

تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية

دكتور/ مجدي مليجي عبد الحكيم مليجي^(١)

ملخص البحث:

الهدف: تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال ومدى انعكاس هذه العلاقة على كفاءة القرارات الاستثمارية بالإضافة إلى اختبار تأثير جودة آليات الحوكمة داخل الشركة على تلك العلاقات.

التصميم والمنهجية: اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية للشركات غير المالية المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من (عام ٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٥)، بإجمالي مشاهدات (٣٨١) مشاهدة، لاختبار خمسة فروض للبحث تعكس العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية، وتأثير جودة آليات الحوكمة على تلك العلاقات، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في تحليل النتائج.

النتائج والتوصيات: تشير نتائج هذا البحث إلى ضعف مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية للشركات المصرية المسجلة، وارتباطه بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من تكلفة رأس المال، وعدم تماثل المعلومات، وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية، كما أنّ جودة آليات الحوكمة داخل الشركة تؤثر إيجابياً على تلك العلاقات، واستناداً إلى ذلك توصي الدراسة بأهمية تحفيز الشركات المصرية على زيادة مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لجذب الفرص الاستثمارية الجديدة، وإصدار معيار محاسبي مستقل ينظم طريقة إعدادها والإفصاح عنها، وتطبيق الممارسات الجيدة للحوكمة .

الأصالة والإضافة: تُسهم هذه الدراسة في الأدب المحاسبي من خلال تطويرها لمؤشر شامل يمكن من خلاله قياس مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وتحليلها بشكل متكامل للعلاقة بين هذا المستوي وتكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية، كمثال لاقتصاديات الدول الناشئة.

الكلمات المفتاحية:

الإفصاح عن المعلومات المستقبلية؛ تكلفة رأس المال؛ كفاءة القرارات الاستثمارية؛ عدم تماثل المعلومات المحاسبية؛ جودة آليات حوكمة الشركات.

(١) أستاذ مساعد بقسم المحاسبة - كلية التجارة جامعة بنها

Analyzing The Relationship between The Accounting Disclosure about Forward-looking Information and the Cost of Capital and its Impact on The Efficiency of Egyptian Companies' Investment Decisions

Dr / Magdy Melegy Abdul Hakim Melegy
Assistant Professor, Department of Accounting
Faculty of Commerce, Benha University

Abstract:

Research Objective: Analysing the relationship between the accounting disclosure about forward-looking information and the cost of capital and the impact of this relationship on the efficiency of investment decisions in addition to investigating the effect of governance mechanisms Quality within the company on this relationships.

Research Methodology: This study uses the approach of content analysis of the annual reports for listed non-financial companies in the Egyptian Stock Exchange during the period (2013 - 2015), with a total of (381) observations, in order to test the research five hypotheses that reflects the relationship between the accounting disclosure for forward-looking information and both the cost of capital and the efficiency investment decisions, and the impact of governance mechanisms quality on this relationship and the multiple regression method was used in the analysis of the results.

Results and recommendations: The results of the study points to the weakness of disclosure level about forward-looking information in the financial reports of listed Egyptian companies, and its association with a statistically significant negative relationship with the cost of capital, information asymmetry, and inefficient investment decisions, and that quality governance mechanisms within the company affect positively these relationships and, based on that the study recommends stimulating the Egyptian companies to increase the level of disclosure for forward-looking information to attract new investment opportunities, and the issuance of an independent accounting standard that regulates the way of its preparation and disclosure, and the application of good corporate governance practices.

Originality: this study contribute in the accounting literature through the development of an index to measure the level of disclosure of forward-looking information and the analysis if the relationship between this level, the cost of capital and the efficiency of Egyptian companies' investment decisions (as an example of emerging economies) in an integrated way.

Key words:

Disclosure of forward-looking information; cost of capital; efficient investment decisions; accounting information asymmetry; quality of corporate governance mechanisms.

١ - المقدمة:

أدت الأزمات المالية التي حدثت على مستوى العالم خلال العقد الماضي إلى تزايد الانتقادات الموجهة للمعلومات التاريخية (Backward-Looking Information) بالقوائم المالية لعدم قدرتها في بعض الحالات على تلبية احتياجات أصحاب المصالح في ظل البيئة الاقتصادية ذات الطبيعة الديناميكية (Menicucci, 2013). وأصبح هناك اتفاق بين الأكاديميين والممارسين بأن ثقة المستثمرين في التقارير المالية ترتبط بقدرتها على توفير معلومات مستقبلية (Forward-Looking Information) عالية الجودة تمكنهم من الفهم الواسع لأعمال الشركة وتقييم أدائها المستقبلي (سعد الدين، ٢٠١٤، أ) (Muslu et al., 2015). فتنبؤات الإدارة تعد من أفضل مصادر المعلومات المحاسبية التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة كما أنهم على استعداد للاستثمار في الشركات التي من المتوقع أن تحقق لهم أداء عالي في المستقبل (Bozzolan et al., 2009; Bravo, F., 2016).

وقد أوضح الأدب المحاسبي (Urquiza et al., 2012; Hassanein & Hussainey, 2015; Hussainey and Walker, 2009) أن المعلومات المستقبلية لها تأثير كبير على المركز المالي والسيولة والأداء المستقبلي للشركة، حيث يؤدي الإفصاح عنها بصفة دورية إلى تقليل مخاطر المعلومات، وتحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين بالأرباح والتدفقات النقدية، وخفض تكلفة رأس المال وهو ما ينعكس بالتالي على ارتفاع القيمة السوقية للشركة. كما تظهر أهمية الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية (Investment Efficiency) من خلال دوره في تقليل عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة وأصحاب رؤوس الأموال، والتي تمثل أحد مظاهر الخلل في سوق رأس المال (Market Imperfection) وتؤثر في الوصول إلى مستوى الاستثمار الأمثل (Optimal Investment Level) (Tan et al., 2015).

وقد تنامي اهتمام المنظمات المهنية والهيئات الرقابية بالإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية اعتقاداً منها: بأنها تساهم في تحسين القيمة الملائمة للتقارير المالية فعلي المستوى الدولي أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) إرشاد تعليقات الإدارة (Management Commentary) ضمن إصدارات معايير التقارير المالية الدولية (IFRS) عام (٢٠١٠). وقامت كل من بورصة شانغهاي وتركيا بإصدار تشريع عام (٢٠١١) يلزم الشركات بالإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية (Uyar & Kilie, 2012, Tan et al., 2015)، كما أكد مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) في الإطار المفاهيمي للتقارير المالية (البيان رقم ٨) الصادر في أغسطس (٢٠١٦) على أن جودة وفعالية التقارير المالية تتوقف على قدرتها في توفير معلومات للمستخدمين عن التدفقات النقدية المستقبلية، والتوقعات بشأن الأحداث المستقبلية، وإجراء التقييمات في حالة عدم التأكد. أما على مستوى البيئة المصرية فقد كانت هناك بعض المحاولات للاهتمام بالمعلومات المستقبلية تمثلت في صدر معيار المراجعة المصري لمهام التأكد رقم (٣٤٠٠) بعنوان "اختبار المعلومات المالية المستقبلية" بهدف توفير إرشادات للمراجع عند إيداء الرأي عن المعلومات المالية المستقبلية. كما أشار الدليل المصري لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث، ٢٠١٦) في الباب الثالث: بعنوان (الإفصاح والشفافية إلى الإفصاح عن المعلومات الجوهرية المالية وغير المالية التي تهم المستثمرين الحاليين والمرتقبين مثل أهداف الشركة ورؤيتها وطبيعتها نشاطها وخطط الشركة واستراتيجيتها المستقبلية). إلا أن هذا الاهتمام غير كافي حيث لم تتضمن معايير المحاسبة المصرية الصادرة بالقرار رقم (١١٠) لسنة ٢٠١٥ والمطبقة من أول يناير ٢٠١٦ معيار ينظم المعالجة المحاسبية للمعلومات المستقبلية.

لذلك تتضح أهمية البحث الحالي من خلال تحليله بشكل متكامل للعلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال، ومدى انعكاس هذه العلاقة على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات

المصرية كنموذج لاقتصاديات الدول الناشئة، بالإضافة إلى اختبار تأثير جودة آليات الحوكمة داخل الشركة على تلك العلاقات.

١-١ طبيعة المشكلة ودوافع الدراسة:

يُعد الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية من أهم متطلبات جودة التقارير المالية (محمد، ٢٠١٦)، حيث اتسع نطاق هذا الإفصاح ليشمل بالإضافة إلى التنبؤات المالية المتمثلة في الأرباح المستقبلية والتدفقات النقدية والإيرادات المتوقعة معلومات أخرى غير مالية مثل: طبيعة العمل، وأهداف الإدارة والموارد، والمخاطر، والأداء المتوقع للشركة (Jiang et al., 2015; Koutmos, 2015; Aljifri and Hussainey, 2007). وقد بدأ المستثمرون يُعلقون أهمية كبيرة على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية حيث يُلبي احتياجاتهم من المعلومات التي تُساهم في تقليل حالة عدم التأكد وتساعدهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة (Athanasakou & Hussainey, 2014).

لذلك فإن تحقيق الاستقرار الاقتصادي وتشجيع استدامة الاستثمارات عالية الجودة Sustainable high quality investment التي تقدمها الشركة سيكون أفضل في ظل شفافية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية (Tan, et al., 2015; Athanasakou & Hussainey, 2010). حيث تفترض نظرية عدم تماثل المعلومات Information asymmetry theory أن التوزيع غير المتماثل للمعلومات يؤدي إلى زيادة التناقض وارتفاع تكلفة المعاملات التجارية نتيجة الاختيار العكسي (Adverse Selection)، وهو ما يؤدي إلى انخفاض مستوي السيولة في الأسواق المالية وزيادة تكلفة رأس المال (Ferrero et al., 2015). لذلك أكدت كل من دراسة (القليبي، ٢٠١١; Bravo, F., 2016) على أن جودة المعلومات المستقبلية لها دورًا حيويًا في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال دورها في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وتخفيض كل من تكاليف الوكالة، وتكلفة التمويل الخارجي، كما أشارت دراسة (Mathuva, 2012) إلى أن الإفصاح المستقبلي بمثابة إرسال إشارة من الشركة إلى المستثمرين لبيان قدرتها على الاستمرار ومواجهة التغييرات التي تنشأ في المستقبل.

وتعتمد جودة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على مدي تبني الشركة لآليات الحوكمة الجيدة (Qu, W., et al., 2015)، فهي تشجع على الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية، والمخاطر التي تواجهها الشركة، وسبل مواجهتها مما ينعكس على تعزيز ثقة أصحاب المصالح في التقارير المالية للشركة (Elshandidy & Neri, 2015)، وبناء على ذلك فإن جودة آليات الحوكمة تعتبر أمر هام في تحسين جودة واستدامة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية (Beekes et al., 2015). لذلك فدراسة التأثير التفاعلي (Interaction Effect) لتلك الآليات يوفر تفسيرات ملائمة لمدي قوة العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية.

وبالرغم من أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية إلا أن هناك جدل مستمر في الأدب المحاسبي حول الفوائد التي قد يحققها هذا الإفصاح في سوق رأس المال فقد توصلت دراسة (Hossain et al., 2005) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يساهم في إيجاد علاقة قوية بين المستثمرين والمحللين الماليين والشركة، كما تري كل من دراسة (LO, 2014; Aljifri & Hussainey, 2007) أنه يساهم في تقييم الأداء المستقبلي للإدارة من حيث قدرتها على تحقيق الإيرادات، وإيجاد مصادر تمويل مناسبة وجديدة، وتخفيض تكلفة رأس المال، وإدارة المخاطر، ورقابة التكاليف. بينما أشارت دراسة (Li, 2010) إلى أن المعلومات المستقبلية أقل مصداقية حيث تتطوي على توقعات لمستقبل غير مؤكد، فضلاً عن صعوبة التحقق منها في وقت الإفصاح مما قد يؤدي إلى دخول الشركة في منازعات قضائية. كما أشارت دراسة (Bonsall et al., 2013) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية قد يخلق نوعاً من التحيز الإداري (Managerial Bias)، والذي ينتج عن حوافز التقارير المالية حيث

قد يتجه المديرون إلى توفير إفصاحات مفرطة في التفاؤل (Providing Overly Optimistic Disclosure) وهو ما يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية.

ويتضح مما سبق، أن هناك عدة دوافع لهذه الدراسة من أهمها: قصور المحتوي الحالي للتقارير السنوية وعدم توفيره لمعلومات كافية تساعد المستثمرين والأطراف الأخرى على التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركات وتحديد الفرص والمخاطر المحتملة المرتبطة بعملياتها المستقبلية؛ وبالتالي فإن غياب هذه المعلومات يجعل المستثمرين يبنوا توقعاتهم على معلومات غير دقيقة أو مصادر مضللة مما قد يؤثر على تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى أن غالبية الدراسات التي تناولت هذا الموضوع تمت في إقتصاديات الدول المتقدمة، نظرًا لمشكلات القياس والإفصاح وتعدد إجراءات المراجعة المرتبطة بها، كما أن عدم وجود معيار محاسبي مصري ينظم كيفية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يمثل دافعًا آخر لهذه الدراسة، وبالتالي تتمثل الفجوة البحثية في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية، كمثال لاقتصاديات الدول الناشئة.

وبالتحديد، فإن هذه الدراسة الحالية تحاول الإجابة على الأسئلة البحثية التالية:

- ١- ما هو مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المسجلة في البورصة المصرية؟ وما هو أثره على الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات؟
- ٢- هل يؤثر الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على تكلفة رأس المال؟
- ٣- هل تؤثر العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال على كفاءة القرارات الاستثمارية؟
- ٤- هل يؤثر التفاعل بين جودة آليات الحوكمة والإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على كل من تكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية؟

٢-١ أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال ومدى انعكاس هذه العلاقة على كفاءة القرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى اختبار تأثير جودة آليات الحوكمة داخل الشركة على تلك العلاقات، وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

- ١- فحص مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المسجلة في البورصة المصرية، وانعكاسه على عدم تماثل المعلومات.
- ٢- قياس أثر الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على تكلفة رأس المال.
- ٣- بيان مدى تأثير العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال على كفاءة القرارات الاستثمارية.
- ٤- دراسة أثر التفاعل بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على كل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية.

٣-١ أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته مما يلي:

أولاً: الأهمية العلمية:

- ١- يُعد البحث امتدادًا لأدبيات الفكر المحاسبي التي تهتم بتطوير محتوى التقارير السنوية من خلال توفيرها للمعلومات المستقبلية، حيث حاول الباحث بناء مؤشر لقياس مستوى الإفصاح عن هذه المعلومات في

التقارير السنوية للشركات المسجلة في البيئة المصرية، وهو ما قد يُساهم في تحليل مدي قدرتها على تلبية احتياجات أصحاب المصالح والحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات.

٢- يركز البحث على تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال ومدى انعكاس هذه العلاقة على كفاءة القرارات الاستثمارية، وتأثير فعالية آليات الحوكمة داخل الشركة على تلك العلاقات، وهو ما قد يتسم بالندرة في الدراسات المحاسبية التطبيقية التي تناولت هذا التحليل في البيئة المصرية.

٣- تحاول الدراسة الحالية بناء عدة نماذج تطبيقية لقياس الآثار الاقتصادية للإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وهي: نموذج الأثر على تكلفة رأس المال، والأثر على عدم تماثل المعلومات، والأثر على كفاءة القرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى نموذجين لقياس الأثر التفاعلي لآليات الحوكمة على تلك العلاقات، وذلك من خلال إدخال متغيرات جديدة إلى النماذج التي سبق وقدمتها الدراسات السابقة، ممّا يعكس مؤشرات ذات دلالة في تفسير علاقة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية.

ثانياً: الأهمية العملية:

١- تقييم مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المسجلة في البورصة المصرية يوفر دليلاً عملياً على مدي الحاجة لتحسين جودته، خاصة في ظل تزايد المنافسة بين الشركات وحاجتها إلى جذب فرص استثمارية جديدة.

٢- نتائج الدراسة قد توفر معلومات هامة من شأنها مساعدة الجهات النظامية والرقابية المصرية في صياغة معيار محاسبي مصري يُنظم المعالجة المحاسبية للمعلومات المستقبلية، كما أنّ فهم المستثمرين لتوقعات الشركة المستقبلية يُساعدهم على اتخاذ قرارات أكثر واقعية، بالإضافة إلى تحفيز الشركات على تبني الآليات الجيدة للحوكمة لتحسين شفافية الإفصاح في التقارير المالية.

٣- المساهمة في استعادة ثقة المستثمرين في التقارير السنوية للشركات المصرية، خاصة وأنّ كثيراً من الدراسات توصلت إلى أنّ السوق المصري يوجد به اتجاه نحو السرية والكتمان (أبوطالب، ٢٠١٤)، لذلك فإنّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يقلل من شكوك المستثمر تجاه الشركة ويحد من نقشي ظاهرة عدم تماثل المعلومات ويؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية.

٤-١ منهج البحث:

اعتمد الباحث على المنهج الاستقرائي في مراجعة الأدب المحاسبي المتعلق بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية بهدف الاستفادة منه في صياغة الإطار النظري للبحث، والمنهج الاستنباطي لاستكشاف طبيعة العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية، وتأثير جودة آليات الحوكمة على هذه العلاقات. كما قام الباحث بدراسة تطبيقية مستخدماً أسلوب تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية لعينة من الشركات غير المالية المسجلة بالبورصة، وذلك بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض البحث.

٥-١ حدود البحث:

١- يقتصر البحث على دراسة العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وكل من ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية.

٢- يقتصر البحث على دراسة الأثر التفاعلي لآليات الحوكمة على العلاقة بين متغيرات الدراسة دون أنّ يمتد ذلك إلى الإطار الفكري للحوكمة.

٣- يقتصر البحث على استخدام مدخل تحليل المحتوي في فحص التقارير السنوية للشركات غير المالية المسجلة في البورصة المصرية، وذلك خلال الفترة من عام (٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٥).

١-٦ خطة البحث:

انطلاقاً من أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم استكمال البحث على النحو التالي: يعرض القسم الثاني: الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الفكر والتطبيق المحاسبي، بينما يتناول القسم الثالث: العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال، كما يتناول القسم الرابع: العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وكفاءة القرارات الاستثمارية، في حين يعرض القسم الخامس: أثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على تكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية بينما يناقش القسم السادس: الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث، ويحلل القسم السابع: بناء نماذج الدراسة التطبيقية، ويعرض القسم الثامن: تصميم الدراسة التطبيقية، أما القسم التاسع: فقد تناول تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض، ويعرض القسم العاشر: النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

٢- الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الفكر والتطبيق المحاسبي:

حظي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية باهتمام واسع في الأدب المحاسبي والممارسة العملية نظراً لأهمية الجوهرية للمحتوي الإعلامي لهذه المعلومات في التأثير على قرارات أصحاب المصالح عند تقديرهم لاستدامة أداء الشركات في المستقبل. ويتناول الباحث الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وفقاً للنظريات المحاسبية المفسرة له، وتحليل أهم الإصدارات المهنية المرتبطة به وذلك كما يلي:

٢-١ المحتوى الإعلامي للمعلومات المستقبلية:

يشير المحتوى الإعلامي للمعلومات المستقبلية (AICPA,1994) إلى الخطط الحالية والتوقعات أو التقديرات المستقبلية التي تمكن المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصلحة من تقييم الأداء المالي وغير المالي للشركة في المستقبل ويتسع نطاق الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ليشمل الإفصاح عن التنبؤات المالية مثل: أرباح السنة القادمة، والإيرادات المتوقعة، والتدفقات النقدية المستقبلية. والإفصاح عن المعلومات غير المالية مثل: استراتيجية الشركة وأهدافها والمخاطر المتوقعة، وحالات عدم التأكد المحيطة بالشركة، والتي يمكن أن تؤثر على الأداء المستقبلي للشركة. كما أشارت دراسة (Alkhatib,2014) إلى أن المعلومات المستقبلية تشير إلى توقعات الإدارة بشأن العمليات المستقبلية للمنشأة ويتم الإفصاح عنها بهدف تقديم تفسيرات للمساهمين حول ما تقوم به الشركة أو ما تنوي القيام به، كما تساعدهم في تقدير استدامة أداء الشركة في المستقبل (Athanasakou & Hussainey,2010). وقد أوضح المعيار الدولي لمهام التأكد رقم (٣٤٠٠) الصادر عن الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC,2010) أن المعلومات المستقبلية قد تأخذ أحد شكلين أولهما: التنبؤات (التوقعات) ويعني أن المعلومات المستقبلية تم إعدادها بناء على افتراضات عن الأحداث المستقبلية التي تتوقع الإدارة حدوثها والتصرفات التي تتوقع أن تتخذها حيال هذه الأحداث المستقبلية. ثانيهما: التقديرات (التصورات) ويعني أن المعلومات المستقبلية قد تم إعدادها على أساس أوضاع افتراضية عن أحداث مستقبلية وتصرفات الإدارة التي لا يتوقع بالضرورة أن تحدث.

