



رد فعل السوق لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية: هل للملكية المؤسسية تأثير؟

(دراسة اختبارية في البيئة المصرية)

إعداد

د. ضياء محمد صلاح الدين متولي

د. السعيد عبد العظيم طلبة الشرقاوي

مدرس بقسم المحاسبة

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة، جامعة الزقازيق

كلية التجارة، جامعة الزقازيق

diaasalah367@gmail.com

aelsharkawy@commerce.zu.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الخامس - العدد الثاني – الجزء الثاني - يوليو ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

الشرقاوي، السعيد عبد العظيم طلبة؛ متولي، ضياء محمد صلاح الدين (٢٠٢٤). رد فعل السوق لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية: هل للملكية المؤسسية تأثير؟: دراسة اختبارية في البيئة المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٥ (٢) ج٢، ٨١٧-٨٤٧.

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

رد فعل السوق لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية: هل للملكية المؤسسية تأثير؟

(دراسة اختبارية في البيئة المصرية)

د. السعيد عبد العظيم طلبة الشرقاوي؛ د. ضياء محمد صلاح الدين متولي

ملخص البحث:

استهدف البحث الحالي اختبار رد فعل سوق الأوراق المالية المصري لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، كذلك اختبار أثر الملكية المؤسسية على نسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم، واختبار رد فعل سوق الأوراق المالية للأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، تم قياس المتغير المستقل (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية) من خلال نسبة المعلومات المستقبلية المفصح عنها إلى إجمالي عدد بنود مؤشر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، أيضاً تم قياس المتغير التابع (رد فعل السوق) من خلال نسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم، ويقاس المتغير المنظم بحاصل ضرب نسبة الملكية المؤسسية مع نسبة المعلومات المستقبلية المفصح عنها، اعتمد البحث الحالي على نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقات السابق الإشارة إليها، لعينة من الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية، ولعدد ٦٠ شركة تمثل عدد ١٠ قطاعاً اقتصادياً مختلفاً للفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠١٩، توصلت الدراسة لوجود رد فعل معنوي موجب لسوق الأوراق المالية تجاه عملية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، كما يوجد أثر موجب لنسبة الملكية المؤسسية على نسبة التغير في متوسط أسعار الأسهم، كذلك يوجد رد فعل معنوي موجب لسوق الأوراق المالية للأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

الكلمات الدالة: الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية – رد فعل سوق الأوراق المالية – الملكية المؤسسية.

أولاً: مقدمة، ومشكلة البحث:

حظيت عملية الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية باهتمام العديد من الباحثين والجهات المهنية والتنظيمية المختلفة، زاد الاهتمام بعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الآونة الأخيرة لما يتضمنه من الإفصاح عن مجموعة من البنود التي تعكس الأداء المستقبلي وإمكانية التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية في ظل ظروف عدم التأكد، ودعم عملية الإفصاح عن المعلومات التاريخية المفصح عنها بصلب القوائم المالية (Tan, et al, 2015; Kolsi, 2017).

اهتمت الجهات المهنية والتنظيمية المختلفة بعملية الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية، فعلى المستوى الدولي، أصدر الاتحاد الدولي للمحاسبين عام ٢٠١٠ (IFAC, 2010) المعيار الخاص "بمهام التأكد" بهدف توفير معلومات مستقبلية تساعد مراجع الحسابات على إبداء رأيه عن المعلومات المالية المستقبلية، أيضاً أشار مجلس معايير المحاسبة الأمريكي (FASB, 2011) إلى أن عملية تحقق جودة

التقارير المالية تتوقف على توفير معلومات مفيدة عن التدفقات النقدية المستقبلية في ظل ظروف عدم التأكد للمستثمرين الحاليين أو المرتقبين ومستخدمي التقارير المالية بوجه عام.

على مستوى البيئة المصرية، أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات (الدليل المصري لحوكمة الشركات، ٢٠١٩) لأهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية التي تلبي احتياجات المستخدمين سواء كانت معلومات مالية أو غير مالية وتعكس رؤية الشركة وخططها الاستراتيجية.

فالإفصاح عن المعلومات المستقبلية أصبح أحد أهم متطلبات جودة التقارير المالية للحد من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والملاك، ويعزز من درجة الشفافية بالتقارير المالية وإضافة معلومات تهم المستثمرين الحاليين أو المرتقبين وتساعدهم على التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركات في ظل بيئة تتسم بدرجة عالية من عدم التأكد (Bravo, 2016).

فاتجاه الشركات نحو الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية يحقق العديد من المنافع، منها على سبيل المثال (منصور، ٢٠١٩؛ محمد، ٢٠١٧؛ مليجي، ٢٠١٧):

- زيادة درجة الشفافية بالتقارير المالية وتحقيق جودة التقارير المالية.
- الحد من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين بشأن إمكانية التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركات في ظل ظروف عدم التأكد.
- ترشيد عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، من خلال امداد المستثمرين بمزيد من المعلومات بشأن الأداء المستقبلي ورؤية الشركة وخططها الاستراتيجية.
- الإفصاح عن بنود خاصة بالأداء المستقبلي أشمل وأعم من عملية الإفصاح التقليدي عن المعلومات التاريخية (التي لا تلبي احتياجات مستخدمي التقارير المالية في الوقت الحالي)، بالتالي فإن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يدعم عملية الإفصاح عن المعلومات التاريخية.
- تقديم معلومات إضافية مستقبلية تساعد المحللون الماليون بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية وربحية السهم مستقبلاً.
- تقديم مزيد من المعلومات المستقبلية ينعكس بصورة إيجابية على أسعار الأسهم ويحسن من سيولة الأسهم بسوق الأوراق المالية.

على الرغم من المنافع المتوقعة من قيام الشركات بالإفصاح عن مزيداً من المعلومات المستقبلية، إلا أن هناك بعض الدراسات التي أشارت لمجموعة من الآثار السلبية نتيجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، تتمثل فيما يلي (منصور، ٢٠١٩؛ علي، ٢٠١٨):

- الإفصاح عن بعض المعلومات التي تتضمن الخطط المستقبلية والتوجهات الاستراتيجية للشركة، بما يلحق ضرراً بحصتها السوقية ومركزها التنافسي.
- تحمل الشركة لتكاليف إضافية نتيجة التوسع في عمليات الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية.
- إمكانية انخفاض قابلية التقارير المالية للقراءة نتيجة الإفصاح عن مزيد من البنود الخاصة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية.
- ارتباط المعلومات المستقبلية المفصح عنها من قبل الشركة بعنصر عدم التأكد.

تجدر الإشارة، إلى أن الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية سيكون له رد فعل إيجابي على سوق الأوراق المالية، بشأن الأدلة الاختبارية توصلت بعض الدراسات (Hassanein, et al, 2019; Utami and Wahyuni, 2018; Alqatamin, et al, 2017; Bravo, 2016; Tan, et al, 2015; Athanasakou and Hussainey, 2014)، لوجود علاقة معنوية موجبة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة (أسعار الأسهم) أي وجود رد فعل معنوي موجب لسوق الأوراق المالية تجاه عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، في حين خلصت دراسات (Hassanein and Hussainey, 2015; Cheng, et al, 2012) إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تقلل من قيمة الشركة، أي أن هناك تأثيرات سلبية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على قيمة الشركة.

في ضوء ما سبق يمكن صياغة التساؤل البحثي التالي:

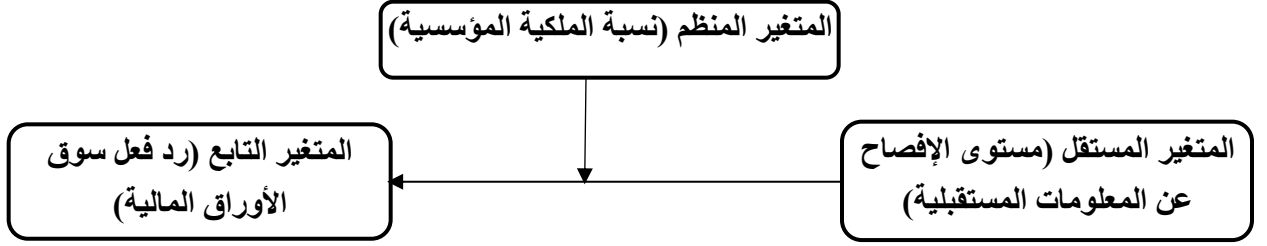
التساؤل البحثي الأول: "هل يوجد رد فعل لسوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية؟".

