

## الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

## 1. مقدمة:

تحتل سوق الاوراق المالية أهمية كبيرة لاسيما في الدول النامية فهي تساهم في حشد مدخرات الأفراد المعطلة وتحويلها الى رأس مال موظف فعال يدر عوائد عبر الاستثمار في الأدوات المالية المختلفة، من ناحية اخرى فإن إدراج الشركة في السوق المالي يجعلها محط اهتمام و متابعة من جمهور المستثمرين.

يؤثر مستوى الإفصاح المالي في تكلفة رأس المال وعوائد الأسهم حيث وجد عدد من الباحثين أن إفصاح الشركة عن أدائها ووضعها المالي يلعب دوراً هاماً في تكوين صورة عن الوضع المالي للشركة وأدائها واتجاهاتها المستقبلية ويزيد ثقة المستثمر بالشركة وصولاً لزيادة الطلب على أسهمها و بالتالي يخفض تكلفة رأس المال. و بالعكس فإن إفصاح مالي منخفض يمكن أن يؤدي إلى اتخاذ المستثمر قرار استثماري غير رشيد وتحقيق خسارة غير مرغوبة كما أنه يقلل ثقة المستثمر بالشركة المعنية.

ولأن الهدف من أي استثمار هو تحقيق عائد مناسب لدرجة المخاطر الذي يتضمنه الاستثمار، ظهر العديد من النماذج والدراسات التي تتنبأ بمعدل العائد السوقي للسهم من أشهرها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Assets Pricing Model ونظرية التسعير بالمراجعة (APT) Arbitrage Pricing Theory . بما يساعد المستثمر على اتخاذ قراره بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ.

يفترض نموذج تسعير الاصول الرأسمالية أن عائد الورقة المالية يتكون من شقين: الأول هو معدل العائد الخالي من المخاطر  $R_f$  والثاني علاوة مخاطر السوق وهو عبارة عن حاصل ضرب معامل بيتا بعلاوة السوق  $\beta(R_m - R_f)$ ، بينما ترى نظرية المراجعة أن هناك العديد من العوامل الاقتصادية التي تؤثر على العائد لكن المشكلة في هذه النظرية أنها تركت الباب مفتوحاً ولم تحدد تلك العوامل.

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من ثم معرفة أثر هذا المتغير في عوائد أسهم هذه الشركات وتحديد طبيعة هذه العلاقة إن وجدت هل هي طردية أم عكسية العلاقة آخذة بعين

الاعتبار مجموعة من المتغيرات المستقلة الأخرى التي أشارت الدراسات السابقة لإمكانية تأثيرها في عوائد الأسهم.

## 2 . مشكلة الدراسة

يحتاج المستثمر في جميع الأسواق المالية لاسيما في سوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق المالية لمعرفة أهم العوامل التي تؤثر في عوائد الاسهم وذلك ليتمكن من اتخاذ قراره الاستثماري بشكل سليم. إن المستثمر الرشيد يبني هذا القرار بعد دراسة و تحليل المعلومات التي يتم الافصاح عنها من قبل الشركات المدرجة وبالاعتماد على الإشارات الصادرة في تقارير الشركة السنوية، جاء هذا البحث لتحديد العلاقة بين مستوى إفصاح هذه الشركات وبين عوائد أسهمها وتحديد طبيعة هذه العلاقة في حال وجودها هل هي طردية أم عكسية. بالتالي تتجسد مشكلة البحث في الإجابة عن التساؤلين التاليين:

١. ما هي العوامل المؤثرة في جودة الإفصاح المالي وخاصة مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟
٢. هل يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية؟

## ٣. أهمية الدراسة

تكمن أهمية البحث في ناحيتين:

- الناحية العملية: أهمية البحث تكمن في النتائج التي سيتوصل لها فهي تفيد الجهات الرقابية في تحديد متطلبات الإفصاح التي يجب أن تلتزم بها الشركات المدرجة، إن معرفة العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري يساعد الجهات الرقابية ومنها هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية في التركيز على أهم تلك العوامل بهدف رفع مستوى الإفصاح ربما من خلال فرض متطلبات إفصاح أعلى أو تحويل بعض الإفصاحات من اختيارية إلى إجبارية.

كما تعتقد الباحثة أن للدراسة نتائج هامة بالنسبة للشركات. فعندما تعلم إدارة الشركة أن المستثمر يهتم بجودة الإفصاح و أن المستثمرين يقدرّون أهمية الإفصاح الذي تقدمه الشركات وبالتالي يزداد إقبالهم على شراء أسهم الشركات ذات الإفصاح الأعلى والشركات التي تورّد معلومات إضافية أكثر من غيرها فإنها ستعمل على رفع مستوى إفصاحها الاختياري بما يرفع أسعارها ويخفض بالتالي تكلفة أموالها.

• الناحية الأكاديمية : يغني هذا البحث المكتبة العربية والمحلية ويرفدها بهذه الدراسة عن سوقنا المحلية ليستفيد منها كل من يتأثر بهذه السوق كما أنها هامة لكل باحث يتخذها كمرجع لمعرفة العوامل المؤثرة في عوائد أسهم سوق دمشق للأوراق المالية وفيما إذا كان لمستوى الإفصاح الاختياري تأثير في عوائد الأسهم.

#### ٤. أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى:

١. تحديد العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
٢. اختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وكيفية اختلاف هذه العوائد تبعاً لاختلاف مستوى الإفصاح.

#### ٥. متغيرات الدراسة

١. المتغير التابع: العوائد السوقية الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للسنوات من ٢٠١٠ وحتى عام ٢٠١٣ ، ويحسب عائد السهم الواحد بالعلاقة التالية

$$R=\ln(P_1)-\ln(P_0)$$

حيث P1 سعر السهم في آخر يوم تداول في الشهر

P0 سعر السهم في أول يوم تداول في الشهر

## ٢. المتغير المستقل:

مستوى الإفصاح الاختياري: تم قياس هذا المتغير عن طريق استخدام مؤشر للإفصاح الاختياري (Voluntary disclosure index) المستخدم في دراسة (Meek,1995) و دراسة (Chau & Gray,2002) و يتكون المؤشر من ٦٠ بند.

بعد ذلك تم مقابلة المعلومات الموجودة في قائمة الإفصاح الاختياري بالتقارير السنوية المنشورة لكل شركة و أعطى الوزن 1 للبند الذي تفصح عنه الشركة والوزن 0 للبند الذي لا تفصح عنه. ثم تم جمع النقاط لكل شركة وتحديد نسبة الإفصاح الاختياري لها بقسمة مجموع نقاطها على مجموع نقاط المؤشر الكلية وعددها ٦٠ وبذلك يكون مستوى الإفصاح لكل شركة يساوي عدد البنود المفصح عنها مقسوماً على عدد البنود الاجمالي ٦٠ وأخذ هذا المتغير نفس القيمة لكل شهر

## ٦. منهجية الدراسة

تم الاعتماد على المدرسة الوصفية القائمة على توليد فرضيات بين مجموعة من المتغيرات ومن ثم اختبارها من خلال أساليب كمية مناسبة وبذلك تم استخدام برنامج Excel لمعالجة البيانات وحساب المتغيرات المستقلة واستخدام البرنامج الإحصائي Eviews لاختبار أثر كل متغير من المتغيرات المستقلة على حدا في العائد السوقي للسهم من خلال معادلة نموذج الانحدار الخطي البسيط واستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار أثر أكثر من متغير مستقل في المتغير التابع وهو العائد السوقي للسهم واخذ نموذج الانحدار الخطي الشكل التالي:

$$R=\alpha+\times_i\beta_i$$

## ٧. فرضيات الدراسة

يسعى البحث لاختبار الفرضيتين الرئيسيتين التاليتين:

١.  $H_{01}$ : لا توجد علاقة جوهريّة ذات دلالة إحصائية بين عدد من المتغيرات المستقلة وبين مستوى الإفصاح الاختياري للشركة المصدرة لهذا السهم" ومنها تكون الفرضيات الفرعية التالية:

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة ومستوى الإفصاح الاختياري

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم مجلس الإدارة ومستوى الإفصاح الاختياري

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عمر الشركة ومستوى الإفصاح الاختياري

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدد المساهمين ومستوى الإفصاح الاختياري

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية ومستوى الإفصاح الاختياري

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة ومستوى الإفصاح الاختياري

٢.  $H_{02}$ : لا توجد علاقة جوهريّة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري للشركة بالإضافة لمتغيرات مستقلة أخرى وبين عائد سهم الشركة المصدرة لهذا السهم" ومنها تكون الفرضيات الفرعية التالية:

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري وعائد السهم

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وعائد السهم

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المخاطر المنتظمة(بيتا) وعائد السهم

• لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية وعائد السهم

## 8. مصادر جمع البيانات

تم جمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة بالرجوع إلى التقارير والقوائم المالية المنشورة للشركات المدروسة ودليل الحوكمة والتعليمات الصادرة عن هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية وكذلك الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية [www.dse.sy](http://www.dse.sy) بالإضافة للمواقع الإلكترونية للشركات المدرجة

## 9. مجتمع وعينة الدراسة

تشمل الدراسة أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية الممثلة للقطاعات التالية ( قطاع البنوك ، قطاع التأمين ،قطاع الخدمات، قطاع الزراعة والصناعة). بالتالي تتضمن عينة الدراسة العوائد الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الأعوام من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٣ وعددها ٢٢ شركة ولم يتم تضمين عام ٢٠١٤ في الدراسة نظراً لتأخر صدور تقرير الحوكمة حتى نهاية عام ٢٠١٥ حيث تم الاعتماد على تقرير الحوكمة في بعض بيانات مؤشر الإفصاح وتم استخدام أسلوب اللوحة PanelData وبلغ عدد المشاهدات ٦٣٠ مشاهدة

## 10. محددات الدراسة:

- عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية محدود بالإضافة الى قصر سنوات الدراسة مما استدعى أخذ المتغيرات بشكل شهري وذلك لزيادة عدد المشاهدات والتغلب على هذه المشكلة
- تعاني سوق دمشق من غياب التنويع في القطاعات حيث تتركز الشركات المدرجة في القطاع المصرفي مما يعيق تعميم النتائج على جميع القطاعات
- استبعاد بنك الشام من الدراسة لعدم حصول تداول على أسهمه خلال فترة الدراسة
- تم استخدام مؤشر لقياس مستوى الإفصاح الاختياري يحول المعلومات النوعية إلى كمية من خلال إعطاء نسبة لكل شركة تعبر عن درجة إفصاحها

بتقسيم عدد البنود التي تفصح عنها على العدد الإجمالي لبنود المؤشر، ونظرا لوجود أساليب أخرى لقياس مستوى الإفصاح الاختياري فإن نتائج الدراسة ستتأثر بالأسلوب المستخدم واتباع أساليب أخرى للقياس ربما ينتج عنها نتائج مغايرة.

- لم تميز الدراسة بين القطاعات المختلفة عند دراسة العوامل المؤثرة في إفصاح الشركات المدرجة في السوق رغم احتمال اختلاف العوامل المؤثرة في كل منها بسبب اختلاف العوامل المؤثرة في كل من تلك القطاعات.
- الظروف الاستثنائية التي تمر بها سوق دمشق للأوراق المالية نتيجة الأزمة التي تمر بها البلاد والتي تسببت في انخفاضات متتالية في أسعار الأسهم قبل أن ترتفع لاحقا في عام ٢٠١٣.

## 11. الدراسات السابقة:

الدراسات السابقة المتعلقة بالإفصاح: تعددت طرق قياس مستوى الإفصاح في الدراسات السابقة وفيما يلي عرض لهذه الدراسات مقسمة حسب طريقة قياسها لمستوى الإفصاح:

- دراسات استخدمت مؤشر لقياس الإفصاح

١-دراسة (دحدوح وحمادة، ٢٠١٥) بعنوان

"نموذج مقترح لقياس الإفصاح الاختياري وتطبيقه على بيئة الأعمال السورية"

هدفت هذه الدراسة إلى صياغة نموذج متكامل للإفصاح الاختياري في بيئة الأعمال السورية ومن ثم تم تطبيق هذا النموذج على الشركات الـ ٢٢ المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لعام ٢٠١٢ وتضمن النموذج مجموعة من المعلومات المستمدة من الدراسات السابقة والأبحاث ذات الصلة وتوصل الباحثان إلى صلاحية هذا النموذج لقياس الإفصاح الاختياري وأن الشركات المدرجة في سوق دمشق المالي لم تفصح عن المعلومات الواردة في النموذج بالشكل المقبول إذ بلغت أعلى نسبة للإفصاح ١٠%.