ويتضح للباحث ممّا سبق أنّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يتضمن المعلومات المالية وغير المالية التي تساعد مستخدمي التقارير السنوية في فهم مستقبل الشركة وتقدير أنشطتها المستقبلية، وتقييم قدرة الإدارة على مواجهة التغييرات التي تنشأ في المستقبل، وتتأثر هذه المعلومات بتقديرات الإدارة التي تقوم بإعدادها وتعد لفترات

زمنية قصيرة أو طويلة الأجل، وقد يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية، والتقارير المرحلية، والاتصال المباشر بالمحللين الماليين.

قدم الأدب المحاسبي عدة نظريات ساهمت في تفسير المحتوى الإعلامي الإيجابي للإفصاح عن المعلومات المستقبلية (Mutiva et al.,2015; Qu et al.,2013; Celik,2006) **فطبقاً لنظرية الوكالة Agency Theory** تزداد حاجة الملاك لمزيد من المعلومات المستقبلية لتقليل حالة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية، لذلك فإن الإفصاح عن هذه المعلومات يساعد على تقليل عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكاليف الوكالة، **وبالنسبة لنظرية الإشارة (Signaling Theory)** فإن الشركات ذات الأداء الضعيف ربما توفر المزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لجذب المستثمرين، فالإفصاح عن هذه المعلومات بمثابة إشارة للسوق عن قوة الشركة في مواجهة ما قد يتحقق من خسائر مستقبلاً. كما قدمت **نظرية التكاليف السياسية (Political Costs Theory)** تفسيراً للإفصاح عن المعلومات المستقبلية بأنه يحد من تدخلات الأطراف الخارجية مثل: الوكالات الحكومية، والاتحادات، والجمعيات مما يساهم في تجنب التكاليف السياسية التي ينظر إليها على أنها غامضة. **ووفقاً لنظرية الشرعية (Legitimacy Theory)** فإن الشركة عليها التزام أخلاقي (Moral Obligation) تجاه المجتمع، ويجب عليها أن تستجيب لتوقعاته وإدراكاته، وحيث أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يساعد المجتمع في فهم عمليات الشركة المستقبلية لذلك فهو يعزز من شرعيتها. في حين ترى **نظرية أصحاب المصالح (Stakeholders Theory)** أن الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية يلبي احتياجات أصحاب المصالح ويساعدهم على اتخاذ أفضل القرارات، وهو ما ينعكس على استمرارية دعمهم للمنشأة وتحسين صورتها ومن ثم مدي نجاحها وبقائها في الأجل الطويل.

وبالنسبة للممارسة العملية فإن الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية قد يتخذ أشكال متنوعة حيث أشارت دراسة (Bujaki and McConomy,2002) من خلال فحص التقارير السنوية لعينة من (٤٦) شركة كندية إلى أن (١٩,٢%) من المعلومات المصحح عنها في هذه التقارير هي معلومات مستقبلية ذات طبيعة نوعية، كما أن هذه المعلومات تميل إلى الأخبار السارة حيث بلغت نسبتها (٩٧,٥%) في مقابل (٥,٥%) أخبار سيئة من جملة المعلومات المستقبلية. وتتسق هذه النتيجة ما مع توصلت إليه دراسة (Clatworthy&Jones,2003) من أن المديرين في الشركات البريطانية يفضلون الإفصاح عن الجوانب الإيجابية في الأداء حيث ينسبون الأداء الجيد لأنفسهم بينما يرجع الأداء السيئ لمصادر خارجية.

وبالرغم من أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات إلا أنه مازال مثار **جدل في الفكر المحاسبي** حيث ظهرت بعض الآراء المؤيدة والمعارضة له (Hassanein,2015). **فالمؤيدون** يستندون إلى أن الشركات تعمل في بيئة ديناميكية، وبالتالي فإن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (Bozzolan et al.,2009)، كما أنه يساهم في تقليل عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين؛ وبالتالي يساعد على تخفيض تكلفة التمويل الخارجي، وتحسين أداء أسعار الأسهم في السوق وهذا يتفق مع فرضية تعاملات أسواق رأس المال كحافز للتقارير السردية (Healy&Palepu,2001).

ومن ناحية أخرى تستند حجج المعارضين إلى أن زيادة الشكوك المرتبطة بمستقبل الشركة تؤدي إلى صعوبة في التنبؤ مما يؤثر على دقة المعلومات المستقبلية التي يتم الإفصاح عنها، وربما يؤدي ذلك إلى دخول الإدارة في منازعات قضائية (Schleicher & Walker, 2010)، وهو ما يتفق مع فرضية تكاليف التقاضي (Litigation Cost Hypothesis)، التي ترى أن زيادة هذه التكاليف تقلل من حافز المديرين للإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية، وقد يحدث ذلك خاصة عندما لا يميز النظام القانوني في الدولة بين

الممارسات الانتهازية للإدارة عند إعداد التقديرات المستقبلية وبين أخطاء التنبؤ (Forecasting Errors)، والتي قد تقع بسبب عدم التأكد من الأحداث المستقبلية أو تغيير الافتراضات التي بُنيت عليها التقديرات (سعد الدين، ٢٠١٤ (أ))، كما أن إطلاع المنافسين على خطط واستراتيجيات الشركة قد يؤثر على مركزها التنافسي Competitive Position مما يجعل المديرين يحاولون تجنب الإفصاح عن هذه المعلومات (O'Sullivan et al., 2008)؛ وبالإضافة إلى ذلك يرتبط بالقوائم المالية المستقبلية بعض المشكلات المحاسبية في التطبيق العلمي منها صعوبة التنبؤ ببعض العناصر، وتحيز الإدارة في إعدادها، ومخاطر تغيير الطرق المحاسبية، ونقص الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بهذه القوائم.

وفي ضوء ما سبق يري الباحث أن الانتقادات السابقة يمكن مواجهتها من خلال مراجعة واختبار القوائم المالية المستقبلية وإصدار تقرير عنها وفقاً لمعيار المراجعة المصري رقم (٣٤٠٠) مما يؤدي إلى زيادة ثقة ومصداقية المستثمرين في هذه القوائم، وتطوير آليات النظام القانوني حتى يمكنه التمييز ما بين الممارسات الانتهازية وأخطاء التنبؤ؛ بالإضافة إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بشكل إجمالي وعدم نشر الخطط المستقبلية، والاكتفاء بالإفصاح عن الأداء المستقبلي (التدفقات النقدية، ونصيب السهم من الربح، وعناصر المركز المالي) والزامية تطبيقه على كافة الشركات سوف يحافظ على ميزتها التنافسية.

٢-٢ تحليل المعايير والإرشادات المهنية ذات الصلة بالإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية:

اتجهت الهيئات والمنظمات المهنية في العديد من دول العالم إلى إصدار المعايير والإرشادات التي تحفز الشركات على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بهدف مساعدة المستثمرين على التنبؤ بالإداء المستقبلي للشركة وتحديد قيمتها الحقيقية، ويتناول الباحث فيما يلي تحليلاً لأهم هذه المعايير والإرشادات:

٢-٢-١ الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات الدولية:

أصدر الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC, 2010) المعيار الدولي لمهام التأكد رقم (٣٤٠٠) بعنوان "اختبار المعلومات المالية المستقبلية" بهدف توفير إرشادات لمراقب الحسابات عند اختبار وإبداء الرأي عن المعلومات المالية المستقبلية متضمنة إجراءات الاختبار للحصول على أفضل التقديرات والافتراضات النظرية. كما أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) في ديسمبر عام (٢٠١٠) إطار عرض إرشاد تعليقات الإدارة (Management Commentary A framework For Presentation) بهدف توفير معلومات تكميلية وإضافية لمستخدمي التقارير المالية (IASB, 2010)، وتناولت الفقرة رقم (١٧)، و(١٨)، و(١٩) من الإرشاد المعلومات المستقبلية حيث أشارت إلى ضرورة أن تعرض التعليقات وجهة نظر الإدارة عن اتجاهات المنشأة مثل: تفسير الموارد، والالتزامات والأداء المالي والتدفقات النقدية للشركة. كما أكد الإرشاد على أن المعلومات المستقبلية تتأثر بالبيئة القانونية والتشريعية التي تعمل بها الشركة، وتقوم الإدارة بالإفصاح عن هذه المعلومات والافتراضات التي تبني عليها عندما تكون على دراية بالاتجاهات وظروف عدم التأكد وغيرها من العوامل التي تؤثر في موقف السيولة، ومصادر التمويل، والإيرادات ونتائج عمليات الشركة.

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

أصدرت هيئة سوق المال الأمريكي (SEC) في عام (١٩٧٩) تشريع الملاذ الآمن (Safe Harbor Rule) لتشجيع الشركات على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، حيث يتم بموجبه توفير الحماية القانونية للإدارة ضد أي مسائلة قضائية عن التنبؤات أو التوقعات التي لم تتحقق بشرط أن يتم إعدادها بحسن نية (Good Faith) ويتم الإفصاح عنها على أساس معقول (Reasonable Basis). (Skinner, 1995; Johnson et al., 2001) كما أصدرت هيئة سوق المال (SEC) في عام (١٩٨٩) المنشور رقم (FRR 36) بعنوان "مناقشة وتحليل الإدارة للوضع المالي ونتائج العمليات" (Li, 2010) وقد

اشترط هذا المنشور للقيود بالبورصة الأمريكية ضرورة إصدار الشركات قائمة مناقشة وتحليلات الإدارة (MD&A) ضمن التقارير السنوية على أن تتضمن هذه القائمة نتائج العمليات التشغيلية للشركة بطريقة قابلة للفهم من المستثمرين، ومخاطر عدم التأكد، وموقف السيولة الحالي والمتوقع للشركة، والأحداث أو الاتجاهات المستقبلية المؤثرة على أداء الشركة، ومصادر التمويل الحالية والمتوقعة .

وفي محاولة لمساعدة الشركات على فهم متطلبات الإفصاح عن العمليات المستقبلية أصدرت هيئة سوق المال (SEC) إرشادات تفسيرية (Interpretive Releases) أكدت فيها على أهمية إمداد المستثمرين بتفسيرات سردية Narrative Explanation للقوائم المالية، وزيادة مستوى الإفصاح والتحليلات المتاحة للمستثمرين، وتوفير معلومات لهم عن احتمالات التغيير في الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة (Hufner,2007). كما أصدرت لجنة (Jenkins,1994) التابعة للمعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين (AICPA) تقريراً بعنوان "تحسين تقرير المنشآت -التركيز على العملاء Improving Business-A Customer Focus" وقد أكد هذا التقرير على أن المعلومات التي يجب الإفصاح عنها للمستخدمين تتمثل في البيانات المالية وغير المالية، وتحليلات الإدارة لهذه البيانات، والمعلومات المتعلقة بالإدارة والمساهمين، والمعلومات المتعلقة بالشركة، والإفصاح المستقبلي عن المعلومات (AICPA,1994). وفي سياق الاهتمام بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية أصدر مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) في عام (٢٠٠١) الجزء الثاني من المشروع البحثي لإعداد تقارير الأعمال Business Reporting Research Project (BRRP) بعنوان "تحسين تقارير الأعمال" والذي يهدف إلى تعزيز الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية (FASB,2001).

٢-٢-٣ الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في ضوء الإصدارات المصرية:

لم يرد ضمن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية المعدلة بموجب قرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم (١٢٤) لسنة ٢٠١٥ مادة صريحة تخص الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ولكن هناك بعض الإشارات إلى الإفصاح عن هذه المعلومات حيث ورد في المادة رقم (٧) إلى أنه " لا يجوز قيد أسهم الشركات غير المستوفاة للشرط رقم (٩) ^(١) إلا بعد تقديم الشركة دراسة معتمدة من أحد المستشارين الماليين المقيدين بسجل الهيئة توضح فرص النمو والربحية، والتوقعات المستقبلية للربحية". كما أكدت المادة رقم (٣٤) من قواعد القيد إلى أن "الشركة يجب أن تخطر البورصة بأي تغيير مقترح في هيكل التمويل أو هيكل رأس المال يتجاوز (٥%) من حقوق المساهمين، وأي اتفاق يترتب عليه دخول مستثمرين استراتيجيين لشراء حصة من أسهم الشركة" كما أصدر الجهاز المركز للمحاسبات بموجب القرار رقم ١٣٠٠ لسنة ٢٠٠٨ المعيار المصري رقم (٣٤٠٠) بعنوان "اختبار المعلومات المالية المستقبلية" ويهدف هذا المعيار إلى إرساء معايير وتوفير إرشادات فيما يتعلق بالمهام الخاصة باختبار وإبداء الرأي عن المعلومات المالية المستقبلية متضمنة إجراءات الاختبار للحصول على أفضل التقديرات والافتراضات النظرية ويصعب تطبيق المعيار على المعلومات المدرجة في صورة وصفية أو في شكل عام (الجهاز المركزي للمحاسبات، قرار رقم ١٣٠٠ لسنة ٢٠٠٨).

كما أكد الدليل المصري لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث) الصادر في أغسطس ٢٠١٦ على أهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، حيث أشارت الفقرة رقم (٣-٢) إلى ضرورة إفصاح الشركة عن المعلومات المالية وغير المالية مثل: (أهداف الشركة ورؤيتها، وطبيعة نشاطها، وخطط الشركة واستراتيجيتها المستقبلية، والمخاطر التي تواجهها الشركة وسبل مواجهتها)، وأكدت الفقرة (٣-٣) على أهمية توفير الإفصاح والشفافية

(١) الشرط رقم (٩) يشير إلى أن لا تقل نسبة صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية سابقة على طلب القيد عن (٥%) من رأس المال المدفوع المطلوب قيده.

اللازمين لتوطيد العلاقة مع المستثمرين الحاليين والمرقبين، مما يكون له أثره الإيجابي على رؤية المستثمرين للإداء الحالي للشركة وتوقعاتهم للإداء المستقبلي. وأشارت الفقرة (٣-٤-١) إلى أنه على الشركة أن تصدر تقريراً سنوياً يضم ملخص لتقرير مجلس الإدارة والقوائم المالية؛ بالإضافة إلى كافة المعلومات الأخرى التي تهم المساهمين والمستثمرين الحاليين والمرقبين، وأن يشمل هذا التقرير مشروعات الشركة الحالية والمستقبلية، واستراتيجية الشركة.

٣- العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال:

تحظى تكلفة رأس المال بأهمية كبيرة في الأدب المحاسبي والممارسة العملية حيث تعتبر أحد محددات نجاح الشركة واستمراريتها في السوق، كما تستخدم في تحديد مدي كفاءة المنشأة في تخصيص الموارد المتاحة لها، وتقييم جودة قراراتها الاستثمارية في ظل تعدد المتغيرات المؤثرة في سوق المال ولتوضيح علاقتها بالإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية يتناولها الباحث من خلال العناصر التالية:

٣-١ مفهوم تكلفة رأس المال ونماذج قياسها في الفكر المحاسبي:

تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه من قبل المستثمرين والدائنين وتستخدم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويجب ألا يقل العائد المتوقع لأي فرصة استثمارية عن تكلفة رأس المال اللازم لتمويل هذه الفرصة (Lambert and Verrecchia, 2015)، وقد عرفت كل من دراسة (سعد الدين، ٢٠١٤، ب)، (Armstrong et al., 2011) بأنها متوسطة تكلفة جميع مصادر التمويل المستخدمة في الشركة بعد ترجيحها بنسبة كل مصدر في إجمالي هيكل التمويل. وبناء على ما سبق يتضح للباحث أن تكلفة رأس المال تشير إلى معدل العائد الواجب على الشركة تحقيقه من استثماراتها في شكل تدفقات نقدية مستقبلية حتى تحافظ على قيمتها في السوق وأن تحصل على الأموال التي تحتاج إليها.

وتتضمن تكلفة رأس المال مزيجاً من تكلفة حق الملكية (Cost of Equity Capital) والتي يتم التعبير عنها بالعائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه من استثماراته في الشركة، وتكلفة الأموال المقترضة Cost of Debts وتشير إلى ما تتحمله الشركة من فوائد وتكاليف أخرى نتيجة اقتراض الأموال. وقد قدم الفكر المحاسبي العديد من النماذج المستخدمة في قياس تكلفة رأس المال ويوضح الجدول التالي أهم هذه النماذج (سعد الدين، ٢٠١٤، Evans, 2016; Eliwa et al., 2016; Artiach and Clarkson, 2011).

جدول رقم (١) يوضح نماذج قياس تكلفة رأس المال

منهجية القياس	النموذج
يهدف إلى حساب الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه على الأموال المستثمرة لتعويض المساهم عن المخاطر المنتظمة ويتم قياس معدل العائد من خلال المعادلة التالية: (Bertomeu and Cheynel, 2016) $R_E = R_F + \beta_E (R_M - R_F)$ حيث: R_E : العائد المتوقع على أسهم الشركة R_F : معدل الفائدة خالي المخاطر Risk free rate β_E : معامل بيتا لأسهم الشركة R_M : العوائد السوقية المتوقعة للأسهم.	أولاً: نماذج قياس تكلفة حق الملكية نموذج تسعير الأصول Capital Asset Pricing Model (CAPM)
يهتم بالعلاقة بين سعر الإقفال للسهم وإجمالي ربحيته المتوقعة، وارتفاع قيمته، وتشير إلى انخفاض تكلفة رأس المال. ويتم قياسها بالمعادلة	نموذج السعر إلى الربحية Price-to-Earnings (P/E)

منهجية القياس	النموذج
<p>التالية (Artiach and Clarkson,2011):</p> $rPEG = \sqrt{\frac{(E(eps_2) - (eps_1))}{P_0}}$ <p>حيث:</p> <p>$rPEG$: نموذج نمو السعر إلى الربحية.</p> <p>$E(eps_t)$: تنبؤات المحلل المالي لنصيب السهم من الربح للفترة t.</p> <p>P_0: السعر الحالي للسهم.</p>	
<p>يركز هذا النموذج على العوائد المحققة لاحقاً (Ex-Post) حيث تعتبر مؤشر غير متحيز لتكلفة حق الملكية بفرض توافر سوق مالية كفاء. ويتم حسابه كمتوسط العوائد الشهرية ولمدة عام مالي حيث يكون معبراً عن العائد السوقي المطلوب (Artiach and Clarkson,2013)</p>	<p>نموذج معدل العائد المحقق Realized Rate of Return Model</p>
<p>اعتمدت كل من دراسة (Li,2015;Chan and Hsu,2013) في قياسها على متوسط معدل الفوائد المدفوعة مقسوماً على متوسط الالتزامات طويلة الأجل (المتداولة وغير المتداولة بالبورصة). كما استخدمت دراسة (Aldamen and Duncan,2012) المعادلة التالية في قياس تكلفة الديون:</p> $COST_i = \sum_{i=1}^N \left(r_i \times \frac{TYPE_{j,i}}{IDEBT_i} \right)$ <p>حيث:</p> <p>N: عدد أنواع الديون</p> <p>r_i: معدل الفائدة لكل نوع من أنواع الديون في الشركة i</p> <p>$TYPE_{j,i}$: مقدار الفائدة التي يتحملها كل نوع من أنواع الديون في الشركة i</p> <p>$IDEBT_i$: إجمالي فوائد الديون المحملة على الشركة i</p>	<p>ثانياً: قياس تكلفة الديون</p>
<p>يهدف إلى تقييم قدرة الشركة على استثمار أموالها (Apergis et al.,2012) ويتم حسابه بقياس تكلفة كل عنصر من مكونات رأس المال على حده ثم ترجيح هذه التكلفة بنسبة العنصر في هيكل تمويل الشركة (Ross et al.,2014)</p>	<p>ثالثاً: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weighted Average Cost of Capital(WACC)</p>

٣-٢ أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على تكلفة رأس المال:

هناك نقاش مستمر في الأدب المحاسبي حول مدى تأثير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على تكلفة رأس المال، ووفقاً للمنظور الاقتصادي لسياسة الإفصاح يمكن للباحث توضيح هذا التأثير من خلال العناصر التالية:

٣-٢-١ تقليل ظاهرة عدم تماثل المعلومات:

عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين قد يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال بسبب مطالبة المساهمين للإدارة بتحقيق عائد مرتفع لتعويضهم عن المخاطر الناتجة عن نقص المعلومات المتاحة لهم، فقد توصلت دراسة

(Bertomeu and Cheynel,2016) إلى أنه كلما زاد عدم تماثل المعلومات كلما أدى ذلك إلى زيادة علاوة المخاطر (Risk Premium)، والتي تؤدي بدورها إلى زيادة تكلفة رأس المال (Lambert et al.,2012). لذلك فإن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يساهم في تقليل الفجوة المعلوماتية التي يحدثها تباين المعلومات المحاسبية، ويقلل من دوافع البحث عن المعلومات الخاصة مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال. وقد أكدت دراسة (Evans,2016) على أن ذلك يعتمد على مدى توفير الإفصاح لمعلومات مستقبلية ذات قيمة للمستثمرين بما يساهم في تخفيض مشكلات الاختياري العكسي؛ وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال.

