحق رقم (١): الشركات عينة الدراسة

م	كود الترميم الدولي	اسم الشركة	القطاع الاقتصادي
١	EGS37091C013	الشرقية - ابسترن كومباني	أغذية ومشروبات
٢	EGS691S1C011	مجموعة طلعت مصطفى القابضة	عقارات
٣	EGS3G0Z1C014	السويدي اليكترونيك	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
٤	EGS729J1C018	شركة مستشفى كليوباترا	رعاية صحية وأدوية
٥	EGS30901C010	جھينة للصناعات الغذائية	أغذية ومشروبات
٦	EGS65571C019	مدينة نصر للإسكان والتعمير	عقارات
٧	EGS48031C016	المصرية للاتصالات	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات
٨	EGS51201C012	ابن سينا فارما	رعاية صحية وأدوية
٩	EGS65541C012	القاهرة للاستثمار والتنمية العقارية	خدمات تعليمية
١٠	EGS95001C011	اوراسكوم كونستراكتيون بي ال سي	مقاولات وإنشاءات هندسية
١١	EGS65851C015	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	عقارات
١٢	EGS65591C017	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	عقارات
١٣	EGS380S1C017	سيدي كرير للبتروكيماويات	موارد أساسية
١٤	EGS655L1C012	بالم هيلز للتعمير	عقارات
١٥	EGS380P1C010	الإسكندرية للزيوت المعدنية	طاقة وخدمات مساندة
١٦	EGS673T1C012	جى بي اوتو	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١٧	EGS3C251C013	حديد عز	موارد أساسية
١٨	EGS70321C012	أوراسكوم للتنمية مصر	عقارات
١٩	EGS673Y1C015	إعمار مصر للتنمية	عقارات
٢٠	EGS70431C019	المصرية للمنتجات السياحية	سياحة وترفيه
٢١	EGS38201C017	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	موارد أساسية
٢٢	EGS694A1C018	مجموعة بورتو القابضة - بورتو جروب	عقارات
٢٣	EGS33321C018	دايس للملابس الجاهزة	منسوجات وبيع معمرة
٢٤	EGS33041C012	النساجون الشرقيون للسجاد	منسوجات وبيع معمرة
٢٥	EGS72AQ1C016	الشركة العربية لإدارة وتطوير الأصول	عقارات
٢٦	EGS3D061C015	الحديد والصلب المصرية	موارد أساسية
٢٧	EGS32221C011	العربية لتحليج الأقطان	منسوجات وبيع معمرة
٢٨	EGS745L1C014	فوري لتكنولوجيا البنوك والمدفوعات الإلكترونية	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات
٢٩	EGS38191C010	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	موارد أساسية
٣٠	EGS30511C011	إيديتا للصناعات الغذائية	أغذية ومشروبات
٣١	EGS75011C014	إم. إم جروب للصناعة والتجارة العالمية	تجارة وموزعون
٣٢	EGS30031C016	الصناعات الغذائية العربية - دومتى	أغذية ومشروبات
٣٣	EGS02051C018	القاهرة للدواجن	أغذية ومشروبات
٣٤	EGS3C001C016	العربية للإسمنت	مواد البناء
٣٥	EGS675S1C011	مجموعة عامر القابضة (عامر جروب)	عقارات
٣٦	EGS39011C019	غاز مصر	مرافق
٣٧	EGS42051C010	المصرية لخدمات النقل (إيجيترانس)	خدمات النقل والشحن
٣٨	EGS3C391C017	مصر للإسمنت - قنا	مواد البناء
٣٩	EGS78021C010	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات
٤٠	EGS36021C011	العامة لصناعة الورق - راكتا	تجارة وموزعون
٤١	EGS38311C014	البويات والصناعات الكيماوية - باكين	موارد أساسية
٤٢	EGS30201C015	الدلتا للسكر	أغذية ومشروبات
٤٣	EGS3E181C010	مصر للألومنيوم	موارد أساسية

(المصدر: موقع البورصة المصرية على الإنترنت بتاريخ ١٢ مايو ٢٠٢١)