٢- دراسة (Antonios et al,2013) بعنوان:

“Company Characteristics and Human Resource Disclosure in Greece”

هدفت هذه الدراسة لمعرفة أثر مجموعة من العوامل في جودة الإفصاح عن الموارد البشرية من خلال تحليل القوائم المالية لعدد من الشركات اليونانية المدرجة في السوق المالي لعام ٢٠٠٩. وهذه العوامل متمثلة ب: حجم الشركة مقاساً باللوغاريتم الطبيعي للموجودات، القطاع الذي تنتمي له الشركة (طاقة وبناء ، خدمات مالية)، ربحية الشركة مقاسة بـ (ربحية السهم، العائد على الموجودات، العائد على حقوق الملكية)، حصة الشركة السوقية في السوق المالي، استخدام الشركة دليل GRI لإعداد القوائم المالية وهو عبارة عن مجموعة من معلومات يجب الإفصاح عنها تم إعدادها من منظمة Global reporting initiative وهذه التعليمات تستخدمها معظم الشركات اليونانية بهدف تحسين سمعتها وزيادة ثقة المستثمرين بها وزيادة قدرتهم على تقدير القيمة الحقيقية للمنشأة

تم قياس جودة الإفصاح المالي عن طريق إعداد مؤشر يتكون من ١١ بند متعلقة بموظفي المنشأة مثل معدل دوران الموظفين والحوافز والإصابات وغيرها من البنود وتم إعطاء وزن نسبي متساوي لكل بند

وتوصلت نتائج البحث الى أن الشركات التي تتبع دليل GRI لإعداد تقاريرها المالية والتي لها قيمة سوقية مرتفعة تميل الى الإفصاح عن معلومات أكثر عن الموارد البشرية، ولم يتوصل البحث لوجود علاقة بين كل من حجم الشركة و القطاع والربحية وبين مستوى الإفصاح لديها

٣- دراسة (Ismail&EL\_Shaib,2012) بعنوان

“Impact of Market and Organizational Determinants on Voluntary Disclosure in Egyptian companies”

هدفت هذه الدراسة لمعرفة أثر السوق والعوامل التنظيمية فيه على مستوى الإفصاح في الشركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية من عام ٢٠٠٧ إلى ٢٠٠٩، تم إعداد مؤشر لقياس الإفصاح المالي يعتمد على المعلومات المالية وغير المالية والمعلومات الاستراتيجية والاتجاه المستقبلي للشركة

توصلت النتائج إلى أن مستوى الإفصاح بين الشركات المصرية يتراوح بين المنخفض والمتوسط، أيضاً توصلت الاختبارات لعدم وجود علاقة جوهريّة بين الإفصاح المالي وكل

من المنافسة وجودة الأرباح ، وأنه كلما زاد مستوى الإفصاح كلما انخفضت مشكلة عدم تماثل المعلومات في تقارير الشركة لذلك تسعى الشركات المصرية للإفصاح عن معلومات أكثر اختياريًا للحد من هذه المشكلة

٤- دراسة (Nosheen,2010) بعنوان

“Determinants of Disclosure Quality in Pakistani Corporate Culture”

هدفت هذه الدراسة لمعرفة العوامل المؤثرة في جودة الإفصاح المالي لعدد من الشركات المدرجة في سوق كراتشي لعام ٢٠١٠ و عددها ١٩٨

المتغيرات المستقلة متمثلة بما يلي: نسبة المدراء غير التنفيذيين /عدد المدراء الكلي في مجلس الإدارة، تركيز الملكية من خلال مجموع عدد المساهمين الذين يمتلكون نسبة ١٠% أو أكثر من رأسمال الشركة، الحجم مقاساً باللوغاريتم الطبيعي للموجودات، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية لحقوق الملكية

تم قياس المتغير التابع المتمثل بجودة الإفصاح المالي بإعداد مؤشر مؤلف من ١٠٠ بند تشمل معلومات عن أهداف الشركة والمساهمين وتقرير مجلس الإدارة ولجنة المراجعة والموظفين و استراتيجية الشركة ورسالتها

وتوصلت النتائج لوجود علاقة طردية بين جودة الإفصاح المالي وكل من: (نسبة المدراء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية)

وعلاقة عكسية بين جودة الإفصاح المالي وتركز الملكية

٥- دراسة (Hussainey,2014), بعنوان:

“Disclosure quality in Tunisian annual reports”

تم اجراء هذه الدراسة على ٥٦ تقرير سنوي لمجموعة من الشركات التونسية لعامي ٢٠٠٧-٢٠٠٨ بهدف الوصول لمحددات جودة الإفصاح المالي في هذه الشركات وهذه العوامل متمثلة بـ(استقلالية مجلس الإدارة، حجم مجلس الإدارة، الشركات العائلية، عمر الشركة، جودة المدقق الخارجي ،حجم نشاط الشركة)

تم إعداد مؤشر يتكون من ١٩ بند لقياس جودة الإفصاح المالي وتوزعت هذه البنود في خمس مجموعات : (الموثوقية - القابلية للفهم - القابلية للمقارنة -التوقيت المناسب - الملاءمة) توصلت النتائج لوجود علاقة طردية بين جودة الإفصاح المالي وحجم مجلس

الإدارة وعلاقة عكسية مع استقلالية مجلس الإدارة ولعدم وجود علاقة جوهرية بين الإفصاح المالي وكل من (الشركات العائلية، عمر الشركة، جودة المدقق الخارجي) في حين أشارت بعض الدراسات إلى أن جودة الإفصاح المالي تتخفف في الشركات العائلية

٦- دراسة (Ferdy et al,2009) بعنوان

“Quality of Financial Reporting: Measuring Qualitative Characteristics”

تم إجراء هذه الدراسة على ٢٣١ تقرير سنوي للشركات المدرجة في السوق الأمريكية والبريطانية والهولندية لعامي ٢٠٠٥ و ٢٠٠٧ لقياس مستوى الإفصاح المالي لديها عن طريق إعداد مؤشر مكون من ٢١ سؤال متمحور حول خصائص المعلومات المعروضة في التقارير المالية وتقرير مجلس الإدارة وهي: (الملاءمة، الموثوقية، القابلية للمقارنة، التوقيت الملائم، الحيادية) ويتم الإجابة على هذه الأسئلة بإعطاء علامة من ١ إلى ٥. توصلت النتائج إلى جودة هذا المقياس وفاعليته في تحديد مستوى الإفصاح المالي في التقارير المدروسة

٧- دراسة (Landgraf,2003) بعنوان :

“Corporate disclosure quality and corporate reputation”

تم إجراء هذه الدراسة على عدد من أكبر الشركات الأمريكية من ١٩٨٦ إلى ١٩٩٠ لتحديد العلاقة بين مستوى الإفصاح لكل شركة وترتيبها حسب سمعتها، تم قياس سمعة الشركة من خلال إجراء مسح استطلاعي موجه للمدراء والمحللين عبر مجلة Fortune بإعطاء تقييم لكل شركة حسب جودة إدارتها وخدماتها والاختراعات وقدرتها على جذب العملاء، وتم قياس الإفصاح بإعداد مؤشر يتكون من ١٠٠ بند باستخدام التقارير السنوية والرعية ل ٣٧٤ شركة أمريكية، توصلت النتائج لوجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح المالي وسمعة الشركة

٨- دراسة (Askary&Jackling,2005) بعنوان

“Corporate financial disclosure practices in Asian and Middle Eastern countries”

متفقاً مع دراسة 2012 (Chakroun and Matoussi)  
٢ (Chau and Gray,2002)

هدفت هذه الدراسة لقياس مستوى الإفصاح المالي في الشركات العاملة في الدول الآسيوية (بنغلاديش، اندونيسيا، ماليزيا) وعدد من دول الشرق الأوسط (البحرين، عمان، قطر، السعودية، إيران، الأردن، الكويت، باكستان، تركيا) ومدى توافق التقارير المنشورة في هذه الدول مع معايير المحاسبة الدولية، وتم إعداد مؤشر للإفصاح المالي يتكون من ٣٠٦ بند مستنداً الى ٣٠ معيار لإعداد التقارير المالية صادر عام ١٩٩٧، توصلت النتائج إلى توافق التقارير في هذه الدول مع المعايير الدولية مع مستويات متباينة للإفصاح المالي في كل دولة وبينت أن (الكويت، ماليزيا، اندونيسيا) حققت المستويات الأعلى من الإفصاح

٩-دراسة (المرعي، 2013)

بعنوان "العوامل المؤثرة في مستوى إفصاح الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر مجموعة من العوامل المستقلة المتمثلة بما يلي: (حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، ربحية الشركة و عمر الشركة) على مستوى الإفصاح المالي للشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٢

واعتمدت الباحثة على مؤشر S&P500 في قياس مستوى الإفصاح وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح وكل من حجم الشركة وحجم مجلس الإدارة وعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح وكل من العائد على الأصول كممثل لربحية الشركة وعمر الشركة

١٠- دراسة (الشناق، ٢٠١٢)

بعنوان "الإفصاح عن حوكمة الشركات والأداء المالي: دراسة تطبيقية عن البنوك التجارية الأردنية"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مستوى الإفصاح الإجمالي والاختياري عن معلومات حوكمة الشركات في التقارير المالية السنوية للبنوك التجارية الأردنية وتحديد العلاقة بين مستوى الإفصاح الإجمالي والاختياري والأداء المالي للبنوك التجارية الأردنية خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠١١) وذلك لعينة مكونة من ١١ بنكاً تجارياً، تم قياس الإفصاح عبر إعداد مؤشر مكون

من ٤١ بند وتم قياس الإداء المالي من خلال نسب الربحية ROA,ROE,EPS وتوصلت الباحثة إلى عدة نتائج تلخصت بـ:

مستوى الإفصاح بشقيه الإجمالي والاختياري مرتفع لدى البنوك الأردنية لكن مستوى الإفصاح الإجمالي أعلى من الاختياري، عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الإجمالي عن حوكمة الشركات في التقارير المالية السنوية والأداء المالي، كذلك عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري عن حوكمة الشركات وبين EPS، بينما توصلت لوجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري وبين ROE و ROA

١١-دراسة (غزوي، ٢٠١٠)

بعنوان "حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية"

هدفت هذه الدراسة إلى بيان أثر حوكمة الشركات على مستوى الإفصاح في الشركات المساهمة العامة السعودية، تم إعداد مؤشر للإفصاح يتكون من ٤١ بند يتعلق بالإفصاح عن معلومات عامة عن الشركة وعن مجلس الإدارة وعن المعلومات المالية، بتحليل القوائم المالية لـ ٨٩ شركة سعودية لعام ٢٠٠٩ تم التوصل لما يلي : وجود علاقة طردية غير ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح في القوائم المالية وبين نسبة الملكية العائلية، وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح ووجود لجنة مراجعة وتركز الملكية وحجم الشركة، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية غير ذات دلالة إحصائية بين استقلال مجلس الإدارة ومستوى الإفصاح

١٢- دراسة (مارق، ٢٠٠٩) بعنوان

"قياس مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة السعودية"

قام الباحث بقياس كمية ونوعية الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات السعودية من خلال تحليل التقارير المالية لـ ٥٢ شركة مساهمة لعام ٢٠٠٥

تم إعداد مؤشر يتكون من ٦٠ بند يعبر عن المعلومات الاختيارية التي تفصح عنها هذه الشركات والتي تزيد عن الإفصاحات الإلزامية. توصل الباحث الى أن الشركات السعودية

تميل لمزيد من الإفصاح عن بنود عديدة للأطراف ذوي العلاقة والمهتمين وأهمها الأهداف المالية والتسويقية للمنشأة ومعدلات الربحية والسيولة ومهام لجنة المراجعة وعدد أعضائها

١٣- دراسة (Hany & Hussainey, 2012) بعنوان

"Determinants of Narrative Risk Disclosures in UK Interim Reports"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العوامل التي تؤثر في إفصاحات الشركات البريطانية في التقارير المرحلية من حزيران ٢٠٠٩ إلى أيار ٢٠١٠ وبشكل خاص الإفصاحات السردية، تكونت العينة من ٧٢ شركة بريطانية، تم قياس الإفصاح المالي عبر إحصاء الكلمات الواردة في التقارير والتي تعبر عن المخاطر مثل خطر، مجازفة، تهديد... إلخ توصلت النتائج لوجود علاقة طردية بين الإفصاح وكل من حجم الشركة والقطاع التي تنتمي له و وجود علاقة غير ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح وكل من نسب السيولة والربحية والرافعة المالية

- دراسات اعتمدت تعداد كلمات معينة لقياس الإفصاح

١٤- دراسة (Hussainey and Najjar, 2011) بعنوان

"Future-Oriented Narrative Reporting : Determinants and Use"

قام الباحثان بإجراء هذه الدراسة على ٣٥٧ شركة بريطانية مدرجة في سوق لندن المالي خلال الفترة ١٩٩٦ حتى ٢٠٠٢ وذلك لتحديد العوامل التي تؤثر في إفصاح الشركات عن اتجاهاتها المستقبلية في التقارير المالية وتوصل البحث الى أن إفصاح الشركات يتأثر بعدة عوامل أهمها حجم الشركة بالإضافة إلى الربحية وعدد المدراء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة. وقد توصل الباحثان لوجود علاقة طردية جوهرية بين كل من إفصاح الشركة والتوزيعات أي أن الشركات التي تفصح أكثر تميل لتوزيع ربح أكبر للسهم الواحد.

