

أثر الخصائص التشغيلية للشركة وحوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية و كفاءة الاستثمار دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية  
د/ سناء محمد رزق رميلي<sup>1</sup>

**ملخص البحث:**

استهدف البحث دراسة واختبار العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وأثر بعض الخصائص التشغيلية للشركة ( حجم الشركة، ونسبة الرفع المالي) وحوكمة الشركات بالتركيز على خصائص مجلس الإدارة (استقلالية، وحجم المجلس، اذواجية دور عضو مجلس الإدارة المنتدب ، ونسبة ملكية أعضاء المجلس لأسهم الشركة) على تلك العلاقة. ولتحقيق هدف البحث تم اجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٦ ، وذلك من خلال تحليل محتوى القوائم المالية وتقرير مجلس الإدارة لعينة الدراسة، واحتساب قيم متغيرات الدراسة، وبناء مؤشر للإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية من خلال القوانين والتشريعات والدراسات ذات الصلة. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لجودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار، وعدم تأثير نسبة الرفع المالي أو حجم الشركة على تلك العلاقة ، بينما تؤثر خصائص المجلس على تلك العلاقة، حيث يوجد تأثير معنوي لحجم واستقلالية المجلس، واذواجية دور عضو مجلس الإدارة المنتدب، ونسبة ملكية أعضاء المجلس لأسهم الشركة على تلك العلاقة .

**الكلمات المفتاحية :** الإفصاح غير المالي، الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية ، كفاءة الاستثمار، حوكمة الشركات.

<sup>1</sup> مدرس المحاسبة والمراجعة بكلية التجارة جامعة دمنهور  
E-mail: [zfalahus@gmail.com](mailto:zfalahus@gmail.com)

# **The impact of the Company's operational characteristics and the corporate governance on the relationship between the quality of disclosure of non-financial forward-looking investment information and investment efficiency: An empirical study on listed firms in the Egyptian Stock of Exchange**

## **Abstract:**

This research investigates the relationship between the quality of disclosure of non-financial forward-looking investment information and the efficiency of investment in listed companies in the Egyptian Stock Exchange, and the impact of some of the operational characteristics of the company (size of the company and the percentage of financial leverage) and the corporate governance (Independence, size of the Board, CEO duality, and the percentage of ownership of the Board members of the Company's shares) on the relationship. In order to achieve the objective of the research, An empirical study was conducted on a sample of non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2011 to 2016 by analyzing the contents of the financial statements and the report of the board of directors of the sample and constructing a non-financial investment disclosure index through laws, legislation and related studies. The results of the study indicate that there is a significant effect of the quality of the disclosure of non-financial forward-looking investment information on the efficiency of the investment and the effect of the financial leverage or the size of the company on that relationship, however the characteristics of the board of directors affects on the relationship, There is a significant effect of the size and independence of the board, CEO duality , and the percentage of ownership of the company's shares by the members of the board on the relationship.

**Key words:** Non-financial disclosure, disclosure of non-financial forward-looking investment information, investment efficiency, corporate governance.

## ١- مقدمة:

يعتبر التخصيص الأمثل للموارد موضوعا هاما في الاقتصاد والتمويل. وفي سوق رأس المال، تعتمد سياسة استثمار الشركة على الفرص الاستثمارية، وتخصيص الأموال بطريقة تجعل العوائد الحدية للمشروعات الاستثمارية تتساوى عبر كل مشروع في الاقتصاد. ويعنى ذلك على مستوى الشركة، ان تحصل الشركة على تمويل لكل المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة عند تكلفة رأس المال السائدة ، وتستثمر الشركة في المشروعات حتى تتساوى التكلفة الحدية مع المنافع الحدية للاستثمار (Chen et al., 2011). ولكن في الواقع العملي قد تبتعد الشركات عن الاستثمار الأمثل. ويرجع ذلك لعدة اسباب، منها مشكلة عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة (Tan et al., 2015).

ويعتبر افصح الشركات عن المعلومات المالية أحد الوسائل التي تستخدمها الشركات للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة، والذي بدوره يرفع مستوى كفاءة الاستثمار (Healy and Palepu, 2001; Biddle et al., 2009). وعلى الرغم من أن المعلومات المالية يمكن أن تعكس، جزئيا، الوضع المالي للشركة وأدائها، فإنها مقيدة إلى حد كبير بالقيود المتأصلة في الاعتراف والقياس في المحاسبة. وبالإضافة إلى ذلك، فإنها تحدد فقط معلومات وأداء الشركة في الماضي، مما يجعل من الصعب ربط المعلومات الحالية المتاحة بالتنمية والتطوير المستقبلي للشركة. ونتيجة لذلك، أصبح من الصعب أن تلبى المعلومات المالية احتياجات المستثمرين من المعلومات الملائمة والوقئية. وعلى النقيض من ذلك، تجتذب مزايا المعلومات غير المالية، وخاصة المستقبلية اهتمام أصحاب المصالح والأكاديميين (Chen et al., 2014).

وفي العقد الماضي ، أكدت العديد من الدراسات (Orens et al., 2010; Simpson, 2007; Dhaliwal et al., 2011, 2012). على ملاءمة المعلومات غير المالية لأغراض قياس القيمة Value relevance ، كما تواصل العديد من المنظمات المهنية؛ المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA)، مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) ، والمعهد الكندي للمحاسبين القانونيين (CICA) نشر تقارير تشجع فيها الشركات المقيدة في البورصة على الإفصاح عن المعلومات غير المالية ،خاصة المعلومات عن التوقعات بشأن التطورات المستقبلية (Tan et al., 2015). ومن ثم يمكن أن يخفف الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية من مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال ، وينعكس ذلك على كفاءة الاستثمار، وخاصة عندما يتصف ذلك الإفصاح بالجودة .

وعلى النقيض من المعلومات المالية، فالإفصاح عن المعلومات غير المالية، وخاصة المستقبلية، غالبا ما يكون غير مقنن. ونتيجة لذلك يوجد مدى واسع من التقدير الإداري، بشأن كمية ونوعية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها، مما يعطى الفرصة للإدارة لممارسة السلوك الانتهازى، وتوفير معلومات مضللة لأصحاب المصالح لتحقيق مصالحها الخاصة ، مما يؤثر سلبا على كفاءة الاستثمار. وتعتبر آليات الحوكمة الفعالة إحدى الأدوات التي يمكن ان تستخدم لتحسين جودة المعلومات، ومن ثم زيادة الثقة في المعلومات غير المالية وخاصة المستقبلية، والحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وينعكس ذلك بدوره على كفاءة الاستثمار. وفي هذا الصدد تناولت قلة من الدراسات (Chen et al., 2014; Tan et al., 2015) أثر خصائص الشركة، وبعض آليات الحوكمة ذات الصلة بمجلس الإدارة، على العلاقة

بين جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار، وجاءت نتائج بعض الدراسات (Chen et al., 2014; Tan et al., 2015) مؤكدة على الدور التفاعلي لآليات الحوكمة على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار

أما بالنسبة للوضع في مصر، يوجد اهتمام كبير بتحسين مستوى الاستثمار، وخاصة بعد إصدار قانون الاستثمار الجديد رقم ٢٧ لسنة ٢٠١٧، إلا أنه لا يجد اهتماما كاف من قبل جهات الإشراف والرقابة المصرية بتشجيع الشركات على الإفصاح عن المعلومات الكافية ذات الصلة بالإستثمار، وخاصة المعلومات غير المالية المستقبلية. وإن كان هناك بعض المتطلبات من البورصة المصرية تتعلق بإفصاح الشركات عن الرؤية المستقبلية، ولكن تلك المتطلبات غير واضحة وتحتاج إلى مزيد من الإرشادات والتفسير.

## ٢- مشكلة البحث:

تشير بعض الدراسات (Bushman and Smith, 2001; Biddle et al., 2009; Tan et al., 2015) إلى ان الشركات قد تبتعد عن المستوى الأمثل للاستثمار نتيجة عدم تماثل المعلومات، وأن هناك الكثير من الضوضاء (A lot of Noise) في سوق رأس المال تؤثر على كفاءة السوق وتجعل القرارات الاستثمارية للشركات تنحرف عن المستوى الأمثل. ويعتبر عدم تماثل المعلومات أحد العوامل الهامة التي تتسبب في تلك الضوضاء. ويعتبر الإفصاح غير المالي، وخاصة المعلومات المستقبلية، أحد وسائل التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات، والذي قد ينعكس بدوره على كفاءة الاستثمار. ويمكن صياغة مشكلة البحث في الاسئلة التالية :

- ماهى المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية؟ وماهى كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي؟

-ما شكل واتجاه العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار؟

-هل يؤثر اختلاف الخصائص التشغيلية للشركة (التمثلة فى نسبة الرفع المال ، وحجم الشركة) على العلاقة السابقة ؟

-هل تؤثر حوكمة الشركات (من خلال آلياتها المتمثلة فى حجم المجلس، استقلال المجلس، اذواجية دور العضو المنتدب التنفيذى، وملكية اعضاء المجلس فى أسهم الشركة) على العلاقة السابقة ؟

- هل يوجد دليل عملي على العلاقة محل الدراسة فى الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية ؟ وان وجد فى هذه العلاقة فما دلالاتها المحاسبية؟

## ٣- هدف البحث :

استهدف البحث دراسة واختبار العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وأثر بعض الخصائص التشغيلية للشركة ( حجم الشركة، نسبة الرفع المالي) ، وخصائص مجلس الإدارة على تلك العلاقة .

## ٤- أهمية ودوافع البحث:

يكتسب البحث أهميته الأكاديمية من كونه يسعى إلى توضيح فجوة الدراسات المحاسبية، التي تناولت العلاقة جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة

الاستثمار فى الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. كما تتمثل أهمية البحث العملية فى مساعدة أصحاب المصالح فى الشركات المقيدة بالبورصة المصرية فى معرفة أهمية وطبيعة العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. بالإضافة اشتقاق الباحث لمؤشر للإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية، يمكن ان يرشد البورصة المصرية فى وضع متطلبات خاصة بذلك الإفصاح. ومن أهم دوافع البحث التغلب على ندرة الدراسات المحاسبية المصرية فى هذا المجال من جهة ، والدفاع عن دور هادف ومضيف للقيمة للبحث المحاسبى فى هذا المجال الهام، من جهة أخرى.

#### ٥-فروض البحث:

سوف يتم اشتقاق الفروض التالية نظرياً، على ان يتم اختبارها لاحقاً عملياً:  
ف١-تؤثر جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية

ف٢:يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف نسبة الرفع المالى للشركة

ف٣: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف حجم الشركة

ف٤: : يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف خصائص مجلس الإدارة  
ف٤/أ: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف حجم مجلس الإدارة

ف٤/ب: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف استقلالية مجلس الإدارة

ف٤/ج: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف اذدواجية دورعضو مجلس الإدارة المنتدب

ف٤/د: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة

#### ٦-حدود البحث:

يركز البحث بصفة أساسية على دراسة واختبار العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار، واثر بعض خصائص الشركة على تلك العلاقة. ويخرج عن نطاق البحث المعلومات غير المالية المستقبلية بخلاف الخاصة بالاستثمار، كما يخرج عن نطاقه الخصائص الأخرى للشركة وآليات حوكمة المجلس ماعدا (نسبة الرفع المالى ، وحجم الشركة وحجم المجلس ، واستقلالية المجلس، واذدواجية المدير ، ونسبة ملكية

أعضاء المجلس لاسهم الشركة). ويخرج عن نطاق البحث الشركات المالية المقيدة بالبورصة وغير المالية غير المقيدة بالبورصة. وأخيراً، فإن قابلية نتائج البحث للتعميم مشروطة بضوابط منهجيته المستخجمه في اختبار فروضة، وخاصة اختيار عينة البحث.