يلاحظ الباحث من خلال ما سبق، وجود تباين في نتائج الأدلة الاختبارية بشأن رد فعل السوق لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أو بعبارة أخرى العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ونسبة التغير في أسعار الأسهم، حيث أشارت دراسات (Hassanein, et al, 2019; Utami and Wahyuni, 2018; Alqatamin, et al, 2017; Bravo, 2016; Tan, et al, 2015; Athanasakou and Hussainey, 2014)، لوجود علاقة معنوية موجبة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة (أسعار الأسهم)، في حين خلصت دراسات (Hassanein and Hussainey, 2015; Cheng, et al, 2012) إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تقلل من قيمة الشركة، أي أن هناك تأثيرات سلبية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على قيمة الشركة.

الأمر الذي يشير بوضوح لوجود فجوة بحثية، لذلك يسعى البحث الحالي لمحاولة تقديم تفسير بشأن تباين نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة أو نسبة التغير في أسعار الأسهم.

يري الباحث أن اختلاف نتائج الدراسات السابقة، يوضح أن رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية قد يتوقف على وجود متغير آخر (متغير منظم)، ألا وهو نسبة الملكية المؤسسية، حيث لا يمكن تصور أن يؤثر مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وحده على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، بل الأمر قد يتطلب التعرف ودراسة الأثر المنظم لنسبة الملكية المؤسسية على رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، أي دراسة الأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية مع مستوى المعلومات المستقبلية المفصح عنها على نسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم.

يوضح الشكل رقم (١) نموذج للمتغير المنظم، ذلك على النحو التالي:



(المصدر: إعداد الباحث)

حيث يمكن تبرير التأثير المحتمل لنسبة الملكية المؤسسية كمتغير منظم للعلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية ونسبة التغير في أسعار الأسهم، ذلك كما يلي (Tahir, et al, 2015; Thanatawee, 2014):

- اهتمام المؤسسات المستثمرة دائماً بالعمل على تحسين قيمة الشركة والحصول على عوائد مناسبة نتيجة استثماراتهم وأن محاولة الحصول على عوائد مناسبة لاستثماراتهم يعد هدفاً أساسياً وراء قيام تلك المؤسسات المستثمرة بالاستثمار.
- المؤسسات المستثمرة لديها من القدرات والخبرات ما يمكنها من مراقبة تصرفات وقرارات الإدارة، فامتلاك المؤسسات المستثمرة لنسبة ملكية كبيرة من الأسهم يحد من التصرفات الانتهازية للإدارة بما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة.
- تعمل المؤسسات المستثمرة على استغلال الفرص الاستثمارية المربحة على النحو الذي يعظم من قيمة الشركة.

بشأن الأدلة الاختبارية التي اختبرت العلاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة قامت دراسات (Tahir, et al, 2015; Thanatawee, 2014; Henryani, and Kusumastuti, 2013; Liang, et al, 2011; Gracia-Meca and Sanchez-Ballesta, 2011) بدراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، فالمؤسسات المستثمرة تسعى دائماً لتعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين، كشفت الدراسات عن وجود علاقة معنوية موجبة بين نسبة الملكية ونسبة التغير في أسعار الأسهم (قيمة الشركة).

لذلك قد يكون منطقياً وجود اختلاف في نتائج الدراسات السابقة بشأن رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، نظراً لعدم الأخذ في الاعتبار عند إجراء الاختبارات الإحصائية أي متغيرات تفاعلية قد تؤثر على النتائج.

نتيجة لذلك، يتوقع الباحث أن عملية التفاعل لنسبة الملكية المؤسسية مع مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يمكن أن تؤثر إيجابياً على أسعار الأسهم (رد فعل إيجابي من قبل سوق الأوراق المالية)، يحاول البحث الحالي تقديم دليل اختباري من البيئة المصرية حول تأثير نسبة الملكية المؤسسية على رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

وهو ما يثير التساؤلات البحثية التالية:

التساؤل البحثي الثاني: "هل يوجد أثر بين نسبة الملكية المؤسسية ونسبة التغير في متوسط أسعار الأسهم في البيئة المصرية؟".

التساؤل البحثي الثالث: "هل يتوقف رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على نسبة الملكية المؤسسية في البيئة المصرية؟".

ثانياً: أهداف البحث:

يستهدف البحث الحالي ما يلي:

- ١- دراسة رد فعل سوق الأوراق المالية المصرية لعملية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية بالتقارير المالية.
- ٢- دراسة أثر نسبة الملكية المؤسسية على متوسط نسبة التغير في أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية المصرية.
- ٣- دراسة رد فعل سوق الأوراق المالية المصرية للأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية مع مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية.

ثالثاً: أهمية البحث:

تتمثل أهمية البحث في النقاط التالية:

- يُعد البحث الحالي امتداداً للأدبيات المحاسبية التي تناولت رد فعل سوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية.
- يلاحظ ندرة الدراسات التي تناولت رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في البيئة العربية، وخصوصاً جمهورية مصر العربية، ذلك في حدود علم الباحث.
- وجود اختلاف لنتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ومتوسط نسبة التغير في أسعار الأسهم، يشير لوجود فجوة بحثية لذلك يهتم البحث الحالي بمحاولة تقديم تفسير لتباين نتائج الدراسات السابقة من خلال دراسة رد فعل سوق الأوراق المالية المصرية للأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.
- من المتوقع أن تفيد نتائج هذا البحث مدراء الشركات فيما يتعلق بأهمية عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، كذلك من المتوقع أن تفيد نتائج هذا البحث الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة المصرية فيما يتعلق بوضع ضوابط منظمة لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، كذلك من المتوقع أن تفيد نتائج هذا البحث المستثمرين بسوق الأوراق المالية المصرية.

رابعاً: خطة البحث:

يتم تنظيم الجزء المتبقي من البحث كما يلي:

القسم الأول: الإطار النظري للبحث.

القسم الثاني: الدراسات السابقة، وتطوير فروض الدراسة.

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية.

القسم الأول الإطار النظري للبحث

مقدمة:

يتناول هذا القسم مفهوم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأنواعه المختلفة، ثم تناول أهمية عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ثم عرض للنظريات الداعمة لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ثم تناول عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات المهنية المختلفة، مفهوم رد فعل السوق، المداخل المختلفة لتقدير قيمة الشركة، مفهوم الملكية المؤسسية، وأخيراً المزايا المختلفة للملكية المؤسسية، من خلال النقاط التالية:

أولاً: مفهوم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأنواعه المختلفة في ضوء المعايير المحاسبية:

لا يوجد اتفاق عام حول مفهوم محدد لعملية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية أو المحتوى المعلوماتي الخاص بها، إلا أنه يمكن الإشارة إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تشير إلى التنبؤ أو التوقع أو التقدير لأحداث متوقع حدوثها مستقبلاً، تلك التوقعات قد ترجع لمصادر خارجية مثل النزاعات القضائية، أو نتيجة قرارات وتصرفات الإدارة مستقبلاً (على سبيل المثال الخطط التوسعية، خطط الأداء المستقبلي) (Hassanein and Hussainey, 2015).

أشارت دراسة (مليجي، ٢٠١٧) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يمثل توقع مالي لوضع الشركة في فترة زمنية محددة مستقبلاً، ذلك استناداً للبيانات التاريخية، تلك المعلومات المستقبلية المفصحة عنها، تمثل أحد أهم أنواع الإفصاح الاختياري لما لها من تأثيرات هامة على قرارات المستثمرين سواء الحاليين أو المرتقبين، بما يعظم من قيمة المنشأة.

في هذا الصدد هناك أشكالاً مختلفة لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فقد تأخذ شكلاً مالياً أو غير مالياً، شكلاً كمياً أو نوعياً، كما أوضح معيار المحاسبة الدولي رقم (٣٤٠٠) أنماط أو أشكال مختلفة لعملية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، ذلك كما يلي (IFA, 2010):

- **الشكل الأول:** التنبؤات أو التوقعات، أي افتراضات عن الأحداث المستقبلية تتوقع إدارة المنشأة حدوثها في المستقبل استناداً للبيانات التاريخية، وطبيعة رد المنشأة تجاهها.
- **الشكل الثاني:** يشمل تقديرات أو تصورات الإدارة عن أحداث مستقبلية، تلك التقديرات أو التصورات قد لا تحدث بالضرورة.

في ذات السياق، أوضحت دراسة (مليجي، ٢٠١٧) أن الفرق بين الشكل الأول والثاني، يتمثل في أن التوقعات أو التنبؤات تستند إلى البيانات التاريخية، أما التقديرات أو التصورات فهي تبنى على افتراضات من وجهة نظر الإدارة، بالتالي قد لا تحدث بالضرورة.

تأسيساً على ما سبق، فإن التنبؤ أو التوقع يستند إلى نتائج سابقة وأسس علمية وواقعية، أما التقدير يستند إلى تصور الإدارة ويعتمد على الحكم الشخصي بدرجة كبيرة.