٣-٢-٢ خفض مخاطر التقديرات وتحسين السيولة:

يوفر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بيئة معلومات غنية تتسم بعدة خصائص منها: القدرة التنبؤية (Predictive Ability)، ودقة الأرقام المحاسبية، وتخفيض عدم تماثل المعلومات، وتحسن من قدرة الرقابة على اتخاذ القرارات الإدارية (Blanco et al.,2015;Bravo,2016) ومن المتوقع أن تؤدي كل هذه الخصائص إلى تقليل مخاطر التقديرات (Estimation Risk) وتحسين سيولة أسهم الشركة وتسهل من حصول الشركة على التمويل الخارجي (External Financing)؛ وهو ما يعكس على كفاءة سوق المال. كما أشارت دراسة (Urquiza et al.,2012) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يقلل من مشكلات الوكالة وتخفيض تكلفة المعاملات وهو من شأنه أن يحفز المستثمر ويجعله على استعداد لتحمل سعر أعلى لأسهم الشركة، ويعكس ذلك على تحقيق السيولة وتخفيض تكلفة رأس المال.

٤- العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

تشير كفاءة القرارات الاستثمارية إلى تنفيذ الشركة لمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة وعدم وجود احتكاكات سوقية (Market Frictions) في سوق المال تؤثر في قدرتها على تحقيق الأداء المستهدف بشكل كامل (الصايغ، وعبد المجيد، ٢٠١٤). وفي إطار الاقتصاديات الكلاسيكية الحديثة (Neoclassical Economics) فإن كفاءة القرارات الاستثمارية ترتبط بمفهوم آخر وهو المستوي الأمثل للاستثمار، حيث يستند قرار الشركة بالاستثمار فقط إلى القيمة الحدية من المشروعات الاستثمارية Marginal Value of The Investment Project (Tan et al.,2015) وقد قدمت بعض الدراسات المحاسبية (Biddle et al.,2009;Hughes and Pae,2014) أدلة عملية على أن المستوي الأمثل للاستثمار قد لا يتحقق دائما، وغالبًا ما يكون هناك ابتعاد عن هذا المستوي وهو ما يترتب عليه عدم كفاءة القرارات الاستثمارية بسبب بعض مظاهر الخلل في السوق، والتي من أهمها "عدم تماثل المعلومات".

وقد يتخذ عدم كفاءة القرارات الاستثمارية أحد مظهرين أحدهما: نقص أو تخفيض الاستثمار (Underinvestment)، وذلك عند قيام الشركة بعدم تنفيذ مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، والآخر: زيادة الاستثمار (Overinvestment)، وذلك عند قيام الشركة بتنفيذ مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة. ومن أهم العوامل المؤثرة في عدم تحقيق الشركات للمستوي الأمثل للاستثمار ما يلي: (الصايغ، عبد المجيد، ٢٠١٤; Biddle et al.,2009; Tan et al.,2015)

أولاً: الخطر الأخلاقي (Moral Hazard): تشير إلى قيام المديرين بممارسات انتهازية لتعظيم أرباحهم واتخاذهم لقرارات قد لا تعود بالفائدة على حملة الأسهم. وتفيد النماذج الخاصة بالخطر الأخلاقي للمديرين (McCaffrey,2016) بأن السلوك الانتهازي للإدارة قد يدفعهم للاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة. وقد يؤدي الانهيار الأخلاقي للمديرين إلى زيادة أو نقص الاستثمار اعتماد على مدى توافر رأس المال، فقد يكون هناك اتجاه لزيادة الاستثمارات إذا توافر لدى الشركة موارد يمكن استثمارها. أما إذا

أدرك المستثمرين الخطر الأخلاقي للمديرين وتأثيره السلبي على استمرارية الشركة فإن ذلك قد يدفعهم إلى تقليل رأس المال المقدم للشركة مما يؤدي إلى نقص الاستثمارات.

ثانياً: الاختيار العكسي (Adverse Selection): يشير إلى سوء الاختيار أو الاختيار السلبي لعدم تماثل المعلومات قد يؤدي إلى وجود حالة من عدم التأكد وعدم الاستقرار في سوق رأس المال والاعتماد على معلومات مضللة في التداول (Chang et al., 2014). وتشير النماذج الخاصة بمشكلة الاختيار العكسي (Gao and Liang, 2013)، إلى أن المديرين يقومون باستغلال المعلومات التي تتوافر لديهم عن الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة في الوقت المناسب بما يحقق للمستثمرين زيادة في عوائد الاستثمارات. إلا أن ذلك قد يترتب عليه تقليل رأس المال المقدم من المستثمرين للشركة مما قد يؤدي إلى نقص الاستثمارات التي تحصل عليها الشركة فعلاً، فكل مستثمر يعتقد أن المستثمرين الآخرين لديهم معلومات أكثر منه مما يجعله يحجم أو يتردد في القيام بعملية شراء أو عملية بيع الأسهم (Lemon Problem)

وقد أكد الأدب المحاسبي على أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية له دوراً جوهرياً في التخفيف من مشكلة زيادة أو نقص الاستثمار، ومن ثم زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية فقد أشارت دراسة (Chang et al., 2005; Hossain et al., 2014) إلى أنه يساهم في التقليل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ويؤدي إلى زيادة السيولة وتخفيض تكلفة التمويل الخارجي الناتجة عن الاختيار العكسي، وزيادة كفاءة تخصيص الموارد، وتحسين دقة توقعات المحللين الماليين. كما وجدت كل من دراسة (محمد، ٢٠١٦، ٢٠١٥; Tan et al., 2015; Athanasakou and Hussainey, 2014) أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يُمثل أحد محددات جودة التقارير المالية حيث يعزز من الدور الإشرافي لحملة الأسهم على أداء المديرين، ويساهم في تحسين سمعة الشركة وعلاقتها مع أصحاب المصالح بما يعكس على زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية.

٥- أثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على كل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية:

تستهدف آليات الحوكمة الجيدة التحقق من استمرارية وبقاء الشركة، وضمان الاستخدام الكفء للموارد، وحماية حقوق أصحاب المصالح من خلال دورها الإشرافي والرقابي على السلوك الانتهازي للإدارة (Cuomo et al., 2016)، وقد أكد الأدب المحاسبي (Srivastav and Han et al., 2014; Hagendorff, 2016) على أن المساهمين يفضلون عادة الشركات التي لديها آليات حوكمة جيدة حيث توفر لهم حماية فعالة، وتعمل بشكل مستقل على تحقيق مصالحهم، وتحسين القيمة السوقية للشركة. بينما المستثمرين في الشركات التي تفتقر للآليات الجيدة للحوكمة قد يتعرضون إلى فقد أموالهم بسبب عدم أمانة الإفصاح (Unfaithful Disclosure) التي تؤدي إلى عدم تماثل المعلومات.

وفي إطار نموذج الوكالة الرئيسي (Han, et al., 2014) فإن عدم تماثل المعلومات يؤثر بشكل كبير على العلاقات التعاقدية في الشركة فالإدارة تسعى إلى حيازة المعلومات (Possession of Information) وعدم توفيرها بشكل كافي لحملة الأسهم من أجل تعظيم منافعها الذاتية، كما أنها قد تقوم بإصدار معلومات غير دقيقة مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير مثالية. لذلك فإن حماية المستثمرين وتحقيق أقصى عائد لهم يتطلب الرقابة الكافية على سلوك الإدارة وتقليل التباين في المعلومات من خلال الإفصاح عن أكبر قدر من المعلومات الداخلية للمستثمرين في الوقت المناسب، كما أن ذلك يساهم في حمايتهم من أي خسائر محتملة في المستقبل ويؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال (حسن، وآخرون، ٢٠١٦، ٢٠١٤; Seamer, 2014). ويمكن لحوكمة الشركة أن تعزز من الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية من خلال آليتين هما: (Tan, et al., 2015)

أولاً: آلية الحوافز (Incentive Mechanism): يتم من خلالها محاذاة الاهتمام (Aligns The Interest) بكل من مصلحة الإدارة والمستثمرين، وهو ما يؤدي إلى تخفيض الخطر الأخلاقي وتقليل مشاكل الوكالة. ثانياً: الوظيفة الإشرافية لحوكمة الشركات (The Supervising Function): تحد من السلوك الانتهازي للمديرين وتشجعهم على اتخاذ القرار المبني على مبادئ تعظيم القيمة للمساهمين، كما أنّ هذه الوظيفة لا تتعامل مع مشكلة واحدة من مشكلات الوكالة حيث تحد من الصراع بين سيطرة حملة الأسهم، والمساهمين الأقلية (Minority Shareholders).

وبشكل عام، يرى الباحث أنّ آليات الحوكمة الجيدة تحد ممارسات المديرين الانتهازية وتحسن من جودة الإفصاح الاختياري عن المعلومات المستقبلية، وتدعم الكثير من الدراسات المحاسبية للإفصاح تُعد ضرورية لجذب ثقة المستثمرين، كما أنّ الدور الإشرافي للحوكمة يعزز من جودة ومصداقية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. ويؤثر دقة وتوقيت الإفصاح عن هذه المعلومات في الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات، ويساعد المستثمرين على التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة، واتخاذ قرارات استثمارية أكثر كفاءة (Zhu,2014). كما أنّ آليات الحوكمة الجيدة سوف تخفف من القيود المالية (Financial Constraints) وتساعد الشركة في الحصول على الموارد المالية اللازمة، ممّا يُساهم في الوصول إلى مستوى الاستثمار الأمثل ويضمن للشركة تنفيذ مشروعاتها.

٦- الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث:

قدمت الدراسات السابقة في مجال الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، وتأثيرها على كل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية نتائج متباينة، وفي إطار استكمال جهود تلك الدراسات سيتم تناولها على النحو التالي:

٦-١ دراسات تناولت الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية والعوامل المؤثرة فيه:

تمثل الهدف الرئيسي لدراسة (Aljifri & Hussainey,2007) في بيان العوامل المؤثرة على الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، ولتحقيق هدف الدراسة تم تحليل التقارير المالية لعينة من (٤٦) شركة إماراتية مسجلة في بورصة دبي وبورصة أبوظبي خلال عام (٢٠٠٤)، وقد توصلت الدراسة إلى أنّ هناك تأثيراً معنوياً لكل من نسبة الديون والربحية على الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية بالتقارير المالية، وعدم وجود تأثير معنوي لكل من نوع النشاط وحجم مكتب المراجعة.

كما استهدفت دراسة (القليطي، ٢٠١١) اختبار أثر خصائص الوحدة الاقتصادية على درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ولتحقيق هذا الهدف تم فحص التقارير المالية لعينة من (١٤٠) شركة مسجلة في البورصة المصرية خلال عام (٢٠١٠). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات (حجم الوحدة الاقتصادية، نسبة المديونية، معدل الربحية) ودرجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية للشركات. بينما لا توجد علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات (تشتت الملكية، وعمر الشركة، ونسبة السيولة، ونوع الصناعة، وحجم شركة المراجعة) ودرجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

بينما حاولت دراسة (Blouin,2012) اختبار مدى منفعة الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية (مثل التدفقات النقدية، والمبيعات، والنسب المالية) مع تنبؤات الأرباح ولتحقيق هذا الهدف تم تحليل التقارير المالية لعينة من (٣٧٣) شركة أمريكية خلال الفترة من عام (٢٠٠٣) حتى عام (٢٠٠٦). وقد توصلت الدراسة إلى أنّ الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية وتنبؤات الأرباح لهم تأثير إيجابي على توقعات المحللين الماليين خاصة

إذا كانت هذه الأخبار سارة، كما أنّ الإفصاح عن هذه المعلومات يقلل من أخطاء تنبؤات المحللين للشركات في حالة الأخبار غير السارة.

وفي إطار تحليل العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية تناولت دراسة (Wang & Hussainey, 2013) العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وحوكمة الشركات وكذلك تأثير هذا الإفصاح على الأرباح المستقبلية. ولتحقيق هذا الهدف تم فحص التقارير المالية لعينة من الشركات الإنجليزية من خلال ملاحظة (٤٥٧٩) مشاهدة (شركة-سنة) خلال الفترة من عام ١٩٩٦ حتى عام ٢٠٠٧. وقد توصلت الدراسة إلى أنّ الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات (ملكية الإدارة، وحجم المجلس، وعدم ازدواجية دور المدير التنفيذي، وهيكل مجلس الإدارة) تؤثر على قرارات الشركة في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، كما أنّ هذا الإفصاح يؤثر في قدرة سوق المال على توقع الأرباح المستقبلية.

كما حاولت دراسة (Al-Najjar & Abed, 2014) تحليل العلاقة بين جودة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وآليات الحوكمة من خلال تحليل التقارير المالية لعينة من (٢٣٨) شركة غير مالية مسجلة في بورصة لندن للأوراق المالية خلال عام (٢٠٠٦). وقد توصلت الدراسة إلى أنّ الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية يرتبط بعلاقة معنوية بكل من حجم المجلس، واستقلال لجنة المراجعة، وملكية كبار المستثمرين، والتدفقات النقدية التشغيلية، وحجم الشركة.

كذلك استهدفت دراسة (Alkhatib, K., 2014) التعرف على مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية في التقارير المالية وتحليل العوامل المؤثرة فيه. ولتحقيق هذا الهدف تم فحص التقارير المالية لعينة من (١٢٥) شركة مسجلة في البورصة الأردنية خلال عام (٢٠١١). وقد توصلت الدراسة إلى أنّ الشركات الأكثر ربحية هي التي تتجه إلى تحقيق مزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، كما أنّ هناك تأثير معنوي لكل من مكاتب المراجعة الدولية، وحجم الأصول على مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات الصناعية. وليبيان أهمية المعلومات المستقبلية من منظور المستثمرين استهدفت دراسة (سعد الدين، ٢٠١٤ (أ)) اقتراح إطار للمعلومات المالية المستقبلية يتضمن خصائصها ومحتواها المعلوماتي، وأهم الفئات المستفيدة منها. وقد تم تحقيق هدف الدراسة من خلال استطلاع آراء عينة بلغ قوامها (١٥٠) مفردة من المستثمرين، والمحللين الماليين، والمقرضين. وقد توصلت الدراسة إلى اتفاق فئات العينة حول وسيلة وطريقة عرض المعلومات المستقبلية والفترة الزمنية التي تغطيها التنبؤات وجهة إعدادها، كما توافقت آراء العينة حول المعلومات المالية التكميلية المرتبطة بالأداء المالي، بالإضافة إلى عدم وجود فروق معنوية بين فئات العينة الثلاثة حول مساهمة المعلومات المالية المستقبلية في ترشيد قرارات المستثمرين في أسواق المال.

كما حاولت دراسة (Qu, W., et al., 2015) اختبار العلاقة بين آليات حوكمة الشركة وجودة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، ولتحقيق هدف الدراسة تم فحص التقارير المالية لعينة بلغ قوامها (٩٧٣) شركة صينية مسجلة في بورصة شانغهاي للأوراق المالية في عام (٢٠١٠). وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لآليات الحوكمة الجيدة على دقة الإفصاح عن تنبؤات المبيعات، وتجعل القرارات المتعلقة بها أكثر تحفظاً، كما أنّ الشركات التي لديها حوكمة جيدة تكون أكثر إفصاحاً عن المعلومات غير المالية.

وفي هذا الإطار استهدفت دراسة (Liu, 2015) فحص العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والإفصاح عن المعلومات المستقبلية. وتم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الصينية المسجلة في البورصة بلغت (٤٢٥٣) مشاهدة (شركة-سنة) خلال الفترة من عام (٢٠٠٨) حتى عام (٢٠١٢). وقد توصلت الدراسة إلى أنّ خصائص الحوكمة الجيدة مثل الخبرات المالية في أعضاء لجنة المراجعة، واستقلال أعضاء مجلس الإدارة تؤدي إلى تحسين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، بينما يتأثر هذا المستوى بدرجة أقل بكل من حجم المجلس، وانفصال

دور المدير التنفيذي عن رئيس مجلس الإدارة ، كما توصلت إلى أن الشركات التي لديها هيكل ملكية أجنبية تتجه بدرجة أكبر للإفصاح عن المعلومات المستقبلية.

واستهدفت دراسة (Hassanein and Hussainey,2015) اختبار ما إذا كان وإلى أي مدى يتم تغيير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية استجابة للتغير في أداء الشركة. ولتحقيق هذا الهدف تم فحص التقارير المالية لعينة من الشركات البريطانية المسجلة من خلال ملاحظة (١٩١٢) مشاهدة (شركة -سنة) في الفترة من عام (٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١١)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود دليل ضعيف على أن الشركات التي لديها تغييرات كبيرة في أداء الأرباح من المحتمل أن تتجه أكثر للتغيير في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية مقارنة بالشركات التي لديها تغييرات قليلة في الأداء. كما أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لا يؤثر على القيمة المستقبلية للشركات ذات الأداء الجيد، ولا يعزز من تقييم المستثمرين للشركات ذات الأداء الضعيف.

كما استهدفت دراسة (محمد، ٢٠١٦) بيان تأثير كل من خصائص الشركات وفعالية الحوكمة على جودة الإفصاح المستقبلي للمعلومات. وتم تحقيق هدف الدراسة من خلال استطلاع رأي عينة من مراقبي الحسابات في مكاتب المراجعة والجهاز المركزي للمحاسبات (٢١٠) مراقب. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة معنوية بين جودة الإفصاح المستقبلي للمعلومات وكل من المتغيرات المتعلقة بخصائص الشركة والمتمثلة في ربحية الشركة، وحجم الشركة، وهيكل الملكية، ووجود علاقة ذات دلالة معنوية بين جودة الإفصاح المستقبلي للمعلومات وآليات الحوكمة. كما توجد علاقة ارتباط بين فعالية الحوكمة وجودة الإفصاح المستقبلي للمعلومات فيما يتعلق بخصائص الشركة.

٦-٢ دراسات تناولت العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية :

تمثل الهدف الرئيسي لدراسة (Urquiza et al.,2012) في تحليل أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على تكلفة رأس المال. ولتحقيق هدف الدراسة تم فحص التقارير المالية لعينة من (٣٦) شركة إسبانية مدرجة في مؤشر IBEX(35) خلال الفترة من عام (٢٠٠٠ حتى عام ٢٠٠٤). وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يؤدي إلى زيادة مستوي الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكلفة رأس المال؛ وبالتالي يحفز المستثمرين على تحمل سعر أعلى لأسهم الشركات.

كما هدفت دراسة (Athanasakou and Hussainey,2014) إلى اختبار مصداقية الإفصاح عن الأداء المستقبلي بالأقسام السردية في التقارير السنوية للشركات البريطانية غير المالية المسجلة بالبورصة من وجهة نظر المستثمرين. ولتحقيق هذا الهدف تم ملاحظة (٥٤٥٩) مشاهدة (شركة- سنة) خلال الفترة من عام (١٩٩٦ حتى عام ٢٠٠٧)، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات تتجه إلى زيادة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية عند ارتفاع الديون، والإفصاح عن الأخبار السيئة، كما أن هذه المعلومات تؤدي إلى تحسين سمعة الشركة، وتؤثر جوهرياً على أسعار أسهمها، وتقلل من مخاطر سوء تخصيص الموارد، كما أن جودة الأرباح المعلنة، ومصداقية المعلومات المستقبلية، وتوفيرها في التوقيت المناسب تؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية.

كذلك هدفت دراسة (Tan et al.,2015) إلى تحليل العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات غير المالية المستقبلية وكفاءة الاستثمارات، ولتحقيق هذا الهدف تم فحص التقارير السنوية لعينة من الشركات الصينية المسجلة حيث تم ملاحظة (٦٤٨٢) مشاهدة (شركة -سنة) خلال الفترة من عام (٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١١). وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يوفر المعلومات التي يحتاج إليها المستثمرون ومن ثم يؤدي إلى زيادة الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة، ويمكنها من الحصول على الموارد اللازمة للاستثمار في برامج جديدة؛ وبالتالي تعزيز كفاءة الاستثمار وتخفيض تكلفة رأس المال.

وفي هذا السياق حاولت دراسة (Mutiva et al.,2015) تحليل العلاقة ما بين الإفصاح الاختياري والأداء المالي ولتحقيق هذا الهدف تم فحص التقارير المالية لعينة من (١٠) شركات مسجلة في بورصة نيروبي للأوراق المالية خلال الفترة من عام (٢٠١١ حتى عام ٢٠١٣)، واعتمدت الدراسة على بناء مؤشر للإفصاح يتكون من معلومات عامة عن الشركة، والمعلومات الاستراتيجية، والمعلومات المستقبلية، والمعلومات الاجتماعية والبيئية، ومجلس الإدارة. وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح الاختياري له تأثيراً معنوياً على معدل العائد على الاستثمار، كما أنه يؤدي إلى زيادة الشفافية والمصادقية في التقارير المالية، وهو ما يعكس على زيادة ثقة المستثمرين في القرارات المالية للشركة وخفض تكلفة رأس المال.