#### ٧- خطة البحث:

- لتحقيق هدف البحث ومعالجة مشكلته، وفي ضوء حدوده، سوف يستكمل كالتالي:
- ١/٧- مفهوم وأهمية ومحتوى جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية.
  - ٢/٧- كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي.
  - ٣/٧- تحليل العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفرض الأول.
  - ٤/٧- تحليل أثر الخصائص التشغيلية للشركة وحوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفروض من الثاني حتى الرابع.
  - ٥/٧- منهجية البحث.
  - ٦/٧- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

#### ١/٧- مفهوم وأهمية ومحتوى جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية:

يعتبر افصاح الشركات عن المعلومات المالية مصدرا هاما للمعلومات، ويساعد المستثمرين على تخفيف مشكلة عدم تماثل المعلومات (Bushman and Smith, 2001). ووفقا لدراسة (Healy and Palepu, 2001) توجد عدة قنوات يمكن من خلالها أن تحد المعلومات المالية من عدم تماثل المعلومات، فيمكن للمعلومات المالية السيطرة على، والحد من مخاطر التخلخل الأخلاقي (Moral hazard) ، والحد من احتمال الاختيار المعاكس (Adverse selection) ، وتعزيز وظيفة سوق رأس المال. وقد حظي هذا الرأي بتأييد عدد كبير من الدراسات (Verdi, 2006; Biddle and Hilary, 2006; McNichols and Stubben, 2008; Biddle et al., 2009; Tan and Liu, 2017)

وعلى الرغم من أن المعلومات المالية يمكن أن تعكس جزئيا الوضع المالي للشركة وأدائها، فإنها مقيدة إلى حد كبير بالقيود المتأصلة في الاعتراف والقياس المحاسبي. وبالإضافة إلى ذلك، فإنها تحدد فقط معلومات وأداء الشركة في الماضي، مما يجعل من الصعب ربط المعلومات الحالية المتاحة بالتنمية والتطوير المستقبلي للشركة. ونتيجة لذلك، أصبح من الصعب أن تلبى المعلومات المالية احتياجات المستثمرين من المعلومات الملائمة والوقتية. وعلى النقيض من ذلك، تجتذب مزايا المعلومات غير المالية المستقبلية، مثل الملائمة والوقتية، انتباه الباحثين والمنظمات المهنية. وتواصل المنظمات المهنية مثل المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين، ومجلس معايير المحاسبة المالية، والمعهد الكندي للمحاسبين القانونيين نشر التقارير لتشجيع الشركات على الإفصاح الاختياري عن مزيد من المعلومات غير المالية، وخاصة فيما يتعلق بالتوقعات والتطوير المستقبلي (Chen et al., 2014; Tan et al., 2015)

ويمكن تصنيف المعلومات فى التقرير السنوى الى معلومات مستقبلية - ( forward looking information) ومعلومات تاريخية (backward-looking information) (Hussainey, 2004). وتُعتبر المعلومات التاريخية عن النتائج المالية فى الماضى وما يرتبط بها من إفصاحات، بينما تشير المعلومات المستقبلية إلى الخطط الحالية والتنبؤات المستقبلية التى تساعد المستثمرين والمستخدمين الآخرين فى تقييم الأداء المستقبلى للشركة. وتتضمن المعلومات المستقبلية معلومات مالية مثل؛ التدفقات النقدية المتوقعة، والإيرادات المتوقعة وأرباح السنة القادمة، ومعلومات غير مالية؛ مثل المخاطر وعدم التاكّد، والتي يمكن أن تؤثر بشكل كبير على النتائج الفعلية وتسبب اختلافها عن النتائج المتوقعة (Aljifri and Hussainey, 2007). وعرفت دراسة (Pwc, 2007) المعلومات المستقبلية بانها تحديد وتوصيل الاتجاهات والعوامل ذات الصلة بتقييم المستثمر لأداء الأعمال الحالية والمستقبلية، وتعنى ايضا توصيل مدى التقدم نحو تحقيق أهداف الأعمال طويلة الأجل.

أما بالنسبة للمعلومات غير المالية بصفة عامة، فقد عرفت دراسة (Amir and Lev, 1996) بانها المعلومات غير المحاسبية، بينما اشارت دراسة (Upton, 2001) إلى أن الإفصاح غير المالى يتضمن الحسابات والمقاييس والمؤشرات والمعلومات الاخرى غير الموجودة فى القوائم المالية. وتوضح دراسة (Orens and Lybaert, 2007) انه لا يوجد تعريف واضح ومحدد حتى الآن للإفصاح غير المالى.

وبناء على ما سبق يمكن للباحث أن يعرف المعلومات المستقبلية غير المالية بأنها تلك المعلومات الخاصة بالخطط الحالية والتنبؤات المستقبلية وغيرها من المعلومات التى تساعد المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح فى تقييم الأداء المستقبلى للشركة، والتي لا يمكن اشتقاقها بصورة مباشرة من القوائم المالية.

وبالنسبة لأهمية المعلومات المستقبلية غير المالية، يوجد منظوران متنافسان بشأن هذه المسألة. حيث تقترض فرضية الشفافية المحاسبية أن المعلومات المستقبلية غير المالية (FNFI) يمكن أن تخفف من عدم تماثل المعلومات وتحسن شفافية الشركة. وباستخدام عينة من ٢٥٠ شركة أمريكية، وجد (Bryan, 1997) أن الإفصاح الاختيارى عن العمليات وخطط الإنفاق الرأسمالى المستقبلية فى مناقشات وتحليلات الإدارة<sup>(١)</sup> يمكن أن يحسن من توقعات المستثمرين بالنسبة لأداء الشركة فى المستقبل على المدى القصير. وأضافت دراسة (Schleicher and Walker, 1999) أن (FNFI) المفصح عنها من قبل الشركات المدرجة فى البورصة فى المملكة المتحدة تمكن المستثمرين من توقع سعر السهم فى المستقبل بطريقة أكثر دقة. ويدعم البعض (Hussainey et al., 2003) هذه النتيجة، حيث أيدوا أهمية الإفصاح عن (FNFI) فى التقارير السنوية، من خلال دورها فى التنبؤ بالفائض المستقبلى للشركة.

ويرى (Aljifri and Hussainey, 2007) أن المعلومات المستقبلية تساعد المستثمرين فى عمليات اتخاذ القرار، بالإضافة إلى أن غياب المعلومات المستقبلية قد يقود المستثمرين لوضع توقعاتهم على اساس معلومات غير دقيقة من مصادر أخرى، وأن

(١) مناقشات وتحليلات الإدارة (Management discussion and analysis: MD&A) وفقا للإصدارات الأمريكية، كما يطلق عليه تعليقات الإدارة Management Commentary وفقا للإصدارات الدولية (IFRS)، حيث قدم مجلس معايير المحاسبة الدولية عام ٢٠١٠ بيان ممارسة بعنوان Management Commentary. ويعتقد مجلس معايير المحاسبة الدولية أن بيان الممارسة يوفر إرشادات مفيدة للشركات لتوصيل المعلومات، من وجهة نظر الإدارة، للمستخدمين لتفسير الوضع المالى والأداء المستقبلى والتدفقات النقدية. ويتضمن تعليق الإدارة العناصر التالية: طبيعة النشاط، الاهداف والاستراتيجيات، الموارد والمخاطر والعلاقات، النتائج والتوقعات، مقاييس ومؤشرات الأداء. أما بالنسبة لنظيره فى الإصدارات الأمريكية (مناقشات وتحليلات الإدارة) فتتكون من العناصر التالية: المؤشرات الرئيسية للمركز المالى والأداء التشغيلى، والتركيز على الأهمية النسبية والاتجاهات الجوهرية ومظاهر عدم التاكّد، بالإضافة لتوفير إفصاح عن السيولة وموارد رأس المال والتقديرات المحاسبية الهامة (محمد، ٢٠١١؛ عبد النعيم، ٢٠١٣)

البيئة الاقتصادية بطبيعتها الديناميكية لا يمكن ان تعتمد على المعلومات التاريخية فقط ، بالإضافة إلى دورها في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين ومن ثم تخفيض تكلفة التمويل الخارجي<sup>(١)</sup>.

كما بررت دراسة (Mathuva, 2012) افصح الشركات عن المعلومات المستقبلية في تقريرها السنوي بعدة من الأسباب أهمها؛ أن إحدى استراتيجيات الإدارة تقليل التعارضات مع حملة الأسهم، ويعتبر إفصح الإدارة عن المعلومات المستقبلية جهوداً إدارية لإقناع حملة الأسهم بانها تركز على النمو المستقبلي للشركة. كما أن هناك اعتقاد بأن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يزيد من قيمة الشركة ، فالمستثمرين المحتملين والحاليين لديهم الرغبة في شراء أسهم الشركة عندما توضح إدارة الشركة التزامها بخلق قيمة للملاك<sup>(٢)</sup>.

ومن ناحية أخرى، فإن فرض الانتهازية، والمعروف أيضا بإدارة الأرباح Earning Management ، يدعي أن الإفصاح الاختياري للشركات قد لا يكون له محتوى اعلامي. وبدلا من ذلك، يمكن استخدامه كأداة تسمح للمديرين بالتلاعب بالمعلومات لمصلحتهم الشخصية. وفي هذا الصدد تشير دراسة (Kaszniak, 1999) إلى انخفاض أهمية الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية، وذلك بسبب عدم التأكد المرتبط بالمستقبل وصعوبة التنبؤ بدقة، مما قد يؤدي إلى رفع الدعاوى القضائية، بالإضافة إلى أن الإفصاح عن معلومات مستقبلية قد يكون مفيدا للمنافسين، ومن ثم قد يؤثر على المركز التنافسي في أسواق المنتجات (Healy and Palepu, 2001; Field et al., 2004).

وقد تناولت بعض الإصدارات المهنية (AICPA,1994;CICA,2001; ASB,2005; ) دور واهمية ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية، فأشارت لجنة Jenkins التابعة للمعهد الأمريكي المحاسبين القانونيين إلى أن المستخدمين في حاجة إلى المعلومات المستقبلية، لان هدفهم هو التنبؤ بالمستقبل المالي للشركة وأشارت إلى اهتمام المستخدمين بالمعلومات، خاصة خمس فئات وهي؛البيانات المالية وغير المالية، وتحليل الإدارة للبيانات المالية وغير المالية، والمعلومات المستقبلية، والمعلومات عن الإدارة والمساهمين، ومعلومات عن خلفية الشركة (AICPA,1994) .

وخلصت توصيات لجنة Jenkins إلى تركيز المستخدمين على نوعين من المعلومات المستقبلية غير المالية. الأول، يتعلق بالفرص والمخاطر، حيث تنشأ الفرص والمخاطر من التغيرات في ظروف صناعة الشركة (مثل التهديد الذي تسببه المنتجات أو الخدمات البديلة، والتغيرات في القدرة التفاوضية للعملاء أو الموردين، بما في ذلك الموظفين، والتغيرات في طبيعة المنافسة مع المنافسين)، كما تنتج الفرص والمخاطر من التركيز في أصول الشركة أو عملائها أو مورديها. والثاني، يتعلق بخطط الإدارة للمستقبل، بما في ذلك عوامل النجاح الحاسمة (AICPA,1994) .

ودعم مجلس المحاسبة البريطاني (ASB,2005) أهمية الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية في مراجعة العمليات المالية والتشغيلية، حيث أوصى بأن يتم وصف استراتيجية الإدارة والأحداث المستقبلية، والقرارات والظروف والفرص والمخاطر التي من المرجح أن تؤثر بشكل جوهري على التوقعات المستقبلية للشركة . كما أوصى معيار المحاسبة الألماني، رقم ١٥ "تقرير الإدارة" الصادر في سنة ٢٠٠٤ ، بالتقرير عن المعلومات المستقبلية ، حيث

(١) تعرف تكلفة التمويل بأنها كل مائدة المنشأة نظير حصولها على أموال، من مصادر خارجية (قروض ، سندات ، صكوك)،

تستخدمها في استثماراتها وتحقيق أعلى عائد منها لتغطية تكلفة التمويل وزيادة الربحية (السماني، ٢٠١٤)

(٢) يرتبط تعريف خلق القيمة بحكم المجتمع وأصحاب المصالح بوجه عام ، على ما تقدمه الشركة لهم من احتياجات ورغبات متنوعة ومتعددة ومتباينة ، وعليه توجه الشركة كافة مجهوداتها وانشطتها لاتخاذ القرارات التي تعظم من ذلك الشأن ( شرف، ٢٠١٥،ص٤٦).

أشار إلى ضرورة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية سواء المالية أو غير مالية (Krause et al,2017)

ووضعت الحكومة الصينية بالفعل سلسلة من اللوائح والمبادئ التوجيهية التي تتطلب من الشركات المدرجة بالبورصة الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية حول توقعاتهم المستقبلية والتطورات الاستثمارية على وجه التحديد. كما ألزمت البورصة الصينية الشركات المدرجة في البورصة، من خلال مناقشات الإدارة "Management discussion"، أعطاء الأولوية للإفصاح عن المعلومات المستقبلية، مثل تحليل تطور الصناعة، استجابة الشركة، الاستراتيجية التنافسية، خطة الأعمال والتنبؤ والتوقع بشأن التنمية المستقبلية للشركة (Chen et al.,2014;Tan et al.,2015)

أما بالنسبة للوضع في مصر، فبالرغم من الاهتمام بالإفصاح غير المالي منذ تسعينات القرن الماضي وذلك من خلال اصدار قانون البيئة رقم ٤ لسنة ١٩٩٤ ، بالإضافة للقانون رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٣، و المؤشر المصرى لمسئولية الشركات الذى تم انشاؤه عام ٢٠١٠ (شرف، ٢٠١٥) ، إلا ان تلك الإفصاحات لم تركز على المعلومات المستقبلية. أما بالنسبة لقواعد القيد والشطب فى البورصة لعام ٢٠١٦ فإنها تتضمن بعض المتطلبات الخاصة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية ، ففي الايضاحات المتممة يتم الإفصاح عن المخاطر المالية فقط . كما تتضمن متطلبات تتعلق بالإفصاح عن الرؤية المستقبلية للشركة فى نموذج الإفصاح رقم ٤٠ ، إلا ان تلك المتطلبات غير واضحة وتحتاج الى الكثير من التفسير.

وأما بالنسبة للدراسات التى تتضمن متطلبات خاصة بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فأشارت دراسة (Pwc,2007) إلى أن توفير المعلومات المستقبلية يجب أن يتضمن خمس خطوات؛ (١) تفسير الموارد المتاحة للشركة لمساعدتها فى تحقيق الأهداف، (٢) شرح المخاطر والفرص ومظاهر عدم التأكد التى يمكن أن تؤثرعلى القيمة فى الأجل الطويل، (٣) توضيح العلاقات مع حملة الأسهم وكيفية التأثير على قيمة الشركة، (٤) توفير البيانات الكمية المتعلقة بالاتجاهات، (٥) توضيح العوامل التى من المحتمل أن تؤثر على توقعات الشركة المستقبلية، وتوصيل المستهدفات المرتبطة بمؤشرات الأداء الأساسية المستخدمة لإدارة الاعمال.