ثانياً: أهمية عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية:

تتمثل أهمية قيام الإدارة بمزيد من الإفصاح عن بنود خاصة بالمعلومات المستقبلية بالإيضاحات المتممة للقوائم المالية، فيما يلي (Bozanic, et al, 2018; Bravo, 2016; Agyei-Menslah, 2017):

- تلبية احتياجات المستثمرين وتقليل درجة عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل وترشيد عملية اتخاذ القرار، بالتالي تكون عملية الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية ذو محتوى معلوماتي هام لكونها مؤثرة على عملية اتخاذ القرار.
- تدعم عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية كإفصاح اختياري، عملية الإفصاح الإلزامي، بالتالي مساهمة كل من الإفصاح الإلزامي والاختياري في تطوير وتحسين جودة التقارير المالية، وهو ما ينعكس بشكل إيجابي نحو تعظيم قيمة الشركة.
- انخفاض درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين كنتيجة للإفصاح عن توقعات وتنبؤات الإدارة تجاه الأحداث المستقبلية المتوقع حدوثها.
- زيادة درجة الثقة والملاءمة والاعتمادية من قبل المستثمرين بالتقارير المالية المنشورة، بالتالي تلك التقارير أكثر ملاءمة لارتباطها بالمستقبل، وتمكين المستثمرين من توقع وتقييم الأداء المستقبلي.
- توفير معلومات مستقبلية مفيدة للمستثمرين حول التدفقات النقدية المتوقعة في ظل ظروف عدم التأكد يساهم في تحقيق منافع لأصحاب المصالح المختلفة حول القيمة المستقبلية المتوقعة للشركة.
- أن عملية الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية، يساهم بشكل إيجابي من الحد من التقلبات الحادة في أسعار الأسهم، مما يحسن من مستوى سيولة الأسهم وتعظيم قيمة الشركة.
- الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية، يعد إشارة هامة نحو قدرة الشركة على التعامل مع الظروف والمتغيرات المستقبلية والتي تتسم بدرجة عالية من عدم التأكد، وقدرتها على جذب المزيد من الاستثمارات مستقبلاً.
- توفير مزيد من المعلومات المستقبلية التي يستند إليها المحللين الماليين بما يحسن توقعاتهم عند تقدير قيمة الشركة مستقبلاً.

بعد أن انتهى الباحث من تناول مفهوم وأهمية عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، توضح النقطة التالية النظريات الداعمة لعملية الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية.

ثالثاً: النظريات الداعمة لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية:

هناك العديد من النظريات الداعمة لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فهي تتمثل فيما يلي (Opferkuch, 2018; Menicuccid and Paolucci, 2018; Waweru, et al, 2016):

١ - نظرية الإشارة:

وفقاً لنظرية الإشارة فإن الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية يسهم في انخفاض درجة عدم التأكد بشأن الأداء المستقبلي، فالإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعزز من سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية وتعظيم قيمة الشركة.

كذلك فإن الشركات ذات الأداء الجيد تميل نحو مزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لجذب مزيد من المستثمرين وتجنب التقلبات الحادة في أسعار الأسهم بسوق الأوراق المالية.

٢ - نظرية الوكالة:

تشير نظرية الوكالة لوجود تعارض مصالح فيما بين المساهمين (الأصيل) والمديرين (الوكيل)، حيث يقوم الأصيل بتفويض الوكيل بإدارة شؤون الشركة، إلا أن بعض المديرين يحاولون استغلال تلك السلطة لمحاولة تحقيق منافع شخصية لصالحهم على حساب مصلحة الملاك (Jensen and Meckling, 1976).

نظراً لزيادة حدة مشكلات الوكالة مع تزايد درجة عدم تماثل المعلومات، فإنه يمكن استنتاج ما يلي:

- أن عملية الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية يمكن أن تحد من زيادة درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والملاك.
- الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية يسهم في زيادة درجة الشفافية بالتقارير المالية المنشورة ويقلل من درجة عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل.

٣ - نظرية أصحاب المصالح:

وفقاً لنظرية أصحاب المصالح، فإن دوافع قيام الشركات بعملية الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية، تتمثل فيما يلي:

- تلبية احتياجات أصحاب المصالح المختلفة بما يهمهم في ترشيد عملية اتخاذ القرار.
- الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية يدعم شفافية التقارير المالية، بما يحسن من درجة الاعتماد عليها ومدى ملاءمتها لمتخذي القرارات المختلفة.
- الإفصاح عن مزيد من المعلومات المستقبلية يسهم في بقاء الشركة ونموها على المدى الطويل.
- توفير معلومات مستقبلية مفيدة للمستثمرين حول التدفقات النقدية المتوقعة يسهم في تحقيق منافع لأصحاب المصالح المختلفة حول القيمة المستقبلية المتوقعة للشركة، ذلك في ظل ظروف عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل.

رابعاً: الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات المهنية:

١ - الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات الأمريكية:

أشارت دراسة (Johnson, et al, 2001) لقيام هيئة سوق المال الأمريكية بتشجيع الشركات للقيام بعملية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في شكل تنبؤات أو توقعات ضمن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية دون التعرض للمساءلة القانونية أو القضائية عند عدم تحقق أو حدوث تلك التنبؤات أو التوقعات فعلياً.

أيضاً اشترطت هيئة سوق المال الأمريكية قيام الشركات بإعداد قائمة يفصح عنها ضمن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية تتضمن مناقشة تحليلات الإدارة والإشارة لمخاطر عدم التأكد والتوقعات المستقبلية في ظل ظروف عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل، كذلك الإشارة إلى موقف السيولة والوضع المالي للشركة ومصادر التمويل المتوقعة، كشرط أساسي للقيود ببورصة الأوراق المالية الأمريكية (Li, 2010).

في ذات السياق أصدر مجلس معايير المحاسبة الأمريكي عام ٢٠٠١ (FASB, 2001)، مشروع بحثي بعنوان "تحسين تقارير الأعمال" والذي استهدف فيه ضرورة قيام الشركات بعملية الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية كجزء من الإيضاحات المتممة بالقوائم المالية، بهدف مساعدة المستثمرين بالتنبؤ بالأداء المستقبلي للشركات، وكذلك التدفقات النقدية المتوقعة مستقبلاً في ظل ظروف عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل.

٢- الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات الدولية:

أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولي عام ٢٠١٠ (IASB, 2010)، ما يسمى "إرشادات وتعليقات الإدارة" والذي يهدف لتوفير معلومات إضافية لمستخدمي التقارير المالية، وأهمية قيام إدارة الشركات بالإفصاح عن المعلومات أو الافتراضات المستقبلية في ظل ظروف عدم التأكد المرتبطة بالمستقبل.

كذلك أصدر الاتحاد الدولي للمحاسبين عام ٢٠١٠ (IFAC, 2010) المعيار الخاص "بمهام التأكد" والذي يهدف لتوفير معلومات مستقبلية تساعد مراجع الحسابات على أبداء رأيه عن المعلومات المالية المستقبلية.

أيضاً أشارت دراسة (Hassan, 2018) أن مجلس معايير المحاسبة في المملكة المتحدة (ASB) أصدر عام ٢٠٠٥ قائمة بالممارسات القياسية لعملية إفصاح الشركات عن المعلومات المستقبلية بهدف تحسين شفافية التقارير المالية.

٣- الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات المصرية:

أصدر الجهاز المركزي للمحاسبات عام ٢٠٠٨، المعيار المصري رقم (٣٤٠٠) بعنوان "اختبار المعلومات المالية المستقبلية"، والذي يهدف لتوفير إرشادات فيما يتعلق بأبداء الرأي من قبل مراقب الحسابات بشأن المعلومات المالية المستقبلية المفصوح عنها بالتقارير المالية.

أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات عام 2019، لأهمية قيام الشركات بعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ضمن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية (على سبيل المثال خطط الشركة واستراتيجيتها المستقبلية - خطط التوسع والنمو)، لما له من أثر إيجابي على رؤية المستثمرين الحاليين أو المرتقبين.

أيضاً قرر مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية عام ٢٠١٥، بأنه لا يجوز قيد أسهم الشركات إلا بعد تقديم الشركة دراسة معتمدة من أحد المستشارين الماليين المسجلين بالهيئة، بحيث توضح تلك الدراسة فرص النمو المتوقعة وكذلك التوقعات المستقبلية للأرباح.