بعنوان "Disclosure Quality and Stock Returns in the UK"

هدفت هذه الدراسة لمعرفة مدى تأثير جودة الإفصاح الذي تقدمه الشركات في التقارير المالية في قدرة المستثمر على التنبؤ بعوائد أسهم هذه الشركات في المستقبل. تم إجراء الدراسة على مجموعة من الشركات في بريطانيا خلال الفترة من تموز 1997 إلى حزيران 2004. أضاف الباحثان عامل جودة الإفصاح إلى نموذج فاما و فرنش ذي العوامل الثلاثة وتوصلا إلى أهمية جودة الإفصاح بالنسبة للمشاركين في السوق المالي وأن عامل جودة الإفصاح المضاف إلى نموذج فاما وفرنش مفيد كعامل مخاطرة اضافي.

شكل الباحثان مجموعة محافظ استثمارية بناء على درجة جودة الإفصاح للشركات موضوع الدراسة. وتم احتساب العوائد لهذه المحافظ وتوصل الباحثان إلى أن عوائد أسهم المحافظ التي لها عامل جودة إفصاح مرتفع أقل من عوائد أسهم المحافظ التي لها عامل جودة إفصاح منخفض ما يشير إلى أن الشركات التي تتمتع بجودة إفصاح أعلى تحقق أسهمها عوائد أقل وبالعكس. تتفق هذه النتيجة مع الفرضية القائلة أن الشركات التي تتمتع بجودة إفصاح أعلى لها مخاطر أقل من الشركات ذات جودة الإفصاح الأقل .

بعنوان "Market Risk Disclosure: Evidence from Malaysian Listed Firms"

تم إجراء هذه الدراسة على ٤٢٩ شركة مدرجة في السوق الماليزية لقياس مدى إفصاحها عن المخاطر السوقية والائتمانية ومخاطر سعر الصرف، أيضا التعرف عما إذا كانت هذه الشركات تفصح عن أهداف استخدامها للمشتقات المالية وأدوات التحوط والمخاطر المترتبة على ذلك، تم قياس مستوى الإفصاح عبر إحصاء عدد من الكلمات المفتاحية المرتبطة بالمتغيرات المدروسة مثل (أدوات تحوط، مشتقات مالية، مخاطر سوقية...) وغيرها من الكلمات

توصلت النتائج إلى أن معظم الشركات تفصح عن معلومات أساسية مثل الأهداف والرسالة، لكن ليس كل الشركات تفصح عن المعلومات المتعلقة بالمشتقات المالية و مخاطرها والمخاطر السوقية

- دراسات استخدمت طريقة الاستبيان لقياس الإفصاح  
- ١٧ - دراسة (Aranoff, 2003) بعنوان:

"Improving disclosure and transparency in nonprofit accounting"

هدفت هذه الدراسة إلى تحسين مستوى الشفافية والإفصاح في المنظمات غير الربحية. وقام الباحث بإعداد استبانة لقياس مستوى الإفصاح عن البيانات المالية في هذه المنظمات وتم توزيعها على ٥٠ موظفاً وموظفة في المستويات الإدارية العليا والوسطى. اعتبر الباحث أن المنظمات غير الربحية تنطبق عليها نفس الشروط والقواعد التي تنطبق على المنظمات الربحية وأكد أن الإفصاح الكامل يساهم في إرساء قواعد الشفافية في العمل. وتوصل الباحث إلى أن المنظمات التي تنشر بياناتها المالية بشكل كامل تتمتع باستقرار أكبر من غيرها من الشركات التي لا تلتزم بمعايير الإفصاح الدولية وبالتالي فإن على المنظمات غير الربحية العمل على نشر قوائمها المالية وتبني الإفصاح المحاسبي الذي من شأنه أن يزيد استقرارها المالي.

١٨ - دراسة (دحدوح وحمادة، ٢٠١٤): بعنوان

"دور الإفصاح الاختياري في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، دراسة ميدانية"

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار أثر الإفصاح في تعزيز الثقة بالتقارير المالية واستخدام الباحثان الاستبانة كأداة للبحث تم توزيعها على عينتين هما المدققون الخارجيون المعتمدون من هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية والمدققون الداخليون في الشركات المدرجة، وتوصل البحث إلى أن الإفصاح الاختياري يساهم بشكل فعال في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق المالي كما أنه لا توجد فروقات إحصائية بين آراء العينتين.



١٩- دراسة (المهندي وصيام، ٢٠١٠)

بعنوان "أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى تلبية المعلومات الواردة في التقارير المالية السنوية لاحتياجات المستثمرين وقياس مستوى الإفصاح في هذه التقارير بهدف تحديد العلاقة بين مستوى الإفصاح المحاسبي ونسبة التغير في أسعار أسهم الشركات المساهمة الأردنية وتحديد العلاقة بين مستوى الإفصاح والقيمة السوقية للسهم تاريخ صدور التقرير، كما هدفت هذه الدراسة لمعرفة مدى تأثير مؤشرات أداء الشركة (العائد على السهم بعد الضرائب والعائد الموزع للسهم) في مستوى الإفصاح، تم إجراء الدراسة بإعداد استبانة ضمت ١٥٦ بند متوقع الإفصاح عنها في التقارير المالية السنوية المنشورة وتم توزيع هذه الاستبانة على عينة بلغ حجمها ٦٥ من الوسطاء والمحللين الماليين والمستثمرين، وتوصل البحث لمجموعة من النتائج أهمها أن العلاقة طردية بين مستوى الإفصاح المحاسبي وبين كل من إجمالي الأصول وحجم المبيعات السنوية وعدد المساهمين، وظهرت علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح وأسعار الأسهم السوقية في تاريخ نشر التقارير وتختلف هذه العلاقة باختلاف مؤشرات الأداء المتمثلة بالعائد على السهم والعائد الموزع للسهم

٢٠- دراسة (أبو نصار والزبيبات، ٢٠١٠)

بعنوان: "أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية"

هدفت هذه الدراسة إلى التحقق من مدى أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية الأردنية للعام ١٩٩٨ الخاصة بالبيانات الدورية للشركات المساهمة العامة في الأردن وذلك من وجهة نظر المدققين الخارجيين ومعدّي البيانات المالية والمستثمرين. وتم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي بالإضافة لتصميم استبانة وجهت إلى عينة من المدققين ومعدّي البيانات المالية والمستثمرين وتوصل الباحثان إلى أهمية البنود التي تتضمنها تعليمات الإفصاح في خدمة مستخدمي القوائم المالية وتوصلاً أيضاً إلى أن تعليمات الإفصاح تساعد في تحسين نوعية المعلومات المنشورة وأهميتها.

٢١- دراسة (ALhazaymeh,2013) بعنوان

"The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Voluntary Disclosure in Annual Reports among Listed Jordanian Companies"

هدفت هذه الدراسة لاختبار العلاقة بين كل من حوكمة الشركات وهيكل الملكية وبين جودة الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة ٢٠٠٢-٢٠١١ وتضمنت العينة ٧٣ شركة غير مالية، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية جوهرية بين درجة الإفصاح وكل من نشاط مجلس الإدارة مقاساً بعدد الاجتماعات خلال السنة ونسبة المدراء غير التنفيذيين، بينما كانت العلاقة عكسية بين درجة الإفصاح وبين نسبة الملكية المؤسسية في الشركة

٢٢- دراسة (Wagner , 2011) بعنوان

"An investigation of the causal effect of Voluntary Disclosure Quality on " cost of Equity Capital"

أجرى الباحث هذه الدراسة على ١٣٠ شركة سويسرية مختلفة من حيث عدة خصائص كالحجم ونسبة الرافعة المالية والربحية ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية وذلك لتحديد العلاقة بين جودة الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس مال الشركة، باستخدام اختبار 2SLS. توصل البحث لوجود علاقة جوهرية بين هذين المتغيرين وتتوقف طبيعة هذه العلاقة على سجل الشركة، حيث تكون هذه العلاقة طردية بالنسبة للشركات التي تفصح عن معلومات تاريخية أكثر في التقارير السنوية وعكسية بالنسبة لباقي الشركات، أيضاً توصل الباحث لعدم وجود علاقة جوهرية بين تكلفة رأس المال وكل من: حجم الشركة، الربحية، الرافعة المالية

٢٣- دراسة (lakhal,2009)

بعنوان "Does corporate disclosure policy change financial analysts behavior? Evidence from France"

الهدف من هذه الدراسة اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وبين سلوك المحلل المالي ومعرفة ما إذا كان المحلل المالي يميل لاتباع الشركات التي تقدم إفصاحات اختيارية أكبر ، بإجراء الدراسة على ١٥٤ شركة مدرجة في السوق المالية الفرنسية من خلال الفترة من ١٩٩٨-٢٠٠١ تم التوصل إلى أن مزيد من الإفصاحات الاختيارية تؤدي إلى تضائل التباين بين توقعات المحللين الماليين وتقلص مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق المالي مما يدفع المحلل لتتبع الشركات ذات مستوى الإفصاح الأعلى

٢٤- دراسة (Marlin. et al,2006) بعنوان:

"Does quantity reflect quality? Financial disclosure size and future performance"

هدفت هذه الدراسة لمعرفة ما إذا كان حجم الإفصاح المالي يساعد المستثمرين في التنبؤ بأداء الشركات في المستقبل. تم إجراء الاختبار على جميع أسهم مؤشر S&P500 خلال سبع سنوات ممتدة من 1995 إلى 2001 ولم يقدم البحث دليل ثابت على وجود العلاقة بين حجم الإفصاح المالي وأداء الشركة بحيث توصل البحث إلى أن تفسير الاداء المالي للشركات لا يعتمد فقط على حجم إفصاحها.

٢٥- دراسة (قريط، ٢٠٠٩) بعنوان

"أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غاما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية:

اختبر الباحث مدى الفائدة من إفصاح التقارير المالية حول صناديق الاستثمار عندما يكون توقيت الإفصاح سنوي أو نصف سنوي أو ربع سنوي واطهار إن كان هناك اختلاف من حيث أهمية الإفصاح وتوقيت صدوره. استخدم الباحث معامل غاما في هذه الدراسة بالتطبيق على ثلاثة صناديق من سوق مسقط للأوراق المالية خلال عام ٢٠٠٧ مع الأخذ بعين الاعتبار الشكل القانوني لهذه الصناديق سواء كانت ذات نهاية مفتوحة أو ذات نهاية مغلقة. وتوصل الباحث إلى عدم وجود فرق من حيث أهمية الإفصاح بين الإفصاح السنوي والربع سنوي والنصف سنوي ويعود ذلك إلى خمول تداولات صناديق الاستثمار مما يقلل من أهمية المعلومات الصادرة حولها ضمن التقارير المالية لذلك أوصى الباحث بضرورة تفعيل هذه الصناديق من خلال اتباعها استراتيجية نشطة تعطي أهمية أكبر للمعلومات المنشورة في التقارير المالية

## ٢٦-دراسة (الفضل، ٢٠٠١)

بعنوان: "العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار أسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها"

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة ما إذا كان حجم الشركة له أثر ذو دلالة إحصائية على مستوى الإفصاح الكافي في التقارير المالية الخارجية للشركة ومعرفة ما إذا كان مستوى الإفصاح يختلف باختلاف نوع النشاط التي تمارسه الشركة. تكونت عينة الدراسة من ٢٣ شركة صناعية موزعة على قطاعين هما القطاع الخاص والقطاع المشترك وتوصل الباحث إلى أهمية الدور الذي تؤديه القوائم المالية الأساسية المتمثلة بقائمة الدخل وقائمة المركز المالي في تحديد أسعار الأسهم المدرجة في السوق المالي. وأوصى الباحث بالابتعاد عن المبالغة في تجميع بنود قائمة المركز المالي والدخل بالشكل الذي يؤدي إلى خفض المحتوى المعلوماتي لهما.