كما تناولت دراسة (Muslu et al.,2015) تحليل العلاقة بين بيئة المعلومات والإفصاح عن المعلومات المستقبلية في تقرير مناقشة وتحليل الإدارة (MD&A). ولتحقيق هذا الهدف تم تحليل التقارير السنوية لعينة من (٥٧٠٥) شركة أمريكية خلال الفترة من عام (١٩٩٣ حتى عام ٢٠٠٩) باستخدام نموذج (10-Ks) الصادرة عن هيئة سوق المال الأمريكية (SEC). وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تفصح عن المزيد من المعلومات المستقبلية في تقرير مناقشة وتحليل الإدارة فإن عوائد أسهمها تعكس بقوة معلومات عن الأرباح المستقبلية مما يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية.

وكذلك هدفت دراسة (Bravo,2016) إلى اختبار تأثير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وسمعة الشركة على الحد من تقلبات عوائد الأسهم، ولتحقيق هذا الهدف تم تحليل التقارير المالية لعينة من (٧٣) شركة أمريكية غير مالية مدرجة ضمن مؤشر (Standard and Poor's 100). وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في الشركات ذات السمعة العالية يرتبط بعلاقة سالبة بتقلبات عوائد الأسهم، كما يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

طبقاً لما انتهت إليه الدراسات السابقة يمكن للباحث الإشارة إلى بعض الدلالات وما تتميز به الدراسة الحالية كما يلي:

- ١- تقدم الدراسة الحالية تحليلاً متكاملًا للعلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية، وهو ما لم يتم تناوله بشكل كافٍ من قبل الدراسات السابقة، وإن كانت دراسة (Urquiza et al.,2012) تناولت علاقة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية بتكلفة رأس المال في الشركات الأسبانية، ودراسة (Tan et al.,2015) التي تناولت علاقته بكفاءة الاستثمارات في الشركات الصينية إلا أنها اقتصرت على المعلومات المستقبلية غير المالية فقط.
- ٢- تهتم الدراسة الحالية بأثر التفاعل بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على كل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية، وهو ما لم تتناوله الدراسات السابقة حيث اقتصر كل من دراسة (محمد، ٢٠١٦، Qu,W., et al.,2015; Wang & Hussainey,2013) على تناول خصائص الحوكمة (استقلال مجلس الإدارة، وحجم المجلس، والخبرات المالية والمحاسبية في لجنة المراجعة، وعدم ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، وهيكل مجلس الإدارة) كمحددات للإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية.
- ٣- تتناول الدراسة الحالية فحص مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المصرية، وأثره على ظاهرة عدم تماثل المعلومات باعتبارها محدد أساسي في الوصول إلى المستوي الأمثل للاستثمار وخفض تكلفة رأس المال، حيث اقتصرت الدراسات السابقة (محمد، ٢٠١٦، Aljifri&Hussainey, 2007; Liu, 2015) على تقديم بعض المتغيرات التفسيرية المؤثرة في مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية مثل خصائص الشركة وآليات الحوكمة.

٤- وجود تباين في نتائج الدراسات السابقة حول تأثير الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على كل من تكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية، لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلاً عملياً من البيئة المصرية عن العلاقة بين هذه المتغيرات في ضوء بعض النظريات التفسيرية التي استخدمت في هذا المجال، بما يُساهم في تقليل الجدل والنقاش المثار حول العلاقات بين هذه المتغيرات.

٥- تعتمد منهجية الدراسة الحالية في بناء مؤشر للإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على أسلوب تحليل المحتوى للتقارير السنوية للشركات المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٣ حتى عام ٢٠١٥)، وهي بذلك تختلف عن دراسة (محمد، ٢٠١٦) التي اعتمدت على استطلاع رأي عينة من مراقبي الحسابات، كما تختلف عن دراسات (Al-Najjar&Abed, 2014; Qu,W.et al., 2015; Bravo,2016) حيث توجد فروق في البيئة القانونية والثقافية والاقتصادية التي تمت فيها هذه الدراسات عن البيئة المصرية.

٦-٣ تطوير فروض البحث:

توصلت الدراسات السابقة إلى نتائج متباينة بشأن علاقة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية بكل من تكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية، لذا تحاول الدراسة الحالية تحليل هذه العلاقة في ضوء نظريات الأدب المحاسبي من ناحية، وفحص تأثير آليات الحوكمة الجيدة عليها من ناحية أخرى كما يلي:

٦-٣-١ الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية وتكلفة رأس المال:

من الناحية النظرية قد يؤدي المزيد من الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المالية المستقبلية إلى تخفيض تكلفة رأس المال، فمع الإفصاح غير الكامل فإنَّ المستثمرين قد يطلبوا عائداً إضافياً (Incremental Return) من تحمل مخاطر المعلومات لذلك فإنَّ الشركات التي لديها مستويات عالية من الإفصاح ومستوي منخفض من مخاطر المعلومات من المحتمل أنْ ينخفض بها تكلفة رأس المال عن غيرها من الشركات (Urquiza et al.,2012). وقد قدمت العديد من النظريات تفسيراً للعلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال (قريفة، ٢٠١٥؛ Bravo,2016,Qu et al., 2013) فطبقاً لنظرية الوكالة (Agency Theory) هناك عدم تماثل في المعلومات بين الأطراف داخل السوق وتستخدم الشركات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية للحد من تضارب المصالح بين المديرين والمستثمرين وتخفيض كل من تكاليف الوكالة ورأس المال (Hassanein, 2015). في حين تفسر نظرية الشرعية (Legitimacy Theory) اتجاه الشركات لهذا الإفصاح لمقابلة توقعات المجتمع وكافة الأطراف المرتبطة، وهو ما يعزز من فرص حصولها على التمويل المناسب ويضمن لها البقاء والاستمرار والنمو، لذلك فإنَّ عدم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية قد يعرض شرعية الشركات للخطر (Al-Najjar & Abed,2014). ووفقاً لنظرية أصحاب المصالح (Stakeholder Theory) فإنَّ استراتيجيات الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تمثل أحد الآليات الأساسية للشركات للتأثير على تصورات وتوقعات أصحاب المصالح وتلبية احتياجاتهم (Michelon,2013).

ومن الناحية الأكاديمية فهناك جدل مستمر بشأن العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال. فقد توصلت دراسة (Francis et al., 2008) إلى وجود علاقة ارتباط سلبية بينهما في ظل توافر ظروف معينة، بينما وجدت دراسة (Gietzmann and Reland,2005) أنَّ العلاقة تكون سالبة فقط إذا كانت السياسات المحاسبية أكثر تعسفاً، كما توصلت دراسة

(Urquiza et al.,2012) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المالية المستقبلية يؤدي إلى تحسين مستوى الشفافية وتخفيض تكلفة رأس المال. بينما توصلت دراسة (Francis et al.,2008) إلى وجود علاقة موجبة بين المعلومات المستقبلية المتعلقة بـتنبؤات الإدارة وتكلفة رأس المال. كما توصلت دراسة (Lambert and Verrecchia,2015) إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح عن مناقشة وتحليلات الإدارة وتكلفة رأس المال. في حين أشارت دراسة (Johnstone,2013) إلى أن التوسع في الإفصاح سوف يؤدي إلى زيادة المخاطر المالية والتشغيلية، وهو ما ينعكس على زيادة تكلفة رأس المال، وبذلك يمكن صياغة الفرض التالي:

توجد علاقة ارتباط سالب وذات دلالة معنوية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال.

٢-٣-٦ تأثير الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال على كفاءة القرارات الاستثمارية:

تتصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة عندما يكون مقدار الاستثمار الفعلي في سنة ما مساوياً لمقدار الاستثمار المتوقع في هذه السنة، والذي يحدد في ضوء فرص النمو المتاحة للشركة. أما إذا كانت هناك زيادة أو نقص في الاستثمار عما هو متوقع فإن ذلك يشير إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (الصايغ، وعبد المجيد، ٢٠١٤). وقد أكدت الدراسات المحاسبية (Bravo,2016; Johnstone,2016) على أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يُساعد في التخفيف من مشكلة عدم كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال دوره في الحد من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومقدمي رأس المال إلى الشركة سواء كانوا مستثمرين حاليين أو مستقبليين، فقد توصلت دراسة (Cheng et al., 2012) إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أدى إلى انخفاض الممارسات الانتهازية للإدارة في الشركات الصينية، وتسهيل إمكانية حصولها على فرص التمويل المناسبة، مما انعكس على انخفاض تكلفة رأس المال والتخفيف من نقص الاستثمارات. كما أشارت دراسة (Tan et al.,2015) إلى أن المعلومات المستقبلية ذات الجودة العالية تساهم في تحسين كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال، وتعمل على توجيه الموارد النادرة (Scare Resources) إلى المشروعات ذات العوائد العالية (High Yields). كما توصلت دراسة (Bryan,1997) من خلال فحص التقارير المالية لعينة من (٢٥٠) شركة أمريكية إلى أن الإفصاح الاختياري عن العمليات وخطط الانفاق الرأسمالية المستقبلية في تقرير مناقشة وتحليل الإدارة (MD&A) يُساعد المستثمرين في التنبؤ بالأداء المالي المستقبلي للشركة في الأجل القصير.

وفي سياق ذلك أكدت **نظرية الإشارة (Signaling Theory)** على أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يمثل إشارة إلى المستثمرين بأن الشركة غير رديئة (Inferior Company)، وأن لديها القوة والقدرة على مواجهة الخسائر وهو ما يجنبها بذلك الانخفاض في أسعار أسهمها (Hassanein&Hussainey,2015; Qiao,2003)، بينما قدمت **نظرية أصحاب المصالح** تفسيراً لذلك بأن نجاح الشركة في الأجل الطويل يتطلب حصولها على دعم وقبول المستثمرين، وهو ما يحققه الإفصاح عن المعلومات المستقبلية حيث يوفر لهم معلومات تساعدهم في التحديد الدقيق للأداء المالي للشركة واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة (Hossain, et al.,2005).

وعلى صعيد آخر، فإن فرضية الانتهازية الإدارية أو ما يعرف بفرضية انطباع الإدارة (Impression Management Hypothesis) ترى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية قد لا يوفر معلومات مفيدة في الكثير من الأحيان حيث قد تستخدمه الإدارة كأداة للتلاعب في البيانات لتحقيق مصلحتها الشخصية (Muslu et al.,2014). كما أن الشركات قد تنتهك سياسة الإفصاح باستخدام المعلومات المستقبلية من خلال قيامها بالإفصاح عن الأخبار الجيدة فقط، وتجنب الأخبار السيئة، كما قد يفصح البعض الآخر عن

معلومات غير موثوق بها ومضلة للمستثمرين وهو ما ينعكس على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Cheng et al.,2013)، ويظهر ذلك واضحاً في الأسواق الناشئة نظراً لغياب الكفاءة التنظيمية وضعف الأنظمة القانونية والرقابية بها فضلاً عن عدم وجود عقوبات رادعة عند الإفصاح عن البيانات المضللة، مما يؤدي إلى فشل الشركات في حماية المستثمرين (Zhang and Zhu,2007). وفي ضوء الجدل السابق يمكن صياغة الفرض التالي:

يؤدي انخفاض تكلفة رأس المال إلى زيادة الأثر الإيجابي للإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على كفاءة القرارات الاستثمارية.

٦-٣-٣ الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وعدم تماثل المعلومات المحاسبية:

من الناحية النظرية فإنَّ الزيادة في الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية من المحتمل أن تؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، والذي يمكن ملاحظته من خلال التحسن في السيولة المالية وانخفاض كل من تقلبات العائد على الأسهم (Stock Return Volatility)، وتكلفة رأس المال. فالمعلومات المستقبلية أصبحت حاسمة (Crucial) خاصة وأنَّ المعلومات التاريخية غير كافية لتلبية احتياجات المستثمرين (Bravo,2016). ووفقاً لنظرية الوكالة فإنَّ الشركات تفصح عن المعلومات المستقبلية للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وتخفيض تكاليف الوكالة حيث تساعد المستثمرين في معرفة المزيد من المعلومات عن الشركة، كما تمكنهم من الوصول لتقييم أفضل لحالة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية (Hassanein&Hussainey,2015). واستناداً إلى نظرية الموارد (The Resource Theory) فإنَّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يُساهم في تحسين سمعة الشركة كأحد الموارد غير الملموسة من خلال دوره في تخفيض عدم تماثل المعلومات، فالمستثمر يكون لديه استعداد نفسي إيجابي (A Positive Emotional Predisposition) أكبر عند تفسير المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من قبل الشركات ذات السمعة العالية (Bravo,2016).

وعلى الرغم من ذلك، فإنَّ الدراسات المحاسبية لم تقدم نتائج حاسمة بشأن العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، وانخفاض عدم تماثل المعلومات حيث توصلت كل من دراسة (Mutiva et al.,2015; Al-Najjar and Abed,2014; Schleicher and Walker,2010) إلى أنَّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يُساهم في تحسين مستوى الشفافية ويحد من مشكلات الاختيار العكسي، ويقلل مستوى التباين في المعلومات، مما ينعكس على كفاءة القرارات الاستثمارية. في حين وجدت كل من دراسة (Cheng et al.,2013; He,2003) أنَّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية قد يؤدي إلى زيادة التباين في المعلومات بين المديرين والمستثمرين خاصة إذا كانت هناك شكوك في دقة وجودة هذه المعلومات، مما يقلل من مصداقية المستثمرين في المعلومات المستقبلية المنشورة. وبذلك يمكن صياغة الفرض التالي:

توجد علاقة ارتباطية سالبة وذات دلالة معنوية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وعدم تماثل المعلومات.

٦-٣-٤ العلاقة التفاعلية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة وأثرها على تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية:

استخدم الأدب المحاسبي نظرية الوكالة لتوضيح التأثير الإيجابي لآليات الحوكمة الجيدة على جودة التقارير المالية (Elshandidy and Neri,2015)، فآليات الحوكمة تهدف إلى تقليل مشاكل الوكالة وتدعيم علاقات المنفعة ما بين الشركة وكافة الأطراف أصحاب المصلحة، وذلك من خلال دورها في زيادة المساءلة ومستوى الشفافية عن المعلومات المحاسبية حتى تكون ملائمة لعملية اتخاذ القرار من قبل تلك الأطراف، والحد من

السلوك الانتهازي للإدارة (Cuomo et al.,2016; Beekes et al.,2016). لذلك فإن تطبيق آليات الحوكمة قد يُساهم في تحسين جودة التقارير المالية وتقليل عدم تماثل المعلومات، وتوفير الحماية الفعالة للمستثمرين. كما أكدت الدراسات المحاسبية على أن الشركات التي لديها ممارسات حوكمة قوية قد تتميز بارتفاع ربحيتها المحاسبية وقيمتها السوقية وانخفاض تكلفة رأس المال (Zhu,2014;Sengupta and Zhang,2015).

وقد توصلت دراسة (O,Sullivan et al.,2008) إلى أن نظام حوكمة الشركات بما يتضمنه من استقلال أعضاء لجنة المراجعة، ودورية اجتماعاتها، واستقلال المراجعين ووجود لجنة للترشيحات يرتبط بعلاقة موجبة بالإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية. كما أشارت دراسة (Boubaker et al.,2015) إلى أن ممارسات الحوكمة الجيدة تقلل من مشاكل الاختيار العكسي وتخفف من عدم تماثل المعلومات؛ وتؤثر بالتالي على كفاءة القرارات الاستثمارية. وقد وجدت دراسة (Liu,2015) أن استقلال مجلس الإدارة، وتوافر الخبرات المالية في أعضاء لجنة المراجعة يؤثر بدرجة كبيرة في تحسين مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية. في حين كان تأثير كل من حجم المجلس، وعدم ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول منخفض، بينما لم يرتبط هيكل الملكية بعلاقة ارتباط معنوية بالإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية. وكذلك توصلت دراسة (محمد، ٢٠١٦) إلى وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين جودة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية ومتغيرات حوكمة الشركات المتمثلة في مجلس الإدارة، ولجنة المراجعة، والمراجعة الداخلية والمراجعة الخارجية. في حين توصلت دراسة (Ding et al.,2007) إلى عدم وجود علاقة ارتباط بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وهيكل الملكية الإدارية، في حين أنه يرتبط بعلاقة ضعيفة جداً بكل من حجم مجلس الإدارة، واستقلال أعضاء المجلس، وعدم ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول. وقد جاء ذلك متفقاً مع نظرية الإشراف (Stewardship) التي تؤيد عدم الفصل بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي لأن ذلك يساعد مجلس الإدارة على أداء دوره بشكل أكثر كفاءة ويحد من ممارسات إدارة الربح وينعكس على كفاءة القرارات الاستثمارية. (Chiang, et al., 2015).

ونظراً لأن التركيز على آلية واحدة من آليات الحوكمة يهمل الآليات الأخرى ويضعف من دورها التأثيري على العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية. لذلك فالدراسة الحالية تطرح فكرة التكامل بين آليات الحوكمة المختلفة لما يحققه من فعالية لتلك الآليات، ويساعد على تحقيق أهداف الحوكمة في الرقابة وتخفيف التعارض، ومن ثم كفاءة القرارات الاستثمارية؛ وبالتالي يجب التعامل مع نظام الحوكمة كنظام متكامل. ومن ثم يمكن اختبار الفرضين التاليين:

- يؤثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة إيجابياً على تكلفة رأس المال.

- يؤثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة إيجابياً على كفاءة القرارات الاستثمارية.

٧-بناء نماذج الدراسة التطبيقية:

تم قياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

٧-١ قياس الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية:

لم يتفق الأدب المحاسبي على نموذج موحد لقياس مستوى الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية، فقد اعتمدت كل من دراسة (Wang and Hussainey,2013;Mathuva,2012) في قياسه على حساب عدد مرات الإفصاح عن بنود المعلومات المستقبلية وفقاً لقائمة محددة لعناصر هذه المعلومات، كما استخدمت دراسة (Bravo,2016) الجملة التي تحتوي على واحدة أو أكثر من الكلمات الرئيسية الدالة على المعلومات المستقبلية

في التقارير السنوية كوحدة للقياس من خلال نسبتها إلى مجموعة الجمل في التقرير السنوي، في حين اقترحت دراسة (Al-Najjar and Abed,2014) مؤشر لقياس مستوي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يتكون من (٦٤) بنداً في مجموعتين تشتمل على (معلومات مستقبلية مالية، وغير مالية)، بينما اعتبرت دراسة (O'Sullivan et al.,2008) أنَّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية متغير ثنائي التفرع يأخذ القيمة (١) في حالة إفصاح الشركات عن المعلومات المستقبلية، ويأخذ القيمة (صفر) في حالة عدم إفصاح الشركات عن هذه المعلومات.

ولتحقيق هدف الدراسة الحالية تم قياس متغير الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية (FORL) كما يلي:
أ- كمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية: سيعتمد الباحث في قياسها على نسبة عدد الجمل في التقرير السنوي للشركة التي تتضمن واحدة أو أكثر من الكلمات الرئيسية الدالة على المعلومات المستقبلية، وقد أعد الباحث قائمة بهذه الكلمات تتكون من (٣٠) كلمة (ملحق رقم ١) (Hassanein,2015; Wang and Hussainey,2013)، وتوضح المعادلة التالية طريقة حساب كمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية:

$$QNT_i = (fl_i - min) / (max - min)$$

حيث أن:

- QNT_i : كمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية للشركة (i)
- fl_i : عدد جمل المعلومات المستقبلية التي تفصح عنها الشركة (i).
- min : الحد الأدنى من جمل المعلومات المستقبلية التي تفصح عنها الشركة خلال فترة الدراسة.
- max : الحد الأقصى من جمل المعلومات المستقبلية التي تفصح عنها الشركة خلال فترة الدراسة.

ب- جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية: يعتمد الباحث في قياسها على بناء مؤشر للإفصاح يركز على نوعية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها ومدى تغطيتها للمعلومات المستقبلية المالية وغير المالية، ويتكون من (٥٠) بنداً في (٦) مجموعات لها أوزان ترجيحية متساوية Equally Weighted (ملحق رقم ٢) (القليطي، ٢٠١١، سعد الدين، ٢٠١٤ (أ) Mutiva et al.,2015;Liu,2015; (Al-Najjar and Abed,2014).

$$FLD_i = \frac{\sum_{i=1}^m D_i}{\sum_{i=1}^n D_i}$$

حيث أن:

- FLD_i : مستوي جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية للشركة (i).
- D : تأخذ (١) إذا تم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، و(صفر) بخلاف ذلك.
- M : عدد بنود المعلومات المستقبلية التي تم الإفصاح عنها في كل شركة.
- N : إجمالي عدد المعلومات المستقبلية في المؤشر المقترح.