خامساً: مفهوم رد فعل السوق:

يشير مفهوم رد فعل السوق إلى انعكاس المعلومات المنشورة والمتاحة على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية والتي يمكن من خلالها تعظيم قيمة الشركة، فرد فعل سوق الأوراق المالية يعد محصلة

للقرارات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية الخاصة بالشركة، بالإضافة إلى إدراك وتصور المستثمرون بشأن المعلومات المنشورة والمفصّل عنها بالتقارير المالية (محمد، ٢٠١٧؛ علي، ٢٠١٨)، (Utami and Wahyuni, 2018)، وهناك العديد من الصيغ المختلفة لفرض كفاءة سوق الأوراق المالية، يمكن ذكرها باختصار كما يلي (أبو العز، ٢٠٢١):

• الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

تشير فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، بأن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية فقط (على سبيل المثال أحجام التداول لفترات سابقة، معدلات الفائدة، أسعار الأسهم لفترات سابقة)، تلك المعلومات غير ذات جدوى للمستثمر فلا يمكن من خلالها التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل.

• الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

وفقاً لفرضية الصيغة المتوسطة لكفاءة سوق الأوراق المالية، فإن أسعار الأسهم تعكس المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين (على سبيل المثال المعلومات المحاسبية المنشورة بالتقارير المالية)، حيث يستجيب سوق الأوراق المالية لتلك المعلومات بعد قيام المستثمرين بتحليلها واتخاذ قرارات استثمارية مختلفة بناء على تلك المعلومات.

• فرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية:

وفقاً لفرضية الصيغة القوية لكفاءة سوق الأوراق المالية، فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة بما في ذلك المعلومات الداخلية لدى الإدارة، بحيث لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية.

سادساً: مدخل تقدير قيمة الشركة:

تتمثل المداخل الخاصة بتقدير قيمة الشركة، فيما يلي (Utami and Wahyuni, 2018):

١ - مدخل القيمة الدفترية:

يشير مدخل القيمة الدفترية عند تقدير قيمة الشركة إلى قيمة صافي الأصول بقائمة المركز المالي، إلا أن هذا المدخل يعتمد على افتراض ثبات وحدة النقد ولا يأخذ في اعتباره التغيرات الخاصة بالقوة الشرائية نتيجة معدلات التضخم والظروف الاقتصادية المختلفة.

٢ - مدخل القيمة السوقية:

يعتمد هذا المدخل على أسعار الأسهم السائدة في سوق الأوراق المالية عند تقدير قيمة الشركة، وتعد مقاييس (Tobin's Q) والقيمة السوقية لأسعار الأسهم المقياس هما المقاييس الأكثر شيوعاً عند تقدير القيمة السوقية للشركة.

٣ - مدخل التدفقات النقدية المخصومة:

تقدر قيمة الشركة وفقاً لهذا المدخل على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة مخصومة بمعدل خصم يعكس معدلات التضخم السائدة والظروف الاقتصادية المحيطة.

٤ - المدخل الاقتصادي:

يعتمد هذا المدخل عند تقدير قيمة الشركة على القيمة الاقتصادية المضافة، ويعد أكثر المقاييس شيوعاً عند تقدير قيمة الشركة طبقاً لهذا المدخل هو مقياس القيمة الاقتصادية المضافة.

تجدر الإشارة إلى أن المدخل الرئيسي لقياس رد فعل سوق الأوراق المالية هو مدخل القيمة السوقية والذي يعتمد على أسعار الأسهم السائدة في سوق الأوراق المالية.

سابعاً: مفهوم الملكية المؤسسية:

يُشير مفهوم الملكية المؤسسية إلى نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات المستثمرة (على سبيل المثال البنوك - شركات التأمين) إلى إجمالي عدد الأسهم، فكلما زادت تلك النسبة زاد دور تلك المؤسسات في رقابة تصرفات وقرارات المديرين التنفيذيين (عيفي، ٢٠١١).

ثامناً: مزايا هيكل الملكية المؤسسية:

تتمثل المزايا الرئيسية لهيكل الملكية المؤسسية، فيما يلي (السيد، ٢٠١٨)، (Roy, 2018):

- تمتلك المؤسسات المستثمرة الموارد والامكانيات والخبرات الكافية لتحليل ومعالجة المعلومات ومراقبة ومتابعة تصرفات وقرارات الإدارة.
- تلعب دوراً رئيسياً في عملية صنع القرار داخل الشركة لما تمتلكه من خبرة كافية وقدرات فنية عالية في استخلاص ومعالجة المعلومات، ودفع المديرين نحو التصرف بشكل يحقق مصالح المساهمين.
- تسعى المؤسسات المستثمرة دائماً للقيام بدور فعال لمحاولة الحد من السلوك الانتهازي للإدارة في تحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصلحة الملاك.
- تعطي المديرين التنفيذيين حرية التصرف في الموارد المتاحة واتخاذ القرارات الاستثمارية المختلفة من خلال نظم حوافز ونظم متابعة ورقابة مختلفة.
- تشجع إدارة الشركات على تحمل المزيد من المخاطر ومحاولة استغلال فرص النمو المتاحة بما يعود بالنفع على ثروة المساهمين.
- أن استثمارات تلك المؤسسات دائماً ما تكون طويلة الأجل وليست بغرض المضاربة.

تجدر الإشارة إلى أن تلك المؤسسات المستثمرة (هيكل الملكية المؤسسية) ستهتم دائماً بتشجيع المديرين نحو المزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وزيادة شفافية التقارير المالية بما يعود بالنفع على ثروة المساهمين وتعظيم قيمة الشركة، لذلك يتوقع البحث الحالي أن يكون هناك رد فعل إيجابي من سوق الأوراق المالية تجاه الأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

بعد أن انتهى الباحث من عرض للقسم الأول والخاص بالإطار النظري للبحث، يوضح القسم الثاني الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة.

القسم الثاني الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة

مقدمة:

يتناول هذا الجزء مجموعة من الدراسات السابقة المتعلقة برد فعل سوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ثم تناول مجموعة من الدراسات السابقة الخاصة بأثر الملكية المؤسسية على أسعار الأسهم، أخيراً التعليق على نتائج الدراسات السابقة، من خلال ما يلي:

أولاً: دراسات سابقة تناولت رد فعل سوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية:

١- دراسة (Athanasakou and Hussainey, 2014):

اختبرت دراسة (Athanasakou and Hussainey, 2014) المحتوى المعلوماتي للإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية وأثرها على أسعار الأسهم، حيث كشفت إلى أن عملية إفصاح الشركات الاختياري عن المعلومات المستقبلية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بزيادة قدرة المستثمرين على التنبؤ بأداء وأسعار الأسهم المستقبلية من خلال تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وهو ما يعزز من قيمة الشركة.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية للشركات (كمتغير مستقل) وأسعار الأسهم (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات، توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة (علاقة طردية) بين عملية الإفصاح الاختياري للمعلومات المستقبلية وقيمة الشركة.

٢- دراسة (Tan, et al, 2015):

تناولت دراسة (Tan, et al, 2015) العلاقة بين عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وكفاءة الاستثمار وقيمة الشركة، حيث أوضحت إلى أن عملية إفصاح الشركات الاختياري عن المعلومات غير المالية المستقبلية تدعم عملية الإفصاح المالي وتخفف من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وهو ما يعزز من كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين المعلومات المستقبلية للشركات (كمتغير مستقل) وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات الصينية، في الفترة من عام ٢٠٠٥ وحتى عام ٢٠١١، توصلت الدراسة عن وجود علاقة معنوية موجبة (علاقة طردية) عملية الإفصاح الاختياري للمعلومات المستقبلية كونها أكثر اتساقاً بمصالح المساهمين وأصحاب المصالح المختلفة وقيمة الشركة.

٣- دراسة (Bravo, 2016):

اختبرت دراسة (Bravo, 2016) العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية والقيمة السوقية لأسعار الأسهم (قيمة الشركة)، حيث اشارت الدراسة لأهمية عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لتخفيض حدة تقلبات عوائد وأسعار الأسهم وهو ما ينعكس ايجابياً على قيمة المنشأة.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتغير مستقل) وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات، كشفت الدراسة إلى أن الشركات تقوم بمزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لديها انخفاض في حدة تقلبات عوائد وأسعار الأسهم، وهو ما يشير لوجود علاقة معنوية موجبة بين عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة.

٤- دراسة (Alqatamin, et al, 2017):

هدفت دراسة (Alqatamin, et al, 2017) تناول العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، حيث أوضحت الدراسة إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تعطي إشارات هامة للمستثمرين فيما يتعلق بوضع الشركة الحالي والمستقبلي مقارنة بالمنافسين، مما يعزز ثقة أصحاب المصالح المختلفة ويجذب مزيداً من الاستثمارات.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية الخاصة (كمتغير مستقل) وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات، كشفت الدراسة عن وجود علاقة معنوية موجبة (علاقة طردية) بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، وهو ما ينعكس ايجابياً على أدائها المستقبلي.