## ٢٧-دراسة (العريبي، ١٩٩٦)

بعنوان "معايير الإفصاح المالي في القوائم المالية الخاصة بالمصارف"

قام الباحث في هذه الدراسة باستعراض تطور عمل المصارف في كل من انكلترا وأمريكا ومصر بهدف بيان معالجة الدول للمشكلة موضوع البحث. وقام الباحث بتقييم اتجاهات الإفصاح المالي في القوائم المالية للمصارف على المستوى الدولي والوطني بهدف الوصول إلى نظام موحد للإفصاح في القوائم المالية للمصارف وأوصى الباحث بضرورة تطرق معايير الإفصاح الصادرة إلى دور القضاء في المساعدة على تحقيق الإفصاح الكافي من خلال الإجراءات الرادعة الممكن استخدامها. أيضاً أوصى بتقليل دور الأحكام والتفويضات الشخصية إلى الحد الأدنى عن طريق توحيد السياسات المتبعة في تقدير الأصول والخصوم والثبات في هذه السياسات مما يسمح بالمقارنة

ويعرض الجدول التالي ملخص للدراسات السابقة التي تناولت موضوع الإفصاح بشقيه الاختياري والإجباري والإطار الزمني والمكاني لهذه الدراسات والنتائج التي توصلت لها:

## جدول (١): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالإفصاح

اسم الدراسة	الدولة	فترة الدراسة	طريقة قياس الإفصاح	علاقة الإفصاح بالمتغيرات المدروسة
حمادة ودحدوح ٢٠١٥	سوريا	2012	تصميم مؤشر بالاعتماد على الدراسات والأبحاث السابقة	صلاحية هذا النموذج لقياس الإفصاح الاختياري، بلغت أعلى نسبة للإفصاح ١٠%
حمادة ودحدوح	سوريا	2013	استبانة وزعت على مجموعة المدققين الخارجيين والداخليين للشركات المدرجة	الإفصاح الاختياري يسهم بشكل فعال في تعزيز الثقة بالتقارير المالية ولا يوجد اختلاف جوهري بين آراء المدققين الداخليين والخارجيين
المرعي، 2013	سوريا	2009-2012	مؤشر S&P500	(+) مع حجم الشركة وحجم مجلس الإدارة (-) مع العائد على الأصول وعمر الشركة
Antonios et al 2013	اليونان	٢٠٠٩	إعداد مؤشر يتكون من ١١ بند لقياس الإفصاح عن الموارد البشرية	(+) مع دليل الإفصاح و حصة الشركة في السوق (#) مع الربحية الحجم ، القطاع
Hany & Hussainey 2012	بريطانيا	٢٠١٠-٢٠٠٩	إحصاء الكلمات الواردة في التقارير والتي تعبر عن المخاطر مثل خطر، مجازفة ، تهديد	(+) مع حجم الشركة والقطاع التي تنتمي له (#) مع نسب الربحية والسيولة والرافعة المالية
Esmail & EL-Shaib 2012	مصر	-٢٠٠٧ ٢٠٠٩	إعداد مؤشر لقياس الإفصاح المالي يعتمد على المعلومات المالية وغير المالية والمعلومات الاستراتيجية والاتجاه المستقبلي للشركة	مستوى الإفصاح بين الشركات المصرية بين المنخفض والمتوسط (#) مع المنافسة وجودة الأرباح (-) مع عدم تماثل المعلومات ومع هيكل الملكية
الشناق، ٢٠١٢	لأردن	-٢٠٠٨ ٢٠١١	مؤشر من ٤١ بند لقياس مستوى الإفصاح الاختياري والإجباري عن معلومات حوكمة الشركات في الشركات المساهمة الأردنية وتحديد العلاقة بين مستوى الإفصاح والأداء المالي للشركة	مستوى الإفصاح بشقيه الإيجابي والاختياري مرتفع لدى البنوك الأردنية لكن مستوى الإفصاح الإيجابي أعلى من الاختياري (#) مع الأداء المالي و مؤشر EPS (-) مع ROA و ROE
Hussainey & Najjar 2011	بريطانيا	٢٠٠٢-١٩٩٦	إحصاء الكلمات المرتبطة بمستقبل المنشأة	(+) مع كل من : الحجم والتوزيعات وعدد المدراء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة والربحية

٢ حيث (+): علاقة طردية، (-): علاقة عكسية، (#): علاقة غير معنوية أو عدم وجود علاقة

## تابع جدول (١): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالإفصاح

غزوي، ٢٠١٠	السعودية	٢٠٠٩	مؤشر يتكون من ٤١ بند يتعلق بالإفصاح عن معلومات عامة عن الشركة وعن مجلس الإدارة وعن المعلومات المالية لبيان أثر حوكمة الشركات على مستوى الإفصاح	- (#) نسبة الملكية العائلية واستقلال مجلس الإدارة - (+) مع كل من وجود لجنة مراجعة و تركيز الملكية والحجم
Ferdy et al,2009	امريكا بريطانيا هولندا	٢٠٠٥-٢٠٠٧	مؤشر مكون من ٢١ سؤال متمحور حول خصائص المعلومات وهي: (الملائمة، الموثوقية، القابلية للمقارنة. التوقيت الملائم، الحيادية) ويتم الإجابة على هذه الأسئلة بإعطاء علامة من ١ إلى ٥	جودة هذا المقياس وفاعليته في تحديد مستوى الإفصاح في التقارير المنشورة للشركات الأمريكية والبريطانية والهولندية
Safia ,2010	كراتشي	٢٠١٠	إعداد مؤشر لقياس مستوى الإفصاح المالي يتكون من ١٠٠ بند	(+) مع كل من: استقلالية مجلس الإدارة، حجم الشركة، نسبة القيمة السوقية الى الدفترية (-) مع تركيز الملكية
المهندي وصيام، ٢٠١٠	الأردن	٢٠٠٠-٢٠٠٢	استبانة ضمت ١٥٦ وتم توزيعها على عينة بلغ حجمها ٦٥ من الوسطاء والمحللين الماليين والمستثمرين	(+) مع كل من: إجمالي الأصول وحجم المبيعات السنوية وعدد المساهمين و علاقة بين مستوى الإفصاح وأسعار وتختلف هذه العلاقة باختلاف مؤشرات الأداء
Askary &Jackling, 2005	مجموعة من الدول الآسيوية ودول الشرق الأوسط	٢٠٠٥	تكوين مؤشر من ٣٠٦ بند معتمداً على ٣٠ معيار صادر عام ١٩٩٧ لقياس الإفصاح المالي لقياس الإفصاح المالي في الدول الآسيوية ودول الشرق الأوسط	توافق التقارير المنشورة في الدول IAS الآسيوية ودول الشرق الأوسط وتحقيق الكويت واندونيسيا وماليزيا المستويات الأعلى من الإفصاح
مارق ، ٢٠٠٩	السعودية	٢٠٠٥	مؤشر من ٦٠ بند لقياس مستوى الإفصاح في الشركات المساهمة السعودية	اتجاه الشركات السعودية لتقديم معلومات اختيارية أكبر
Landgraf,2003	امريكا	١٩٨٦-١٩٩٠	مؤشر من ١٠٠ بند لتحديد العلاقة بين الإفصاح المالي وسمعة الشركة	(+) مع السمعة

## تابع جدول (١): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بالإفصاح

كلما زادت تعليمات الإفصاح زادت جودة نوعية المعلومات المنشورة وأهميتها	استبانة وزعت على عدد من المدققين ومعدّي البيانات المالية والمستثمرين	١٩٩٨	الأردن	أبو نصار والزنيبات ٢٠٠٥
(+) مع حجم مجلس الإدارة (-) مع استقلالية مجلس الإدارة - (#) مع كل من: عمر الشركة، حجم نشاط الشركة، جودة المدقق الخارجي والشركات العائلية	مؤشر يتكون ١٩ بند لقياس جودة الإفصاح المالي من خلال قياس: الموثوقية - القابلية للفهم - القابلية للمقارنة - التوقيت المناسب - الملائمة	٢٠٠٧-٢٠٠٨	تونس	Hussainey, 2014
أهمية الالتزام بتطبيق متطلبات المعيار الدولي ٣٠ في إعداد التقارير المالية للشركات الأردنية - وجود بعض المعوقات لتطبيق المعيار مثل قلة تدريب العاملين وارتفاع تكلفة تطبيقه في حال عدم وجود أنظمة آلية متطورة	استبانة بالاعتماد على المعيار المحاسبي الدولي رقم ٣٠ وزعت على المدراء ونوابهم ومدراء التدقيق الداخلي العاملين في الشركات المساهمة والشركات المندمجة	٢٠٠٠	الأردن	خشارمة، ٢٠٠١

\*الجدول من إعداد الطالبة

### الدراسات السابقة المتعلقة بعائد وسعر السهم:

١- دراسة (Fama & Schwert, 1977) بعنوان:

#### "Asset Returns and Inflation"

بحثت هذه الدراسة أثر معدل التضخم في العوائد السوقية لأسهم الشركات المدرجة في سوق نيويورك المالي خلال الفترة من ١٩٥٣-١٩٧١ وتوصل الباحثان لوجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين وفسروا ذلك بأن انخفاض النشاط الاقتصادي وارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم بالتالي انخفاض العوائد نظراً للعلاقة العكسية بين سعر السهم وعائده.

٢- دراسة (Cooper et al., 2009) بعنوان:

#### "The Asset Growth Effect in Stock Returns"

هدفت الدراسة إلى تحديد طبيعة أثر وعلاقة نمو أصول المنشأة الكلية مع عائد السهم، استخدمت الدراسة عينة من الأسهم الأمريكية حيث اختبر الباحثون أسهم كل الشركات غير

المالية المسجلة في أسواق NYSE/ANEX/NASDAQ من سنة ١٩٦٨ وحتى ٢٠٠٧ بشرط أن تتوفر المعلومات اللازمة للدراسة عن الشركة، فقد اعتمدت الدراسة على عينة زمنية واسعة اشتملت على جميع أسهم الشركات الأمريكية، حيث أنها اعتبرت السنوات كعينة وشملت كل تلك الشركات لمدة (39) سنة، واستخدمت الدراسة عدد من الأساليب الإحصائية أهمها تحليل الانحدار.

توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية قوية بين نمو الأصول وعوائد السهم للشركات الأمريكية. فعلى مدار (٤٠) سنة حافظت الأسهم التي ترافقت مع نمو أصول منخفض على عائد إضافي Return premium بنسبة (٢٠%) في السنة أكثر من الأسهم التي ترافقت مع الأصول ذات النمو المرتفع.

٣-دراسة (Fama and French, 1992) بعنوان:

" The Cross-Section of Expected Stock Returns "

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على علاقة كل من المتغيرات التالية (الحجم المتمثل بالقيمة السوقية لحقوق الملكية ونسبة الدخل لسعر السهم. ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية ومعدل الرفع المالي ونسبة القيمة الدفترية للأصول إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعامل بيتا) ومتوسط العائد الشهري لأسهم الشركات غير المالية المدرجة بسوق (NYSE, AMEX and NASDAQ) خلال الفترة من ١٩٦٢ إلى ١٩٨٩ باستخدام أسلوب الانحدار المتعدد لحساب معاملات المتغيرات وأسلوب تأثير المحافظ الاستثمارية وتوصلت الدراسة لوجود تأثير لثلاثة متغيرات وهي القيمة السوقية لحقوق الملكية ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية ومعامل بيتا في عوائد الاسهم. وتبين أن العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الصغير أكبر من العائد على محفظة الشركات ذات الحجم الكبير وأن الشركات التي لها نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية أعلى لها عائد أكبر من الشركات التي له نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية اقل.