وتعتبر دراسة (Cheng et al., 2012) من أوائل الدراسات التى شيدت مؤشراً للإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية الخاصة بالاستثمار ويتضمن الإفصاح عن؛ منتجات جديدة أو خدمات جديدة، مشروعات استثمارية، استراتيجية التطوير فى المستقبل، الأنشطة الابتكارية، الميزة التنافسية، وتحليل اتجاهات تطور الصناعة. وطورت دراسة (Chen et al., 2014) مؤشراً للإفصاح عن المعلومات غير المالية الخاصة بالاستثمار، ولكن المؤشر يتضمن معلومات غير مالية مستقبلية وحالية. ويتضمن المؤشر ؛ مصدر تمويل خطط الشركة بالنسبة للمشروعات الاستثمارية الجديدة ، تكلفة رأس المال لخطط الشركة بالنسبة للمشروعات الاستثمارية الجديدة، جدول توقيت تطوير المشروعات الاستثمارية الجديدة ،والأثر المتوقع لتلك المشروعات على أداء الشركة

كما أشارت دراسة (Liu, 2015) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يجب أن يتضمن مناقشة حول؛ فرص النمو المستقبلية للشركة، التحديات المستقبلية للشركة، خطط الشركة فى العام المقبل، خطط الأعمال التى سيتم تنفيذها لتحقيق هدف المبيعات، خطط الأعمال التى سيتم تنفيذها لتحقيق هدف الأرباح، خطط الأعمال التى سيتم تنفيذها لزيادة حصتها فى السوق، المشاريع الاستثمارية الجديدة المخطط لها، تأثير المخاطر السياسية ، تأثير المخاطر المالية، وتأثير مخاطر الصناعة أو مخاطر السوق. كما قدمت دراسة (رجب، ٢٠١٦) مؤشر للإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية يتضمن العناصر التالية؛ الفرص والمخاطر، وخطط الإدارة فى المستقبل.

واعتمدت دراسة (Tan et al.,2015; Tan and Liu,2017) على المؤشر المقترح في دراسة (Cheng et al., 2012) لقياس جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية الخاصة بالاستثمار.

وبناء على تحليل الإصدارات المهنية والدراسات السابقة ذات الصلة وكذا القوانين واللوائح والقرارات المصرية ذات الصلة وقواعد القيد والشطب وإعادة القيد، يخلص الباحث إلى تعريف جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية بأنها تعبير عن تحقيق الشركة لأقصى مستوى من الالتزام بمؤشر الإفصاح القياسي في هذا الشأن . ويمكن للباحث اشتقاق مؤشر للإفصاح عن جودة المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية يلائم بيئة الممارسة المحاسبية المصرية ، ويتضمن المؤشر بنود الإفصاح التالية:

- استراتيجية التطوير
- المنتج الجديد أو الخدمة الجديدة
- المشروعات الاستثمارية
- المشروعات الابتكارية
- المزايا التنافسية للاستثمارات أو المشروعات الجديدة
- تحليل الصناعة
- مصادر وتكلفة التمويل
- أثر المشروعات الاستثمارية على الأداء المستقبلي للشركة
- المخاطر والتحديات واستراتيجية إدارة المخاطر
- الجدول الزمني لتطوير المشروعات الاستثمارية الجديدة

#### ٢/٧ كفاءة الاستثمار من منظور محاسبي :

يعتبر الاستثمار من أهم الأنشطة الاقتصادية، كما يعتبر محور تركيز الأكاديميين أيضا، خاصة ما يتعلق بكفاءة استثمار الشركة وما يحسن من تلك الكفاءة . ويتمحور السؤال الأساسي في الاقتصاد والتمويل حول التخصيص الأمثل للموارد، وفي سوق رأس المال تعتمد سياسة الاستثمار على الفرص الاستثمارية وتخصيص الأموال فيها بطريقة تجعل العوائد الحدية للمشروعات الاستثمارية تتساوى عبر كل مشروع في الاقتصاد. ويعنى ذلك على مستوى الشركة أن تحصل الشركة على تمويل لكل المشروعات ذات صافى القيمة الحالية الموجبة عند تكلفة رأس المال السائدة ، وتستثمر في المشروعات حتى تتساوى التكلفة الحدية مع المنافع الحدية للاستثمار ويحصل المديرون على تمويل للمشروعات التي تحقق صافى قيمة الحالية موجبة عند معدل الفائدة والعائد السائد في السوق ومع ذلك تعترف الدراسات ان الشركة قد تبتعد عن المستوى الأمثل نتيجة عدم تماثل المعلومات (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Tan et al.,2015)

وفي الإطار الكلاسيكي الجديد، فإن القيمة الحدية *The marginal value* للمشروعات الاستثمارية هي العامل الوحيد في تحديد ما إذا كانت الشركة تستثمر أم لا (Hayashi,1982; Abel, 1983; Bushman and Smith, 2001;Chen et al.,2014; Tan and Liu, 2017) فتستثمر الشركات حتى تتعادل المنفعة الحدية للاستثمار الرأسمالي مع التكلفة الحدية. ومع ذلك، ففي الواقع، هناك الكثير من الضوضاء في سوق رأس المال تؤثر على كفاءة السوق وتجعل القرارات الاستثمارية للشركات تنحرف عن المستوى الأمثل. ويعتبر عدم تماثل المعلومات هو أحد العوامل الهامة التي تُنتج تلك الضوضاء.

ويميل المديرون إلى تعظيم منافعهم الشخصية عندما يكون هناك اختلاف بين حوافز الأصيل والوكيل . ومن المرجح ، أن يستثمر المديرون في المشاريع ذات صافى قيمة الحالية سالبة (NPV) عندما تكون لهم مصلحة شخصية. ومن ناحية أخرى، يميل المديرون إلى الإفراط في الاستثمار لتنمية شركاتهم، أو استهلاك الزيادات، عندما يكون هناك رأس مال كاف

(Jensen, 1986; Blanchard et al., 1994; Tan and Liu, 2017). فمن خلال المعلومات الخاصة، يقوم المديرون ببيع الأوراق المالية بسعر أعلى من خلال الاستفادة من تلك المعلومات الخاصة التي لديهم ولا يملكها المستثمرون، وإذا نجحوا في ذلك سوف يحصلون على رأس مال زائد عن احتياجات الشركة بالفعل، ويترتب على ذلك استثمار أكثر من الازم (مبالغة في الاستثمار (Banker et al., 2003; Biddle (Over Investment) et al., 2009). ومع ذلك، قد يدرك المستثمرون ذلك ويعطون سعر خصم للمشروعات التي لم يتم الإفصاح عنها بصورة كافية. ولذلك، فمن الحكمة للشركات الإفصاح عن مزيد من المعلومات لتمييز نفسها عن الشركات الأخرى المضللة، ومن ثم تتجنب التقليل من قيمتها في سوق رأس المال (Grossman, 1981; Tan and Liu, 2017)

ويخلص الباحث مما سبق إلى انه في ظل عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين قد يترتب على ذلك استفادة المديرين من المعلومات الخاصة والحصول على تمويل أكثر من اللازم، مما يترتب عليه توجيه موارد الشركة للاستثمار في مشروعات صافي قيمتها الحالية سالبة، وايضا عدم حصول الشركات الأخرى على التمويل اللازم للمشروعات ذات الكفاءة مما يترتب عليه استثمار أقل من اللازم. وفي كلتا الحالتين سواء أكان استثماراً أكثر من اللازم أو استثماراً أقل من اللازم، فذلك يضعف من كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة وعلى مستوى الاقتصاد ككل.

ومحاسبيا ينظر لقرار إدارة الشركة بالإستثمار الكفاء كاختيار بين البدائل الاستثمارية يحتاج إلى معلومات ، قد تكون غير مالية ، ولكن يجب أن تكون مستقبلية وهذا ما يجب أن يوصله الإفصاح عن المعلومات غير المالية الاستثمارية المستقبلية لمتخذ قرار الاستثمار.

### ٣/٧-تحليل العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفرض الأول للبحث:

ركزت العديد من الدراسات (Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009; Mohammadi et al., 2014) على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار. وتشير بعض الدراسات (Bushman and Smith, 2001; Palepu and Healy, 2001; chen et al., 2014) إلى أن هناك ثلاث قنوات يمكن أن تؤثر من خلالها جودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار. أولاً، يمكن للمستثمرين تحليل ومقارنة المعلومات المالية التي تفصح عنها الشركات ومنافسيها، مما يساعد المديرين على تحديد المشاريع الجيدة. وبهذه الطريقة، تحسن جودة المعلومات المالية من كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال، وتضمن توجيه الموارد النادرة إلى المشاريع ذات العوائد المرتفعة، وتجنب نقص المخصصات. ثانياً، كعنصر هام من عناصر حوكمة الشركات، يمكن للمعلومات المالية عالية الجودة أن تحد من تكاليف الوكالة، وتمنع المديرين من الاستثمار في مشروعات معينة لتحقيق منافعهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين. وبالإضافة إلى ذلك، يمكن للمعلومات المالية ذات الجودة العالية أيضاً أن تجعل سعر السهم يعكس بدقة قيمة الشركات، لا سيما عندما ترتبط عقود حوافز المديرين، وأسعار الأسهم، ارتباطاً وثيقاً. وأخيراً، يمكن للمعلومات المالية التحكم في مخاطر التخلخل الأخلاقي، والحد من احتمال الاختيار المعاكس وتعزيز وظائف سوق رأس المال، مما يجعل الشركات تستثمر في المشروعات ذات العائد المرتفع .

وتناولت العديد من الدراسات (Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009; Mohammadi et al., 2014; Rad et al., 2016; Wang et al., 2015) العلاقة بين جودة الإفصاح المالي وكفاءة الاستثمار. وخلصت نتائج بعضها (Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009 ; chen et al., 2011; Mohammadi

(Rad et al.,2016; et al.,2014) إلى وجود علاقة ايجابية بين جودة التقرير المالي وكفاءة الاستثمار، بالرغم من اختلاف تلك الدراسات في مكان التطبيق ، حيث تم تطبيق دراستي ( Biddle and Hilary, 2006; Biddle et et Biddle et al.,2009) في دول متقدمة بينما تم تطبيق دراسات (Rad et al.,2016; chen et al., 2011., Mohammadi et al.,2014) في الأسواق الناشئة(مثل ايران ، والصين)، واستهدفت دراسة (Mohammadi et al.,2014) فحص العلاقة السابقة في ايران، وخلصت الى وجود علاقة ايجابية. وفي ماليزيا استهدفت دراسة (Rad et al.,2016) الكشف عن العلاقة بين جودة التقرير المالي وكفاءة الاستثمار. وخلصت الدراسة الى وجود علاقة ايجابية بين جودة التقرير المالي وكفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في بورصة ماليزيا

ومن ناحية أخرى ، جاءت دراسة (Wang et al.,2015) مختلفة عن نتائج الدراسات السابقة ، حيث استهدفت اختبار العلاقة بين جودة التقرير المالي وكفاءة الاستثمار وتحليل تأثير التفاعل بين التدفقات النقدية الحرة والإفصاح غير المالي على كفاءة الاستثمار في الشركات الصينية. وقد خلصت الدراسة إلى أن جودة الإفصاح المالي يرتبط سلبيا بكفاءة الاستثمار .

وبالإضافة إلى المعلومات المالية فالمستثمر يهتم ايضا بالمعلومات غير المالية، وقد فشلت معايير التقرير المالي في الاعتراف بتلك المعلومات في القوائم المالية (Gu and Wang, 2005). ويحتاج المستثمرون، والمحللون الماليون واصحاب المصالح الآخرين تلك المعلومات لتقييم التدفقات النقدية المستقبلية للشركة وخلق القيمة(Orens (Firm's value creation) et al., 2010). وفي ضوء ذلك، اختبرت بعض الدراسات (Amir and Lev, 2013; Wang and Hussain, 2012; Dhaliwal et al., 1996) ملاءمة المعلومات غير المالية لقياس القيمة . فاخترت دراسة (Amir and Lev, 1996) هذه الملاءمة للمعلومات غير المالية للشركات المدرجة في المملكة المتحدة. وخلصت الى أن المعلومات غير المالية ذات قيمة ملاءمة لأغراض القياس. كما وجدت دراسة (Vanstraelen et al., 2003) أن مستوى إفصاح أعلى عن المعلومات المستقبلية غير المالية يؤدي إلى تشتت أقل ودقة أعلى في تنبؤات المحللين الماليين بأرباح. كما وجدت دراسة (et al., 2012) ان المعلومات غير المالية تقلل من خطأ تنبؤات المحللين. وخلصت دراسة (Dhaliwa et al., 2012) إلى أن القوائم المستقبلية للشركات عالية الحوكمة تحسن من قدرة السوق بالتنبؤ بالأرباح المستقبلية.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أنه على عكس المعلومات المالية، والتي هي أساسا المعلومات التاريخية عن الشركات، فالمعلومات غير المالية، وخاصة المعلومات غير المالية المستقبلية، تركز على اتجاه التطوير المستقبلي للشركات، وتكون أكثر ملاءمة لقرار الاستثمار. ولذلك، يمكن أن (FNFI) تحد من عدم تماثل المعلومات بين الشركات وموفري رأس المال، ولكن من الصعب على المستثمرين تحديد مدى إمكانية الاعتماد عليها. لذلك فدراسة تأثير جودة الإفصاح (FNFI) عن كفاءة الاستثمار مسألة هامة تستحق الدراسة والبحث، كما يستهدف البحث الحالي.