٥- دراسة (Utami and Wahyuni, 2018):

استهدفت دراسة (Utami and Wahyuni, 2018) اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة للشركات الإندونيسية، حيث اشارت إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بالمسئولية وأن كانت في شكل غير مالي فهي تدعم المعلومات المالية وتقلل من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين وهو ما ينعكس بشكل إيجابي على أسعار الأسهم.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، والاعتماد على أسلوب تحليل المحتوى لاختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية (كمتغير مستقل) وقيمة الشركة (كمتغير تابع)، خلصت الدراسة عن وجود تأثير معنوي موجب (علاقة طردية) بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة لعينة من الشركات الإندونيسية.

٦- دراسة (Hassanein, et al, 2019):

بحثت دراسة (Hassanein, et al, 2019) رد فعل سوق الأوراق المالية البريطانية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، والمفصح عنها بالتقارير المالية السنوية، حيث أوضحت لأهمية عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بالنسبة للمستثمرين سواء الحاليين أو المرتقبين.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتغير مستقل) وأسعار الأسهم (كمتغير تابع)، لعينة من الشركات، في الفترة من عام ٢٠٠٥ وحتى عام ٢٠١٤، توصلت الدراسة بصفة عامة لوجود علاقة معنوية موجبة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأسعار الأسهم، بمعنى أنه كلما زادت عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، كلما انعكس ذلك بشكل إيجابي على سوق الأوراق المالية (رد فعل إيجابي).
على النقيض من ذلك، تجدر الإشارة إلى أن هناك بعض الدراسات التي توصلت لنتائج مغايرة لما توصلت إليه الدراسات السابق عرضها، ذلك كما يلي:

٧- دراسة (Cheng, et al, 2012):

بحثت دراسة (Cheng, et al, 2012) اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ودرجة عدم تماثل المعلومات وقيمة الشركة، أشارت الدراسة إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تسهم في تحسين مستوى الشفافية وتقلل من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والملاك، الأمر الذي سيكون له انعكاسات على قيمة الشركة.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتغير مستقل) وعدم تماثل المعلومات (كمتغير تابع)، توصلت الدراسة إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تزيد من حدة تباين عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين، مما يقلل من مصداقية تلك المعلومات المصنف عنها ويؤثر سلباً على قيمة المنشأة.

٨- دراسة (Hassanein and Hussainey, 2015):

اختبرت دراسة (Hassanein and Hussainey, 2015) العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، أشارت الدراسة إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية سيكون لها تأثيرات على تكلفة رأس المال والتدفقات النقدية المتوقعة بما يسهم ويعزز من قيمة المنشأة، كذلك تحسين مستوى الشفافية وتقلل من درجة عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والملاك.

اعتمدت منهجية الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد، لاختبار العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتغير مستقل) وقيمة المنشأة (كمتغير تابع)، كشفت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير معلوماتي وخاصة إذا لم يتغير عن السنة السابقة، وهو ما يزيد من حدة تباين عدم تماثل المعلومات فيما بين الإدارة والمساهمين ويؤثر سلباً على قيمة المنشأة.

تأسيساً على ما سبق، يمكن صياغة فرض الدراسة الأول، كما يلي:

الفرض الأول: "لا يوجد رد فعل لسوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية".

من خلال العرض السابق، وعلى الرغم من ندرة الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، إلا أن نتائجها جاءت متباينة، حيث توصلت بعض الدراسات (Hassanein, et al, 2019; Utami and Wahyuni, 2018; Alqatamin, et al, 2017;

Bravo, 2016; Tan, et al, 2015; Athanasakou and Hussainey, 2014) لوجود علاقة معنوية موجبة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، في حين خلصت دراسات (Hassanein and Hussainey, 2015; Cheng, et al, 2012) إلى أن عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تقلل من قيمة الشركة، أي أن هناك تأثيرات سلبية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على قيمة الشركة، مما يشير بوضوح لوجود فجوة بحثية حول ماهية العوامل أو الأسباب المحتملة لتباين نتائج الدراسات السابقة.

يهتم البحث الحالي بمحاولة تقديم تفسير لتباين نتائج الدراسات السابقة، من خلال دراسة أثر الملكية المؤسسية على رد فعل سوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، نظراً لاهتمام المؤسسات المستثمرة (الملكية المؤسسية) دائماً بالعمل على تحسين قيمة الشركة والحصول على عوائد مناسبة نتيجة استثماراتهم، سيتم التطرق لتلك النقطة بالتفصيل كما يلي:

ثانياً: دراسات سابقة تناولت العلاقة بين الملكية المؤسسية وأسعار الأسهم (قيمة الشركة):

أن الهدف الأساسي وراء قيام المؤسسات المستثمرة (الملكية المؤسسية) بالاستثمار هو محاولة الحصول على عوائد مناسبة لاستثماراتهم، ذلك من خلال العمل على تعظيم قيمة المنشأة وتعظيم ثروة المساهمين.

بشأن الأدلة العلمية، تناولت دراسة (Gracia-Meca and Sanchez-Ballesta, 2011) العلاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، لعينة من الشركات في الفترة من عام 1999 وحتى عام 2002، توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة.

اختبرت دراسة (Liang, et al, 2011) العلاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، أشارت الدراسة إلى أن المؤسسات المستثمرة تعمل على استغلال الفرص الاستثمارية (المشروعات الاستثمارية) المربحة نحو تعظيم قيمة الشركة، لعينة من الشركات، كشفت الدراسة عن وجود علاقة معنوية موجبة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، وخاصة في الصناعات التقليدية.

بحثت دراسة (Henryani, and Kusumastuti, 2013) العلاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، فامتلاك المؤسسات المستثمرة لنسبة كبيرة من الأسهم يقلل من السلوك الانتهازي للإدارة بما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة، لعينة من الشركات في الفترة من عام 2007 وحتى عام 2011، توصلت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة.

استهدفت دراسة (Thanatawee, 2014) دراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، فبالمؤسسات المستثمرة لما لها من قدرات وخبرات ما يمكنها من مراقبة تصرفات وقرارات الإدارة بما ينعكس ايجابياً على قيمة الشركة، لعينة من الشركات في الفترة من عام ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٣، خلصت الدراسة لوجود علاقة معنوية موجبة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة.

قامت دراسة (Tahir, et al, 2015) بدراسة العلاقة بين الملكية المؤسسية وقيمة الشركة، فالمؤسسات المستثمرة تسعى دائماً لتعظيم قيمة الشركة وثروة المساهمين، لعينة من الشركات في الفترة من عام ٢٠٠٨ وحتى عام ٢٠١٣، توصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية تؤثر إيجابياً على قيمة الشركة.

من خلال ما سبق، فإنه من غير المتوقع أن تؤثر عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وحدها على قيمة الشركة، بل يتطلب الأمر وجود هيكل أو مستوى مناسب من المؤسسات المستثمرة، لذلك فإن أحد الأسباب التي يمكن أن تفسر تباين نتائج الدراسات السابقة بشأن العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وقيمة الشركة، هو توقع أن يكون هناك رد فعل للسوق للأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

تأسيساً على ما سبق، يمكن صياغة الفروض التالية (صورة فرض العدم):

الفرض الثاني: "لا يوجد أثر لنسبة الملكية المؤسسية على نسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم في البيئة المصرية".

الفرض الثالث: "لا يوجد رد فعل لسوق الأوراق المالية للأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية".

رابعاً: التعليق على الدراسات السابقة:

من خلال استعراض الدراسات السابقة تم التوصل لما يلي:

- ندرة الدراسات التي تناولت رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، خصوصاً في جمهورية مصر العربية ذلك في ضوء علم الباحث.
- تعد الدراسة الحالية امتداداً للأدبيات المحاسبية فيما يتعلق بدراسة رد فعل سوق الأوراق المالية المصرية لعملية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية.
- تهتم الدراسة الحالية بدراسة العلاقة فيما بين نسبة الملكية المؤسسية ومتوسط نسبة التغير في أسعار الأسهم بالبيئة المصرية.
- اختلفت نتائج الدراسات السابقة بشأن رد فعل سوق الأوراق المالية لمستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، لذلك يهتم البحث الحالي بمحاولة تقديم تفسير بشأن تباين نتائج الأدلة الاختبارية من خلال دراسة التأثيرات المحتملة لنسبة الملكية المؤسسية.
- تهتم الدراسة الحالية بدراسة رد فعل سوق الأوراق المالية المصرية للأثر التفاعلي لنسبة الملكية المؤسسية مع مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية بالتقارير المالية لمنشورة.

بعد أن انتهى الباحث من عرض الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة، يناقش القسم الثالث الدراسة الاختبارية.