#### ٤-دراسة (Chan ,1991) بعنوان

##### "Fundamentals and Stock Returns in Japan"

تم إجراء هذه الدراسة على سوق طوكيو المالي خلال الفترة ١٩٧١-١٩٨٨ لبحث أثر كل من : الحجم، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية، التدفقات النقدية، ربحية السهم الواحد وبين معدل العائد المتوقع للسهم

توصلت الدراسة لوجود علاقة طردية بين العائد المتوقع وكل من التدفقات النقدية و الربحية أيضاً تم إجراء هذه الدراسة على سنغافورة وماليزيا لبحث أثر كل من : بيتا ، الحجم ، ربحية السهم، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية، نسبة الملكية إلى معدل نمو المبيعات وتوصلت لعلاقة طردية بين العائد وكل من بيتا وربحية السهم وعكسية مع الحجم ومعدل نمو المبيعات

#### ٥-دراسة (Canbas et al,2007) بعنوان:

##### "Test of the Some of the Firm Properties Affecting Stock efficiency in ISE (In Turkish)"

تم إجراء هذه الدراسة على سوق استنبول المالي خلال الفترة من ١٩٩٢-٢٠٠٥ لبحث أثر كل من : (حجم الشركة، القيمة الدفترية إلى السوقية، نسبة الرافعة المالية، ربحية السهم الواحد) في العائد السوقي لأسهم الشركات وتم تشكيل محفظتين استثماريتين على أساس كل متغير من المتغيرات المستقلة السابقة على سبيل المثال: المحفظة الكبيرة تضم أسهم الشركات الكبيرة والمحفظة الصغيرة تضم أسهم الشركات الصغيرة وكذلك بالنسبة لباقي المتغيرات، توصلت النتائج لوجود علاقة طردية بين العائد وكل من نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية ونسبة الرافعة المالية وربحية السهم الواحد و علاقة عكسية مع الحجم

#### ٦- دراسة (Chen & Zhang, 2007) بعنوان

##### "How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory and Evidence".

أجريت هذه الدراسة في هونج كونج خلال الفترة من ١٩٨٣-٢٠٠١ وقدمت نظرية ودليل ميداني على كيف أن المتغيرات المحاسبية تفسر التباينات المقطعية Cross-sectional

variations في عوائد الأسهم. وبناءً على نموذج الدراسة فإن عوائد الأسهم ترتبط بكل من ريع عائد السهم، الاستثمار الرأسمالي، والتغيرات في الربحية وفرص النمو، بالإضافة إلى التغيرات في معدل الخصم، وأن أول أربعة متغيرات تتصل بالتدفقات النقدية للشركة، وأن الأخير، أي معدل الخصم، يؤثر في تسعير التدفقات النقدية المستقبلية. وجدت الدراسة أيضاً أن المتغيرات الخمسة السابقة ترتبط بعلاقة معنوية مع عوائد الأسهم.

٧- دراسة (Michailidis et al , 2007) بعنوان

### "The Cross-section of Expected Stock Returns For The Athens " Stock Exchange"

هدفت هذه الدراسة لمعرفة أثر كل من (معامل بيتا السوقي للسهم، حجم الشركة معبراً عنه بالقيمة السوقية لحقوق الملكية، القيمة الدفترية إلى لقيمة السوقية لحقوق الملكية) في متوسط العوائد الأسبوعية لمجموعة من الشركات غير المالية المدرجة في سوق أثينا المالي خلال الفترة ما بين ١٩٩٧-٢٠٠٣. وتوصل البحث لعدم وجود علاقة بين متوسط العوائد وكل من معامل بيتا والحجم. بينما يوجد علاقة طردية جوهرية بين العوائد وبين القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.

٨- . دراسة (الظاهر والعطوط، ٢٠١٠) بعنوان :

### "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأسهم"

أجريت هذه الدراسة على الشركات الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة الممتدة من ٢٠٠٤-٢٠٠٥، حيث شملت الدراسة جميع الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية، استخدم الباحثان أسلوب الانحدار لاختبار الفرضيات، ومن أهم النتائج التي توصلت لها هذه الدراسة عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عوائد الأسهم وكل من التدفقات التشغيلية والتمويلية والاستثمارية.

٩- دراسة (الصعيد، ٢٠١١)

"العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي :دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

قام الباحث بتحديد العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي للشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية خلال الفترة ما بين ٢٠٠٦-٢٠٠٩ وذلك باستخدام أسلوب الارتباط والانحدار وتوصل لوجود علاقة طردية بين معدل العائد للسهم وبين كل من معدل النجاح و معدل التوزيعات وجودة الأرباح (دخل الاستحقاق) وهو متغير مبني على أساس المعلومات المحاسبية حيث تم تقسيم الأرباح المحاسبية المعدة على أساس الاستحقاق إلى قسمين :تدفقات نقدية ومستحقات، ورأى الباحث أن المستحقات تشتمل على مخاطر التلاعب الإداري بالدخل المحاسبي حيث كلما زادت المستحقات زاد مخاطر التلاعب الإداري بالدخل المحاسبي مما يؤدي إلى انخفاض جودة الأرباح وتوصل الباحث إلى أن المستثمرين يفضلون الأسهم التي تمتلك جودة أرباح مرتفعة عن الأسهم التي تمتلك جودة أرباح منخفضة وأوصى الشركات المدرجة بضرورة زيادة نسبة توزيعات الأرباح وذلك لرفع معدل العائد على أسهمها في السوق

١٠-دراسة (شراب، ٢٠٠٦)

بعنوان : "أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"

اختبرت الباحثة أثر كل من(صافي الأرباح، والأرباح النقدية الموزعة، والأرباح المحتجزة، والأسهم العينية، وتاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح النقدية )في إقبال المستثمرين على شراء أسهم الشركات المدرجة التي تحقق أرباحاً ذلك باستخدام أسلوب الارتباط والانحدار

وخلص البحث إلى عدة نتائج كان أهمها: أن نصيب السهم من الأرباح يؤثر على سعر السهم السوقي، وتأثير نصيب السهم من الأرباح النقدية الموزعة أكبر من تأثير نصيب السهم من الأرباح المحتجزة على كلٍ من سعر وقيم تداول السهم في السوق، ونصيب السهم من صافي الربح يفوق التغير في السعر السوقي له.

١١- دراسة (عبد الله، ١٩٩٥) بعنوان

"العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية"

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المحددة لأسعار الأسهم للشركات المساهمة المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وذلك في كل من قطاع الصناعة، وقطاع الاسمنت وقطاع الخدمات. وقد بلغ عدد شركات عينة الدراسة (٢٥) شركة، وغطت الدراسة الفترة من ١٩٨٧-١٩٩١. وقد استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الخطي المتعدد لتحديد أهم العوامل التي تؤثر في أسعار الأسهم، و شمل النموذج عدداً من المتغيرات المستقلة مثل: دخل السهم، والأرباح الموزعة، والعائد على حق الملكية، والمؤشر العام لأسعار الأسهم، والمشاركة الحكومية في ملكية أسهم الشركات المساهمة. وخلصت الدراسة إلى عدد من النتائج تتلخص في أن كل من دخل السهم والعائد على حق الملكية والمؤشر العام لأسعار الأسهم تعتبر من أهم العوامل التي تحدد أسعار أسهم الشركات المساهمة بغض النظر عن طبيعة نشاط القطاع الاقتصادي، إضافة إلى أنه وفي حالة قطاعي الصناعة والخدمات فإن للمشاركة الحكومية علاقة ايجابية مع سعر السهم

١٢- دراسة (باشيخ، ٢٠٠٥) بعنوان

"العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم"

هدفت الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين المتغيرات المحاسبية الشائعة الاستخدام من ناحية، والقيمة السوقية للسهم في سوق الأوراق المالية السعودي من ناحية أخرى، وقد هدفت بشكل دقيق إلى اختبار ما إذا كانت القيمة الدفترية للسهم في نهاية السنة و/ أو ربح السهم عن السنة، و/ أو الربح الموزع للسهم عن السنة، و/ أو العائد على حقوق المساهمين عن السنة، و/ أو عائد الربح الموزع) تساعد على تفسير التغيرات في القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة والوقوف على أوجه التشابه أو الاختلاف بين القطاعات المختلفة في سوق الأسهم تجاه المتغيرات السابقة، وأسباب وجود الاختلاف إن وجد. اعتمدت الدراسة على بيانات جميع الشركات السعودية المساهمة المسجلة في سوق الأسهم السعودي، وذلك خلال الفترة ١٩٩٩-٢٠٠٣. وقد تناولت هذه الدراسة أربعة قطاعات من أصل سبعة قطاعات مدرجة في سوق الأسهم السعودي، وهي قطاع البنوك، قطاع الصناعة، قطاع الاسمنت، وقطاع الخدمات.

اختار الباحث الشركات الممثلة لعدد من القطاعات وفقاً لعدد من الاعتبارات أهمها: الشركات التي تحقق وتوزع أرباحاً والشركات التي يتم تداول أسهمها في سوق الأسهم السعودي خلال فترة الدراسة وبصورة منتظمة، واعتمدت الدراسة لاختبار فروضها على نموذج الانحدار المتدرج. وتوصلت إلى وجود اختلافات اتجاه تأثير المعلومات المحاسبية على القيمة السوقية للسهم في نهاية السنة حسب القطاع المنتمي له، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بين ربح السهم والأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم وعدم وجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية للسهم.

١٣- دراسة ( EL-Khoury & AL-Mwalla, 1997 ) بعنوان:

" The effect of dividends changes on security prices: case of Jordanian companies "

قام الباحثان بدراسة أثر التغير في سياسة توزيع أرباح الشركات المساهمة الأردنية في أسعار أسهم تلك الشركات، شملت عينة البحث أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي. أظهرت نتائج التحليل انه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغير الايجابي او السلبي في توزيع أرباح الشركات على أسعار أسهمها

١٤- دراسة ( Al-Sharkas, 2004 ) : بعنوان

"The Dynamic Relationship Between Macroeconomic Factors and the Jordanian stock market"

بحثت هذه الدراسة في العلاقة طويلة المدى بين كل من النشاط الاقتصادي الحقيقي و العرض النقدي، معدل التضخم، معدل الفائدة و الرقم القياسي لأسعار المستهلك وبين عوائد الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة من ١٩٨٠-٢٠٠٣

وتوصلت الدراسة إلى أن معدل النشاط الاقتصادي الحقيقي يؤثر إيجاباً في أسعار الأسهم، أيضاً توصلت لوجود علاقة عكسية بين أسعار الأسهم و مؤشر أسعار المستهلك وعلاقة طردية مع العرض النقدي ومعدل الفائدة.