وبالرغم من تناول العديد من الدراسات العلاقة بين الإفصاح المالي وكفاءة الاستثمار الا ان هناك ندرة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين بين الإفصاح غير المالي، وخاصة المعلومات المستقبلية ، وكفاءة الاستثمار. وتعتبر دراسة (Cheng et al., 2012) من أوائل الدراسات التي توفر أدلة على العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار في السياق الصيني. وأشارت هذه الدراسة إلى أن الشركات أكثر عرضة للإفصاح عن المعلومات بصورة انتهازية، مما يؤدي إلى اتجاه عام بتقديم معلومات مستقبلية غير مالية في سوق رأس المال أقل جودة ، والمستثمرين يكونون غير قادرين على التمييز بين

المعلومات منخفضة الجودة عن نظيرتها عالية الجودة. ونتيجة لذلك، فإن الشركات التي تفصح عن معلومات مستقبلية غير مالية أقل جودة تكون قادرة على الحصول على فرص تمويل، مما يخفف من الاستثمار الأقل من اللازم ولكنه يؤدي أيضا إلى الإفراط في الاستثمار. وتؤيد نتائج الدراسة السابقة فشل دور المعلومات المستقبلية غير المالية في تحسين كفاءة الاستثمار.

وفي حين ركزت الدراسة السابقة على الإفصاح المستقبلي غير المالي فقط تعتبر دراسة (Chen et al., 2014) من أوائل الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح غير المالي المستقبلي، والحالي على كفاءة الاستثمار، حيث اختبرت الدراسة أثر المعلومات غير المالية المرتبطة بالاستثمار الحالي والخطط الاستثمارية على كفاءة الاستثمار، وذلك بالتطبيق على ١٠٢٩ شركة مقيدة في البورصة الصينية في الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١١. وخلصت الدراسة إلى عدم تأثير المعلومات غير المالية (الحالية، والمستقبلية) على كفاءة الاستثمار.

وتعتبر دراسة (Tan et al., 2015) امتداداً لدراسة (Cheng et al., 2012)، حيث استهدفت الدراسة اختبار تأثير المعلومات المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار وهل يختلف ذلك التأثير باختلاف خصائص الشركة. وقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية يخفف من نقص الاستثمار ولكنه يؤدي إلى المبالغة في الاستثمار. كما توصلت الدراسة إلى أن آليات حوكمة الشركات تحسن من جودة المعلومات المستقبلية غير المالية ويدعم ذلك من ثقة المستثمر ويخفف من القيود التمويلية.

وتعتبر دراسة (Tan and Liu, 2017) امتداداً لدراستي (Cheng et al, 2012; Tan et al., 2015)، وحاولت تلك الدراسة أن تقدم دليلاً على أن (FNFI) المفصح عنها من قبل شركات مصنفة أن لها جودة إفصاح عالية عن المعلومات يمكن أن تحسن من كفاءة الاستثمار، وذلك بسبب ما تتمتع به من مصداقية عالية من جانب مستثمريها. وبالنسبة للشركات التي تم تصنيفها عند مستوى جودة عالٍ، فإن (FNFI) المفصح عنها تكون ذات جودة عالية، ينعكس ذلك بدوره على الحد من عدم تماثل المعلومات ويجعل حصول الشركات على رأس المال أقرب إلى الأمثل مما يؤدي في نهاية المطاف إلى التخفيف من نقص الاستثمار، ومنع المبالغة في الاستثمار، أو بمعنى آخر تحسين كفاءة الاستثمار في نفس الوقت.

ومن الجدير بالذكر أن الدراسات السابقة (Chen et al, 2014; Tan et al., 2015; Tan and Liu, 2017) التي اهتمت بدراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار تم تطبيقها في دولة الصين، ولم تتوصل تلك الدراسات إلى نتائج قاطعة بين بشأن العلاقة بين (FNFI) وكفاءة الاستثمار وذلك لوجود متغيرات أخرى قد تؤثر على تلك العلاقة، ومن ثم هناك ضرورة لاجراء المزيد من الابحاث حول العلاقة السابقة، وخاصة في الدول التي تتصف سوق رأس مال بها بالضعف مثل مصر. ويتبنى الباحث تبعا لهذا الجدل، وجود علاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار دون تحديد اتجاه هذه العلاقة التأثيرية، إيجاباً أو سلباً، وعليه يمكن اشتقاق فرض البحث الأول على النحو التالي:

**ف١: تؤثر جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية**

**٤/٧ تحليل أثر خصائص الشركة على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار واشتقاق الفروض من الثاني إلى الرابع**  
نتناول في هذه الفرعية من البحث تحليل أثر بعض الخصائص التشغيلية للشركة، وخاصة نسبة الرفع المالي وحجم الشركة، وأيضا آليات مجلس الإدارة، كمتغيرات معدلة على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار، وذلك على النحو التالي:

١٤/٧/١٤٠٦ نسبة الرفع المالى كمحدد للعلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار :

بداية، فقد أيدت دراسة (Wallace et al., 1994) العلاقة الايجابية بين مستوى الإفصاح ونسبة الرفع المالى، وفسرت ذلك بأن الشركات ذات المديونية العالية تتحمل المزيد تكاليف أنشطة الرقابة، وبالتالي تعوض ذلك عن طريق تكبد المزيد من الديون. ويعتبر تأمين المزيد من الديون استراتيجية تسعى الشركات من خلالها لسداد حقوق أصحاب الديون القائمة فالشركات التي لديها ديون أعلى في هيكل رأسمالها تكون عرضة لتكلفة وكالة أعلى (Alsaeed, 2006) ويمكن استخدام الإفصاح عن المعلومات لتفادي تكاليف الوكالة والحد من عدم تماثل المعلومات، ولذلك تفصح الشركات المديونة عن مزيد من المعلومات لتلبية احتياجات المقرضين من المعلومات (Uyar and Kilic, 2012) ويؤيد الباحث ذلك الاتجاه.

وبالنسبة للإفصاح عن المعلومات المستقبلية فى التقرير السنوى، يرى (Aljifri and Hussainey, 2007) ان الشركات التى تواجه زيادة جوهريه فى المديونية من المحتمل أن تزيد من مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. وقد أيدت دراسة (Mathuva, 2012) تلك العلاقة . بينما توصلت بعض الدراسات الأخرى (Elzahar and Hussainey, 2012; Hossain et al., 1994) لعدم معنوية الإفصاح السردى عن المخاطر فى التقارير المرحلية. وتوصلت دراسة (Uyar and Kilic, 2012) لعدم معنوية العلاقة بين مديونية الشركة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. كما توصلت دراسة (رجب، ٢٠١٦) الى عدم معنوية العلاقة بين المعلومات المستقبلية غير المالية ونسبة الرفع المالى.

ويرى الباحث أن الشركات التى لديها نسبة رفع مالى عالية من المحتمل أن تفصح عن مزيد من المعلومات المستقبلية غير المالية، ومن ثم تزيد جودة الإفصاح على اعتبار ان مستوى الإفصاح أحد المقاييس التى يمكن استخدامها فى قياس جودة الإفصاح (رجب، ٢٠١٦؛ Tan et al., 2015; Tan and Liu, 2017)، والذى بدوره قد يكون له تأثير ايجابى على كفاءة الاستثمار، وبناء على ماسبق يمكن اشتقاق فرض الدراسة الثانى كما يلى:

٢: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية المستقبلية على كفاءة الاستثمار فى الشركات المقيدة فى البورصة المصرية باختلاف نسبة الرفع المالى للشركة

٢/٤/٧- حجم الشركة كمحدد للعلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار :

يعتبر حجم الشركة أحد المتغيرات الهامة المستخدمة فى الدراسات السابقة لتفسير مستوى الإفصاح. وتوصلت معظم الدراسات (Alsaeed, 2006, Hassan et al., 2004; Beattie et al., 2006) لوجود علاقة ايجابية بين مستوى الإفصاح وحجم الشركة (معاداً عدد قليل من الدراسات (Ahmed and Nicholls, 1994). ويوجد بالشركات كبيرة الحجم عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، ومن ثم تكون تكاليف الوكالة أعلى. ولتخفيض تلك التكاليف تفصح الشركات كبيرة الحجم عن معلومات أكثر، مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، بالإضافة الى أن الشركات كبيرة الحجم لديها احتياج إلى رأس مال أكبر، ومن ثم المتوقع ان تفصح عن مستوى مرتفع من المعلومات (Hossain et al., 1995).

وبالنسبة للإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فقد تناولت بعض الدراسات (Elfeky, 2016; Mathuva, 2012; Uyar and Kilic, 2012; Uyar and Kilic, 2012) أثر حجم الشركة في تفسير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. وقد توصلت بعض تلك الدراسات (Uyar and Kilic, 2012; Elfeky, 2016) لوجود علاقة ايجابية معنوية بين حجم الشركة ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، بينما توصلت دراسات الأخرى (Mathuva, 2012; Aljifri and Hussainey, 2007) الى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وحجم الشركة

وركزت دراسة (رجب، ٢٠١٦) على المعلومات المستقبلية غير المالية، واثرت حجم الشركة على مستوى الإفصاح عن تلك المعلومات على مواقع الشركات الالكترونية، وتوصلت الى عدم معنوية العلاقة بين المتغيرين.

ويخلص الباحث مما سبق إلى ان حجم الشركة أحد المتغيرات الهامة التي يمكن أن تؤثر على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية ومن ثم على جودة الإفصاح، على اعتبار أن مستوى الإفصاح احد المقاييس التي يمكن استخدامها في قياس جودة الإفصاح (رجب، ٢٠١٦; Tan et al., 2015; Tan and Liu, 2017) وعندما يكون إفصاح الشركات ذات جودة مرتفعة يحد ذلك من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، وبالتالي فمن المتوقع أن يحسن ذلك من كفاءة الاستثمار. وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق فرض الدراسة الثالث كالتالي:

**ف٣: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف حجم الشركة**

**٣/٤/٧- حوكمة الشركات كمحدد للعلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار :**

يرى (Chen et al., 2014) أن الإفصاح عن معلومات غير مالية منخفضة الجودة قد يؤدي الى نتائج عكسية على الاقتصاد، فالمستثمر غير المحترف قد لا يأخذ في الاعتبار الخصم المحتمل لامكانية الاعتماد على تلك المعلومات، فالاعتماد على الإفصاح الخاطيء قد يؤدي الى تقدير أقل لخطر الشركة وتقدير أعلى للتدفقات النقدية المستقبلية، وقيمة الشركة. وقد يؤدي ذلك إلى انخفاض تكلفة رأس المال وتخصيص خاطيء لرأس المال، وذلك يحرم الشركات عالية الانتاجية من الموارد النادرة، بينما تحصل الشركات منخفضة الانتاجية على التمويل للمشروعات منخفضة الجودة، ويؤدي ذلك إلى تدهور كفاءة الاستثمار، إلا أن آليات حوكمة الشركات قد تعمل على الحد من ذلك السلوك.

ويوجد آليتان يمكن من خلالهما أن تعزز حوكمة الشركات الافصاح الاختياري: الأولى، توافق آلية الحوافز مع مصالح المدراء والمستثمرين، مما يقلل من المخاطر الاخلاقية ويتحكم في مشكلة الوكالة. والثانية، أن الوظيفة الإشرافية لحوكمة الشركات تحد من السلوك الانتهازي للمدراء، وتشجع المديرين على اتخاذ قرارات تستند إلى مبدأ تعظيم قيمة المساهمين (Denis and McConnell, 2003) ويركز هذا البحث على الآلية الثانية.

وبصفة عامة، فإن حوكمة الشركات الجيدة تحول دون انتهازية المدراء وتحسن من جودة الإفصاح الاختياري مع تعزيز جودة المعلومات المستقبلية غير المالية. وتدعم الكثير من البحوث وجهة النظر القائلة بأن الإفصاح عالي الجودة من المرجح أن يحقق ثقة المستثمرين. وبالنسبة للشركات التي تتمتع بحوكمة مؤسسية رفيعة المستوى، تكون المعلومات المستقبلية غير المالية عالية الجودة. وفي ظل المصادقية الأعلى والأكثر. يمكن أن تخفف المعلومات المستقبلية غير المالية من عدم تماثل المعلومات، والذي بدوره

يساعد المستثمرين على التنبؤ بأداء الشركات في المستقبل واتخاذ قرار استثماري أكثر كفاءة (Tan et al., 2015; Tan and Liu, 2017)

وبالتركيز على خصائص مجلس الإدارة كآليات حوكمية للمجلس، تناولت العديد من الدراسات (Forker, 1992; Hossain et al., 2005; Song and Windram, 2004; Uzun et al., 2004) العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وجودة الإفصاح. وثقت دراسة (Forker, 1992) وجود علاقة ايجابية بين خصائص مجلس الإدارة والإفصاح الاختياري. فأكدت الدراسة على العلاقة الإيجابية بين الإفصاح الاختياري وعدد المديرين المستقلين في المجلس. كما خلصت دراستا (Song and Windram, 2004; Uzun et al., 2004) إلى أن لجان مجلس الإدارة المستقلة تخفض مستوى كل من مشاكل إعداد التقارير المالية والغش بالقوائم المالية للشركات. ووضحت دراسة (Hossain et al., 2005) أن نسبة المديرين المستقلين في مجلس الإدارة يرتبط إيجابيا بمستوى المعلومات المتوقعة.