القسم الثالث

الدراسة الاختبارية

مقدمة:

يهدف هذا القسم إلى بيان تصميم الدراسة الاختبارية والتي تشمل (عرض لنموذج الدراسة، متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، مجتمع وعينة الدراسة، واختبار فروض الدراسة)، يلي ذلك عرض وتفسير النتائج التي توصلت إليها الدراسة، وذلك من خلال النقاط التالية:

أولاً: النماذج الإحصائية المستخدمة:

سيتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار العلاقة بين عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتغير مستقل) ونسبة التغير في أسعار الأسهم (كمتغير تابع)، كذلك أيضاً اختبار الأثر التفاعلي للملكية المؤسسية مع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتغير منظم) ونسبة التغير في أسعار الأسهم (كمتغير تابع)، ويمكن عرض نموذج الانحدار على النحو التالي:

١- نموذج الانحدار: أثر الملكية المؤسسية على رد فعل السوق لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

$$Reaction_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Fut_{i,t} + \beta_2 Ow + \beta_3 Fut*Ow + \beta_4 Size_t + \beta_5 Lev_t + \beta_6 RoA_t + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

Reaction: المتغير التابع: رد فعل السوق.

Fut: متغير مستقل: الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

Ow: متغير مستقل: الملكية المؤسسية.

*Fut*Ow*: متغير منظم (تفاعل الإفصاح عن المعلومات المستقبلية مع نسبة الملكية المؤسسية).

Size: متغير ضابط: حجم الشركة.

Lev: متغير ضابط: الرافعة المالية.

RoA: متغير ضابط: معدل العائد على الأصول.

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

وفيما يلي وصفاً للمتغير التابع والمتغير المستقل والمتغير المنظم والمتغيرات والضابطة وكذلك التعريفات الإجرائية الخاصة بكل منهما:

١/١: التعريف الإجرائي للمتغير المستقل: (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية):

يتم قياس المتغير المستقل (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية) من خلال مؤشر مقترح في ضوء الإصدارات المهنية وطبيعة البيئة المصرية وكذلك العديد من الدراسات الأكاديمية (Bravo, 2018; Mousa and Elamir, 2018; Alqatamin, 2017; Krause, et al, 2017, Abad and Bravo, 2018)، فهو مؤشر مكون من ٣٠ بند لقياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (ملحق رقم ١)، حيث يتم قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية للشركة من خلال نسبة المعلومات المستقبلية المفصح عنها إلى إجمالي عدد بنود المؤشر.

٢/١: التعريف الإجرائي للمتغير المستقل: (نسبة الملكية المؤسسية):

يتم قياس نسبة الملكية المؤسسية من خلال نسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات المستثمرة (على سبيل المثال الشركات – صناديق الاستثمار – شركات التأمين) إلى إجمالي عدد الأسهم (Tahir, et al, 2015; Thanatawee, 2014).

٣/١: التعريف الإجرائي للمتغير التابع: (رد فعل السوق):

يمكن قياس رد فعل السوق (كمتغير تابع) من خلال نسبة تغير أسعار الأسهم لمدة خمسة أيام قبل تاريخ نشر التقارير المالية وخمسة أيام بعد تاريخ نشر التقارير المالية، ذلك من خلال المعادلة التالية:

متوسط أسعار الأسهم (خمسة أيام بعد تاريخ النشر) – متوسط أسعار الأسهم (خمسة أيام قبل تاريخ النشر)

رد فعل السوق =

متوسط أسعار الأسهم (خمسة أيام قبل تاريخ النشر)

4/١: التعريف الإجرائي للمتغير المنظم: (تفاعل نسبة الملكية المؤسسية مع مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية):

يشير المتغير المنظم في الدراسة الحالية لتفاعل نسبة الملكية المؤسسية مع مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (متغير تفاعلي)، ويقاس بحاصل ضرب نسبة الملكية المؤسسية في نسبة المعلومات المستقبلية المفصح عنها.

٥/١: التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة:

١/٥/١: حجم الشركة:

من المتوقع أنه كلما زاد حجم الشركة كلما كانت محل اهتمام العديد من المستثمرين كلما كان هناك تأثيرات محتملة على أسعار الأسهم (رد فعل السوق)، بعكس الشركات الصغيرة (Elfeky, 2016; Elgammal, et al, 2018)، نظراً للتأثيرات المحتملة لحجم الشركة على أسعار الأسهم سيتم تحييد أثر حجم الشركة بإضافته كمتغير ضابط داخل نموذج الانحدار، يقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

٢/٥/١: الرفع المالي:

اشارت دراسات (Elfeky, 2016; Elgammal, et al, 2018) لوجود تأثير معنوي للرفع المالي على أسعار الأسهم، حيث تتباين ردود فعل الأسواق فيما يتعلق بنسب المديونية المختلفة للشركات المتداولة، سيتم تحديد أثر الرفع المالي على أسعار الأسهم بإضافته كمتغير ضابط في نموذج الانحدار، يقاس الرفع المالي بنسبة الديون إلى إجمالي الأصول.

٣/٥/١: العائد على الأصول:

من المتوقع أن تحقيق الشركات لمعدلات مرتفعة للعائد على الأصول، أن يصاحب ذلك ردود أفعال قوية على أسعار الأسهم كفاءة للمشروعات الاستثمارية، توصلت دراسات (Elfeky, 2016; Elgammal, et al, 2018)، لوجود علاقة معنوية موجبة بين معدل العائد على الأصول وأسعار الأسهم، سيتم تحديد أثر معدل العائد على الأصول على أسعار الأسهم بإضافته كمتغير ضابط لنموذج الانحدار، يقاس معدل العائد على الأصول بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول.

يوضح جدول رقم (١) التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة، ذلك كما يلي:

جدول رقم (١)

التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة

اسم المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
حجم الشركة	Size	يقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
الرفع المالي	Lev	يقاس الرفع المالي بنسبة الديون لإجمالي الأصول.
معدل العائد على الأصول	ROA	يقاس معدل العائد على الأصول بنسبة صافي الربح إلى إجمالي الأصول.

ثانياً: مجتمع، وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المصرية والمسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، سيتم أخذ عينة تناسبية حكمية من هذا المجتمع لاختبار فروض الدراسة.

تم اختيار عينة ميسرة تمثلت في عدد ٦٠ شركة مصرية من تلك القطاعات المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية موزعة على عدد ١٠ قطاعاً اقتصادياً مختلفاً لإتمام الدراسة الحالية، في الفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠١٩، ويوضح الجدول التالي التوزيع القطاعي لشركات العينة:

جدول رقم (٢)

التوزيع القطاعي لشركات العينة

م	اسم القطاع	العينة	النسبة
١	موارد أساسية	١٠	16.66%
٢	خدمات صناعية وسيارات	٥	8.33%
٣	العقارات	٩	15%
٤	اتصالات واعلام وتكنولوجيا معلومات	٥	8.33%
٥	أغذية ومشروبات وتبغ	٩	15%
٦	طاقة الرعاية الصحية	٨	13.33%
٧	خدمات النقل والشحن	٤	6.66%
٨	خدمات تعليمية	٤	6.66%
٩	مقاولات وانشاءات هندسية	٣	5%
١٠	منسوجات وسلع معمرة	٣	5%
	الإجمالي	٦٠	100%

المصدر: من إعداد الباحث

ثالثاً: مصادر الحصول على البيانات:

تم الاعتماد على موقع مباشر البورصة المصرية، وكذلك شركة مصر لنشر المعلومات عند جمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية.

رابعاً: حدود الدراسة:

يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية على عينة ميسرة من الشركات المصرية المسجلة داخل قطاعات مختلفة ببورصة الأوراق المالية المصرية، حيث يقتصر التطبيق على ١٠ قطاعات اقتصادية مختلفة، تم استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية، نظراً لاختلاف طبيعة عملهم عن باقي القطاعات، كذلك يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية على الفترة الزمنية من عام 2016 وحتى عام 2019، ذلك باعتبارها فترات مستقرة وتجنباً للفترات التالية والتي شهدت انتشار فيروس كورونا المستجد (COVID-19).