الجدول التالي يعرض ملخص للدراسات السابقة التي بحثت في العوامل المؤثرة في عائد وسعر السهم

## جدول (٢): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بعائد وسعر السهم

دراسة	الدولة	فترة الدراسة	النتائج
Hussainey & Mouseli, 2010	بريطانيا	١٩٩٧-٢٠٠٤	علاقة عكسية بين جودة الإفصاح المالي وعوائد الأسهم
Fama&Schwert, 1977	نيويورك	١٩٥٣-١٩٧١	علاقة عكسية مع التضخم
Canbas, 2007	استنبول	١٩٩٢-٢٠٠٥	علاقة عكسية مع الحجم، و طردية مع نسبة الرافعة المالية ونسبة B/M وربحية السهم
الظاهر والعطوط، ٢٠١٠	فلسطين	٢٠٠٤-٢٠٠٥	عدم وجود علاقة بين العائد والتدفقات النقدية
الصعيدى، ٢٠١١	فلسطين	٢٠٠٦-٢٠٠٩	علاقة طردية مع معدل النجاد وجودة الأرباح ومعدل التوزيعات
Michailidis et al , 2007	أثينا	١٩٩٧-٢٠٠٣	عدم وجود علاقة بين متوسط العوائد وكل من معامل بيتا والحجم، علاقة طردية جوهرية بين العوائد وبين القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية.
kwon, 1999	كوريا	١٩٨٠-١٩٩٢	علاقة طردية بين أسعار الأسهم وكل من معدل الفائدة، سعر الصرف و معدل العرض النقدي
Sharkas, 2004	الأردن	١٩٨٠-٢٠٠٣	علاقة طردية بين أسعار الأسهم ومعدل النشاط الاقتصادي الحقيقي
Tursoy, 2008	استنبول	٢٠٠١-٢٠٠٥	علاقة عكسية بين أسعار النفط وأسعار الأسهم
Chen & Zhang, 2007	هونج كونج	١٩٨٣-٢٠٠١	عوائد الأسهم ترتبط بكل من ريع عائد السهم، الاستثمار الرأسمالي، والتغيرات في الربحية وفرص النمو و التغيرات في معدل الخصم
Chan, 1991	سنغافورة	١٩٨٨-١٩٩٦	علاقة طردية مع بيتا وعكسية مع الحجم ومعدل نمو المبيعات
Chan, 1991	ماليزيا وطوكيو	١٩٧١-١٩٨٨	طردية مع E/P علاقة طردية مع التدفقات النقدية علاقة عكسية مع نسبة B/M
Cooper, 2009	أمريكا	١٩٦٨-٢٠٠٧	علاقة عكسية مع معدل نمو الأصول

## تابع جدول(٢): ملخص الدراسات السابقة المتعلقة بعائد وسعر السهم

علاقة طردية بين نسبة مشاركة الحكومة وأسعار الأسهم	١٩٩١-١٩٨٧	عمان	عبد الله وآخرون، ١٩٩٥
علاقة قوية بين ربح السهم والأرباح الموزعة والقيمة السوقية للسهم، وعدم وجود علاقة بين العائد على حقوق المساهمين والقيمة السوقية للسهم.	٢٠٠٣-١٩٩٩	السعودية	باشيخ، ٢٠٠٥
علاقة طردية مع B/M وعكسية مع الحجم	٢٠٠٧-١٩٦٨	بريطانيا	Fama&French, 1992

\* الجد رقم إعداد الطالبة

## 12. ملخص نتائج الدراسات السابقة:

بعد استعراض الدراسات السابقة نلاحظ أن معظم النتائج توصلت لما يلي:

١. وجود علاقة طردية بين جودة الإفصاح المالي وحجم الشركة ويعود ذلك لعدة أسباب أهمها:

- تكاليف تجميع وتحليل وإنتاج المعلومات المالية تكون أقل بالنسبة للشركات الكبيرة الحجم بينما يكون ذلك مكلفاً بالنسبة للشركات الصغيرة
- الشركات الكبيرة لديها قدرة أكبر على توظيف مهارات وكفاءات بشرية قادرة على تحليل البيانات وتقديم إفصاحات أكبر
- عدد المساهمين في الشركات الكبيرة يكون أكثر منه في الشركات صغيرة الحجم بالتالي يقع على عاتق الشركات الكبيرة تلبية متطلبات عدد أكبر من مستخدمي القوائم المالية
- الشركات الأكبر تميل لتقديم معلومات أكثر وذلك لتحقيق ميزة تنافسية في السوق والحصول على ثقة المطلعين والمهتمين والرأي العام

٢. وجود علاقة طردية بين جودة الإفصاح المالي وربحية الشركة انطلاقاً من أن الإدارة الجيدة القادرة على تحقيق معدلات ربحية مرتفعة تكون بنفس الوقت قادرة على رفع جودة الإفصاح لديها للحفاظ على مركزها وبهدف الحصول على حوافز أكبر وللتخفيض قدر

(Antonios et al, 2013)<sup>٤</sup>  
Lobo&zhou, 2001)<sup>٥</sup>

- الإمكان من مشكلة الوكالة وتقديم صورة ايجابية أمام المساهمين والمستثمرين<sup>٦</sup>، من جهة أخرى عند تحقيق معدلات ربحية منخفضة أو تحقيق خسائر تميل الشركات لنشر معلومات أقل بهدف إخفاء أسباب هذا الانخفاض في الربحية أو تحقيق خسائر
٣. وجود علاقة طردية بين إدراج الشركة في السوق ومستوى الإفصاح لديها لأن إدراج الشركة في السوق يجعلها تحت أنظار الجهات الرقابية والصحافة والرأي العام ويفرض عليها مستويات أعلى من الإفصاح<sup>٨</sup>
٤. الشركات التي تعاني من التزامات مالية (ديون) مرتفعة تميل إلى إفصاح أكبر من الشركات التي لا تعاني من ذلك، وذلك لأنها ترغب في مشاركة الدائنين بمعلوماتها ووضعها المالي<sup>٩</sup>
٥. الشركات متعددة الجنسية والشركات التي تعمل في مجالات الصناعات المعقدة و الثقيلة مثل النفط والتعدين والبتروكيماويات لديها مستوى إفصاح مرتفع
٦. الشركات العائلية لديها مستوى إفصاح منخفض فهي تقوم فقط بالإفصاح عن البنود الإجبارية ولا تفصح عن المعلومات الاختيارية

### 13. ما يميز الدراسة الحالية :

تتميز الدراسة الحالية عن معظم الدراسات العربية السابقة بطريقة قياس هذا المتغير حيث تم استثناء بنود الإفصاح الإجباري المحددة في تعليمات هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية وبذلك تكون النتائج أكثر دقة حيث البند الإجباري من المفروض أن تفصح عنه جميع الشركات بالتالي لن يكون له تأثير في النتائج، فضلاً عن إجراء هذا الاختبار على سوق ناشئة كسوق دمشق للأوراق المالية إذ تعاني السوق من قلة الأبحاث التي تناولت هذا الموضوع ، فيما يتعلق بسوقنا المحلي ففي دراسة (المرعي، ٢٠١٣) تم الاعتماد على مؤشر S&P500 الذي يتكون من ٩٨ بند ولكن لم يتم الفصل بين الإفصاح الإجباري والاختياري. وهذا ما تم تلافيه في الدراسة الحالية حيث تضمن المؤشر البنود الاختيارية

(Belkhaoui,1989)<sup>٦</sup>

(Koh,2004)<sup>٧</sup>

(Monterio,2009)<sup>٨</sup>

(Lang,1993)<sup>٩</sup>

(Gray,1995)<sup>١٠</sup>

(Chau and Gray, 2002)<sup>١١</sup>



فقط إذ أن بنود الإفصاح الإجمالي تفصح عنها جميع الشركات بالتالي لن تؤثر في عوائد الأسهم إنما التأثير الأكبر سيكون لتمييز شركات دون غيرها بالإفصاح عن مزيد من المعلومات اختياريًا. و دراسة (زيود وآخرون، ٢٠١١) قامت بقياس مؤشر الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية لعام ٢٠٠٩ فقط ولم تدرس العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح ولا أثر مستوى الإفصاح في عائد السهم أو ربحية الشركة أو أي متغير آخر.

تم قياس مستوى الإفصاح الاختياري في هذه الدراسة باستخدام مؤشر ( Voluntary disclosure index) وهو مؤشر تم استخدامه من قبل 'Chau & Gray' في دراسة تمت على عدد من الشركات السنغافورية وفي هونغ كونغ وقد اعتمدها نظراً لاحتوائها على عدد كبير من العناصر التي جاءت نتيجة تحليل الاتجاهات الدولية والملاحظات على معايير التقارير المالية وعدت تطبيقاً للنموذج الذي اقترحه (Meek,1995).

---

<sup>١٢</sup>(CHAU, G.K., GRAY, S.J,2002,p37)

## الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

فُسم هذا الفصل إلى مبحثين: في المبحث الأول تم الحديث عن مفهوم الإفصاح وصفاته وأهميته بالنسبة لسوق المال وللجهاز المصرفي والمالي بشكل عام والحديث بشكل مفصل عن الإفصاح الاختياري ونظرياته وفرضياته، أخيرا تم عرض نبذة عن الإفصاح في الجمهورية العربية السورية في المبحث الثاني تم الحديث عن عوائد الأسهم وأنواعها والعوامل المؤثرة فيها وللربط بين هذين المبحثين من الفصل الأول تم الحديث عن علاقة مستوى الإفصاح المالي بعوائد الأسهم وكيف يمكن أن تكون اتجاه العلاقة بين هذين المتغير حسب ما توصلت له الدراسات السابقة

## المبحث الأول: مفهوم الإفصاح والإفصاح الاختياري

### المطلب الأول: مفهوم وأهمية الإفصاح

#### مقدمة:

أظهرت الانهيارات التي تعرضت لها الشركات الكبرى مؤخراً مثل شركة إنرون بالإضافة إلى الأزمة المالية التي حصلت في آسيا أهمية متزايدة للإفصاح كعنصر رقابة على أعمال المنشأة من قبل الأطراف الخارجية، حيث تبين أن أهم ما أسهم في تلك الانهيارات هو عدم شفافية المعلومات المنشورة الأمر الذي أدى إلى تضليل متخذي القرار نتيجة عدم تقديم إفصاح كاف من قبل تلك الشركات ، كما اكتسب موضوع الشفافية و الإفصاح المزيد من الاهتمام بعد تزايد الدور الاقتصادي لأسواق المال لجعل التعامل في هذه الأسواق أكثر عدالة من خلال توفيره فرصاً متكافئة للمستثمرين في الحصول على المعلومات، وهذا بدوره يوفر مناخاً استثمارياً ملائماً ويزيد من فرصة نمو وازدهار واستمرارية السوق المالي ، إذ تعد التقارير المالية المنشورة مصدراً هاماً للمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات .

إذا كانت نظم الشفافية والإفصاح تحتل مكانة هامة في الأسواق المتقدمة التي يفترض أن لديها أدوات ضبط فعالة للأسواق المالية فمن باب أولى ان يولى هذا الموضوع أهمية كبيرة في سوق دمشق للأوراق المالية وغيرها من الأسواق الناشئة وذلك للنهوض بهذه الأسواق وتحقيق استقرارها والحد من المضاربات التي تؤدي بها للانهيارات والإضرار بمصالح المستثمرين وخاصة الصغار منهم.

اهتمت لجنة المعايير المحاسبية الدولية بالمعايير الخاصة بالشركات الصناعية والتجارية ووضعت لها الأسس التي يتوجب على كل شركة تقديمها للهيئة العامة أو المالكين ليتمكن كل منهم من الوقوف على حقيقة الوضع المالي للشركة واتخاذ الحلول المناسبة في حال التعثر أو الخسارة في الوقت المناسب فإذا كانت المعلومات المقدمة ليست على المستوى المطلوب من الصحة والدقة والكمال فإن مستخدميها لن يستطيع التعرف على الوضع

<sup>١٣</sup>(Mitton,2002)

<sup>١٤</sup>الشيرازي، ١٩٩٠، ص ٣٢٢

<sup>١</sup>مطر، ٢٠٠٣

الحقيقي للشركة ويمكن أن يفاجأ بإفلاسها لذلك أكدت لجنة بازل منذ تأسيسها عام ١٩٧٠  
على :

١. التأكد من أن القوائم المالية المنشورة تتطابق مع المعايير المحاسبية الدولية الصادرة
٢. التأكد من أن مراجعي الحسابات يستخدمون معايير المحاسبة الدولية عند قيامهم  
بأعمال المراجعة

### ١. مفهوم الإفصاح :

يصعب الوصول الى مفهوم عام ومحدد للإفصاح يضمن تحديد مستوى الإفصاح الأمثل  
الذي يحقق مصالح جميع مستخدمي القوائم والتقارير المالية التي تنشرها الشركة وتأتي هذه  
الصعوبة من اختلاف مصالح الاطراف المستخدمة لهذه القوائم والتقارير حيث ورد في  
المعيار الدولي رقم ١ من المعايير المحاسبية الدولية:

"لا يمكن تقديم بيانات مالية تفي باحتياجات كافة المستخدمين لكن البيانات التي تلبى  
احتياجات المستثمرين مقدمي رأسمال المشروع ممكن أن تلبى احتياجات غالبية المستثمرين  
الآخرين"

بشكل عام يشير مفهوم الإفصاح إلى الكشف عن المعلومات الجوهرية المالية وغير المالية  
التي تهم المستثمرين الحاليين والمرتقبين وتؤثر في قراراتهم الاقتصادية وتساهم في تخفيض  
حالة عدم التأكد حول الأحداث الاقتصادية المستقبلية للمنشأة مما يساعدهم في التنبؤ  
بالأداء المستقبلي لها.