٧-٢ قياس تكلفة رأس المال (WACC) Cost of Capital:

سوف يستخدم الباحث في قياسها المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وفقاً لنموذج (Brealey et al.,2014) وتوضح المعادلة التالية طريقة حسابها (سعد الدين، ٢٠١٤ (ب)):

$$WACC = \frac{D}{V} R_D x(1 - T_C) + \frac{E}{V} R_E$$

حيث أن:

- $WACC$: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.
- $\frac{D}{V}$: نسبة قيمة ديون الشركة (D) إلى إجمالي مكونات رأس المال (V).
- $V = (E+D)$
- R_D : تكلفة الديون، ويعتمد الباحث في قياسها على متوسط معدل الفائدة المدفوعة مقسومًا على متوسط الديون طويلة (Bertomeu and Cheynel,2016; Aldamen and Duncan,2012)
- R_E : تكلفة حق الملكية وسوف يستخدم في قياسها نموذج السعر إلى الربحية (P/PG) لما يتصف به من موثوقية وتقديمه لتقديرات قابلة للتحقق، كما سوف تستخدم القيم المحققة (Realized Values) لتقدير مكونات هذا النموذج وتعرف بالنسبة اللاحقة للسعر إلى الربحية (Artiach and Clarkson,2013) ex-post.
- T_C : معدل الضريبة على الدخل.
- $\frac{E}{V}$: نسبة قيمة حق الملكية (E) إلى إجمالي مكونات رأس المال (V).

٣-٧ قياس كفاءة القرارات الاستثمارية (INVEFF):

يستخدم الباحث نموذج (Richardson,2006) في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية محل الدراسة، ويعتمد هذا النموذج على المقارنة بين الاستثمارات الفعلية للشركة في سنة معينة وبين الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع لهذه الشركة في نفس السنة، ويعتبر القرار الاستثماري غير كفاء في حالتين أولهما: الزيادة في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع حيث تمثل هذه الحالة زيادة في الاستثمار. ثانيهما: النقص في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع حيث تمثل هذه الحالة نقص الاستثمار.

ويتم تقدير حجم الاستثمار المتوقع للشركة في العام القادم في ضوء فرص نموها، والذي قد يتحدد باعتباره دالة في نمو الإيرادات، ويُعد نموذج الانحدار المتجزئ Piecewise Linear Regression هو النموذج المناسب لصياغة هذه العلاقة، ويأخذ الشكل التالي (Chen et al.,2011)، الصايغ، عبدالمجيد، (٢٠١٤):

$$Investment_{it} = a_0 + a_1Neg_{it-1} + a_2\%RevGrowth_{it-1} + a_3Neg*\%RevGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: (Investment) يمثل الاستثمارات الفعلية وهي عبارة عن مجموع الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل، ونفقات البحوث والتطوير مخصصًا منها مبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل، وذلك عن العام الحالي، مع ترجيح الناتج بإجمالي الأصول في العام السابق، $(RevGrowth_{it-1})$: يمثل معدل النمو السنوي في إيرادات العام السابق، (Neg_{it-1}) : هو متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان نمو الإيرادات في العام السابق يأخذ القيمة (أي t-1) سالبًا، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك.

يتم تحديد متغير كفاءة القرارات الاستثمارية، والذي يرمز له بالرمز (INVEFF) (Richardson,S,2006) من خلال تصنيف الاستثمارات إلى مجموعتين اعتمادًا على قيمة البواقي The

Residual (أي الانحراف عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع حيث تشمل المجموعة الأولى: الشركات ذات البواقي السالبة والتي تصنف بأنها شركات ذات نقص الاستثمار (UNDER) Underinvestment. والمجموعة الثانية: الشركات ذات البواقي الموجبة، والتي تصنف بأنها شركات ذات زيادة الاستثمار Overinvestment(OVER).

٧-٤ قياس عدم تماثل المعلومات (INFA)(Information Asymmetry):

استخدم الباحث مقياس اختلاف تنبؤات المحللين الماليين عن أرباح الشركة كمؤشر (Proxy) لعدم تماثل المعلومات نظرًا لدقة هذا المقياس وتوافر البيانات الخاصة بطريقة حسابه. وكلما زادت درجة اختلاف تنبؤات المحللين الماليين كلما أدى ذلك إلى زيادة درجة عدم تماثل المعلومات. ويمكن حسابها من خلال المعادلة التالية (Ferrero et al.,2015):

$$(INFA)=(EPS-\text{median of forecasted EPS})\div\text{Share Price}$$

حيث أن:

- EPS: ربحية السهم.
- Median of forecasted EPS: متوسط توقعات المحللين عن ربحية السهم.
- Share Price: سعر السهم.

٧-٥ قياس جودة آليات حوكمة الشركات (CG) Corporate Governance:

تعتمد الدراسة على مؤشر تجميعي لقياس جودة آليات الحوكمة داخل الشركة، حيث يأخذ القيمة من (صفر) إلى (١٠) حسب مدي توافر مؤشرات جودة آليات الحوكمة التالية (الدليل المصري لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث)، ٢٠١٦، Aldamen and Duncan,2012): استقلال أكثر من نصف أعضاء المجلس، وعدم الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب، وعدد أعضاء لجنة المراجعة لا يقل عن ثلاثة أعضاء، واستقلال أعضاء اللجنة، وتوافر الخبرات المالية والمحاسبية في أعضاء اللجنة، وعدد مرات اجتماع لجنة المراجعة لا يقل عن (٤) مرات سنويًا، وجود دليل عمل للجنة المراجعة، وجود لجنة للحوكمة، وجود لجنة لإدارة المخاطر، ارتباط الشركة بأحد مكاتب المراجعة الكبرى.

٧-٦ متغيرات الرقابة:

هناك بعض المتغيرات الأخرى بخلاف الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية التي قد تؤثر على كل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية، ويوضح الجدول رقم (٢) أهم هذه المتغيرات الرقابية وكيفية حساب قيمتها في ضوء الدراسات السابقة.

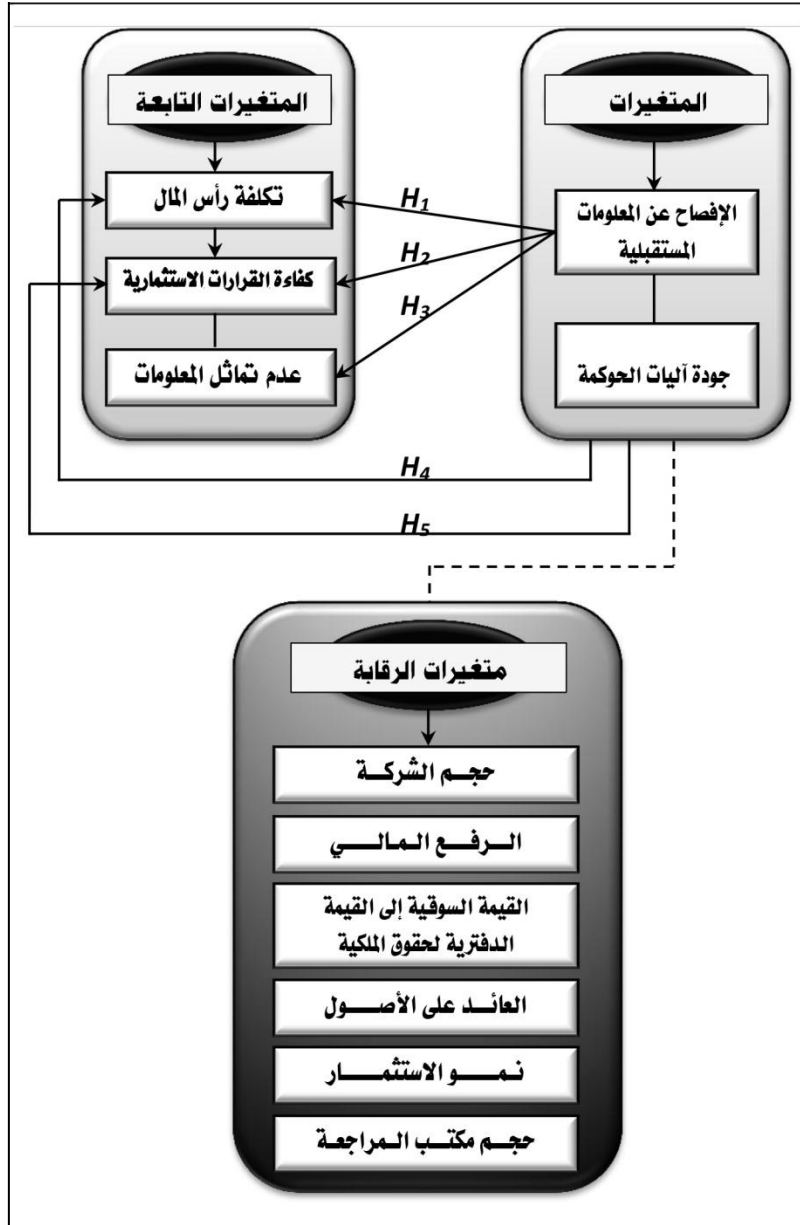
جدول رقم (٢) يوضح متغيرات الرقابة وطريقة قياسها

المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
حجم الشركة	SIZE	وجدت بعض الدراسات انخفاض تكلفة رأس المال في الشركات الكبيرة الحجم وارتفاع قيمتها السوقية مقارنة بالشركات الصغيرة، ويتم قياسه باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
الرافعة المالية	LEV	يمثل أحد مقاييس السيولة للمنشأة، وارتفاع درجتها يشير إلى ارتفاع

المخاطر، وهي عبارة عن إجمالي الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.		
يمثل مقياس نمو الشركة، ومن المتوقع أن يكون له تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية، ويتم قياسه من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية Market-to-Book Value.	MB	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
يمثل مقياس للأداء المالي للشركة، ويتم قياسه من خلال قسمة الدخل قبل البنود غير العادية على إجمالي الأصول.	ROA	العائد على الأصول
من المتوقع أن يؤثر إيجابياً على قرارات المستثمرين، ويتم قياسه بنسبة النفقات الرأسمالية للمبيعات.	IG	نمو الاستثمار
وجدت بعض الدراسات أن ارتباط الشركة بمكاتب المراجعة الدولية يُعد من العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية، وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا ارتبطت الشركة بأحد مكاتب المراجعة الكبرى، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك.	AUDITPY	حجم مكتب المراجعة

٧-٧ نماذج الدراسة التطبيقية:

سيتم تحقيق هدف الدراسة واختبار الفروض من خلال تطوير نموذج لكل فرض من فروض الدراسة على حدة، ويوضح الشكل التالي طبيعة العلاقة بين المتغيرات والنماذج التطبيقية المستخدمة:



شكل رقم (١) إطار البحث ونماذج العلاقة بين المتغيرات

٧-٧-١ النموذج التطبيقي الأول: أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على تكلفة رأس المال:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1(FORLit) + \beta_2(SIZE) + \beta_3(LEV) + \beta_4(MB) + \beta_5(ROA) + \beta_6(IG) + \beta_7(AUDITPY) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: ($WACC_{it}$): تكلفة رأس المال للشركة (i) في السنة (t)، (β_0): قيمة الثابت في معادلة الانحدار ($FORLit$): الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ويشمل: كمية الإفصاح ($QNTit$)، وجود الإفصاح ($FLDit$)، ($\beta_2-\beta_7$): معاملات الانحدار لمتغيرات الرقابة، (ε_{it}): بند الخطأ العشوائي.

٧-٧-٢ النموذج التطبيقي الثاني: أثر العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال على كفاءة القرارات الاستثمارية:

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1(FORL_{it}) + \beta_2(WACC_{it}) + \beta_3(SIZE) + \beta_4(LEV) + \beta_5(MB) + \beta_6(ROA) + \beta_7(IG) + \beta_8(AUDITPY) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: $(INVEFF_{it})$: يمثل متغير عدم كفاءة القرارات الاستثمارية للشركة (i) في السنة (t) وقد يكون نقص أو زيادة في الاستثمار.

٣-٧-٧ النموذج التطبيقي الثالث: أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على عدم تماثل المعلومات:

$$INFA_{it} = \beta_0 + \beta_1(FORL_{it}) + \beta_2(SIZE) + \beta_3(LEV) + \beta_4(MB) + \beta_5(ROA) + \beta_6(IG) + \beta_7(AUDITPY) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: $(INFA_{it})$: يمثل متغير عدم تماثل المعلومات للشركة (i) في السنة (t).
٤-٧-٧ النموذج التطبيقي الرابع: أثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على تكلفة رأس المال:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1(FORL_{it}) + \beta_2(CG_{it}) + \beta_3(FORL * CG_{it}) + \beta_4(SIZE) + \beta_5(LEV) + \beta_6(MB) + \beta_7(ROA) + \beta_8(IG) + \beta_9(AUDITPY) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: (CG_{it}) : يمثل جودة آليات الحوكمة للشركة (i) في السنة (t)، كما أن: $(FORL * CG_{it})$ متغير يمثل التفاعل (Interactive Variable) بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة.

٥-٧-٧ النموذج التطبيقي الخامس: أثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على كفاءة القرارات الاستثمارية:

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1(FORL_{it}) + \beta_2(CG_{it}) + \beta_3(FORL * CG_{it}) + \beta_4(SIZE) + \beta_5(LEV) + \beta_6(MB) + \beta_7(ROA) + \beta_8(IG) + \beta_9(AUDITPY) + \varepsilon_{it}$$

حيث أن: $(FORL * CG_{it})$ متغير يمثل التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة.

٨- تصميم الدراسة التطبيقية:

يمكن بيان تصميم الدراسة التطبيقية من خلال النقاط التالية:

١-٨ مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المصرية المسجلة في البورصة المصرية خلال فترة من عام (٢٠١٣) حتى عام (٢٠١٥). وقد بلغ عدد هذه الشركات (١٧٩) شركة حتى نهاية عام (٢٠١٥) موزعة على سبعة عشر قطاعاً، وقد اختار الباحث عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

- ١- أن تتوفر التقارير المالية عن الشركة بانتظام، وأن تتوفر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة.
- ٢- أن تكون الشركة قد مضى على قيدها في البورصة أكثر من ثلاثة سنوات، وألا تكون قد حققت خسائر بشكل منتظم لأكثر من عام.
- ٣- استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية باستثناء البنوك نظراً لطبيعتها الخاصة التي تحددتها مقررات لجنة بازل.

وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد (١٢٧) شركة لتمثل عينة الدراسة بما يُعادل ما نسبته (٧٠,٩٥%) من إجمالي عدد الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، ويوضح الجدول رقم (٣) مجتمع الدراسة وإجراءات اختيار العينة.

جدول رقم (٣) مجتمع الدراسة وإجراءات اختيار العينة وفقاً لتصنيف رأس المال السوقي الصادر من الهيئة العامة للرقابة المالية.

اسم القطاع	مجتمع الدراسة	الشركات المستثناة	عينة الدراسة
الموارد الأساسية.	٩	٢	٧
الكيمائيات.	٨	٢	٦
التشييد ومواد البناء.	٢٥	٧	١٨
الأغذية والمشروبات.	٢٩	٨	٢١
الرعاية الصحية والأدوية.	١٥	٥	١٠
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات.	١٩	٦	١٣
الغاز والبتروول.	٣	-	٣
المنتجات المنزلية والشخصية.	١٠	٣	٧
العقارات.	٢٩	٩	٢٠
الموزعون وتجارة التجزئة.	٥	٢	٣
الإعلام.	١	-	١
تكنولوجيا المعلومات.	٤	١	٣
الاتصالات.	٤	٢	٢
السياحة والترفيه.	١٧	٥	١٢
المرافق.	١	-	١
الإجمالي.	١٧٩	٥٢	١٢٧

٨-٢ مصادر الحصول على البيانات:

اعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على القوائم المالية والإيضاحات المتممة لشركات العينة المنشورة في مواقعها الإلكترونية، وموقع أرقام (argamm.com)، وموقع معلومات مباشر (www.mubasher.info)، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com)، وكذلك موقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg).

٩- تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض:

اعتمد تحليل نتائج الدراسة التطبيقية على ثلاث مراحل بدأت بالتحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، ثم وصف لبيانات الدراسة، وانتهاء بتقدير نماذجها واختبار فرضياتها، وفيما يلي تحليل لهذه المراحل:

٩-١ اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

٩-١-١ اختبار التوزيع الطبيعي (Normal - Distribution Test):

طبقاً لنظرية النهاية المركزية الإحصائية فإن بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي حيث أن حجم العينة (٣٨١) مشاهدة أكبر من (٣٠) مفردة (أمين، ٢٠١٣)، كما أن قيمة الاحتمال (Prob) لاختبار (Jarque-Bera) لجميع المتغيرات كانت أكبر من (٠,٠٥)، وهو ما يؤكد اتباع البيانات للتوزيع الطبيعي.

٩-١-٢ اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test)

تم فحص التداخل الخطي من خلال احتساب معامل (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة ومتغيرات الرقابة، ومن ثم إيجاد معامل Variance Inflation Factor (VIF) حيث يعد بمثابة مقياساً لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول رقم (٤).

جدول رقم (٤) يوضح نتائج اختبار التداخل الخطي

Collinearity Statistics										
النموذج الخامس		النموذج الرابع		النموذج الثالث		النموذج الثاني		النموذج الأول		المتغيرات التابعة
INVEFF _{it} (في ظل المتغير التفاعلي)		WACC _{it} (في ظل المتغير التفاعلي)		INFA _{it}		INVEFF _{it}		WACC _{it}		
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	المتغيرات المستقلة
5.021	.171	5.021	.171	7.370	.136	7.426	.135	7.370	.136	FORL
6.048	.142	6.048	.142	-	-	-	-	-	-	CG
8.362	.112	8.362	.112	-	-	-	-	-	-	(FORL*CG)
-	-	-	-	-	-	4.964	.201	-	-	WACC
7.505	.133	7.505	.133	6.503	.154	7.276	.137	6.503	.154	SIZE
5.563	.180	5.563	.180	3.872	.258	4.204	.238	3.872	.258	LEV
3.913	.256	3.913	.256	3.708	.270	5.373	.186	3.708	.270	MB
4.518	.221	4.518	.221	4.410	.227	4.726	.212	4.410	.227	ROA
3.498	.286	3.498	.286	3.382	.296	4.045	.247	3.382	.296	IG
1.644	.608	1.644	.608	1.643	.609	1.654	.605	1.643	.609	AUDITPY

يتضح من الجدول رقم (٤) أن قيمة (VIF) لكافة متغيرات الدراسة لم تتجاوز (١٠) (أمين، ٢٠١٣)، ولذلك فإن نموذج الدراسة لا يعاني من مشكلة التداخل الخطي، فالارتباط بين المتغيرات ليس له دلالة إحصائية ومنخفض جداً، وهذا يدل على قوة النموذج المستخدم في تفسير تأثير المتغير المستقل على المتغيرات التابعة وتحديد هذه التأثيرات.

٩-١-٣ اختبار الارتباط الذاتي (Autocorrelation Test)

للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات نماذج الدراسة تم إجراء اختبار (Durbin Watson Test)، ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج هذا الاختبار:

جدول رقم (٥) يوضح نتائج اختبار الارتباط الذاتي

النموذج الثالث INFA _{it}			النموذج الثاني INVEFF _{it}			النموذج الأول WACC _{it}		
4-(D-W)	(D-W)	Durbin-Watson	4-(D-W)	(D-W)	Durbin-Watson	4-(D-W)	(D-W)	Durbin-Watson
2.159	1.841	1.903	2.148	1.852	1.925	2.159	1.841	1.930
			النموذج الخامس INVEFF _{it}			النموذج الرابع WACC _{it}		
			4-(D-W)	(D-W)	Durbin-Watson	4-(D-W)	(D-W)	Durbin-Watson
			2.137	1.863	1.747	2.137	1.863	1.914

من الجدول السابق يتضح أن قيمة (Durbin-Watson) المحسوبة تقع بين القيمة الجدولية العليا لـ (Durbin-Watson) وأربعة ناقص القيمة الجدولية العليا، مما يدل على عدم وجود مشكلة للارتباط الذاتي تؤثر على صحة النتائج.

٩-٢ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يظهر الجدول رقم (٦) وصف لمتغيرات الدراسة المتصلة وهي الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وتكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية، وعدم تماثل المعلومات، وجودة آليات الحوكمة، وحجم الشركة، ودرجة الرفع المالي، ومعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول، ونمو الاستثمار.