كما احتبرت دراسة (Cheng and Courtenay, 2006) العلاقة بين نسبة استقلال المجلس وحجم المجلس واذواجية دور عضو مجلس الإدارة المنتدب والإفصاح الاختياري. وخلصت الدراسة لوجود علاقة ايجابية بين جودة الإفصاح ونسبة استقلال المجلس وحجم المجلس، بينما لا ترتبط اذواجية دور عضو مجلس الإدارة المنتدب بجودة الإفصاح. وايدت دراسة (Akhtaruddin et al., 2009) نفس النتائج بالنسبة لحجم المجلس واستقلال المجلس. وأكدت دراسة (Katmun, 2012) على وجود علاقة ايجابية بين جودة الإفصاح واستقلال المجلس، وعدم وجود علاقة بين حجم المجلس وجودة الإفصاح الاختياري. وبالنسبة للمعلومات المستقبلية بصفة خاصة، أشارت دراسة (Patelli and Prencipe, 2007) إلى عدم وجود علاقة بين المعلومات المستقبلية ونسبة استقلال المجلس، بينما اتفقت دراستا (Lim et al., 2007; Al-Najjar and Suzan, 2014) إلى وجود علاقة ايجابية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ونسبة استقلال المجلس.

وبالرغم من تناول العديد من الدراسات (Hossain et al., 2005; Song and Windram, 2004) العلاقة بين جودة المعلومات المالية وآليات حوكمة الشركات إلا أن هناك ندرة من الدراسات اختبرت أثر آليات الحوكمة على الإفصاح غير المالي، وخاصة المعلومات المستقبلية. فاختبرت دراسة (cheng et al., 2014) أثر آليات الحوكمة على العلاقة بين المعلومات غير المالية المستقبلية للمشروعات الاستثمارية وكفاءة الاستثمار، وذلك على اعتبار ان الشركات التي تتمتع بآليات حوكمة جيدة تتصف بمصداقية وجودة المعلومات المستقبلية غير المالية. وخلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين المعلومات غير المالية المستقبلية للمشروعات الاستثمارية وكفاءة الاستثمار في الشركات التي لا تتمتع بآليات بحوكمة عالية الجودة، بينما توجد علاقة معنوية في الشركات التي تتمتع بآليات حوكمة جيدة، او قوية وذلك لان حوكمة الشركات القوية تدعم ملاءمة القيم ومصداقية المعلومات غير المالية، مما يقلل من عدم تماثل المعلومات.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن حوكمة الشركات الجيدة، بالتركيز على حوكمة مجلس الإدارة، تمكن من الرقابة الفعالة للإدارة، وتحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وقد يؤدي ذلك إلى تحسن جودة المعلومات المستقبلية غير المالية، ويحد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، مما ينعكس بدوره على العلاقة بين المعلومات المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار، وبناء على ذلك يمكن اشتقاق الفرض الرابع للدراسة وفروعياته كالتالي:

ف٤ : يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف خصائص مجلس الإدارة

ف٤/أ: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف حجم مجلس الإدارة

ف٤/ب: يختلف تأثير بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف استقلالية مجلس الإدارة

ف٤/ج: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف ادوافية دور عضو مجلس الإدارة المنتدب

ف٤/د: يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة

#### ٥/٧ منهجية البحث :

يعرض الباحث في هذه الفرعية لمنهجية البحث، وذلك من خلال تناول كل من أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة الدراسة، نموذج البحث، قياس وتوصيف متغيرات الدراسة، أدوات واجراءات الدراسة التطبيقية، ونتائج اختبار فروض البحث، وذلك على النحو التالي:

#### ١/٥/٧- أهداف الدراسة التطبيقية:

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض البحث، من خلال قياس أثر جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار، وأثر بعض الخصائص التشغيلية للشركة وخصائص مجلس الإدارة على تلك العلاقة.

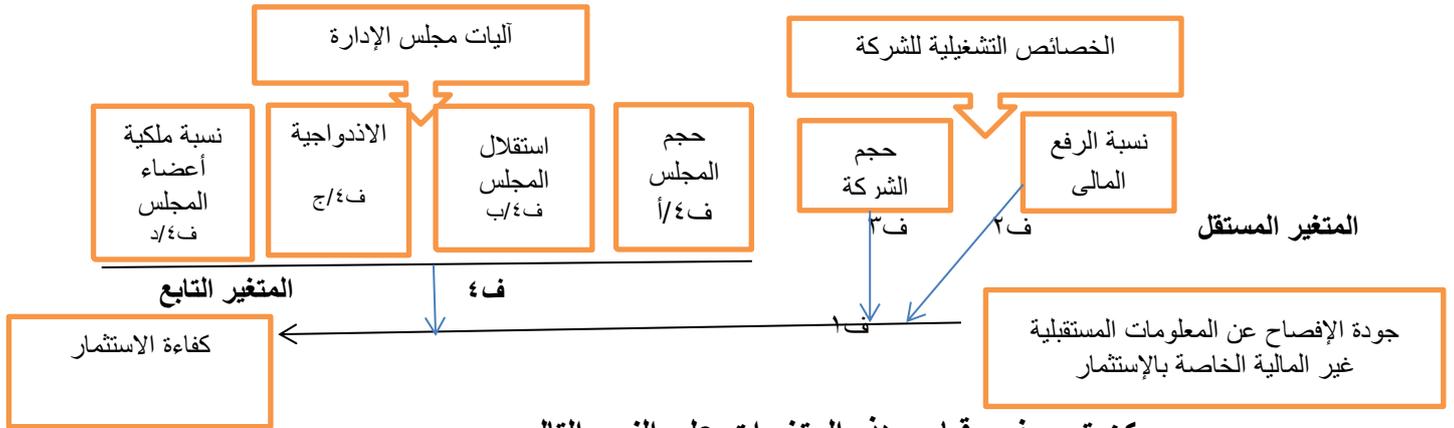
#### ٢/٥/٧ مجتمع وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١١ إلى ٢٠١٦. وقد تم اختيار عينة حكمية من ٤٩ شركة (١) ، و تتكون العينة من ١٩٩ مشاهدة

#### ٣/٥/٧ نموذج البحث وتوصيف وقياس المتغيرات:

يوضح الشكل التالي نموذج البحث المستخدم، من حيث المتغير المستقل ، والمتغير التابع ، والمتغيرات المعدلة، والعلاقات محل الاختبار.

(١) الملحق رقم (١)



ويمكن توصيف وقياس هذه المتغيرات على النحو التالي:

أ- **المتغير التابع: كفاءة الاستثمار:** ويقصد به استثمار الشركة في المشروعات حتى تتساوى التكلفة الحدية مع المنافع الحدية للاستثمار. وتم قياسه بقيمة الانحراف عن القيمة المتوقعة التي يتم الحصول عليه من نموذج التنبؤ بالاستثمار كدالة في النمو المتوقع. ويعتبر الاستثمار الأقل من اللازم هو الانحراف السالب عن القيمة المتوقعة والاستثمار المغالى فيه هو الانحراف الموجب عن القيمة المتوقعة. وتستخدم الدراسة القيمة المطلقة للبواقي كقياس عكسي لكفاءة الاستثمار، قياساً على (Biddle et al., 2009; Chen et al., 2014).

ب- **المتغير المستقل: جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية** ويقصد به درجة (مستوى) إفصاح الشركة عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية. وتم قياسها اعتماداً على خارج قسمة عدد بنود الإفصاح الفعلي على إجمالي بنود مؤشر الإفصاح القياسي المقترح، بالاتساق مع دراسات (Chen et al., 2014; Cheng et al., 2015; Tan et al., 2012)، وتم قياس مستوى الإفصاح من خلال المعادلة التالية: مستوى الإفصاح = عدد بنود الإفصاح الفعلي عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية

إجمالي عدد بنود المؤشر المقترح للإفصاح القياسي عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية

ج- **المتغيرات المعدلة:** وتشمل؛

ج/ **حجم الشركة:** وهو أحد خصائص الشركة، ويستخدم في قياسه اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، قياساً على (Cheng et al., 2012; Tan et al., 2015)

ج/ **نسبة الرفع المالي:** وهي عبارة عن نسبة القيمة الدفترية لإجمالي الديون إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول، قياساً على (Kuan et al., 2010; Chen et al., 2014)

ج/ **استقلال المجلس:** ويقصد به نسبة الأعضاء المستقلين، ويتم الحصول عليها من قسمة عدد أعضاء المجلس المستقلين على إجمالي عدد أعضاء المجلس، قياساً على (Tan et al., 2015; Agyei-Mensah, 2017)

ج/ **حجم المجلس:** وتم قياسه بإجمالي عدد أعضاء المجلس، قياساً على (Agyei-Mensah, 2017; Tan et al., 2015)

ج/٥ أدوجية دور المدير التنفيذي (عضو مجلس الإدارة المنتدب): وهو متغير وهمى يأخذ القيمة واحد اذا كان رئيس مجلس الإدارة هو المدير التنفيذي للشركة ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك قياسا على ، (Tan et al., 2015; Liu, 2015)

ج/٦ نسبة ملكية اعضاء مجلس الادارة فى اسهم الشركة: وتم قياسه بقسمة عدد الأسهم المملوكة لأعضاء المجلس إلى إجمالي أسهم الشركة، قياسا على (Tan et al., 2015; Agyei-Mensah, 2017)

#### ٤/٥/٧- أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية:

لاختبار فروض البحث، تم إجراء دراسة تطبيقية من خلال تحليل محتوى القوائم المالية وتقرير مجلس الإدارة لشركات عينة الدراسة واحتساب قيم متغيرات الدراسة، وبناء مؤشر للإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية، وذلك قياساً على منهجية بعض الدراسات (Chen et al., 2012; Cheng et al., 2012; Tan et al., 2015)

#### ٥/٥/٧- النماذج الاحصائية المستخدمة:

يمكن عرض النماذج الاحصائية المستخدمة فى الدراسة كالتالى:

أ- تمهيدا لتحديد كفاءة الاستثمار تم استخدام نموذج الانحدار التالى

$$\text{Invest}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{NEG}_{i,t-1} + \alpha_2 \% \text{REVGrowth}_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$\text{Invest}_{i,t}$  = الاستثمار ، ويعرف الاستثمار بأنه مجموع الاستثمارات الجديدة في الآلات والمعدات والأراضي، والمباني، ونفقات البحث والتطوير، مخصوما منها مقابل بيع الأصول الثابتة، وقسمتها على إجمالي الأصول للشركة  $i$  في السنة  $t$ ؛

$\% \text{REVGrowth}$  = معدل نمو الإيرادات السنوية للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ ؛

$\text{NEG}_{i,t-1}$  = متغير مؤشر The indicator variable يأخذ القيمة (١) فى حالة ما إذا كان معدل نمو الإيرادات قيمة سالبة ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك

$\epsilon_{i,t}$  الخطأ العشوائى ويتم قياس كفاءة الاستثمار من خلال البواقي، كلما انخفضت قيم الخطأ كلما دل ذلك على كفاءة الاستثمار

ب- لقياس العلاقة بين كفاءة الاستثمار ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الاستثمارية غير المالية تم استخدام نموذج الانحدار التالى:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1}$$

حيث أن

$Y$  = كفاءة الاستثمار. وتم قياسه بالقيمة المطلقة للبواقي للشركة  $i$  فى السنة  $t$   
 $X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة  $i$  فى السنة  $t-1$

ج- ولقياس اثر خصائص الشركة (كمتغيرات معدلة) على العلاقة الرئيسية محل الدراسة تم استخدام النماذج التالية :

ج/١- أثر نسبة الرفع المالي (كمتغير معدل) على العلاقة محل الدراسة

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \beta_2 X_{1,i,t-1} + \beta_3 X_{1,i,t-1}$$

حيث أن  $Y$  = كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  في السنة  $t$ ،  $X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ ،  $X_1$  = الرفع المالي للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ .

ج/٢- أثر حجم الشركة (كمتغير معدل) على العلاقة محل الدراسة:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \beta_2 X_{3,i,t-1} + \beta_3 X_{3,i,t-1}$$

حيث أن  $Y$  = كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  في السنة  $t$ ،  $X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ ،  $X_3$  = حجم الشركة للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ .

ج/٣- أثر حجم مجلس الإدارة (كمتغير معدل) على العلاقة محل الدراسة

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \beta_2 X_{5,i,t-1} + \beta_3 X_{5,i,t-1}$$

حيث أن  $Y$  = كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  في السنة  $t$ ،  $X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ ،  $X_5$  = حجم المجلس للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ .

ج/٤- أثر استقلال مجلس الإدارة (كمتغير معدل) على العلاقة محل الدراسة:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \beta_2 X_{6,i,t-1} + \beta_3 X_{6,i,t-1}$$

حيث أن  $Y$  = كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  في السنة  $t$ ،  $X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ ،  $X_6$  = استقلال المجلس للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ .

ج/٥- أثر اذواجية دور المدير (كمتغير معدل) على العلاقة محل الدراسة:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \beta_1 X_{7,i,t-1} + \beta_2 X_{7,i,t-1}$$

حيث أن  $Y$  = كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  في السنة  $t$ ،  $X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ ،  $X_7$  = اذواجية دور المدير التنفيذي للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ .

ج/٦- أثر نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة على العلاقة محل الدراسة:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \beta_1 X_{8,i,t-1} + \beta_2 X_{8,i,t-1}$$

حيث أن  $Y$  = كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  في السنة  $t$ ،  $X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ ،  $X_8$  = نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة للشركة  $i$  في السنة  $t-1$ .

١/٥/٧ - نتائج اختبار فروض البحث:

يعرض الباحث فيما يلي لنتائج اختبار فروض البحث:

١/٦/٥/٧ - نتيجة اختبار الفرض الأول

لاختبار الفرض الأول تم صياغة الفرض الأول إحصائياً كفرض عدم على النحو التالي :

**H<sub>0</sub>:** لا تؤثر جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الاستثمارية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية

وبتشغيل النموذج الخاص بهذا الفرض، يوضح الجدول رقم (١) أن المتغير المستقل يفسر (156). من التغير في المتغير التابع. كما يوضح الجدول رقم (٢) معنوية النموذج، حيث أن قيمة (p-value) تبلغ (0.028) ويتضح من الجدول رقم (٣) معنوية العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار، حيث تبلغ قيمة (p-value) (0.028). كما يتضح من الجدول رقم (٣) أيضاً أن قيمة (t) تبلغ (2.221)

(١) تم استبعاد  $X_2$  = ربحية الشركة،  $X_4$  = سيولة الشركة من نماذج انحدار الاختبارات الأساسية، واستخدامها في الاختبارات الإضافية

وان معامل الانحدار موجب مما يعنى أن العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية و كفاءة الاستثمار علاقة عكسية. وبناء على ماسبق يتم رفض فرض العدم ومن ثم قبول الفرض البديل ( $H_1$ ) ولم تتفق النتيجة التي توصلت لها الاختبارات الإحصائية مع نتائج دراسة (Tan et al,2015) ، حيث توصلت دراسة (Tan et al,2015) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية الخاصة وكفاءة الاستثمار في الشركات الصينية ويرى الباحث أن تلك النتيجة قد ترجع إلى تدهور الاستثمار بصفة عامة في السوق المصرية خلال الفترة موضوع البحث ، كما أن إدارة الشركات ليس لديها وعى كاف بأهمية المعلومات المستقبلية غير المالية .

الجدول رقم (١) Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.156 <sup>a</sup>	.024	.019	64853.7022975472

a. Predictors: (Constant), X

الجدول رقم (٢) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.074E10	1	2.074E10	4.931	.028 <sup>a</sup>
	Residual	8.286E11	197	4.206E9		
	Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), X

b. Dependent Variable: Y

الجدول رقم (٣) Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-7577.397	7170.656		-1.057	.292
	X	49528.003	22303.257	.156	2.221	.028

a. Dependent Variable: Y

### ٢٠١٧/٦/٢ - نتيجة اختبار الفرض الثاني

لاختبار الفرض الثاني تم صياغته إحصائيا كفرض عدم على النحو التالي :  
**H<sub>0</sub>**: لا يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف نسبة الرفع المالي للشركة

وبتشغيل النموذج الخاص بهذا الفرض، يوضح الجدول رقم (٤) أن المتغير المعدل (نسبة الرفع المالي) يفسر (0.207) من التغير في المتغير التابع. كما يوضح الجدول رقم (٥) معنوية النموذج، حيث أن قيمة p-value تبلغ (0.036) و يتضح من الجدول رقم (٦) عدم معنوية

تأثير الرفع المالى على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية و كفاءة الاستثمار، حيث تبلغ قيمة (p-value) (0.054). ومن ثم يتم قبول فرض عدم ورفض الفرض البديل (ف٢)

وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (رجب، ٢٠١٦) فى عدم تفسير نسبة الرفع المالى لجودة إفصاح المعلومات غير المالية المستقبلية ومن ثم للعلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار . كما انها لا تتفق مع دراسات (Biddle and Hilary, 2006;Chen et al., 2011b; cheng et al.,2014)، التى تؤكد على ان كفاءة الاستثمار تتأثر بنسبة الرفع المالى.

كما لا تتفق تلك النتيجة مع توقعات الباحث، حيث كان يتوقع تأثير نسبة الرفع المالى للشركة على العلاقة محل الدراسة . ويرجع الباحث تلك النتيجة إلى صعوبة اعتماد المستثمرين على المعلومات المستقبلية غير المالية فى اتخاذ قرار الاستثمار، وخاصة فى ظل البيئة وسوق راس المال المصرية، وما قد تتصف به تلك المعلومات من انخفاض مصداقيتها.

الجدول رقم (٤) Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.207 <sup>a</sup>	.043	.028	64568.4369431746

a. Predictors: (Constant), XX1, X, X1

الجدول رقم (٥) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.635E10	3	1.212E10	2.907	.036 <sup>a</sup>
	Residual	8.130E11	195	4.169E9		
	Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), XX1, X, X1

b. Dependent Variable: Y

الجدول رقم (٦) Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-11500.813	7475.870		-1.538	.126
	X	90279.772	30624.881	.285	2.948	.004
	X1	10140.786	5258.651	1.469	1.928	.055
	XX1	-101169.065	52283.663	-1.472	-1.935	.054

a. Dependent Variable: Y

### ٣/٦/٥/٧- نتيجة اختبار الفرض الثالث

لاختبار الفرض الثالث تم صياغته إحصائياً كفرض عدم على النحو التالي:  
**H0:** لا يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف حجم الشركة  
 وبتنشغيل النموذج الخاص بهذا الفرض، يوضح الجدول رقم (٧) أن المتغير المعدل (حجم الشركة) يفسر (0.215) من التغير في المتغير التابع. كما يوضح الجدول رقم (٨) معنوية النموذج، حيث أن قيمة p-value تبلغ (0.026) ويتضح من الجدول رقم (٩) عدم معنوية العلاقة، حيث p-value تبلغ (0.06) كما يتضح من الجدول ان حجم الشركة أثر على اتجاه العلاقة حيث ان قيمة (t) تبلغ (-1.691)

الجدول رقم (٧) Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.215 <sup>a</sup>	.046	.032	64451.2084339438

a. Predictors: (Constant), XX3, X3, X

b.

الجدول رقم (٨) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	3.930E10	3	1.310E10	3.154	.026 <sup>a</sup>
	Residual	8.100E11	195	4.154E9		
	Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), XX3, X3, X

b. Dependent Variable: Y

الجدول رقم (٩) Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	101599.461	88544.655		1.147	.253
	X	-442564.353	261659.438	-1.396	-1.691	.092
	X3	-12127.070	9966.627	-.183	-1.217	.225
	XX3	54471.289	28946.430	1.591	1.882	.061

a. Dependent Variable: Y

وبناء على النتائج السابقة يتم قبول فرض عدم ورفض الفرض البديل وتختلف تلك النتيجة مع دراسات (Biddle and Hilary, 2006; Chen et al., 2011b) التي تؤكد على تأثير حجم الشركة على كفاءة الاستثمار وان أحد محددات كفاءة الاستثمار هو حجم الشركة، إلا أن دراسة (رجب، ٢٠١٦) أظهرت عدم تأثير حجم

الشركة على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية ، ومن ثم على جودة الإفصاح.

وجاءت تلك النتيجة على عكس ما توقع الباحث، حيث اعتقد الباحث أن حجم الشركة سوف يكون له تأثير معنوي على العلاقة محل الدراسة. ويرى الباحث أن تلك النتيجة قد ترجع إلى صعوبة اعتماد المستثمرين على المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية، نتيجة انخفاض مصداقيتها، وذلك لغياب الرقابة والتوكيد المهني Professional Assurance على تلك المعلومات في ظل البيئة المصرية .

٤/٦/٥/٧- نتيجة اختبار الفرض الرابع وفرعيته:

تم اختبار الفرض الرابع (ف٤) من خلال اختبار فرعيته كالتالي:

الفرض (ف٤/أ) لاختبار هذا الفرض تم صياغته إحصائيا على النحو التالي:

-  $H_0$ : لا يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف حجم مجلس الإدارة

وبنشر النموذج الخاص بهذا الفرض، يوضح الجدول رقم (١٠) أن المتغير المعدل (اختلاف حجم مجلس الإدارة) يفسر (0.310) من التغير في المتغير التابع. كما يوضح الجدول رقم (١١) معنوية النموذج، حيث أن قيمة (p-value) تبلغ (0.000) و يتضح من الجدول رقم (١٢) معنوية العلاقة ، حيث أن p-value تبلغ (0.000) كما يتضح من الجدول ان حجم المجلس أثر على اتجاه وقوة العلاقة حيث ان قيمة (F) تبلغ (6.935) ، وقيمة (t) تبلغ (-2.935). ووفقا للنتائج السابقة يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (ف٤/أ)

وتتفق تلك النتيجة مع دراستي (cheng et al., 2001; Healy and Palepu, 2014) التي تؤكد على تأثير حجم المجلس على جودة الإفصاح، ومن ثم على مصداقية المعلومات والتي تنعكس بدورها على كفاءة الاستثمار. كما تتفق أيضا تلك النتيجة مع توقعات الباحث من حيث تأثير حجم المجلس في البيئة المصرية على جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية ومن ثم على كفاءة الاستثمار.

الجدول رقم (١٠) Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.310 <sup>a</sup>	.096	.083	62734.3803231999

a. Predictors: (Constant), XX5, X5, X

الجدول رقم (١١) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.188E10	3	2.729E10	6.935	.000 <sup>a</sup>
	Residual	7.674E11	195	3.936E9		
	Total	8.493E11	198			

الجدول رقم (١١) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	8.188E10	3	2.729E10	6.935	.000 <sup>a</sup>
	Residual	7.674E11	195	3.936E9		
	Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), XX5, X5, X

b. Dependent Variable: Y

الجدول رقم (١٢) Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	29252.471	19717.037		1.484	.140
	X	-220903.058	75255.702	-.697	-2.935	.004
	X5	-4053.563	2167.385	-.190	-1.870	.063
	XX5	29817.954	8025.824	.949	3.715	.000

a. Dependent Variable: Y

ب-الفرض (٤/ب): ولاختبار هذا الفرض تم صياغته كفرض عدم احصائيا على النحو التالي:

HO: "لا يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف استقلالية مجلس الإدارة"

وبتشغيل النموذج الخاص بهذا بالفرض، يوضح الجدول رقم (١٣) أن المتغير المعدل (اختلاف نسبة استقلالية مجلس الإدارة) يفسر (٠.٢٢٥) من التغير في المتغير التابع. كما يوضح الجدول رقم (١٤) معنوية النموذج، حيث أن قيمة p-value تبلغ (0.018) و يتضح من الجدول رقم (١٥) معنوية العلاقة. p-value يبلغ (0.030)، ومن ثم يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (٤/ب)

وتتفق تلك النتيجة مع بعض الدراسات (Lim et al., 2007; Basil Al-Najjar and Suzan, 2014; cheng et al., 2014; Tan et al., 2015) التي تشير إلى تأثير نسبة استقلال المجلس على جودة الإفصاح ومن ثم على كفاءة الاستثمار. كما يرى الباحث أن تلك النتيجة متوقعة نظرا لإلتزام الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بمتطلبات دليل حوكمة الشركات المصرية.

الجدول رقم (١٣) Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.225 <sup>a</sup>	.050	.036	64309.1420439897

a. Predictors: (Constant), XX6, X, X6

الجدول رقم (١٤) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	4.287E10	3	1.429E10	3.455	.018 <sup>a</sup>
	Residual	8.065E11	195	4.136E9		
	Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), XX6, X, X6

b. Dependent Variable: Y

الجدول رقم (١٥) Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-6525.261	7795.483		-.837	.404
	X	34087.537	23849.174	.108	1.429	.155
	X6	-26562.383	32718.132	-.075	-.812	.418
	XX6	351026.345	160715.582	.202	2.184	.030

a. Dependent Variable: Y

ج-الفرض (ف/٤) لاختبار الفرض تم صياغته احصائيا كفرض عدم على النحو التالي:

**H0:** لا يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف اذواجية دور عضو مجلس الإدارة المنتدب

وبتشغيل النموذج الخاص بهذا الفرض، يوضح الجدول رقم (١٦) أن المتغير المعدل (اذواجية دور عضو مجلس الإدارة المنتدب) يفسر (.286) من التغير في المتغير التابع. كما يوضح الجدول رقم (١٧) معنوية النموذج، حيث أن قيمة (p-value) تبلغ (.001) و يتضح من الجدول رقم (١٨) معنوية العلاقة، حيث أن (p-value) تبلغ (.002) ومن ثم يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (ف/٤)

وتتفق تلك النتيجة مع بعض الدراسات (Liu and Eddie, 2007 ; Huafang & Jianguo,2007 ; Qu et al.,2015) التي تؤكد على تأثير اذواجية دور عضو

الجدول رقم (٦) Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.286 <sup>a</sup>	.082	.067	63247.6580195536

a. Predictors: (Constant), XX7, X7, X

الجدول رقم (١٧) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.927E10	3	2.309E10	5.772	.001 <sup>a</sup>
	Residual	7.801E11	195	4.000E9		
	Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), XX7, X7, X

b. Dependent Variable: Y

مجلس الإدارة المنتدب في ضعف قوة مجلس الإدارة ومن ثم في التأثير على جودة الإفصاح عن المعلومات مما يؤثر على مصداقية المعلومات، ومن ثم على كفاءة الاستثمار.