خامساً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يتم عرض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تتضمن الحد الأعلى والأدنى، كذلك المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، لشركات عينة الدراسة، كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول رقم (٣)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لشركات عينة الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأعلى	الحد الأدنى	متغيرات الدراسة
0.0788	0.048	0.932	- 0.17	رد فعل السوق
0.173	0.259	0.666	0.03	الإفصاح عن المعلومات المستقبلية
0.153	0.16	0.599	0.0021	المتغير المنظم
0.61	8.8	10.6	7.6	حجم الشركة
0.21	0.38	0.8	0.007	الرافعة المالية
0.19	0.08	0.72	-0.33	معدل العائد على الأصول

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من خلال العرض السابق للإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، يمكن استخلاص ما يلي:

- وجود تباين كبير لقيم المتغير التابع وهو (رد فعل السوق)، استناداً لنسبة تغير متوسط أسعار الأسهم، حيث بلغت أكبر قيمة (٩٣٪) تقريباً، في حين كانت أقل قيمة (١٧٪-).
- وجود اختلاف كبير لقيم المتغير المستقل (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية)، حيث بلغت أكبر قيمة (٦٦٪)، في حين كانت أقل قيمة (٣٪)، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بعملية الإفصاح عن البنود الخاصة بالمعلومات المستقبلية.
- وجود تباين فيما يتعلق بتفاعل نسبة الملكية المؤسسية مع عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (المتغير المنظم)، حيث كانت أكبر قيمة (٥٩٪) تقريباً في حين كانت أقل قيمة (٠,٠٠٢١)، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بالمتغير التفاعلي.
- وجود تباين فيما يتعلق بحجم الشركة، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير باللوغاريتم (10.6)، في حين بلغت أقل قيمة باللوغاريتم (7.6).
- وجود اختلاف كبير فيما يتعلق بالرافعة المالية لشركات عينة الدراسة، حيث بلغت أكبر قيمة (80٪)، وأقل قيمة كانت (0.007)، ويشير ذلك لوجو تباين كبير لنسبة المديونية فيما بين عينة شركات الدراسة.
- وجود تباين فيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير (72٪) تقريباً، في حين بلغت أقل قيمة (33٪-).

سادساً: عرض نتائج تحليل الانحدار:

يتم مناقشة نتائج التحليل الإحصائي لنموذج الانحدار، من خلال اتباع طريقة المربعات الصغرى، كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

نتائج تحليل الانحدار لنموذج الانحدار

Number of obs = 240 R-squared Adj = 0.38 F (6, 233) = 25.61 Prob > F = 0.0000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Sig
Futw5	.1230298	.0254908	4.83	0.000	***
OWw5	.0511541	.015496	3.30	0.001	***
Interactionw5	.015435	.033632	1.46	0.147	*
Sizew5	.0030689	.0045059	0.68	0.496	
Levw5	.0181059	.0114728	1.58	0.116	
ROAw5	.0100745	.0151615	0.66	0.507	
Cons	-.0466677	.0405931	-1.15	0.251	
***, **, * (تشير لمستويات المعنوية المتعارف عليها ١٪، ٥٪، ١٠٪ على الترتيب)					

المصدر: من إعداد الباحث في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة (F= 25.61)، وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪ حيث بلغت p-value = 0.000.
- يوجد أثر معنوي موجب بين عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (كمتغير مستقل) ورد فعل سوق الأوراق المالية (كمتغير تابع)، عند مستوى معنوية (١٪)، حيث كانت قيمة (p=0.000)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الأول (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد أثر لرد فعل سوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية، وقبول الفرض البديل والقائل بأنه يوجد أثر لرد فعل سوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية.
- يوجد أثر معنوي موجب بين نسبة الملكية المؤسسية (كمتغير مستقل) ونسبة التغير في متوسط أسعار الأسهم (كمتغير تابع)، عند مستوى معنوية (١٪)، حيث كانت قيمة (p=0.001)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الثاني (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد أثر لنسبة الملكية المؤسسية على نسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم في البيئة المصرية، وقبول الفرض البديل والقائل بأنه يوجد أثر لنسبة الملكية المؤسسية على نسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم في البيئة المصرية.

- يوجد أثر معنوي موجب بين المتغير التفاعلي (تفاعل نسبة الملكية المؤسسية مع عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية)، ونسبة التغير في متوسط أسعار الأسهم، عند مستوى من مستويات معنوية (١٠٪)، حيث كانت قيمة ($p=0.0647$)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الثالث (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد أثر للملكية المؤسسية على رد فعل السوق لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية، وقبول الفرض البديل والقائل بأنه يوجد أثر للملكية المؤسسية على رد فعل السوق لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية.
- القوة التفسيرية لنموذج الانحدار كانت (38%) تقريباً، هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة (38%) من تباين المتغير التابع.

سابعاً: نتائج اختبار فروض الدراسة، وتفسيرها:

من اختبار فروض الدراسة وعرض نتائجها من خلال نتائج نموذج الانحدار السابق الإشارة إليه، يمكن استخلاص ما يلي:

- تم رفض فرض الدراسة الأول (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد أثر لرد فعل سوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود رد فعل معنوي موجب لسوق الأوراق المالية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، أي أن هناك أثر معنوي موجب بين عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ونسبة التغير في متوسط أسعار الأسهم في البيئة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، تفسير ذلك يعني أن قيام الشركات بالسعي نحو مزيد من عملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وشفافية التقارير المالية، سينعكس ذلك بشكل إيجابي على سوق الأوراق المالية، أي أن لسوق الأوراق المالية رد فعل إيجابي تجاه المزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وهو ما يتفق مع نتائج دراسات (Hassanein, et al, 2019; Utami and Wahyuni, 2018; Alqatamin, et al, 2017; Bravo, 2016; Tan, et al, 2015; Athanasakou and Hussainey, 2014)
- تم رفض فرض الدراسة الثاني (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد أثر لنسبة الملكية المؤسسية على نسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم في البيئة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود أثر معنوي موجب لنسبة الملكية المؤسسية ونسبة التغير لمتوسط أسعار الأسهم، ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة ($p=0.001$)، تفسير ذلك أنه كلما زادت نسبة الملكية المؤسسية (المؤسسات المستثمرة) كلما انعكس ذلك بشكل إيجابي على أسعار الأسهم في البيئة المصرية وهو ما يتفق مع نتائج دراسات (Tahir, et al, 2015; Thanatawee, 2014; Henryani, and Kusumastuti, 2013; Liang, et al, 2011; Gracia-Meca and Sanchez-Ballesta, 2011)
- تم رفض فرض الدراسة الثالث (صورة فرض العدم) والقائل لا يوجد أثر للملكية المؤسسية على رد فعل السوق لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث توصلت الدراسة الحالية لوجود رد فعل إيجابي لسوق الأوراق المالية لتفاعل نسبة

الملكية المؤسسية مع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وهو ما يشير لوجود أثر معنوي موجب بين تفاعل نسبة الملكية المؤسسية مع مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وبين نسبة التغير في متوسط أسعار الأسهم في البيئة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (١٠٪) حيث كانت قيمة (p=0.064)، تفسير ذلك يعني أن كلما كان للمؤسسات المستثمرة اهتمام بعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتشجيع المديرين نحو مزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلي والخطط التوسعية كلما كان لسوق الأوراق المالية رد فعل إيجابي تجاه تلك المعلومات المفصح عنها.

فيما يلي مجموعة من الأفكار التي قد تمثل دراسات مستقبلية:

- ١- دراسة العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وأسعار الأسهم في ضوء الأزمات السياسية.
- ٢- دراسة الملاءمة القيمية لعملية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.
- ٣- دراسة أثر الملكية الإدارية على العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ونسبة التغير في أسعار الأسهم.
- ٤- دراسة تنبؤات المحللون الماليون بالأرباح كمتغير وسيط للعلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ونسبة التغير في أسعار الأسهم.

المراجع

المراجع العربية:

- أبو العز، محمد السعيد، (٢٠٢١)، تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار والائتمان، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- السيد، محمد صابر حمودة، (٢٠١٨)، "أثر أنماط هيكل الملكية على مستوى الاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الرابع، ص ص. ١٤٤٣ - ١٥٢٣.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١١، "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح دراسة اختبارية في البيئة المصرية"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص. ١٥٧ - ٢٤٣.
- علي، هبة جمال هاشم، (٢٠١٨)، "تحليل العلاقة بين الإفصاحات المالية المستقبلية في تقارير الإدارة والمتغيرات المهنية المرتبطة بآليات الحوكمة بهدف ترشيد قرارات المستثمرين"، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، العدد الأول، ص ص. ٤٢ - ٨٧.
- محمد، حازم محفوظ، (٢٠١٧)، "أثر خصائص لجنة المراجعة على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة"، مجلة التجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الرابع، ص ص. ١٣٤ - ١٧٢.
- مركز المديرين المصري، (2019)، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، ص ص. ١٦ - ٢٧.
- مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم، (٢٠١٧)، "تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على تكلفة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، مجلة الإدارة العامة، العدد الرابع، ص ص. ١ - ٥٠.
- منصور، محمد السيد، (٢٠١٩)، "أثر إفصاح الشركات المقيدة بالبورصة المصرية عن المعلومات المستقبلية في تقاريرها السنوية على قرار منح الائتمان: دراسة استكشافية وتجريبية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، العدد الثاني، ص ص. ٣١ - ١٠٨.