ويجب أن يكون الإفصاح عاماً وللجمهور وليس فقط لحملة الاوراق المالية والمستثمرين  
وذلك من خلال الصحف اليومية وبصفة دورية مرتبطة بالسنة المالية للمنشأة ايضاً بصفة  
فورية عند الحاجة أو عند وقوع حدث جديد يؤثر في أداء المنشأة الحالي و المتوقع.

<sup>٦</sup>العريبي، ٢٠٠١، ص ٢٣٠

المعايير المحاسبية الدولية، ٢٠٠٨، ص ٧٥

## ٢. صفات الإفصاح

للإفصاح أربع صفات:

- الإفصاح العادل: Fair disclosure

يعني أن يتم تزويد جميع مستخدمي القوائم والتقارير المالية المنشورة بنفس كمية المعلومات وبوقت واحد فالعدالة تقتضي معاملة المساهمين معاملة متساوية في الحصول على المعلومات وليس حسب ملكية المساهم في الشركة أي أن المساهم الصغير مثل الكبير مثل الذي لا يمتلك حصة في الشركة، فكما ذكرنا أنه يجب أن يكون الإفصاح عام وللجمهور ولا ينحصر فقط بالمساهمين أي أن لا يتم تمييز فئة على حساب أخرى وبذلك يتم تزويد جميع مستخدمي القوائم المالية بالمعلومات نفسها في وقت واحد<sup>٨</sup>

- الإفصاح المناسب أو الكافي: Adequate disclosure

هو أن تشتمل القوائم والتقارير المنشورة على الحد الأدنى من المعلومات التي تجعلها غير مضللة لتحقيق الغاية منها وهي مساعدة مستخدميها في التنبؤ بأداء الشركة واتخاذ القرار الرشيد، إذ أن قيام الشركة بنشر معلومات تفصيلية وكثيرة دون أن يكون لها معنى ودلالة يؤدي إلى ضياع المعلومات الهامة والجوهرية كذلك يضلل مستخدمي البيانات عند اتخاذ القرارات، وقد ربط الباحثان Myers and Majluf بين السعر السوقي للورقة المالية والإفصاح الكافي، وتوصلا إلى أنه إذا تطابقت المعلومات التي لدى الإدارة مع المعلومات التي لدى جمهور المتعاملين في السوق المالي فإنه ستقترب قيمة الورقة المالية السوقية من قيمتها الحقيقية<sup>٩</sup>

- الإفصاح التام: Full disclosure

ويعني احتواء التقارير المنشورة على كافة المعلومات المالية وغير المالية التي تعتبر مفيدة لمستخدميها وغير مضللة ويعني أن تصمم القوائم والتقارير المالية و تعد بحيث تصور بدقة الأحداث الاقتصادية التي أثرت على الشركة خلال فترة زمنية ما ويفترض هذا الإفصاح

<sup>٨</sup>(Hendrikson,1982,p505)

<sup>٩</sup>(Myers and Majluf,1984,p199)

أن لا تحجب أو تحذف أي معلومات تكون جوهرية أو هامة للمستثمر العادي ، ولا يقتصر الإفصاح هنا على الحقائق حتى نهاية الفترة المحاسبية بل يمتد الى بعض الوقائع اللاحقة لتواريخ القوائم بمعنى آخر أن تصمم وتعد التقارير المالية ذات الغرض العام بشكل يعكس بدقة جميع الأحداث والحقائق المالية الجوهرية التي أثرت على الشركة خلال الفترة

ولا يعني الإفصاح التام عرض كافة التفاصيل من أحداث و عمليات دون تمييز و ذلك لسببين هما: أن إنتاج المعلومات يحتاج إلى تكلفة و على ذلك يحكم إنتاج المعلومات أن تكون منفعتها أكبر من تكلفة إنتاجها وأن كثرة التفاصيل غير المهمة تعمل على تخفيض القدرة على الاستيعاب

لا يمكن حصر مفهوم الإفصاح بالكشف عن البيانات المالية فقط لأن ذلك يؤدي إلى ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية وقصور القوائم والتقارير المالية المنشورة عن تلبية حاجة مستخدميها حيث أن المعلومات المالية ما هي إلا جزء من المعلومات التي تؤثر على قرارات المستثمرين الاقتصادية لذلك يجب الإفصاح عن البيانات المالية وغير المالية التي تهم جمهور المستثمرين لأغراض التحليل والتنبؤ بالأداء المتوقع للمنشأة وهنا يبرز تكامل جانبي الإفصاح المحاسبي والمالي حيث ارتبط مفهوم الإفصاح المحاسبي بالدور التقليدي للمحاسبة المهتم بمسك الدفاتر و السجلات لذا كان الهدف من الإفصاح المحاسبي عرض البيانات بطريقة واضحة و مفهومة وفقاً لمعايير المحاسبة الدولية في حين اهتم الإفصاح المالي بعرض المعلومة التي يستطيع من خلالها المستثمر اتخاذ القرار الاستثماري الملائم سواء بالاحتفاظ بالسهم، البيع أو الشراء، كما ارتبط الإفصاح المالي بتطور المحاسبة إلى كونها محاسبة مالية ،و هي ذلك الفرع من المحاسبة المهتم بتصنيف و تسجيل و تحليل و تفسير المركز المالي و نتائج عمليات الشركة، فهي تشمل عملية إعداد القوائم المالية الخاصة بالشركة و التي تستخدم بواسطة المستخدمين الداخليين و الخارجيين<sup>٢</sup>

<sup>٢</sup> مطر وآخرون، ١٩٩٩، ص ٣٦٩

<sup>١١</sup> حنان، ١٩٩١،

<sup>٢</sup> حنان، ص ٤٤٧

<sup>٢</sup> الدهراوي، ٢٠٠٧، ص ١١

يعرف الإفصاح المالي بأنه نشر كل المعلومات التي لها علاقة بالشركة سواء كانت كمية أو غير ذلك بما يساعد المستثمر على اتخاذ قراراته و تخفيض حالة عدم التأكد لديه عن الأوضاع الاقتصادية المستقبلية

٢

٤

يمكن تصنيف المعلومات الواجب الإفصاح عنها كما يلي :

#### أ- معلومات كمية (مالية)

هي المعلومات التي يتم عرضها من خلال أربعة مصادر أساسية متمثلة في الميزانية العمومية ، قائمة الدخل، قائمة التغير في حقوق الملكية، وقائمة التدفقات النقدية، حيث يتم تضمين هذه القوائم بمبالغ نقدية تعبر عن نتائج الأحداث المالية التي قامت بها الوحدة الاقتصادية خلال السنة المالية.

#### ب- معلومات غير كمية (غير مالية):

يتم الإفصاح عن هذه المعلومات في التقارير المنشورة بشكل وصفي من شأنه أن يزيد فهم المستخدم وثقته بالمبالغ النقدية الظاهرة في القوائم المالية إذ أن هذه المعلومات غالبا ما تكون مرتبطة بالمعلومات الكمية ، ويتم الإفصاح عن المعلومات غير الكمية من خلال القوائم المالية الرئيسية ومن خلال قوائم مالية ملحقه أو الملاحظات الهامشية بالإضافة الى تقرير مجلس الإدارة ومن الجدير بالذكر أن المعلومات غير المالية لا تقل اهميتها عن المعلومات المالية إذ لها دور كبير في مساعدة المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

(المعلومات غير المالية مثل معلومات عن الشركة و اتجاهاتها و مجلس الادارة ومعلومات عن مراجع الحسابات.....الخ)

### ٣. أهمية الإفصاح بالنسبة لسوق المال:

القوائم والتقارير المالية التي يتم إعدادها هي الأساس الذي يعتمد عليه متخذ القرار الاستثماري فلا يستطيع المستثمر الرشيد أن يتخذ قرار الاستثمار في وحدة اقتصادية ما إلا

بعد إجراء تحليل دقيق للقوائم التي تنشرها والفهم الكامل للمعلومات المالية وغير المالية المحتواة فيها لذا يجب إخضاع هذه التقارير للعديد من الإجراءات والقواعد الهامة التي تحددها متطلبات العرض والإفصاح وبذلك تبرز أهمية هذه المتطلبات في جعل القوائم المالية المعدة على أساسها تحقق الفائدة للمستثمر في تقييم الأداة المالية وعوائدها والمخاطر المرتبطة بها من خلال تحليل المركز المالي للوحدة الاقتصادية وأدائها وتدفقاتها النقدية.

نظراً لأهمية العرض والإفصاح باعتباره أحد متطلبات معايير المحاسبة الدولية فإن هناك العديد من المتطلبات التي يبنى عليها مبدأ الإفصاح تتعلق بأسلوب عرض الأدوات المالية والمعلومات الواجب الإفصاح عنها والتي تلبي احتياجات مستخدمي القوائم المالية حيث يتطلب عرض الأدوات المالية تصنيفها الى التزامات وحقوق ملكية وتصنيف ما يتعلق بها من فائدة وأرباح وأسهم وخسائر ومكاسب والظروف التي يجب فيها إجراء مقاصة بين الأصول المالية والالتزامات المالية كما يتناول الإفصاح المعلومات المتعلقة بالعوامل التي تؤثر على مبلغ وتوقيت ومدى التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية للمشروع فيما يتعلق بالأدوات المالية والسياسات المحاسبية المطبقة على تلك الأدوات بالإضافة إلى الإفصاح عن المعلومات الخاصة بطبيعة ونطاق استخدام المشروع للأدوات المالية وأغراض العمل التي تخدمها والمخاطر المتعلقة بها وسياسات الإدارة بالرقابة على هذه المخاطر

وتأتي أهمية الشفافية من كونها تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الإيضاحات مما يؤدي الى تحسين الإفصاح في الشركات حيث أن عدم توفر بعض المعلومات بالنسبة للمستثمرين يجعلهم يتخذون قرارات غير سليمة كذلك توفر شفافية المعلومات يعمل على الحد من المضاربات والأزمات المالية والحد من الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية حيث لا تتيح الشفافية توفير معلومات للمضاربين غير متاحة لغيرهم من المستثمرين وكذلك تقضي على ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتزيد من استقرار الأسواق المالية.

تحتل نظم الإفصاح المالي أهمية بالغة في أسواق المال وقوانينها التي تقتضي وجوب توفير كل المعلومات الجوهرية التي تعبر عن وضع الشركات المدرجة في السوق ووضعها بين أيدي المتعاملين والمستفيدين وتأتي أهمية الإفصاح من كونه روح أي سوق مالية وأساس



نجاحه وزيادة نشاطه فالإفصاح الجيد يحقق في حال توفره جواً من الثقة بين المتعاملين مما يساهم في جذب رؤوس الاموال إذ من حق أي مستخدم للقوائم والتقارير المالية المنشورة أن يتوقع أن القوائم المالية التي يستخدمها تحتوي على كافة المعلومات المفيدة المالية وغير المالية التي تساعده في فهم الوضع المالي للشركة واتخاذ القرار الاقتصادي السليم بعد تقويم الورقة المالية بشكل عادل حيث تمثل الورقة المالية لمنشأة ما جزء من ملكيتها أو ديناً عليها ولأن تقويم هذه الورقة يستند أساساً الى تقويم المنشأة لا بد أن يشمل هذا التقويم عدة نواحي تتضمن قوة المنشأة وسمعتها وعمرها وخبرتها ومركزها المالي.....الخ. وهذا كله يجب تقديمه لحامل الورقة المالية بصورة كافية وصحيحة من خلال الإفصاح الجيد عبر القوائم والتقارير المالية.