الجدول رقم (١٨) Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-24387.046	11980.112		-2.036	.043
	X	148580.861	37781.073	.469	3.933	.000
	X7	24387.084	14759.273	.180	1.652	.100
	XX7	-148580.832	46207.714	-.468	-3.215	.002

a. Dependent Variable: Y

د- الفرض (ف/٤/د) لاختبار الفرض تم صياغة الفرض احصائيا على النحو التالي:

H<sub>0</sub>: لا يختلف تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية باختلاف نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة

وبتشغيل النموذج الخاص بهذا الفرض، يوضح الجدول رقم (١٩) أن المتغير المعدل يفسر (286). من التغير في المتغير التابع. كما يوضح الجدول رقم (٢٠) معنوية النموذج، حيث أن قيمة p-value تبلغ (0.001) و يتضح من الجدول رقم (٢١) معنوية العلاقة p-value. يبلغ (0.014)، ومن ثم يتم فرض العدم وقبول الفرض البديل (ف/٤/د).

وتتفق تلك النتيجة مع مع بعض الدراسات (Cheng and Courtenay, 2006; Akhtaruddin et al., 2009) التي تؤكد على وجود علاقة بين نسبة ملكية أعضاء المجلس لأسهم الشركة وجودة الإفصاح.

الجدول رقم (١٩) Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.244 <sup>a</sup>	.059	.045	64009.6089001984

a. Predictors: (Constant), XX8, X, X8

الجدول رقم (٢٠) ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	5.036E10	3	1.679E10	4.097	.008 <sup>a</sup>
	Residual	7.990E11	195	4.097E9		
	Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), XX8, X, X8

b. Dependent Variable: Y

الجدول رقم (٢١) Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-17929.178	10142.589		-1.768	.079
	X	110119.468	32708.404	.347	3.367	.001
	X8	33722.618	23543.275	.171	1.432	.154
	XX8	-192305.082	77299.038	-.355	-2.488	.014

a. Dependent Variable: Y

وبناء على النتائج السابقة يتم قبول الفرض الرابع (ف٤) في صيغته البديلة والقائل بأن تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية يختلف باختلاف خصائص مجلس الإدارة

وتتفق النتيجة التي توصل إليها الباحث بشأن الفرض الرابع مع دراسة (Cheng et al., 2014; Tan et al., 2015) حيث أثرت آليات مجلس إدارة الشركة (استقلالية، وحجم المجلس، وأدوارية دور المدير التنفيذي، ونسبة ملكية أعضاء المجلس لأسهم الشركة) على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار.

#### Additional tests ٧/٥/٧-اختبارات اضافية

قام الباحث باختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار في ظل بعض المتغيرات التي اعتبرتتها بعض الدراسات (Tan et al., 2015;

(Tan and Liu, 2017) كمتغيرات رقابية (حجم الشركة ، نسبة الرفع المالي ، الربحية ، السيولة، نوع القطاع) ، وذلك من خلال نموذج الانحدار التالي

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{i,t-1} + \beta_2 X_{1,i,t-1} + \beta_3 X_{2,i,t-1} + \beta_4 X_{3,i,t-1} + \beta_5 X_{4,i,t-1} + \beta_6 X_{5,i,t-1}$$

حيث أن

$Y_t$  = كفاءة الاستثمار للشركة  $i$  في السنة  $t$

$X$  = مستوى الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية للشركة في السنة  $t-1$

$X_1$  = الرفع المالي للشركة في السنة  $t-1$

$X_2$  = ربحية الشركة  $i$  في السنة  $t-1$

$X_3$  = حجم الشركة للشركة في السنة  $t-1$

$X_4$  = سيولة الشركة  $i$  في السنة  $t-1$

$X_5$  = نوع القطاع للشركة في السنة  $t-1$

وبتشغيل نموذج الانحدار ، يوضح الجدول رقم (١) عدم معنوية النموذج، حيث أن قيمة  $(p\text{-value})$  تبلغ (0.421). كما يتضح من الجدول (٢) ضعف تفسير المتغير المستقل للمتغير التابع . وبالرغم من عدم معنوية النموذج ، إلا أنه يوجد تأثير معنوي لجودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الاستثمارية غير المالية (المتغير المستقل) على كفاءة الاستثمار (المتغير التابع)

ويرى الباحث ان تلك النتيجة قد ترجع إلى حاجة النموذج إلى عدد مشاهدات<sup>(١)</sup> أكثر والتي لم يستطع الباحث الوصول إليها نظر لصعوبة الوصول إلى تقرير مجلس الإدارة لعدد من الشركات. ولذلك يحتاج اختبار العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار في ظل المتغيرات الرقابية السابقة الى مزيد من الدراسة

الجدول رقم (١) ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	2.595E10	6	4.326E9	1.009	.421 <sup>a</sup>
Residual	8.234E11	192	4.288E9		
Total	8.493E11	198			

a. Predictors: (Constant), x5, x3, x1, x2, x4, x

b. Dependent Variable: y

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.175 <sup>a</sup>	.031	.000	65485.721816455

a. Predictors: (Constant), x5, x3, x1, x2, x4, x

(١) حيث اعتمد الباحث على ١٩٩ مشاهدة

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-47049.688	42404.360		-1.110	.269
	x	50207.462	23055.987	.158	2.178	.031
	x1	14.938	492.552	.002	.030	.976
	x2	-9538.350	18088.160	-.038	-.527	.599
	x3	4641.348	4763.285	.070	.974	.331
	x4	-3.347	18.706	-.013	-.179	.858
	x5	-421.145	3624.465	-.008	-.116	.908

a. Dependent Variable: y

## ٦/٧ النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة:

استهدف البحث دراسة وتحليل واختبار العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار ، وأثر خصائص التشغيلية للشركة ومجلس الإدارة على تلك العلاقة، مع التطبيق على عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية. وفيما يلي عرض لنتائج البحث والتوصيات، ومجالات البحث المقترحة:

### ١/٦/٧ نتائج البحث:

خلص الباحث على مستوى الدراسة النظرية إلى أهمية المعلومات غير المالية وخاصة المستقبلية وأكدت العديد من الدراسات على ملائمة القيمة لتلك المعلومات ودورها في عملية اتخاذ القرار لمعظم أصحاب المصالح . وتناولت العديد من المنظمات المهنية والدراسات الأكاديمية أهمية ومتطلبات الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية . ومن خلال تلك الإصدارات المهنية والدراسات ذات الصلة تمكن الباحث من اشتقاق مؤشر للإفصاح عن المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية. وبالرغم من تناول العديد من الدراسات المحاسبية العلاقة بين جودة المعلومات المالية وكفاءة الاستثمار، إلا أن هناك ندرة من الدراسات التي حاولت اختبار العلاقة بين المعلومات غير المالية، وخاصة المستقبلية المرتبطة بالاستثمار، وكفاءة الاستثمار. ولم تصل تلك الدراسات إلى علاقة قاطعة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار. كما توصلت بعض الدراسات إلى أهمية دراسة تأثير خصائص الشركة على تلك العلاقة ، وأن خصائص الشركة تؤثر على تلك العلاقة و أيضا خصائص مجلس الإدارة، كآليات حوكمة.

أما بالنسبة لنتائج الدراسة على المستوى التطبيقي، فقد خلص الباحث إلى قبول الفرضين الأول والرابع ورفض فرضي الدراسة الثاني والثالث، حيث توصل الباحث من خلال النتائج الإحصائية، الى وجود تأثير لجودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية على كفاءة الاستثمار، وعدم تأثير نسبة الرفع المالي أو حجم الشركة على تلك العلاقة ، بينما تؤثر خصائص مجلس الإدارة على تلك العلاقة.

### ٦-٢ توصيات البحث

في ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج يوصى الباحث بالآتي:

أ- يجب أن تتضمن قواعد القيد والشطب في البورصة المصرية اتخاذ ما يلزم من الإجراءات بشأن الزام الشركات المقيدة بمزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية، خاصة الاستثمارية منها .

ب - على المعنيين باصدار معايير المحاسبة المصرية تقديم المزيد من الإرشادات بشأن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية غير المالية ومحاولة تقنين تلك الإفصاحات لما لها من تأثير كبير على قرارات الاستثمار بالأسهم

ج- قيام الجهات المعنية بالاستثمار في مصر اعداد وتنفيذ دورات لتوعية المستثمرين وإدارة الشركات بأهمية ودور المعلومات الاستثمارية المستقبلية وخاصة غير المالية، في تحسين كفاءة الاستثمار.

د- يجب تطوير القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات الصادرة عن مجلس ادارة هيئة الرقابة المالية للشركات المقيدة لكي تتضمن، في سياق الشفافية ، الزام هذه الشركات بحد أدنى من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية الاستثمارية غير المالية.

هـ- يجب على أقسام المحاسبة بالجامعات المصرية عقد مؤتمرات تخصصية في مجال الإفصاح غير المالي عامة ، والمستقبلي ذات الصلة بالاستثمار خاصة، ومناقشة واقتراح إطار ونماذج لهذا الإفصاح لجذب الاستثمار غير المباشر، خاصة بعد صدور قانون

الاستثمار الجديد رقم ٢٧ لسنة ٢٠١٧

### ٣/٦/٧ مجالات البحث المقترحة:

- بناء على نتائج البحث، ووفقاً لحدوده ، يمكن اقتراح عدد من البحوث المستقبلية ، على النحو التالي:
- أ- محددات الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية وأثره على قيمة الشركة ، دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية
  - ب- أثر التوكيد المهني على المعلومات غير المالية على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية وكفاءة الاستثمار- دراسة تجريبية
  - ج - أثر جودة لجنة المراجعة على العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية وكفاءة الاستثمار- دراسة تجريبية
  - د- أثر الإفصاح عن المعلومات غير المالية المستقبلية الاستثمارية ربع السنوية على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية
  - هـ- محددات إفصاح الشركات عبر مواقعها على الانترنت عن المعلومات غير المالية المستقبلية الاستثمارية: دراسة تطبيقية مقارنة على الشركات المقيدة وغير المقيدة بالبورصة.

## المراجع

- السماني ، عبدالله محمد أحمد(٢٠١٤)، "أثر تكلفة التمويل على الهيكل المالي والقيمة السوقية للمنشأة ، دراسة حالة الشركة القومية للاتصالات سودانل٢٠٠٧-٢٠١١"، **مجلة العلوم الاقتصادية** ، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، مجلد ١٥، العدد ٢، ص٩٨-١١٤
- رجب، نشوى شاكر على (٢٠١٦)، "محددات جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على مواقع الشركة المدرجة في مؤشر EGX30" **الفكر المحاسبي** ، كلية التجارة ، جامعة عين شمس العدد الرابع ، الجزء الأول ، ص٣٧-٤١٩
- عبد النعيم، عرفات حمدي.(٢٠١٣)، " دور تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في سوق المال المصري " ورقة عمل مقدمة في المؤتمر الدولي الأول المنعقد في جامعة بنى سويف،٧ و ٨ أبريل ٢٠١٣ بعنوان **تفعيل آليات المحاسبة والمراجعة لمكافحة الفساد المالي والإداري.**
- شرف، ابراهيم أحمد(٢٠١٥)، **أثر الإفصاح غير المالي عبر تقارير الأعمال المتكاملة على تقييم أصحاب المصالح لمقدرة الشركة على خلق القيمة** ، دراسة ميدانية وتجريبية ، رسالة دكتوراة منشورة، جامعة دمنهور ، كلية تجارة ، قسم المحاسبة
- محمد، سحر سعيد حامد.(٢٠١١)، **دور مراقب الحسابات في اختبار وفحص مناقشات وتحليلات الإدارة للقوائم المالية مع دراسة تطبيقية في بيئة الممارسة المهنية في مصر**، رسالة ماجستير غير منشورة ، قسم المحاسبة ، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية.
- Abel, A. B. (1983), "Optimal investment under uncertainty", **The American Economic Review**, Vol. 73 No. 1, pp. 228-233.
- Agyei-Mensah, B. K (2017), "The relationship between corporate governance, corruption and forward-looking information disclosure: A comparative study", **The International Journal of Business in Society**, Vol. 17 Issue: 2, pp.284-304.
- Ahmed, K. and D. Nicholls (1994), "The Impact of Non-financial Company Characteristics on Mandatory Disclosure Compliance in Developing Countries: The Case of Bangladesh", **The International Journal of Accounting**, Vol. 29, pp. 62–77.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA),(1994) **Improving business reporting. Acustomer focus**,New York.
- Aljifri,K & Hussainey,K (2007) "The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 22 Issue: 9, pp.881-894.
- Akhtaruddin, M., Hossain, M. A., Hossain, M., & Yao, L. (2009). "Corporate governance and voluntary disclosure in corporate annual reports of Malaysian listed firms", **Journal of Applied Management Accounting Research**, Vol.7No. 1, pp.1-19.
- Al-Najjar,B & Suzan Abed,S (2014) "The association between disclosure of forward-looking information and corporate governance mechanisms: Evidence from the UK before the financial crisis period", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 29 Issue: 7, pp.578-595
- Alsaed, K. (2006), "The association between firm-specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia". **Managerial Auditing Journal**, Vol. 21No. 5, pp. 476-496
- Amir, E & Lev, B( 1996), "Value-relevance of non financial information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 22 No 1,pp 3–30.
- The Accounting standard Board (ASB),(2005) Reporting standards No.1:**Operating and Financial Review**. London