جدول رقم (٦) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة

Range	Minimum	Maximum	Standard deviation	Mean	Year	Variable
0.344	0.008	0.352	0.065	0.163	2013	QNT
0.263	0.112	0.375	0.065	0.212	2014	QNT
0.244	0.152	0.396	0.068	0.271	2015	QNT
0.353	0.102	0.455	0.076	0.230	2013	FLD
0.343	0.142	0.485	0.085	0.289	2014	FLD
0.292	0.195	0.487	0.078	0.352	2015	FLD
5.000	3.000	8.000	1.396	5.063	2013	CG
4.000	4.000	8.000	1.162	6.197	2014	CG
3.000	5.000	8.000	0.958	6.953	2015	CG
0.510	0.102	0.612	0.119	0.299	2013	WACC
0.530	0.052	0.582	0.111	0.226	2014	WACC
0.369	0.052	0.421	0.075	0.175	2015	WACC
0.529	-0.453	0.076	0.106	-0.232	2013	UNDER
0.428	-0.352	0.076	0.066	-0.187	2014	UNDER
0.366	-0.302	0.064	0.054	-0.169	2015	UNDER
0.185	0.010	0.195	0.036	0.107	2013	OVER
0.143	0.052	0.195	0.026	0.093	2014	OVER
0.144	0.041	0.185	0.028	0.093	2015	OVER
0.451	0.112	0.563	0.105	0.308	2013	INFA
0.398	0.104	0.502	0.091	0.235	2014	INFA
0.752	0.098	0.850	0.091	0.187	2015	INFA
9.999	2.412	12.411	2.329	6.657	2013	SIZE
12.369	0.751	13.120	2.348	8.483	2014	SIZE
7.510	5.740	13.250	2.171	9.882	2015	SIZE
12.660	0.300	12.960	3.331	6.360	2013	LEV
8.312	2.100	10.412	2.013	4.619	2014	LEV
5.230	2.010	7.240	1.403	3.746	2015	LEV
41.275	2.045	43.320	9.305	20.537	2013	MB
36.220	9.410	45.630	9.057	24.636	2014	MB
36.150	10.410	46.560	8.774	27.118	2015	MB
37.520	0.000	37.520	10.508	16.071	2013	ROA
34.500	5.620	40.120	7.881	21.790	2014	ROA
33.000	9.520	42.520	7.724	24.853	2015	ROA
25.830	2.310	28.140	6.694	11.439	2013	IG
28.496	3.524	32.020	7.609	16.075	2014	IG
28.000	5.410	33.410	7.851	18.910	2015	IG

يلاحظ من الجدول السابق انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، حيث بلغ أعلى متوسط لكمية الإفصاح (27.1%) في عام (٢٠١٥) كما بلغ أعلى متوسط لجودته (35.2%)، وقد جاءت هذه النسبة متفقة مع الدراسات التي تمت في البيئة المصرية مثل: دراسة (القيطي، ٢٠١١) (31.1%)، وإن كانت هذه النسبة

تعد منخفضة بالمقارنة مع نتائج دراسات سابقة في دول أخرى مثل: دراسة (Al-Najjar and Abed,2014) التي تمت على عينة من الشركات المسجلة في بورصة لندن، والتي بلغت نسبة إفصاحها المستقبلي (94.69%)؛ وقد يرجع السبب في ذلك إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية مازال يتم بشكل طوعي، وعدم وجود معيار محاسبي ينظم طريقة إعدادها والإفصاح عنها. كما أن هناك انخفاض في تكلفة رأس المال خلال فترة الدراسة، حيث بلغ متوسط هذه التكلفة (17.5%) في عام (٢٠١٥)؛ وقد يرجع ذلك إلى التحسن النسبي في سياسة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، واتجاه الشركات لتطبيق الممارسات الجيدة للحكومة.

وبالنسبة لكفاءة القرارات الاستثمارية فقد بلغ عدد الشركات ذات نقص الاستثمار (210) مشاهدة بنسبة (55.12%)، بينما بلغ عدد الشركات ذات زيادة الاستثمار (171) مشاهدة بنسبة (44.88%)؛ وقد يرجع ذلك ما تمر به البيئة المصرية بعد ثورة (٢٥) يناير (٢٠١١م) من نقص السيولة، مما يجعلها أكثر عرضة لمشكلات نقص الاستثمار وليس زيادة الاستثمار (الصايغ، وعبد المجيد، ٢٠١٤). كما أن هناك تحسن بسيط في كفاءة القرارات الاستثمارية خلال فترة الدراسة حيث انخفض متوسط نقص الاستثمار إلى (-1.69) في عام ٢٠١٥، وكذلك انخفض متوسط زيادة الاستثمار إلى (0.093). كما أظهرت النتائج انخفاض متوسط عدم تماثل المعلومات من (0.308) عام ٢٠١٣ إلى (0.187) عام ٢٠١٥. كما أن هناك تحسن في متوسط جودة الحوكمة التي تطبقها عينة الدراسة حيث ارتفع من (5.063) عام (٢٠١٣) إلى (6.953) عام (٢٠١٥).

أما بالنسبة لمتغيرات الرقابة فقد بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة أقصى قيمة له في عام (٢٠١٥) حيث بلغ (9.882)، كما انخفض متوسط درجة الرافعة المالية حيث بلغت أقل قيمة له (3,746) في عام (٢٠١٥)، كما تحسنت نسبة متوسط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية حيث ارتفعت من (20.537) عام (٢٠١٣) إلى (27.118) في عام ٢٠١٥، كما تزايد متوسط العائد على الأصول حيث بلغ أعلى متوسط له (24.853) في عام (٢٠١٥). بالإضافة إلى زيادة متوسط نمو الاستثمار خلال فترة الدراسة من (11.439) عام (٢٠١٣) إلى (18.910) عام ٢٠١٥.

كما يظهر الجدول رقم (٧) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة (Dummy Variables) وهو حجم مكتب المراجعة.

جدول رقم (٧) يوضح الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المنفصلة

Binomial Test					
Sig.	مشاهدات غير متحققة (٠)		مشاهدات متحققة (١)		المتغير
	النسبة	العدد	النسبة	العدد	
0.306	53%	201	47%	180	AUDITPY

من الجدول السابق يتضح انخفاض عدد مشاهدات الشركات التي ترتبط بمكاتب المراجعة الكبرى أو أحد فروعها في مصر (180) مشاهدة بنسبة (47%)، وهو ما قد يبرر انخفاض نسبة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، فالارتباط بهذه المكاتب قد يشجع الشركات على تحسين كمية وجودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ويعزز من ثقة مستخدمي التقارير المالية فيها، مما ينعكس إيجابياً على كفاءة القرارات الاستثمارية (Alkhatib,2014).

٩-٣ تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة:

لاختبار صحة فروض الدراسة تم إجراء تحليل الارتباط والانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وجودة آليات حوكمة الشركات) والمتغيرات التابعة (تكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية، وعدم تماثل المعلومات) باستخدام حزمة البرامج الإحصائية (SPSS) على النحو التالي:

أولاً: نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis:

تم استخدام معامل الارتباط بيرسون لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة حوكمة الشركات وكل من تكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية، وعدم تماثل المعلومات. ويوضح الجدول رقم (٨) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (٨) مصفوفة الارتباط (Pearson Correlation) لمتغيرات الدراسة

AUDITPY	IG	ROA	MB	LEV	SIZE	INFA	OVER	UNDER	WACC	CG	FLD	QNT		
												1.000	Correlation	QNT
													Sig	QNT
											1.000	.911**	Correlation	FLD
												.000	Sig	FLD
									1.000	.807**	.828**	Correlation	CG	
										.000	.000	Sig	CG	
									1.000	-.804**	-.718**	-.749**	Correlation	WACC
										.000	.000	.000	Sig	WACC
								1.000	-.572**	.563**	-.608**	-.601**	Correlation	UNDER
									.000	.000	.000	.000	Sig	UNDER
							1.000	.148**	.094*	-.215**	-.144**	-.146**	Correlation	OVER
								.002	.034	.000	.002	.002	Sig	OVER
						1.000	.093*	-.632**	.842**	-.816**	-.773**	-.818**	Correlation	INFA
							.036	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	INFA
					1.000	-.823**	-.175**	-.616**	-.802**	.843**	.873**	.882**	Correlation	SIZE
						.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	SIZE
				1.000	-.822**	.755**	.095*	.730**	.729**	-.742**	-.805**	-.779**	Correlation	LEV
					.000	.000	.032	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	LEV
			1.000	-.738**	.723**	-.577**	-.202*	-.528**	-.452**	.620**	.791**	.731**	Correlation	MB
				.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	MB
		1.000	.819**	.785**	.773**	.701**	-.214**	-.553**	-.662**	.706**	.805**	.793**	Correlation	ROA
			.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	ROA
	1.000	.722**	.651**	-.722**	.810**	-.787**	-.178**	-.524**	-.787**	.771**	.816**	.778**	Correlation	IG
		.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	IG
1.000	.494**	.526**	.580**	-.533**	.579**	-.512**	-.065	-.471**	-.451**	.483**	.557**	.555**	Correlation	AUDITPY
	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.102	.000	.000	.000	.000	.000	Sig	AUDITPY

(**) تعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي دلالة (0.01) فأقل ، بين المتغيرين .
 (*) تعني وجود علاقة ذات دلالة إحصائية عند مستوي دلالة (0.05) فأقل ، بين المتغيرين .

في ضوء الجدول السابق ينضح للباحث وجود علاقة ارتباط سالبة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال ، حيث كانت قيمة معامل الارتباط (-.749) لكمية الإفصاح، و(-.718) لجودة الإفصاح ومستوي الدلالة (sig) يساوي (0.000) فاتجاه الشركات إلى زيادة كمية وجود الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يصاحبه انخفاض في تكلفة رأس المال. كما أن إدخال متغير جودة حوكمة الشركات إلى هذه العلاقة يؤدي إلى تحسين كمية وجود الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وهو ما ينعكس إيجابياً على تخفيض تكلفة رأس المال، حيث كانت إشارة قيمة معامل الارتباط سالبة (-.804) عند مستوي معنوية (0.01).

كما أظهرت نتائج الارتباط وجود علاقة سالبة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية والانحراف عن المستوي الأمثل للاستثمار (نقص وزيادة الاستثمار) حيث كانت قيمة معامل الارتباط (-.601) لكمية الإفصاح، و(-.608) لجودة الإفصاح في حالة نقص الاستثمار، وقيمة معامل الارتباط (-.146) لكمية الإفصاح (-.144) في حالة زيادة الاستثمار. كما أن العلاقة التفاعلية لجودة الحوكمة مع الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تقلل من

عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث كانت إشارة قيمة معامل الارتباط سالبة لكل من متغيري نقص وزيادة الاستثمار عند مستوي معنوية (0.01).

وبالنسبة لعلاقة الارتباط بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وعدم تماثل المعلومات فكانت علاقة سالبة حيث كانت قيمة معامل الارتباط (-.818) بالنسبة لكمية الإفصاح، و(-.773) بالنسبة لجودة الإفصاح ومستوي الدلالة (sig) يساوي (0.000).

وفيما يتعلق بالارتباط بين متغيرات الرقابة وكل من تكلفة رأس المال وكفاءة القرارات الاستثمارية وعدم تماثل المعلومات فقد أظهرت النتائج وجود علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بكل من حجم الشركة، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول، ونمو الاستثمار، وحجم مكتب المراجعة حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات سالبة ومستوي دلالاته (sig) أقل من (0.05)، في حين كانت علاقة درجة الرفع المالي بتكلفة رأس المال، والانحراف عن المستوي الأمثل للاستثمار، وعدم تماثل المعلومات علاقة موجبة كما أنها ذات دلالة معنوية حيث كان مستوي دلالاتها (sig=0.000) أقل من (0.05).

ثانياً: نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Regression:

استخدام الباحث طريقة المربعات Ordinary Least Squares (OLS) في صياغة نموذج الانحدار لقياس أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة كمتغيرات مستقلة على كل من تكلفة رأس المال، وكفاءة القرارات الاستثمارية، وعدم تماثل المعلومات كمتغيرات تابعة ويمكن توضيح نتائج الانحدار لفروض الدراسة كما يلي:

٩-٣-١ اختبار الفرض الأول: توجد علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال:

يوضح الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار للعلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال

جدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الأول

WACCit					المتغير التابع
		معاملات الانحدار القياسية	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		
Sig.	T	Beta	Std. Error	B	المتغيرات المستقلة
.000	13.298**		.025	.338	(Constant)
.035	-3.675*	-.106	.009	-.072	FORL
.000	-6.660**	-.395	.003	-.017	SIZE
.000	5.661**	.259	.002	.011	LEV
.000	12.946**	-.579	.001	-.007	MB
.000	-5.172**	-.252	.001	-.003	ROA
.000	-8.556**	-.366	.001	-.005	IG
.015	-2.581*	-.047	.002	-.011	AUDITPY
معامل الارتباط المتعدد $R = .894$					
معامل التحديد $R^2 = .799$					
معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = .795$					
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 211.222					
القيمة الاحتمالية (Sig) = .000					

يتضح للباحث من الجدول السابق أن قيمة ($Adj R^2$) تبلغ (0.799)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج عالية، حيث أن أغلب التغيرات يمكن تفسيرها من خلال النموذج، أما بالنسبة للمعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث

بلغت قيمة (F) المحسوبة (211.222) بمستوى معنوية (0.000)، مما يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.

وقد أظهرت نتائج الانحدار في الجدول رقم (٩) أنّ الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية (FORL) (كمية وجود الإفصاح) له تأثير معنوي على تكلفة رأس المال، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، ويتفق ذلك مع كل من دراسة (Blanco et al.,2015;Urquiza et al.,2012)، التي أكدت على أنّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يعزز من فرص حصول الشركة على التمويل اللازم ويساهم في تحسين الشفافية، والحد من المخاطر المرتبطة بالتقديرات، ويقلل من عدم تماثل المعلومات، ومشكلات الاختيار العكسي، وهو ما ينعكس إيجابياً على انخفاض تكلفة رأس المال.

كما أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي لكل من حجم الشركة، ودرجة الرفع المالي، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ومعدل العائد على الاستثمار، ونمو الاستثمار، وحجم مكتب المراجعة على تكلفة رأس المال، حيث كانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05). ومما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على تكلفة رأس المال كما يلي:

$$WACC_{it} = .338 - .072(FORL_{it}) - .017(SIZE) + .011(LEV) - .007(MB) - .003(ROA) - .005(IG) - .011(AUDITPY)$$

٩-٣-٢ اختبار الفرض الثاني: يؤدي انخفاض تكلفة رأس المال إلى زيادة الأثر الإيجابي للإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية على كفاءة القرارات الاستثمارية:

لقياس تأثير العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال على كفاءة القرارات الاستثمارية، اعتمد الباحث على استخدام تحليل الانحدار المتعدد الذي تظهر نتائجه من خلال الجدول التالي:

جدول رقم (١٠) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثاني

INVEFF										المتغيرات التابعة
OVER					UNDER					
Sig.	T	Beta	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		Sig.	T	Beta	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		المتغيرات المستقلة
			Std. Error	B				Std. Error	B	
.000	9.305**		.018	.163	.003	-6.385*		.013	-.083	(Constant)
.043	-1.999*	-.242	.004	-.044	.016	-3.731*	-.157	.026	-.097	FORL
.038	-2.039*	-.103	.009	-.028	.025	-3.440*	-.133	.005	-.086	WACC
.021	-2.318*	-.309	.002	-.004	.003	-3.009**	-.080	.003	-.009	SIZE
.008	2.667**	.270	.001	.003	.002	14.014**	.679	.002	.028	LEV
.031	-2.019*	-.140	.001	-.002	.001	-4.001**	-.001	.001	-.003	MB
.012	-2.529*	-.272	.001	-.003	.001	-4.010**	-.122	.003	-.007	ROA
.031	-2.004*	-.157	.002	-.004	.001	-3.018**	-.106	.002	-.006	IG
.033	-2.365*	-.087	.002	-.005	.002	-4.009**	-.123	.007	-.012	AUDITPY
معامل الارتباط المتعدد $R = .702$					معامل الارتباط المتعدد $R = .844$					
معامل التحديد $R^2 = .591$					معامل التحديد $R^2 = .654$					
معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = .572$					معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = .644$					
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 34.668					قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 57.777					
القيمة الاحتمالية (Sig) = .000					القيمة الاحتمالية (Sig) = .000					

ينصح للباحث من الجدول السابق أن قيمة (Adjust R²) بالنسبة لنقص الاستثمار تبلغ (0.644)، أما بالنسبة لزيادة الاستثمار فتبلغ (0.572)، وهو ما يعكس أن القيمة التفسيرية للنموذج عالية، حيث أن أغلب التغيرات يمكن تفسيرها من خلال النموذج، أما بالنسبة للمعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة بالنسبة لنقص الاستثمار (57.777)، وبالنسبة لزيادة الاستثمار (844.520) بمستوى معنوية (0.000)، مما يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.

وقد أظهرت نتائج الانحدار في الجدول رقم (١٠) أن الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية (FORL) (كمية وجودة الإفصاح) وانخفاض تكلفة رأس المال له تأثير معنوي على كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الثاني ويتفق ذلك مع كل من دراسة (Tan et al., 2015; Cheng et al., 2014)، التي أكدت على أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يقلل من مشكلات الخطر الأخلاقي، ومشكلات الاختيار العكسي مما يعزز من فرصة الشركة في جذب الفرص الاستثمارية الجديدة؛ وبالتالي يساهم في التخفيف من مشكلات نقص أو زيادة الاستثمار. ومما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال على كفاءة القرارات الاستثمارية كما يلي:

أولاً: نموذج UNDER (نقص الاستثمار) :

$$\text{UNDER} = -0.083 - 0.097(\text{FORLit}) - 0.086(\text{WACCit}) - 0.009(\text{SIZE}) + 0.028(\text{LEV}) - 0.003(\text{MB}) - 0.007(\text{ROA}) - 0.006(\text{IG}) - 0.012(\text{AUDITPY})$$

ثانياً: نموذج OVER (زيادة الاستثمار) :

$$\text{OVER} = 0.163 - 0.044(\text{FORLit}) - 0.028(\text{WACCit}) - 0.004(\text{SIZE}) + 0.003(\text{LEV}) - 0.002(\text{MB}) - 0.003(\text{ROA}) - 0.004(\text{IG}) - 0.005(\text{AUDITPY})$$

٩-٣-٣ اختبار الفرض الثالث: توجد علاقة ارتباط سالبة ذات دلالة معنوية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وعدم تماثل المعلومات.:

يوضح الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على عدم تماثل المعلومات.

جدول رقم (١١) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثالث

INFAit					المتغير التابع
		معاملات الانحدار القياسية	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		
Sig.	T	Beta	Std. Error	B	المتغيرات المستقلة
.000	15.309**		.026	.398	(Constant)
.000	-4.275**	-.293	.044	-.187	FORL
.000	-4.273**	-.276	.003	-.011	SIZE
.000	4.019**	.200	.002	.008	LEV
.000	-6.145**	-.299	.001	-.003	MB
.033	-2.135*	-.113	.001	-.001	ROA
.000	-5.613**	-.261	.001	-.004	IG
.047	-1.990*	-.064	.007	-.014	AUDITPY
معامل الارتباط المتعدد R = .873					
معامل التحديد R ² = .762					

INFAit					المتغير التابع
معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients					
Sig.	T	Beta	Std. Error	B	المتغيرات المستقلة
معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = .757$					
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 170.137					
القيمة الاحتمالية (Sig) = .000					

يتضح للباحث من الجدول السابق أنَّ قيمة ($Adj R^2$) تبلغ (0.757)، وهو ما يعكس أنَّ القيمة التفسيرية للنموذج عالية، حيث أنَّ أغلب التغيرات يمكن تفسيرها من خلال النموذج، أما بالنسبة للمعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA) لنموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (170.137) بمستوى معنوية (0.000)، ممَّا يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.

وقد أظهرت نتائج الانحدار في الجدول رقم (11) أنَّ الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية (FORL) له تأثير معنوي على انخفاض عدم تماثل المعلومات، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) سالبة، وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث ويتفق ذلك مع كل من دراسة (Bravo,2016;Mutiva et al.,2015)، التي أكدت على أنَّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يوفر معلومات إضافية لمستخدمي التقارير المالية قد لا توفرها المعلومات التاريخية، ممَّا يساهم في تخفيف درجة التباين في المعلومات بين الإدارة والمستخدمين، ويظهر ذلك في تحسن السيولة وانخفاض تقلبات العائد على الأسهم. وممَّا سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار لأثر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال على عدم تماثل المعلومات كما يلي:

$$\widehat{INFA} = .398 - .187(FORL) - .011 (SIZE) + .008 (LEV) - .003(MB) - .001(ROA) - .004(IG) - .014(AUDITPY)$$

٩-٣-٤ اختبار الفرض الرابع: يؤثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة إيجابياً على تكلفة رأس المال:

يوضح الجدول رقم (١٢) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر متغير التفاعل (FORL*CG) بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على تكلفة رأس المال.