<https://www.egx.com.eg/ar/currentindexconstitutes.aspx?type=5&nav=4>

ملحق رقم (٢): القيمة السوقية المضافة للشركات عينة الدراسة

م	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠
١	2,699,084,290	5,031,099,268	5,485,291,494	281,537,906	796,440,005
٢	-104,377,097	4,822,426,834	5,328,604,073	4,012,950,333	3,933,836,333
٣	316,400,000	475,099,467	630,239,000	-45,145,000	184,303,000
٤	42,103,779	348,858,980	788,593,001	-246,641,057	-188,824,742
٥	-115,565,480	912,264,942	963,186,954	-182,436,400	-173,911,600
٦	114,587,000	2,001,761,302	2,080,237,023	244,122,556	224,456,000
٧	9,617,943,000	9,548,002,061	8,878,844,766	10,272,554,000	10,127,224,000
٨	332,779,000	289,573,395	493,323,000	-84,156,000	30,153,000
٩	99,402,000	213,622,000	565,360,000	-18,448,000	64,389,000
١٠	11,255,861,000	16,586,405,573	18,280,072,039	1,327,399,000	5,587,843,000
١١	-6,067,694,000	364,642,152	9,249,864,352	-7,013,549,000	-5,586,336,000
١٢	18,726,026,000	70,691,219,016	56,910,505,914	-3,213,013,000	2,218,964,000
١٣	723,768,752	205,871,478	753,077,266	716,424,610	785,388,752
١٤	10,675,900,000	19,378,200,000	21,104,600,000	3,601,885,000	7,502,503,000
١٥	1,214,519,836	2,652,155,693	2,388,606,986	-101,106,596	100,743,406
١٦	302,409,000	1,198,728,963	1,014,805,796	-65,283,000	67,003,000
١٧	4,542,141,175	9,671,219,686	7,094,154,016	675,787,190	583,247,931
١٨	3,265,094,000	6,582,281,541	6,459,902,000	683,984,000	1,499,628,000
١٩	3,650,477,809	9,961,597,319	14,432,306,970	-387,210,883	-1,036,479,776
٢٠	1,616,498,000	4,479,531,313	4,789,544,000	-212,780,000	118,623,000
٢١	-12,420,000	183,971,281	447,473,004	-139,611,000	-86,717,000
٢٢	2,255,524,000	2,603,907,025	4,280,264,000	557,368,000	733,703,000
٢٣	-1,597,521,946	-1,174,349,956	-1,834,528,504	-559,146,045	-905,902,407
٢٤	459,923,810	1,625,620,778	1,384,937,347	20,418,419	143,852,104
٢٥	426,005,000	1,127,940,199	1,375,611,939	-54,943,000	111,118,000
٢٦	1,424,481,476	4,299,368,376	4,211,452,000	-1,117,024,032	245,803,000
٢٧	249,141	2,477,053,037	1,989,272,376	-119,808,166	-58,949,866
٢٨	13,771,920	255,864,185	236,793,700	-21,198,375	18,291,917
٢٩	-39,345,255	58,174,640	90,286,233	-46,928,970	-47,309,920
٣٠	52,163,973	332,839,165	380,839,942	21,745,935	34,187,174
٣١	9,293,046,500	47,611,763,993	35,915,302,000	-309,528,000	3,605,514,625
٣٢	613,988,000	1,486,729,654	1,458,490,000	179,142,000	237,902,000
٣٣	247,614,773	1,769,390,152	1,400,275,797	147,671,785	181,548,085
٣٤	-147,424,000	2,773,222,853	317,862,621	-87,092,581	-111,380,000
٣٥	-122,421,114	6,682,142,072	2,718,949,306	-110,092,250	-18,202,000
٣٦	-85,552,000	22,946,000	73,881,000	-80,424,000	-93,048,000
٣٧	2571064598	205774878.3	828407710.1	5534814000	222813618.2
٣٨	327107780	201409363.2	1222188823	6507404740	2338567160
٣٩	358346158.1	269491201.1	244259330.2	144089855.8	330879030
٤٠	316,400,000	475,099,467	630,239,000	-45,145,000	184,303,000
٤١	4207624729	687469283.5	-795124793.6	4168854880	127978993.3
٤٢	-300939157.6	185296614.1	-1124413717	5986812361	-2151481787
٤٣	-2365379430	-189312888	-762135093.3	-5092028880	-204988528.7

The joint effect of narrative disclosure tone and information asymmetry degree on firm value: Evidence from annual reports for Egyptian listed corporations

Abstract:

Purpose: The main objective of this research is to examine the effect of Narrative Disclosure Tone (NDT) on Firm Value (FV) for Egyptian listed corporations, and whether Information Asymmetry Degree (IAD) moderate the level of this effect.

Design and methodology: A sample of 43 companies listed in EGX 100 index between 2016-2020 was selected. Relying on secondary data, the content analysis technique was used to extract data related to research variables. Manual coding was used to determine NDT in annual reports. Through using multiple regression and hierarchical regression, the effect of NDT in FV was analyzed, and the IAD variable was entered to examine the extent of its contribution to moderating that impact.

Findings: There is a significant positive effect of NDT on FV, as the results prove that both net and abnormal tone used for signaling the incremental content of information about FV. The degree of this effect increases in corporations that have a high level of IAD.

Originality: This research is one of the pioneering studies in Egyptian business environment that provides practical evidence of the relationship between annual reports NDT and FV for different IAD. It also contributes to justifying regulatory reforms regarding the voluntary disclosures rules revision and updating to reduce IAD.

Keywords: Net tone, abnormal tone, stock return volatility, market value-added, annual report.

JEL Classification: G14; M41; M48