- Banker, R.D., Chang, H. & Cunningham, R. (2003), "The public accounting industry production function", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 35 No. 2, pp. 255-281.
- Beattie, V., McInnes, B. & Fearnley, S. (2004), "A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and matrices for disclosure quality attributes", *Accounting Forum*, Vol. 28, pp. 205-236.
- Biddle, G.C. & Hilary, G. (2006), "Accounting quality and firm-level capital investment", *The Accounting Review*, Vol. 81 No. 5, pp. 963-982.
- Biddle, G.C., Hilary, G. & Verdi, R.S. (2009), "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?", *Social Science Electronic Publishing*, Vol. 48 Nos 2/3, pp. 112-131.
- Blanchard, O.J., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1994), "What do firms do with cash windfalls? ", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36 No. 3, pp. 337-360.
- Bushman, R.M. & Smith, A.J. (2001), "Financial accounting information and corporate governance", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32 No. 1, pp. 237-333.
- Bryan, S.H. (1997), "Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis", *The Accounting Review*, Vol. 72 No. 2, pp. 285-301.
- Bushman, R.M., Piotroski, J.D. & Smith, A.J. (2011), "Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 38 Nos 1/2, pp. 1-33.
- Canadian Institute of Chartered accounting association(CICA), (2001), **Management's Discussion and Analysis:Guidance on preparation and disclosure**,Ottawa.
- Chen,J ; Cheng,X; Gong,S; & Tan,Y(2014), "Voluntary non – financial disclosure, corporate governance and investment efficiency", Available at [www.semanticscholar.org](http://www.semanticscholar.org).
- Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q. & Wang, X. (2011), "Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets", *The Accounting Review*, Vol. 86 No. 4, pp. 1255-1288.
- Cheng, E. C. M., & Courtenay, S. M. (2006), "Board composition, regulatory regime andvoluntary disclosure", *The International Journal of Accounting*, Vol. 41 No. 3, pp. 262-289.
- Celik,O ., Ecer,A & Karabacak,H (2006), Disclosure of Forward Looking Information: Evidence from Listed Companies on Istanbul Stock Exchange [ISE]. *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 3 ISS. 22, PP.197-216.
- Denis, D.K. & McConnell, J. (2003), "International corporate governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , Vol. 38 No. 1, pp. 1-36
- Dhaliwal, D.S., Li, O.Z., Tsangand,A & Yang, Y.G (2011), "Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting", *Accounting Review*, Vol. 86, pp.59-100.
- Dhaliwal, D.S., Radhakrishnan, S., Tsang, A. &Yang, Y.G. (2012), "Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: international evidence on corporate social responsibility disclosure", *The Accounting Review*, Vol. 87 No. 3, pp. 723-759.
- Eisenschmidt,K and Schmidt,M "The impact of forward-looking information quality on analysts' behaviour – evidence from Germany", Available at <https://ssrn.com>.

- Elfeky,M(2016), "Forward Looking Financial Disclosure Narrative Reporting: Determinants and Use" **Research Journal of Finance and Accounting** Vol.7, No.22, pp. 119-129.
- Elzahar, H. and Hussainey, K. (2012), "Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports, **The Journal of Risk Finance**, Vol. 13 No.2, pp.133 – 147.
- Field, L., Michelle, L, & Susan,s . (2004), "Does Disclosure Deter or Trigger Litigation? ", **Journal of Accounting & Economics**, Vol. 39, Iss. 3,pp. 487-507.
- Forker, J.J. (1992), "Corporate governance and disclosure quality", **Accounting and Business Research**, Vol. 22 No. 86, pp. 111-124.
- Grossman, S.J. (1981), "The informational role of warranties and private disclosure about product quality", **Journal of Law & Economics**, Vol. 24 No. 3, pp. 461-483.
- Gu, F. & W. Wang (2005), "Intangible assets, Information Complexity, and analysts' earnings earnings forecasts', **Journal of Business Finance & Accounting** , Vol. 32, No. 9, pp. 1673–702.
- Hassan, O., Giorgioni, G. and Romilly, P. (2006). "The extent of financial disclosure and its determinants in an emerging capital market: the case of Egypt". **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, Vol. 3, No. 1, pp. 41-67.
- Hayashi, F. (1982), "Tobin's marginal q and average q: a neoclassical interpretation", *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, Vol. 50, No. 1, pp. 213-224.
- Healy, P. & K.Palepu(2001), "Information asymmetry, Corporate disclosure, and the Capital Markets: A review of the empirical Disclosure literature',**Journal of Accounting and Economics**, Vol. 31, pp. 405 -440.
- Hossain, M., Ahmed, K. & Godfrey, J.M. (2005), "Investment opportunity set and voluntary disclosure of prospective information: a simultaneous equations approach", **Journal of Business Finance and Accounting**, Vol. 32 Nos 5/6, pp. 871-907.
- Hossain, M., Tan, L.M. and Adams, M. (1994). "Voluntary disclosure in an emerging capital market: some empirical evidence from companies listed on the Kuala Lumpur stock exchange". **The International Journal of Accounting**, Vol. 29 No 3, PP.334-51.
- Huafang,X & Jianguo,Y (2007), "Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure, evidence from listed companies in China", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 22 No., pp.604-619.
- Hussainey, K., Schleicher, T. & Walker, M. (2003), "Undertaking large-scale disclosure studies when AIMR-FAF ratings are not available: the case of prices leading earnings", **Accounting & Business Research**, Vol. 33 No. 4, pp. 275-94.
- Hussainey, K. (2004), "**A study of the ability of (partially) automated disclosure scores to explain the information content of annual report narratives for future earnings**", PhD thesis, Manchester University, Manchester. [Google Scholar].
- IASB (2010): **IFRS Practice Statement: Management Commentary: A framework for presentation**; London.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
- Kaszniak, R. (1999), "On the association between voluntary disclosure and earnings management", **Journal of Accounting Research**, Vol. 37 No. 1, pp. 57-81.
- Kieso, D.E. & Weygandt, J.J. (1995), **Intermediate Accounting**, 8 th ed., Wiley, New York, NY.

- Krause, J., Sellhorn, T. & Ahmed, K. (2017) "Extreme Uncertainty and Forward-looking Disclosure Properties" **ABACUS**, Vol. 53, No. 2, pp. 240-272
- Lim, S., Matolcsy, Z. & Chow, D. (2007), "The association between board composition and different types of voluntary disclosure", **European Accounting Review**, Vol. 16 No. 3, pp. 555-583.
- Liu, N. (2015), Taxation Corporate governance and forward-looking disclosure: Evidence from China, **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, Vol. 25, pp. 16-30
- Liu, J. & Eddie, I.A. (2007), "Determinants of disclosures of A-, B- and H-share companies", **Asian Review of Accounting**, Vol. 15 No. 1, pp. 72-92.
- Mathuva, D. (2012), "The Determinants of Forward-looking Disclosures in Interim Reports for Non-financial Firms: Evidence from a Developing Country", **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, Vol. 2, No. 2, pp. 125-141.
- McNichols, M.F. & Stubben, S.R. (2008), "Does earnings management affect firms' investment decisions?", **Accounting Review**, Vol. 83 No. 6, pp. 1571-1603.
- Mingzhu, M. W. & Hussainey, K. (2013), "Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance" **J. Account. Public Policy**, Vol. 32, pp. 26-49
- Mohammadi, S. (2014), "The Effect of Financial Reporting Quality and Investment Efficiency" **International Journal of Applied Economic Studies**, Vol. 2 Iss 3, pp. 104-113
- Muslu, V., Radhakrishnan, S., Subramanyam, K. R., & Lim, D. (2011). **Firm's information environment and forward-looking disclosures in the MD&A. Working paper**. University of Texas at Dallas (University of Southern California)
- Muslu, V., Radhakrishnan, S., Subramanyam, K.R. & Lim, D. (2014), "Forward-Looking MD&A Disclosures and the Information Environment", **Management Science**, Vol. 61, No. 5 pp. 931-948
- Orens, R. & Lybaert, N. (2007). "Does the financial analysts' usage of non-financial information influence the analysts' forecast accuracy? Some evidence from the Belgian sell-side financial analyst". **International Journal of Accounting**, Vol. 42 No. 3, pp. 237-271.
- Patelli, L., & Prencipe, A. (2007), "The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder", **European Accounting Review**, Vol. 16 No. 1, pp. 5-33.
- PwC (2007) **Guide to forward-looking information - don't fear the future: communicating with confidence**, <https://www.pwc.com>.
- Qu, W., Shan, E., Liu, L., Wise, V. & Carey, P. (2015), "Corporate governance and quality of forward-looking information: Evidence from the Chinese stock market", **Asian Review of Accounting**, Vol. 23 Issue: 1, pp. 39-67
- Rad, S.S., Embong, Z., Mohd-Saleh, N. & Jaffar, R. (2016), "financial information quality and investment efficiency: evidence from Malaysia", **AAMJAF**, Vol. 12, No. 1, pp. 129-151.
- Schleicher, T. & Walker, M. (1999), "Share price anticipation of earnings and management's discussion of operations and financing", **Accounting & Business Research**, Vol. 29 No. 4, pp. 321-35.
- Simpson, A. (2010), "Analysts' Use of Nonfinancial Information Disclosures", **Contemporary Accounting Research**, Vol. 27, No. 1, pp. 249-288.
- Song, J. & Windram, B. (2004), "Benchmarking audit committee effectiveness in financial reporting", **International Journal of Auditing**, Vol. 8, pp. 195-205.

- Tan, Y & Liu, Y (2017) "How do investors view information disclosure quality rating?: The effect of FNFI on corporate investment efficiency", **Nankai Business Review International**, Vol. 8 Issue: 2, pp.210-230
- Tan, Y., Xu, N., Liu, X. & Zeng, C. (2015), "Does forward-looking non-financial information consistently affect investment efficiency? ", **Nankai Business Review International**, Vol. 6 No. 1, pp. 2-19.
- Upton, W (2001), "Special report on business and financial reporting, challenges from the new economy. Financial Accounting Standards Board, Norwalk, Connecticut, 118p
- Uyar, A & Kilic, M (2012) "Influence of corporate attributes on forward-looking information disclosure in publicly traded Turkish corporations" , **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, Vol.62 ,PP.244 – 252.
- Uzun, H., Szewczyk, S.H. & Varma, R. (2004), "Board composition and corporate fraud", **Financial Analysts Journal**, Vol. 60, No. 3, pp. 33-43.
- Vanstraelen, A., Zarzeski, M.T. and Robb, S.W.G. (2003), "Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries", **Journal of International Financial Management & Accounting**, Vol. 14 No. 3, pp. 249-278.
- Verdi, R.S. (2009), "*Financial Reporting Quality and Investment Efficiency*", **Social Science Electronic Publishing**, Vol. 1 Issue: 2, pp.197-213.
- Wallace, R.S.O., Naser, K & Mora, A. (1994), "The relationship between comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain", **Accounting & Business Research**, Vol. 25 No. 97, pp. 41-53.
- Wang, F., Zhu, Z & Hoffmire, J (2015) Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency, SHS Web of Conferences ,17, 01027.
- Wang, M. & Hussainey, K (2013), "Voluntary Forward-Looking Statements Driven by Corporate Governance and Their Value Relevance", **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 32, pp. 26-49.

الملحق رقم (1)

مسلسل	اسم الشركة	مسلسل	اسم الشركة
1	شركة المصرية للاسكان والتنمية والتعمير	22	التعمير السياحي
2	الشركة العالمية للتنمية والتجارة	23	المتحدة للاسكان والتعمير
3	الوطنية للاسكان	24	المصرية للاتصالات
4	شركة العز الدخيلة للصلب	25	شركة رمكو
5	شركة غاز مصر	26	شركة الاسكندرية للغزل والنسيج
6	سيدي كرير للبتروكيماويات	27	شركة العربية لحليج الاقطان
7	شركة دلتا للانشاء	28	الشركة العربية لاستصلاح الاراضى
8	شركة ابوقير للاسمدة	29	استصلاح الاراضى
9	شركة فارما للأدوية	30	شركة الاسكندرية للخدمات الطبية
10	الشركة المصرية الدولية للصناعات الدوائية	31	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز
11	شركة الاسكندرية للأدوية	32	شركة الاسماعلية مصر للدواجن
12	شركة مصر لصناعة التبريد والتكييف	33	المصرية المنتجات السياحية
13	شركة مطاحن شرق الدلتا	34	الرواد للسياحة
14	شركة سماد مصر ايجفرت	35	شارم دريمز
15	اسيك للتعددين	36	الصوامع العامة للتخزين
16	السويس للأسمنت	37	الخزف والصينى
17	عز للسيراميك والبرسلين	38	استرن كومبانى
18	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	39	التعمير السياحي
19	شمس للاسكان والتعمير	40	شركة جهينة
20	الخليجية الكندية	41	النصر لتصنيع الحاصلات
21	سوديك (السويدى)	42	شركة العربية لمنتجات الالبان
43	شركة قناة السويس لتوطين الصناعة التكنولوجيا	47	الشركة المالية والصناعية المصرية
44	شركة اكرو مصر السقالات المعدنية	48	جنوب الوادى للاستثمار
45	النساجون	49	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول (موبينيل)
46	المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)		