جدول رقم (١٢) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الرابع

WACCit					المتغير التابع
معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients					
Sig.	T	Beta	Std. Error	B	المتغيرات المستقلة
.000	7.009**		.060	.419	(Constant)
.020	-2.182*	-.036	.011	-.024	FORL
.001	-3.349**	-.298	.007	-.024	CG
.006	-2.500**	-.050	.002	-.005	(FORL*CG)
.000	-4.785**	-.291	.003	-.013	SIZE
.000	4.350**	.228	.002	.010	LEV
.000	12.193**	.535	.001	.007	MB
.000	-5.017**	-.237	.001	-.003	ROA
.000	-7.752**	-.322	.001	-.005	IG

WACCit					المتغير التابع
Sig.	T	Beta	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		المتغيرات المستقلة
			Std. Error	B	
.017	-2.400*	-.052	.005	-.012	AUDITPY
معامل الارتباط المتعدد $R = .904$					
معامل التحديد $R^2 = .817$					
معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = .813$					
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 184.387					
القيمة الاحتمالية (Sig) = .000					

ينصح للباحث من الجدول السابق أن المتغير التفاعلي (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة) (FORL*CG)، أدى إلى تحسين القوة التفسيرية للنموذج حيث زادت قيمة (Adjust R²) من (.799) في النموذج الأول إلى (.813) في النموذج الرابع، كما يظهر تحليل التباين (ANOVA) في الجدول رقم (١٢) ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدفها حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (184.381) بمستوى معنوية (0.000).

كما أظهرت نتائج الانحدار في الجدول رقم (١٢) أن المتغير التفاعلي (FORL*CG) له تأثير معنوي على انخفاض تكلفة رأس المال، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، أي أن التفاعل ما بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة يؤثر بشكل أكبر من تأثير الإفصاح عن المعلومات المستقبلية فقط على تكلفة رأس المال، وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع، ويتفق ذلك مع كل من دراسة (Beekes et al.,2016;Liu,2015;Zhu,2014)، التي أكدت على أن آليات الحوكمة الجيدة تشجع الشركات على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وتحسين جودته، مما يساهم في تقليل عدم تماثل المعلومات وارتفاع ربحية الشركة وانخفاض تكلفة رأس المال. ومما سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار للأثر التفاعلي بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وكفاءة آليات الحوكمة على تكلفة رأس المال كما يلي:

$$\widehat{WACCit} = .419 - .024(FORL) - .024(CG) - .005(FORL * CG) - .013 (SIZE) + .010 (LEV) + .007(MB) - .003(ROA) - .005(IG) - .012(AUDITPY)$$

٩-٣-٥ اختبار الفرض الخامس: يؤثر التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة إيجابياً على كفاءة القرارات الاستثمارية:

يوضح الجدول رقم (١٣) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لقياس أثر متغير التفاعل (FORL*CG) بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على كفاءة القرارات الاستثمارية.

جدول رقم (١٣) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الخامس

INVEFF										
OVER					UNDER					المتغيرات التابعة
Sig.	T	Beta	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		Sig.	T	Beta	معاملات الانحدار غير القياسية Unstandardized Coefficients		المتغيرات المستقلة
			Std.	B				Std.	B	

			Error					Error		
.001	3.231**		.035	.113	.000	-5.940**		.065	-.387	(Constant)
.004	-2.888**	.993	.062	-.180	.000	-5.266**	1.254	.116	-.612	FORL
.007	-2.500**	.211	.002	-.005	.000	-4.527**	.611	.008	-.036	CG
.048	-1.965*	-.883	.008	-.016	.000	-5.011**	-1.559	.015	-.077	(FORL*CG)
.043	-1.997*	-.086	.002	-.003	.003	-3.000**	-.066	.001	-.003	SIZE
.008	3.000**	.252	.001	.003	.000	6.218**	.494	.003	.016	LEV
.025	-2.245*	-.216	.000	-.001	.047	-2.270*	-.018	.001	-.002	MB
.013	-2.510*	-.259	.000	-.001	.048	-1.987*	-.142	.001	-.001	ROA
.039	-1.995*	-.159	.001	-.002	.048	-1.996*	-.044	.001	-.001	IG
.009	-3.008**	.286	.002	-.005	.003	-3.005**	.130	.007	-.021	AUDITPY
معامل الارتباط المتعدد $R = .750$					معامل الارتباط المتعدد $R = .861$					
معامل التحديد $R^2 = .593$					معامل التحديد $R^2 = .579$					
معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = .601$					معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = .669$					
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 35.763					قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 58.737					
القيمة الاحتمالية (Sig) = .000					القيمة الاحتمالية (Sig) = .000					

يتضح للباحث من الجدول السابق أنَّ المتغير التفاعلي (الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة) (FORL*CG)، أدى إلى تحسين القوة التفسيرية للنموذج حيث زادت قيمة (Adjust R²) من (.644) بالنسبة لنقص الاستثمار، و(.572) بالنسبة لزيادة الاستثمار في النموذج الثاني إلى (.669) بالنسبة لنقص الاستثمار، و(.601) بالنسبة لزيادة الاستثمار في النموذج الخامس، كما يظهر تحليل التباين (ANOVA) في الجدول رقم (١٣) ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدفها حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة (184.381) بمستوى معنوية (0.000).

كما أظهرت نتائج الانحدار في الجدول رقم (١٣) أنَّ إضافة المتغير التفاعلي (FORL*CG) يكون له تأثير معنوي على متغيري كفاءة القرارات الاستثمارية (يقلل من نقص وزيادة الاستثمار)، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الخامس ويتفق ذلك مع كل من دراسة (Ten et al., 2015; Qu et al., 2015)، التي أكدت على أنَّ آليات الحوكمة الجيدة تعزز الرقابة على سلوك الإدارة وتوفر حافز لهم لتحسين جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ممَّا ينعكس على الحد من عدم تماثل المعلومات وتقليل الانحراف عن المستوي الأمثل للاستثمار. وممَّا سبق يمكن صياغة نموذج الانحدار للأثر التفاعلي بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة على متغيري كفاءة القرارات الاستثمارية كما يلي:

أولاً: نموذج UNDER (نقص الاستثمار) :

$$\text{UNDER} = -.387 - .612(\text{FORL}) - .036(\text{CG}) - .077(\text{FORL} * \text{CG}) - .003(\text{SIZE}) + .016(\text{LEV}) - .002(\text{MB}) - .001(\text{ROA}) - .001(\text{IG}) - .021(\text{AUDITPY})$$

ثانياً: نموذج OVER (زيادة الاستثمار):

$$\text{OVER} = .113 - .180(\text{FORL}) - .005(\text{CG}) - .016(\text{FORL} * \text{CG}) - .003(\text{SIZE}) + .003(\text{LEV}) - .001(\text{MB}) - .001(\text{ROA}) - .002(\text{IG}) - .005(\text{AUDITPY})$$

ويخلص الجدول التالي نتيجة اختبار فروض الدراسة. كما يوضح طبيعة العلاقة بين متغيرات الرقابة والمتغيرات التابعة:

جدول رقم (١٤) نتائج اختبار فروض الدراسة

المتغيرات التابعة				المتغيرات المستقلة	
القرار حول تحقق فروض الدراسة	عدم تماثل المعلومات المحاسبية	كفاءة القرارات الاستثمارية	تكلفة رأس المال		
	INFA	INVEFF	WACC		
تحقق الفرض الأول والثاني والثالث	-	-	-	FORL	الإفصاح عن المعلومات المستقبلية
تحقق الفرض الرابع والخامس		-	-	(FORL*CG)	الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وحوكمة الشركات (متغير تفاعلي)
	-	-	-	SIZ	حجم الشركة
	+	+	+	Lev	درجة الرفع المالي
	-	-	-	MB	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
	-	-	-	ROA	معدل العائد على الأصول
	-	-	-	IG	نمو الاستثمار
	-	-	-	AUDITPY	حجم مكتب المراجعة

١٠ - النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية:

١٠-١ النتائج:

تتمثل أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

- ١- الإفصاح عن المعلومات المستقبلية لم يعد نوعاً من الترف المحاسبي بل أصبح ضرورة حتمية خاصة في ظل ديناميكية بيئة الأعمال، وما تنطوي عليه من مخاطر حيث يقدم تفسيرات لأصحاب المصالح حول ما تقوم به الشركة، وما تنوي القيام به مما يمكنهم من تقدير استدامة أداء الشركة في المستقبل.
- ٢- يُعد الإفصاح عن المعلومات المستقبلية أحد محددات جودة التقارير المالية حيث يوفر للمستثمرين الحاليين والمرقبين نوعية جديدة من المعلومات، والتي تساهم في تقليل درجة التباين بين الإدارة والمستثمرين، وهو ما ينعكس على تعزيز قدرة الشركة في جذب الفرص الاستثمارية الجديدة.
- ٣- انخفاض مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في عينة الدراسة، حيث بلغ أعلى متوسط لكمية وجودة الإفصاح المستقبلي (27.1%) و(35.2%) على التوالي في عام ٢٠١٥. وقد جاءت هذه النسبة متفقة مع الدراسات التي تمت في البيئة المصرية مثل: دراسة (القيطي، ٢٠١١) (31.1%)، وإن كانت هذه النسبة تُعد منخفضة بالمقارنة مع نتائج دراسات سابقة في دول أخرى مثل: دراسة (Al-Najjar and Abed, 2014) التي تمت على عينة من الشركات المسجلة في بورصة لندن، والتي بلغت نسبة إفصاحها المستقبلي (٩٤,٦٩%)؛ وقد يرجع السبب في ذلك إلى أن الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في البيئة المصرية مازال يتم بشكل طوعي، وعدم وجود معيار محاسبي ينظم طريقة إعدادها والإفصاح عنها.
- ٤- وجود علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال، حيث كانت إشارة معامل الانحدار (β) سالبة، وكانت القيمة الاحتمالية (Sig = 0.000) أقل من

- مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول وتتفق تلك النتيجة مع كل من دراسة (Wang and Hussainey,2013;Urquiza et al.,2012)، ويفسر ذلك الباحث بأن زيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يقلل من دوافع أصحاب المصالح للبحث عن المعلومات الخاصة بما ينعكس على انخفاض مشكلات الاختيار العكسي؛ وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال.
- ٥- يرتبط الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بعدم كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث كانت قيمة معامل الارتباط لمتغيري عدم كفاءة القرارات الاستثمارية أقل من مستوى المعنوية (0.05)، ممّا يثبت صحة الفرض الثاني ويتفق ذلك مع دراسة (Chang et al.,2014;Tan et al.,2015) ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث إلى أنّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يساهم في الحد من الخطر الأخلاقي للمديرين، ويقلل من مشكلات الاختيار العكسي؛ وبالتالي ينعكس على التخفيف من مشكلة نقص أو زيادة الاستثمارات.
- ٦- هناك علاقة ارتباط سالبة وذات دلالة معنوية بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وعدم تماثل المعلومات المحاسبية، حيث كانت قيمة معامل الارتباط (-1.87) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث ويتفق ذلك مع دراسة (Evans,2016;Bravo,2016) وقد يرجع السبب في ذلك إلى أنّ الإفصاح عن المعلومات المستقبلية يُساهم في تحسين مستوى الشفافية وتلبية احتياجات المستثمرين.
- ٧- التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة له تأثير جوهري على تكلفة رأس المال، حيث كانت القيمة الاحتمالية للمتغير التفاعلي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع. وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Qu et al.,2014)؛ ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث إلى أنّ آليات الحوكمة الجيدة تشجع الشركات على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وتحسين جودته، ممّا يساهم في تقليل عدم تماثل المعلومات وارتفاع ربحية الشركة وانخفاض تكلفة رأس المال.
- ٨- التفاعل بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وجودة آليات الحوكمة له تأثير جوهري على متغيري كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث كانت القيمة الاحتمالية للمتغير التفاعلي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، وهو ما يثبت صحة الفرض الخامس. وتتفق تلك النتيجة مع دراسة (Ten et al.,2015) ويفسر ذلك الباحث بأنّ آليات الحوكمة الجيدة تعزز من الرقابة على سلوك المديرين وتوفر لهم حافز لتحسين جودة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، ممّا ينعكس على الحد من عدم تماثل المعلومات وتقليل الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار.
- ٩- يرتبط كل من حجم الشركة والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ومعدل العائد على الأصول، ونمو الاستثمارات بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من تكلفة رأس المال، وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وعدم تماثل المعلومات. بينما ترتبط هذه المتغيرات بعلاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بدرجة الرفع المالي، وهو ما يتفق مع كل من دراسة (Tan et al.,2015;Urquiza et al.,2012).
- ١٠- أكثر القطاعات التي اهتمت بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية هو قطاع الاتصالات، حيث بلغ متوسط كمية الإفصاح (359)، ومتوسط جودة الإفصاح (455). في حين كان قطاع السياحة هو الأقل في الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، حيث بلغ متوسط كمية الإفصاح عن هذه المعلومات (118)، ومتوسط جودة الإفصاح (181)؛ وقد يرجع ذلك إلى درجة المخاطر، ومدى التغير والتطور في بيئة الأعمال المرتبطة بالقطاع.

١٠-٢ التوصيات:

- على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية يوصى الباحث بما يلي:
- ١- ضرورة إعادة النظر في النموذج التقليدي الحالي لإعداد التقارير السنوية بحيث يعكس بشكل أوسع العمليات المستقبلية للشركة والافتراضات التي تبني عليها، لدعم ثقة المستثمرين في تلك التقارير وتحقيق الشفافية، ممّا يقلل من استخدام المصادر غير الرسمية أو المضللة، وينعكس على اتخاذ القرارات بشكل أفضل.
 - ٢- تعديل الباب الثالث من قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية (المعدلة) الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية بموجب القرار رقم (١١) لسنة (٢٠١٤) بعنوان "متطلبات الإفصاح"، بحيث يتضمن الإفصاح عن الخطط الحالية والتوقعات أو التقديرات المستقبلية والافتراضات التي تبني عليها في التوقيت المناسب بعد فحصها من مراقب الحسابات والتقرير عنها لزيادة الثقة فيها بما يمكن أصحاب المصالح من تقييم الأداء المالي وغير المالي للشركة.
 - ٣- قيام الهيئة العامة للرقابة المالية بإعداد مؤشر للإفصاح عن المعلومات المستقبلية (يمكن تبني المؤشر المقترح من الباحث)، ومنح حوافز للشركات التي تحقق مستوى إفصاح قوي على أن يعلن عن ذلك في الموقع الإلكتروني للهيئة أو البورصة، وفي المقابل يتم فرض جزاءات وعقوبات على الشركات التي ينخفض فيها مستوى إفصاحها عن المعلومات المستقبلية.
 - ٤- زيادة الوعي بأهمية الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات سواء بالنسبة للشركة، أو للسوق المالي أو الاقتصاد ككل، فالاعتماد على المعلومات التاريخية وحدها لا يكفي لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب حيث لا يوفر رؤية شاملة عن العمليات المستقبلية للشركة وبيئة العمل التي تعمل فيها.
 - ٥- قيام الهيئات المنظمة لمهنة المحاسبة في مصر بإصدار معيار محاسبي شامل عن المعلومات المستقبلية، يمثل إطارًا عامًا ومرشدًا للشركات على أن يتضمن طريقة إعدادها وعرضها في التقرير السنوي أو في قائمة منفصلة عن القوائم التاريخية ويحدد المعلومات المستقبلية التي يجب الإفصاح عنها كحد أدنى، كما يجب توسيع نطاق معيار المراجعة المصري رقم (٣٤٠٠) الخاص بمراجعة المعلومات المالية المستقبلية ليشمل المعلومات غير المالية؛ بالإضافة إلى المعلومات المالية لتعزيز مصداقيتها بالنسبة للمستثمرين.
 - ٦- توجيه انتباه إدارة الشركات بأهمية تطبيق الممارسات الجيدة للحوكمة، بما يؤدي إلى مزيد من الإفصاح عن المعلومات المستقبلية، وينعكس إيجابيًا على انخفاض تكلفة رأس المال وتحسين كفاءة القرارات الاستثمارية.
 - ٧- إصدار تشريع يكفل الحماية القانونية للإدارة من المساءلة القانونية عند الإفصاح عن المعلومات المستقبلية طالما أن هذه المعلومات صدر بشأنها تقرير من مراقب الحسابات يؤكد مصداقيتها، والمخاطر المحتملة بشأنها، وهو ما قد يوفر حافز للإدارة للإفصاح عن هذه المعلومات.

١٠-٣ التوجهات البحثية المستقبلية:

- في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج، يمكن تحديد أهم المجالات التي قد تشكل أساسًا لبحوث مستقبلية، كما يلي:
- ١- دراسة العوامل المؤثرة على ضعف مستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية بالبيئة المصرية (خصائص الشركة، وجودة حوكمة الشركات، والمتغيرات السوقية).
 - ٢- دراسة العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية ودرجة التحفظ المحاسبي في التقارير السنوية المنشورة .
 - ٣- تحليل الآثار الاقتصادية المترتبة على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في عدة جوانب منها: سمعة الشركة، وتقلبات عوائد الأسهم (Stock Return Volatility)، وكفاءة معلومات أسعار الأسهم، واستدامة أداء منشآت الأعمال.

١١- المراجع

١-١١ المراجع باللغة العربية:

- أبوطالب، أحمد محمد، (٢٠١٤)، "نموذج مقترح لقياس مستوى الإفصاح والعوامل المؤثرة فيه للشركات المتداولة في البورصة المصرية دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الأول، المجلد الثاني، ص ص ١٨٢-٢٢٥.
- الصايغ، عماد سعد محمد، عبدالمجيد، حميده محمد، (٢٠١٤)، "قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية*، كلية التجارة جامعة بني سويف، المجلد الثالث، العدد الأول، ص ص ١-٤٩.
- القليطي، إبراهيم عبد المجيد علي، (٢٠١١)، "أثر خصائص الوحدة الاقتصادية على درجة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في التقارير السنوية للشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعة عين شمس، المجلد (١٥)، العدد الثاني، ص ص ١-٧٤.
- أمين، أسامة ربيع، (٢٠١٣)، "التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج "SPSS"، كلية التجارة، جامعة المنوفية، بدون ناشر، ص ص ١٣٥-١٥٠.
- حسن، أحمد محمد شاكر، الشافعي، جلال الدين عبد الحكيم، خليل، عبداللطيف محمد، (٢٠١٦)، "دراسة اختبارية للعلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء"، *مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة جامعة الزقازيق*، الجزء الثاني، العدد الأول، المجلد الثامن والثلاثين، ص ص ١٧-٣٣.
- سعد الدين، إيمان محمد، (٢٠١٤) (أ)، "إطار مقترح للمعلومات المستقبلية واختباره من منظور المستثمرين في سوق الأوراق المالية (دراسة ميدانية)"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الأول، المجلد الثاني، ص ص ٢٧٨-٣١٦.
- _____، إيمان محمد، (٢٠١٤) (ب)، "تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة"، *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية (AUJAA)*، المجلد الثاني، العدد الأول، يونيو، ص ص ٢٩٩-٣٤٢.
- قريفة، مسعود علي، (٢٠١٥)، "تقييم أثر مستوى الإفصاح الاختياري في تخفيض عدم تماثل المعلومات مع دراسة ميدانية على شركات قطاع المعادن والمواد الكيماوية في ليبيا"، *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة (JCCS)*، كلية التجارة جامعة كفر الشيخ، العدد الأول، ص ص ٤٧-٧٤.
- محمد، سامي حسن علي، (٢٠١٦)، "تأثير كل من خصائص الشركة وفعالية الحوكمة على جودة الإفصاح المستقبلي للمعلومات دراسة ميدانية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الثاني، الجزء الأول، ص ص ٤٧٣-٥١٦.
- الجهاز المركزي للمحاسبات، (٢٠٠٩)، المعايير المصرية للمراجعة والفحص المحدود ومهام التأكد الأخرى الصادر بالقرار رقم (١٣٠٠) لسنة ٢٠٠٨، *المعيار المصري لمهام التأكد رقم (٣٤٠٠) اختبار المعلومات المالية المستقبلية*، الطبعة الأولى، ص ص ١-١٤.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١٢٤) لسنة ٢٠١٥ بتاريخ ٢٦/١١/٢٠١٥.
- الهيئة العامة للرقابة المالية، (٢٠١٦)، *الدليل المصري لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث أغسطس ٢٠١٦)*، مركز المديرين المصري، ص ص ١-٤٨.
- وزارة الاستثمار، قرار رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥، *معايير المحاسبة المعدلة ٢٠١٥ الجزء الأول*.