المراجع الأجنبية:

- Abad, C., and Bravo, F., (2018), "Audit Committee Accounting Expertise and Forward-Looking Disclosures: A Study of US Companies", Management Research Review, Vol. 2, PP. 166 – 185.
- Agyei-Mensah, K., (2017), "The Relationship Between Corporate Governance, Corruption and Forward-Looking Information Disclosure: Comparative Study", International Journal of Business in Society, Vol. 17, PP. 284 – 304.
- Alqatamin, R., Aribi, A., and Arun, T., (2017), "The Effect of CEOs' Characteristics on Forward-Looking Information", Journal of Applied Accounting Research, Vol. 4, PP. 402 – 424.
- Athanasakou, V., and Hussainey, K., (2014), "The Perceived Credibility of Forward-Looking Performance Disclosures", Accounting and Business Research, Vol. 44, PP. 227 – 259.

-
-
- Bozanic, Z., Roulstone, D., and Van Buskirk, A., (2013), "Management Earnings Forecasts and Forward-Looking Statements", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 1, PP. 1 – 20.
 - Bravo, F., (2016), "Forward-Looking Disclosure and Corporate Reputation as Mechanisms to Reduce Stock Return Volatility", *Spanish Accounting Review*, Vol. 1, PP. 122 – 131.
 - Cheng, X., Youchao, T., and Jianmei, L., (2012), "The Non-Financial Information, The External Financing, and The Investment Efficiency: A Study Based on the Constraint of External System", *Management World in Chinese*, Vol. 7, PP. 31 – 79.
 - Elfeky, M., (2016), "Forward-Looking Financial Disclosure Narrative Reporting: Determinants and use", *Journal of Finance and Accounting*, Vol. 22, PP. 119 – 129.
 - Elgammal, M., Hussainey, K., and Ahmed, F., (2018), "Corporate Governance and Voluntary Risk and Forward-Looking Disclosures", *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 4, PP. 592 – 607.
 - Financial Accounting Standard Board (FASB), (2001), "Business Reporting Research Project: Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures Steering Committee Report Series", Available at:
 - Gracia-Meca, E., and Sanchez-Ballesta, P., 2011, "Firm Value and Ownership Structure in the Spanish Capital Market", *Corporate Governance*, Vol. 11, pp. 41-53.
 - Hassan, A., (2018), "The Impact of Voluntary Environment Disclosure on Firm Value: Does Organizational Visibility Play a Mediation Role", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 8, PP. 1569 – 1582.
 - Hassanein, A., and Hussainey, K. (2015) "Is forward-looking Financial Disclosure Really Informative? Evidence from UK Narratives Statement", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 41, PP. 52 – 61.
 - Hassanein, A., Zalata, A., & Hussainey, K. (2019) "Do Forward-Looking Narratives Affect Investors' Valuation of UK FTSE all-Shares Firms?", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 52, PP. 493-519.
 - Henryani, F., and Kusumastuti, R., 2013, "Analysis of Ownership Structure Effect on Economic Value Added", *International Journal of Administrative Science & Organization*, Vol. 20, No. 3, pp. 171-178.

-
-
- International Accounting Standard (IASB), (2010), “Management Commentary: A Framework for Presentation, IFRS Practice Statement”, Available at: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/management-commentary-practice-statement/>.
 - International Federation of Accountants (IFAC), (2010), “Handbook of International Quality Control, Auditing, Review, Other Assurance, and Related Services Pronouncements”, Available at: <https://www.iaasb.org/publications/2022-handbook-international-quality-management-auditing-review-other-assurance-and-related-services>.
 - Jensen, C., (1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol. 76, PP. 323 – 329.
 - Johnson, M., Kasznik, R., and Nelson, K., (2001), “The Impact of Securities Litigation Reform on the Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, PP. 112 – 153.
 - Kolsi, C., (2017), “The Determinants of Corporate Voluntary Disclosure Policy: Evidence from the Abu Dhabi Securities Exchange”, *Journal of Accounting in Emerging Economics*, Vol. 2, PP. 249 – 265.
 - Krause, J., Sellhorn, T., and Ahmed, K., (2017), “Extreme Uncertainty and Forward-Looking Disclosure Properties” *Abacus*, Vol. 2, PP. 240 - 272.
 - Liang, C., Huang, T., and Lin, W., 2011, “Does Ownership Structure Affect Firm Value? Intellectual Capital across Industries Perspective”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 12, pp. 552 - 570.
 - Li, F., (2010), “The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings-Naïve Bayesian Machine Learning Approach”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 48, PP. 60 – 75.
 - Menicuccid, E., and Paolucci, G., (2018), “Forward-Looking Information in Integrated Reporting: Theoretical Framework”, *African Journal of Business Management*, Vol. 12, PP. 555 – 567.
 - Mousa, A., and Elamir, A., (2018), “Determinants of Forward-Looking Disclosure: Evidence from Bahraini Capital Market”, *Asian Journal of Finance and Accounting*, Vol. 1, PP. 1 – 19.
 - Opferkuch, J., (2018), “The Information Content of Managers Forward-Looking Disclosures”, Available at: [SSRN3116060](https://ssrn.com/abstract=3116060).

-
-
- Tahir, S., Saleem, M., and Arshad, H., 2015, “Institutional Ownership and Corporate Value: Evidence from Karachi Stock Exchange (KSE) 30-Index Pakistan”, *Praktični menadžment*, Vol. 6, pp. 41- 49.
 - Tan, Y., Liu, Q., and Zeng, C., (2015), “Does Forward-Looking Nonfinancial Information Consistently Affect Investment Efficiency”, *Business Review International*, Vol. 6, PP. 1 – 19.
 - Thanatawee, Y., 2014, “Institutional Ownership and Firm Value in Thailand”, *Asian Journal of Business and Accounting*, Vol. 72, pp. 1-22.
 - Utami, W., and Wahyuni, D., (2018), “Forward-Looking Information Based on Integrated Reporting Perspective: Value Relevance Study in Indonesia Stock Exchanges”, *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, Vol. 4, PP. 1 – 12.
 - Waweru, W., Memba, S., and Njeru, A., (2016), “Relationship Between Forward-Looking Information Disclosure and Financial Performance of Non-Financial Firms Listed in Nairobi Securities Exchange”, *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol. 6, PP. 654 - 669

ملحق رقم (١)

مؤشر قياس مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية

١-	الفرص التمويلية المتاحة.
٢-	الفرص الاستثمارية المتاحة.
٣-	المخاطر المالية.
٤-	مخاطر الأعمال (المخاطر التشغيلية).
٥-	المخاطر السياسية.
٦-	المخاطر البيئية.
٧-	المخاطر التكنولوجية.
٨-	لجنة إدارة المخاطر.
٩-	الوضع التنافسي للشركة.
١٠-	التحديات المستقبلية للشركة.
١١-	الخطط الاستثمارية الخاصة بالطاقة.
١٢-	خطط الدعاية والإعلان.
١٣-	الأهداف الاستراتيجية.
١٤-	خطط الإنفاق الرأسمالي.
١٥-	خطط البحوث والتطوير.
١٦-	خطط الاندماج أو الاستحواذ.
١٧-	خطط تدريب العاملين.
١٨-	رضاء العملاء.
١٩-	خطط تخصيص الموارد.
٢٠-	المنتجات الجديدة.
٢١-	المؤشرات المالية المتوقعة.
٢٢-	المبيعات المستهدفة.
٢٣-	تكلفة الإنتاج المتوقعة.
٢٤-	الأرباح المتوقعة.
٢٥-	توزيعات الأرباح المتوقعة.
٢٦-	التدفقات النقدية المستقبلية.
٢٧-	سعر السهم المتوقع.
٢٨-	النفقات الرأسمالية المستقبلية.
٢٩-	موقف السيولة المستقبلي.
٣٠-	الحصة السوقية المتوقعة.

Market Reaction to The Level of Accounting Disclosure of Forward-Looking Information: Does the Institutional Ownership Have an Effect? (Evidence from the Egyptian joint stock companies)

Abstract

This study aims to investigate the market reaction to the level of accounting disclosure of forward-looking information, and investigate the relationship between institutional ownership and average percentage change in stock prices, and investigate the market reaction to the impact of interaction between institutional ownership and the level of accounting disclosure of forward-looking information.

Multiple regression model was used, first: to test the market reaction to the level of accounting disclosure of forward-looking information, second: to test the relationship between institutional ownership and average percentage change in stock prices, third: to test the market reaction to the impact of interaction between institutional ownership and the level of accounting disclosure of forward-looking information.

In order to meet the objectives of this study, random sample of 60 Egyptian corporation listed in Egyptian stock exchange were selected from 10 economic sector, from 2016 up to 2019, and the results are:

- 1- This study found a positive market reaction to the level of accounting disclosure of forward-looking information.
- 2- This study found a positive relationship between institutional ownership and average percentage change in stock prices.
- 3- This study found a positive market reaction to the interaction between institutional ownership and the level of accounting disclosure of forward-looking information.

Key words: Market Reaction, Accounting Disclosure of Forward-Looking Information, Institutional Ownership.