- Aldamen,H., and K.,Duncan.(2012)."Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non- intermediate dept". *Accounting and Finance*.52(1):49-76.
- Aljifri,K., and K.Hussainey.(2007)."The determinants of forward-Looking information in annual reports of UAE companies" *Managerial Auditing Journal*.22(9):881-894.
- Alkhatib,K.,(2014)."The Determinants of Forward-Looking Information Disclosure". *Procedia-Social and Behavioral Science*.109:858-864.
- Al-Najjar, B., and S.Abed.(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*. 29(7):578-595.
- American Institute of Certified Public Accountants (1994). "Improving business reporting – A customer focus: meeting the information needs of investors and creditors: a comprehensive report of the special committee on financial reporting". *Jenkins Committee Report*. The Institute, New York, NY. <http://www.aicpa.org/members/dirs./accst-d/ibr/index.html>.
- American Institute of Certified Public Accountants (AICPA).(2001)."Improving Business Reporting: A Customer Focus: Meeting The Information of Investors and Creditors, A Commprehensive Report of The Special Committee on Financial Reporting". *Jenkins Committee The New York,N.Y,www.aicpa.org /interestareas/frc/accounting financial reporting /enhance business reporting/ pages/jenkinscommittee.aspx*.
- Apergis, N., G. Artikis, S. Eleftheriou and J. Sorros. (2012). "Accounting information and excess stock returns: The role of the cost of capital-new evidence form US firm-level data". *Applied Financial Economic*, 22: 321- 329.
- Armstrong,C.;J.,Core,D.,Taylor and R.,Verrecchia.(2011)."When Does Information Asymmetry Affect The Cost of Capital?".*Journal of Accounting Research*.49(1):1-40.
- Artiach, T., and P. Clarkson. (2013). Conservatism, disclosure and cost of equity capital, *Australian Journal of Management*, Available at: <http://ssrn.com/abstract-1673516>
- Artiach.,T.C and P.M.Clarkson.(2011)."Disclosure,Conservatism and The Cost of Equity Capital: A Review of The Foundation Literature". *Accounting and Finance*.(51).2-49.
- Athanasakou,V., and K.Hussainey.(2014)."The Perceived Credibility of Forward-Looking Performance Disclosures". *Accounting and Business Research*.44(3):227-259
- Athanasakou,V.,and K., Hussainey, (2010)."Forward-Looking Performance and Earnings Quality". *Working Paper*. London School of Economics.
- Beekes,W.,P.Brown,W.Zhan and Q.Zhang.(2016)."Corporate Governance Companies' Disclosure Practices and Market Transparency: A Gross Country Study". *Journal of Business Finance and Accounting*.43(3)&(4):263-297.
- Beekes,W.;P.Brown and Q.Zhang.(2015)."Corporate Governance and Informativeness of Disclosures in Australia:A re-Examination".*Accounting and Finance*.(55):931-963.
- Bertomeu,J. and E.Cheynel.(2016)."Disclosure and The Cost of Capital:A Survey of The Theoretical Literature". *A Journal of Accounting,Finance and Business Studies*.52(2):221:258.

- Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R. (2009). "How does financial reporting quality relate to investment efficiency?". *Journal of Accounting and Economics*. 48 (2/3): 112-131.
- Blanco,B.,J.Garcia and J.Tribo.(2015)."Segment Disclosure and Cost of Capital". *Journal of Business Finance and Accounting*. 42(3)&(4).367:411.
- Blouin,M.(2012)."Does Other Information The Usefulness of Management Earnings Forecasts For Analysts?". *Review of Accounting and Finance*.11(1):93-112.
- Bonsall,S;Z.Bozanic and K.Merkley.(2013)."The Informativeness of Forward-Looking News in Earnings Announcements". Available at: www.tuck.dartmouth.edu/uploads/content/BBM_July_2013.pdf
- Boubaker,S.,A.Hamrouni and Q.,Bin Liang.(2015)."Corporate Governance Voluntary Disclosure, and Firm Information Environment". *The Journal of Applied Business Research*. 31(1):89-102.
- Bozzolan,S.,Trombetta,M.,&Bertta,S.(2009). "Forward looking disclosure and analysts' forecasts: a study of cross-listed European Firms". *European Accounting Review*. 18(3):435-473.
- Bravo,F.(2016)."Forward-Looking disclosure and Corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility". *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*. 19(1):122-131.
- Brealey, R., S. Myers and F. Allen. (2014). **Principles of Corporate Finance**,11ed. McGraw Hill Education.
- Bryan,S.H.(1997)."Incremental Information Content Required Disclosures Contained in Management Discussion and analysis". *The Accounting Review*.72 (2):285-301.
- Bujaki, M., & McConomy, B. (2002). Corporate governance: factors influencing voluntary disclosure by publicly traded Canadian firms. *Canadian Accounting Perspectives*. 1 (2): 105-139.
- Celik,Orhan.,Ecer,Alaatin. and Karabacak,Hakan.(2006)."Disclosure of Forward Looking Information Evidence From Listed Companies on Istanbul Stock Exchange (ISE)". *Investment Management and Financial Innovations*.3(2):197-216.
- Chan, A. and W. Hsu. (2013). "Corporate pyramids, conservatism and cost of debt: Evidence from Taiwan" *The International Journal of Accounting*. 48: 390-413.
- Chang,M.,L.Hooi and M.We.(2014)."How does Investor Relations Disclosure Affect Analysts' Forecasts?". *Accounting and Finance*.(54):365-391.
- Chen, F., Hope, O.-L., Li, Q., & Wang, X. (2011). "Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets". *The Accounting Review*. 86(4). 1255-1288.
- Cheng, X., Tan, Y. and Yu, C. (2013). "Does forward-looking information reduce information asymmetry?". *Journal of Finance and Economics (In Chinese)*. 58 (2): 43-54.
- 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 systems". *Management World (In Chinese)*. 28 (7): 137-150.
- Chiang, H., He, L.J., Shiao, C., (2015). "Financial Reports Quality and Corporate Social Responsibility". *Asian Economic and Financial Review*. 5(3):453-467.
- Clatworthy, M. and Jones, M. J. (2003). "Financial reporting of good news and bad news: evidence from accounting narratives". *Accounting and Business Research*. 33 (3) : 171-185.
- Cuomo,F.,C.Mallin and A.Zattoni.(2016)."Corporate Governance Codes: A Review and Research Agenda" *.Corporate Governance: An International Review*. 24(3):222-241.
- Ding, Y., Zhang, H., and Zhang, J. (2007). "Private vs. state ownership and earnings management: Evidence from Chinese listed companies". *Corporate Governance: An International Review*. 15(2), 223–238.
- Eliwa,Y.,J.Haslam and S.,Abraham.(2016)."The association between earnings quality and the cost of equity capital: Evidence From the UK". *International Review of Financial Analysis*.48.125-139.

- Elshandidy,T., and L.Neri.(2015)."Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence From The and Italy". *Corporate Governance: An International Review*. 23(4):331-356.
- Evans,M.,(2016)."Commitment and Cost of Equity Capital:An Examination of Timely Balance Sheet Disclosure in Earnings Announcements". *Contemporary Accounting Research*. 33(3):1136-1171.
- Ferrero,J.,Martínez;D.Ruiz-Cano and I.,Maria Garcia Sanchez.(2015)."The Causal Link between Sustainable Disclosure and Information Asymmetry: The Moderating Role of The Stakeholder Protection Context". *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*.1-14.
- Financial Accounting Standards Board (FASB).(2001)."Business Reporting Research Project (BRRP):Improving Business Reporting: Insights Into Enhancing Voluntary Disclosures, Steering Committee Report Series. Available at:www.fasb.org/news/hr012901.shtml.
- Financial Accounting Standards Board (FASB).(2016)."Concepts Statements 8- Conceptual Framework for Financial Reporting".1-70.Available at www.fasb.org.
- Francis,J.,D.Nanda,and P.Olsson.(2008)."Voluntary disclosure, earnings quality,and costs of capital". *Journal of Accounting Research*. 46(1):53-99.
- Gao,P.,P.Jinghang Liang.(2013)."Informational Feedback, Adverse Selection, and Optimal Disclosure Policy". *Journal of Accounting Research*.51(5):1133-1158.
- Hamrouni,A., and Q.,Liang.(2015)."Corporate Governance,Voluntary Disclosure, and Firm Information Environment". *The Journal of Applied Business Research*.31(1):89-102.
- Han,s., M.Kim,D.,Lee and S.Lee.(2014)."Information Asymmetry, Corporate Governance,and Shareholder Wealth:Evidence From Unfaithful Disclosures of Korean Listed Firms".*Asia-Pacific Journal of Financial Studies*.(43):690-720.
- Hassanein,A.,and K.Hussainey.(2015)."Is forward-looking disclosure really informative? Evidence form UK narrative statements".*International of Financial Analysis*.(41):52-61
- Hassanein,Ahmed Abdelaziz Abdelallah.(2015)."Informativeness of Unaudited Forward-Looking Financial Disclosure: Evidence From UK Narrative Reporting".*PHD Thesis*,Unversity of Plymouth.UK.108-111.
- He, W. (2003). "Research of voluntary disclosure of listed firms[R]". Shenzhen Stock Exchange Research Report (In Chinese).
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*. 31 (1- 3): 405-440.
- Hossain,M.,K.Ahmed and J.Godfrey.(2005)."Investment Opportunity Set and Voluntary Disclosure of Prospective Information: A Simultaneous Equations Approach". *Journal of Business Finance and Accounting*.32(5)&(6):871-907.
- Hughes,J.,and S.Pae.(2014)."Discretionary Disclosure and Efficiency of Enterprenurial Investment". *Contemporary Accounting Research*.31(4):982-1007.
- Hunfer,B.(2007)."The SEC's MD&A: Does it Meet The Information Demand of Investor?". *Schmalenbach Business Review*.59:58-84.
- Hussainey,K., and M.Walker.(2009)."The effect of voluntary disclosure and dividend propensity on prices leading earnings". *Accounting and Business Research*.39(1):37-55.
- International Accounting Standards (IASB).(2010).Management Commentary: A Framework for Presentation, IFRS Practice Statement. London. Available at: www.iasb.org.
- International Federation of Accountants (IF AC). (2010). "*Handbook of International Quality Control, Auditing, Review, Other Assurance, and Related Services Pronouncements*". New York. March.
- Jiang,H.;A.Habib and R.Gong.(2015)."Business Cycle and Management Earnings Forecasts".*A Journal Accounting and Business Studies (ABACUS)*.51(2):279-310.

- Johnson,M.,R.Kaszniak, and K.Nelson.(2001)."The Impact of Securities Litigation Reform on The Disclosure of Forward-Looking Information by High Technology Firms". *Journal of Accounting Research*. 39(2):297-327.
- Johnstone, D. J. (2013). "Information, Uncertainty and the Cost of Capital in a Mean-Variance Efficient Market". *Working Paper* (Sydney: University of Sydney).
- Johnstone,D.,(2016)."The Effect of Information on Uncertainty and The Cost of Capital".*Contemporary Accounting Research*.33.(2):752-774.
- Koutmos,D.,(2015)."Is There A positive Risk-Return Tradeoff? A forward-Looking Approach to Measuring The Equity Premium". *European Financial Management*.21(5):974-1013.
- Lambert, R., C. Leuz and R. E. Verrecchia. (2012). "Information Asymmetry, Information Precision and the Cost of Capital". *Review of Finance*. 16 (1) 1–29.
- Lambert,R.,and R.and R.Verrecchia. (2015)."Information,Illiquidity,and cost of Capital". *Contemporary Accounting Research*.32(2):438-454.
- Li,F.,(2010)."The Information Content of Forward-Looking Statements in Corporate Filings-A Naïve Bayesian Machine Learning Approach". *Journal of Accounting Research*. 48(5):1049-1102.
- Li,X.,(2015)."Accounting Conservatism and The Cost of Capital:An International Analysis". *Journal of Business Finance and Accounting*.42(5)&(6):555-582.
- Lo,A.K.(2014)."Do Declines in Bank Health Affect Borrowers' Voluntary Disclosures? Evidence From International Propagation of Banking Shocks". *Journal of Accounting Research*. 52(2):541-581.
- Mathuva,D.(2012)."The determinants of forward-looking disclosure in interim report for non-financial firms: Evidence from a developing country". *international journal of Accounting and Financial Reporting*.2(2):125-141.
- McCaffrey,M.,(2016)."The Morals of Moral Hazard: A contracts Approach". *Business Ethics: A European Review*.1:16.
- Mercer, M. (2004). "How do investors assess the credibility of management disclosures".*Accounting Horizons*.Vol. 18 No. 3, pp. 185-196.
- Michelon,G.(2013)."Sustainability disclosure and reputation: A Comparative Study". *Corporate Reputation Review*. 14(2):79-96.
- Muslu, V.; S. Radhakrishnan; K.R. Subramanyam and D.Lim. (2015)."Forward-Looking MD&A Disclosure and the Information Environment". *Management Science*.61(5):931-948.
- Mutiva, J,A. Hood Ahmed and J.Wambui Muiruri-Ndirangu. (2015)."The Relationship between Voluntary Disclosure and Financial Performance of Companies Quoted at The Nairobi Securities Exchange". *International Journal of Managerial Studies and Research (IJMSR)*. 3 (6) : 171-195. Available at: www.arcjournals.org.
- O,Sullivan,M.,M., Percy and J. Stewart.(2008)."Australian Evidence on Corporate Governance Attributes and Their Association With Forward-Looking Information in The Annual Report". *J. Manage Governance*.12(1):5-35
- Qiao, X. (2003). "An empirical study into voluntary disclosure of listed companies in annual report". *Modern Economic Science (In Chinese)*. 25 (2) :74-78.
- QU,W.,M.Shan Ee, L.Liu, V.Wise and P,Carey.(2015)."Corporate governance and quality of forward-looking information Evidence from the Chinese stock market". *Asian Review of Accounting*. 23(1):39-67.
- Qu,W.;P.Leung.and B.Cooper.(2013)."A Study of Voluntary disclosure of Listed Chinese firms A Stakeholder Perspective". *Managerial Auditing Journal*.28(3):261-294.
- Ross, S., R. Westerfield, B. Jordan and J. Bley. (2014). "**Essentials of Corporate Finance**". First Middle East edition. McGraw Hill Education
- Schleicher,T.,M.Walker.(2010)."Bias in The Tone of Forward-Looking Narratives". *Accounting and Business Research*. 40(4):371-390.
- Seamer,M.,(2014)."Does Effective Corporate Governance Facilitate Continuous Market Disclosure?". *Australian Accounting Review*. 69(24):111-126.

- Sengupta, P. and S. Zhang (2015). "Equity-based Compensation of Outside Directors and Corporate Disclosure Quality". *Contemporary Accounting Research*. 32 (3) :1073–98.
- Skinner, Douglas J.(1995). "Do The SEC's Safe Harbor Provisions Encourage Forward-Looking Disclosures?". *Financial Analysts Journal*. 51(4):38-44.
- Srivastav,A., and J.Hagendorff.(2016). "Corporate Governance and Bank Risk Taking". *Corporate Governance: An International Review*.24(3):334-345.
- Tan,Y.,N. Xu;X.Liu and C.Zeng.(2015). "Does forward –looking non-financial information consistently affect investment efficiency?". *Nankai Business Review International*.6(1):2-19.
- Urquiza,F.B.,M.Cristina Abad Navarro and M.Trombetta.(2012). "Disclosure Strategies and Cost of Capital". *Managerial and Decision Economics*.33:501-509.
- Uyar,A., and M.Kilic.(2012). "Influence of Corporate attributes of Forward-Looking Information Disclosure in Publicly Traded Turkish Corporation". *Procedia Social and Behavioral Sciences*. 62:244-252.
- Wang.M., and K.,Hussainey (2013). "Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance". *Journal of Accounting and Public Policy*.32(3):26-49.
- Zhang, Z. and Zhu, W. (2007). "The empirical study on disclosure quality of listed companies in China". *Nankai Economic Studies (In Chinese)*. (1): 45-59.
- Zhu,F.,(2014). "Corporate Governance and The Cost of Capital: An International Study". *International Review of Finance*. (13):393-429.
- Richardson, S. (2006), "Over-investment of free cash flow", *Review of Accounting Studies*. 11(2,3):159-189.
- Liu,S.,(2015). "Corporate Governance and Forward-Looking Disclosure Evidence From China". *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*.(25):16-30.
- Gietzmann, M. and J.I Reland.(2005). "Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice". *Journal of Business Financ&Accounting*.32(3)&(4):599-634.

١٢ - ملاحق البحث:

ملحق رقم (١): الكلمات الرئيسية الدالة على المعلومات المستقبلية:

تعترم	العام أو الشهر المقبل	في انتظار	التعجيل أو الإسراع Accelerate	التوقع Anticipate
تهدف	التصور Envisage	السنة المالية الجارية	الإقناع Convince	الثقة
نأمل	قريباً	التنبؤ Forecast	نهائي Eventual	التقدير
تسعى	القادم	التطلع إلى الأمام	من المحتمل (من المستبعد)	تنوي (النوايا)
يعتقد	لا تزال قائمة	احتمال	خطة	الجديدة Novel
المستقبل	في وضع جيد	يجب (يتعين)	مجال	تجديد

ملحق رقم (٢): مؤشر جودة الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية:

عناصر المؤشر	م
معلومات عن استراتيجية وأهداف الشركة	
أهداف الشركة ورؤيتها ورسالتها.	١
خلفية تاريخية عن الشركة (شكلها القانوني، ونشأتها، وتطورها).	٢
استراتيجية الشركة وأعمالها التجارية والتسويقية المستقبلية.	٣
وصف نشاط السلع أو الخدمات التي تقدمها الشركة.	٤
المنتجات والخدمات الجديدة.	٥
الطاقة الإنتاجية للشركة.	٦
تحليل السوق، وحصة المنشأة السوقية، والنمو المتوقع للمنشأة في السوق.	٧
الهيكل التنظيمي للشركة.	٨
تحليل المنافسين على مستوى الصناعة.	٩
التحديات التي تواجهها الشركة في المستقبل.	١٠
توزيع الأرباح.	١١
المعلومات المالية المستقبلية	
المبيعات أو إجمالي الإيرادات.	١٢
صافي الدخل.	١٣
السعر المستهدف للسهم.	١٤
نصيب السهم في صافي الربح.	١٥
نسبة الزيادة المتوقعة في ربح السهم مستقبلاً.	١٦
معدل العائد الذي تحققه الشركة على أصولها.	١٧
الالتزامات المتوقعة.	١٨
الإيرادات والمكاسب العرضية المتوقعة.	١٩
المصروفات والخسائر العرضية المتوقعة.	٢٠
النفقات الرأسمالية المستقبلية.	٢١
مصروفات البحوث والتطوير المخططة.	٢٢
مصروفات الدعاية والإعلان.	٢٣
العوائد المتوقعة من فتح مجالات جديدة للاستثمار في الأسواق الخارجية.	٢٤

عناصر المؤشر	م
هيكل التمويل.	٢٥
التدفقات النقدية المتوقعة.	٢٦
الأرباح المتوقعة.	٢٧
المعلومات غير المالية المستقبلية:	
سياسة إدارة المخاطر للاستثمارات المستقبلية.	٢٨
الخطط التشغيلية للشركة في العام المقبل.	٢٩
خطط الاستثمار المستقبلية.	٣٠
العقود والاتفاقيات المستقبلية.	٣١
النظرة الاقتصادية المستقبلية للشركة.	٣٢
تأثير استراتيجية الأعمال على الأداء المستقبلي.	٣٣
الطرق والسياسات المستخدمة في إعداد القوائم المالية المستقبلية.	٣٤
المبادئ والسياسات المحاسبية والافتراضات التي بنيت على التوقعات المستقبلية.	٣٥
المخاطر المحيطة بالتوقعات المالية وأسبابها وأثارها المحتملة على الأداء المالي المستقبلي.	٣٦
مناقشة وتعليق الإدارة على أداء العام الماضي مقارنة بالتنبؤات السابقة.	٣٧
هيكل رأس المال الفكري (الداخلي، والخارجي، والبشري).	٣٨
معلومات عن طريقة الإفصاح عن المعلومات المستقبلية:	
يظهر الإفصاح عن المعلومات المستقبلية تحت عنوان مستقل في التقارير السنوية.	٣٩
يتم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في قائمة منفصلة.	٤٠
يتم الإفصاح عن المعلومات المستقبلية في خانة مستقلة ضمن القوائم المالية التاريخية، أم ضمن تقرير مجلس الإدارة أم ضمن الإيضاحات المتممة.	٤١
يتم تحديث المعلومات المستقبلية المنشورة على موقع الشركة باستمرار.	٤٢
معلومات عن البيئة الخارجية:	
معلومات عن تأثير الأحداث الجارية سواء أكانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية على الأداء المستقبلي.	٤٣
النظرة الاقتصادية المستقبلية للصناعة التي تنتمي إليها الشركة.	٤٤
معدلات نمو الصناعة ومدى إمكانية تطوير المنتجات.	٤٥
الإفصاح عن المخاطر (السياسية، والمالية، والسوق، والصناعة)، والموارد والعلاقة بينهما.	٤٦
معدلات النمو في تكنولوجيا الإنتاج المستخدمة مقارنة بالصناعة.	٤٧
الجوانب القانونية والتشريعية.	٤٨
معلومات عن آليات الحوكمة:	
مجلس الإدارة واللجان التابعة له.	٤٩
آليات الحوكمة في الشركة.	٥٠