مع استحداث أدوات مالية أكثر تعقيداً وزيادة المنافسة وحجوم التداول في الأسواق المالية خاصة مع إزالة بعض القيود عن التعامل وتطور التقنيات المستخدمة في تنفيذ المعاملات. كل هذا يؤدي إلى زيادة فرص التلاعب والاستغلال الذي يمكن أن يحصل من بعض الأطراف الأمر الذي يدعو إلى زيادة أهمية المطالبة بإفصاح أدق وأشمل وإلزام الشركات المدرجة في السوق المالية بأن تعمل على تحليل وعرض جميع أنواع المخاطر التي ترتبط بالتعامل بالأدوات المالية التي تصدرها ومنها مخاطر الائتمان والسيولة ومخاطر أسعار الصرف وهذا ما يزيد درجة تعقيد وأهمية دور الجهات الرقابية على هذه الشركات

من هذا المنطلق وجب على الشركات التي تسعى للحصول على زيادة رؤوس أموالها أو تحقيق أكبر قدر من السيولة عن طريق إبقاء أو جذب مزيد من المساهمين لتمويل أنشطتها و اكتساب ثقتهم تطبيق متطلبات الإفصاح في إعداد تقاريرها وقوائمها المالية، من خلال إتباع أسلوب الوضوح وإبراز المعلومات ذات الأهمية من خلال الكشف عن حساباتها و أنشطتها و تقديم كم مناسب من المعلومات المرتبطة بكل ما يخص الشركة بما في ذلك السياسات المتبعة وأنشطتها واستمراريتها ، وذلك باعتماد أساليب متنوعة ومبسطة قدر الإمكان لإظهار و شرح هذه المعلومات من استخدام الأشكال البيانية وحساب نسب أساسية ومقارنتها مع سنوات سابقة و غيرها من الأساليب التي تهدف في مجملها إلى تقليص حالة عدم التأكد لدى المستثمرين من جهة ، ومن جهة أخرى تضيق فجوة عدم

تمائل المعلومات بالتالي تمكينهم من تقييم المركز المالي الشركة و التنبؤ بسعر أسهمها بالتالي العوائد

لكن السؤال الآن: كيف يمكن تحديد ما إذا كانت المعلومة المنشورة مفيدة وجوهرية؟ هذا ما ورد في المعيار الدولي رقم ١ الذي يعرض الخصائص النوعية للمعلومات

#### ٤. العوامل المؤثرة في الإفصاح

هناك العديد من العوامل التي تحدد درجة الإفصاح في التقارير المالية ومنها:

- **عوامل بيئية:** وتتضمن العوامل السياسية والاقتصادية والاجتماعية والجهات المشرفة على الشركات وعوامل أخرى تتعلق بحاجة المستفيدين إلى مزيد من المعلومات الإضافية التي تنشرها الشركات والقوانين النافذة في كل دولة، على سبيل المثال عندما نقارن بين قانون الشركات البريطاني والأمريكي نجد أن قانون الشركات البريطاني حدد التقارير التي يجب إعدادها وطرق عرض المعلومات المالية في القوائم المالية وقد أشار قانون الشركات البريطاني إلى ضرورة توزيع التقارير على المساهمين قبل إقرارها بينما لا يوجد في الولايات المتحدة قانون للشركات يحدد المعلومات التي يجب أن ترد في التقارير المالية<sup>٢</sup>
- **عوامل تتعلق بالمعلومات المالية:** تتأثر درجة الإفصاح في التقارير المالية بالمعلومات التي يتم الإفصاح عنها ومدى توافر عدد من الصفات للحكم على كفاءتها وأهمها أن تكون المعلومات المالية ملائمة للقرارات التي سيقوم باتخاذها أغلب المستفيدين منها وأن تكون موثوقة وقابلة للتحقق والمقارنة على اعتبار أن المعلومة المالية ليست سوى أداة تتوقف منفعتها على مدى الاستفادة منها.
- **عوامل تتعلق بالوحدة الاقتصادية:** وهذا يتوقف على حجم المنشأة ومجموع أصولها وعدد المساهمين فيها، فقد أشارت عدد من الدراسات الميدانية إلى أن هناك علاقة طردية بين هذه العوامل من جهة وبين درجة الإفصاح المالي فيها من جهة أخرى، أيضاً إدراج الشركة في سوق المال يزيد من درجة إفصاحها، وعوامل أخرى مرتبطة بالمنشأة منها المراجع الخارجي ومستوى الحوكمة وصافي الربح ورغبة إدارة المشروع في الإفصاح عن

<sup>٢</sup>تركي، ١٩٩٥، ص ٢٥-٣٠

المعلومات وأجهزة الإشراف والرقابة على أعمال الشركات المساهمة والتركز الصناعي...إلخ.

## ٥. كيف يحصل عدم الإفصاح:

إن عدم إظهار الوضع المالي على حقيقته يؤدي إما لارتفاع الأسعار في السوق المالي أو لانخفاضها، لذلك إذا اشترى المستثمر سهم ما وتبين بعد فترة أن المعلومات التي اعتمد عليها في اقتناء هذا السهم غير صحيحة فإما أن يهبط سعر السهم وتقوم إدارة الشركة بالإعلان عن أخطائها وبالتالي تخفيض الأسعار بشكل إداري أو في الحالة النادرة وهي أخطاء ايجابية تؤدي لرفع سعر السهم مثل إظهار أرباح في القوائم المالية تفوق الأرباح الحقيقية.

يمكن أن تنتوع طرق عدم الإفصاح أو الإفصاح عن معلومات مضللة كالتالي:

- تحميل بعض العقود المنفذة حالياً على سنة سابقة مما يؤدي لإظهار أرباح أكبر مما هي عليه
- إجراء عمليات المقاصة بين الأصول والخصوم
- عدم إظهار الأرصدة الفعلية لفروع الشركة مما يؤدي لإمكانية التلاعب
- إعادة تقييم الأصول واعتبارها أرباحاً
- الاستفادة من صفقات مشبوهة وتسجيلها باسم مستعار كي لا تظهر حقيقة هذه الصفقة وحجم أرباحها وغير ذلك

## ٦. الإفصاح وحوكمة الشركات:

تم تخصيص مبدأ للإفصاح والشفافية في مبادئ حوكمة الشركات التي وضعتها منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD حيث ينبغي في إطار حوكمة الشركات أن يضمن هذا المبدأ القيام بالإفصاح السليم الصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة

المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي والأداء المالي وحقوق الملكية و حوكمة الشركات  
على النحو التالي:

٢

٨

- ينبغي أن يتضمن الإفصاح ولا يقتصر على المعلومات التالية :

- النتائج المالية ونتائج عمليات الشركة وأهدافها
- الملكيات الكبرى للأسهم وحقوق التصويت بالإضافة لسياسة مكافئة أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين ومعلومات عنهم بما في ذلك مؤهلاتهم وعملية اختيار المديرين الآخرين في الشركة وما إذا كان يتم النظر اليهم باعتبارهم مستقلين
- العمليات المتصلة بأطراف من الشركة
- عوامل المخاطرة المتعلقة بالموضوعات الخاصة بالعاملين وأصحاب المصالح الآخرين
- هياكل وسياسات الحوكمة وبصفة خاصة ما يحتويه أي نظام أو سياسة لحوكمة الشركة أو العمليات التي تم تنفيذها بموجبها

- ينبغي إعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقاً للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي

-ينبغي القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل كفاء مؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات خارجية موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة من كافة النواحي المادية والهامة كذلك ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين وعليهم واجب بالنسبة للشركة هو أن يقوموا بممارسة كافة ما تقتضيه العناية والأصول المهنية في عملية المراجعة.

-ينبغي استكمال إطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يتناول ويشجع على تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين والسماسة ووكالات التقييم والتصنيف وغيرها والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون بعيداً عن أي تعارض هام في المصلحة قد يؤدي الى الإضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.

إن عدم تماثل المعلومات في سوق المال يحدث عندما تعتمد إدارة الشركة حجب معلومات معينة عن المستثمرين لاستخدامها في تحقيق عائد غير عادي من الأسهم التي يملكونها أو قد تحجب الإدارة معلومات تعتقد أنها تضر بمركزها التنافسي<sup>٩</sup> تعد مشكلة عدم تماثل المعلومات المصدر الأساسي لزيادة الحاجة للإفصاح عن المعلومات التي يتم نشرها في التقارير بمختلف أشكالها ويمكن توضيح مشكلة عدم تماثل المعلومات على مستوى الشركة وسوق المال على النحو التالي:

● مشكلة عدم تماثل المعلومات على مستوى الشركة (نموذج الوكالة):

يقصد بها عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وكيلاً وملاك المشروع أصيلاً وما يترتب على ذلك من صعوبة قياس أداء الإدارة وتقييمه، وهناك جانب آخر لنموذج الوكالة يتمثل في عدم تماثل المعلومات بين الإدارة أصيلاً والمسؤولين عن الإدارة والأقسام وكلاء وما يترتب على ذلك من مشكلات تواطؤ بين الإدارة والمسؤولين تجاه الملاك

● مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق المال:

والمقصود بها عدم تماثل المعلومات بين مجموعة المستثمرين في سوق المال نتيجة عدم الإفصاح الكافي عن المعلومات في التقارير المالية المنشورة .

إن عدم تماثل المعلومات في سوق المال من شأنه خلق تفاوت بين الفئات المستفيدة وذلك على النحو التالي:

● تفوق الإدارة على الأطراف الخارجية مما يؤدي إلى تحقيق عائد غير عادي للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية وذلك بسبب استغلال الإدارة لمعرفتهم المسبقة بالمعلومات الخاصة بالشركة

● تفوق مجموعة من المستثمرين (عادة كبار المستثمرين ) على مجموعة أخرى تكون من صغار المستثمرين غالباً مما يسمح للمجموعة الأولى بتحقيق عوائد غير عادية

٣

١

<sup>٢</sup> الدهراوي وسرايا، ٢٠٠١، ص ١٤

<sup>٢٠</sup> حميدة ورشاد، ١٩٩٨، ص ٢٦٩

<sup>٣</sup> الدهراوي وسرايا، ٢٠٠١، ص ٢٤

لا يقتصر الضرر الناجم عن مشكلة عدم تماثل المعلومات على ما سبق ذكره بل يمتد إلى انخفاض حجم التداول وانخفاض عدد الأسهم المتداولة وزيادة تكلفة المعاملات وانخفاض سيولة الأسهم .

للتغلب على مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية الخارجية يجب اللجوء إلى أحد الحلين التاليين: إما إصدار معايير ملزمة لأن إدارة الشركات لن تقوم بالإفصاح الكامل عن المعلومات التي تمتلكها إذا تركت لها الحرية في الإفصاح لذلك فإن الإفصاح الإجمالي في هذه الحالة يكون ضرورياً لإلزام الشركة بالإفصاح عن المعلومات التي تكون محجوبة عن المستثمرين بالتالي التخفيف من عدم تماثل المعلومات ومنع جهة معينة من استغلال معلومات تتفرد بها وتحقيق عوائد غير عادية على حساب جهة أخرى أو عن طريق الإفصاح الاختياري فقد توصلت الدراسات إلى أن الإفصاح الشامل سوف يعمل على التخفيض من عدم تماثل المعلومات ، ويتحقق ذلك من خلال الإفصاح عن أكبر عدد ممكن من المعلومات لخدمة المستثمرين ويتم ذلك من خلال إفصاح الشركة اختياريًا عن المعلومات التي لديها فإن كان لديها أخبار جيدة فإنها ستفصح عنها حتى تميز نفسها عن الشركات التي لديها أخبار سيئة وإن كان لديها أخبار سيئة فلن تستطيع اخفائها حتى لا تتأثر سمعتها بأنها تفصح عن معلومات غير صحيحة

تري الباحثة أن للإفصاح الاختياري أهمية تفوق الإفصاح الإجمالي إذ أن الإفصاح الإجمالي بطبيعة الحال من المفترض أن يكون بنسبة متساوية لدى جميع الشركات بالتالي يكون للإفصاح الاختياري أهمية أكبر في تمييز شركة عن أخرى في السوق المالي ويساهم في مساعدة المستثمر في تفضيل شركة على أخرى وانتقاء سهمها هذا في حال التزمت جميع الشركات ببند الإفصاح الإجمالي أما إذا لم يتحقق ذلك عندها سيكون للإفصاح الإجمالي أهمية تفوق الإفصاح الاختياري.

<sup>٢٢</sup>(Lev,1988,p4)

<sup>٢٣</sup>(Milgrom, 1981, p. 385)

## المطلب الثاني: الإفصاح الاختياري

### ١. مفهوم الإفصاح الاختياري:

يقصد بالإفصاح الاختياري المعلومات التي تتخطى المحتويات المطلوبة في القوائم المالية ، أي تقديم معلومات إضافية أكثر من المتطلبات القانونية يمكن تحديد العديد من الأسباب وراء قيام الشركات بتوفير معلومات إضافية تزيد عن المعلومات الإلزامية التي تفرض الجهات الرقابية الإفصاح عنها وقد حاولت بعض النظريات شرح تلك الأسباب من خلال إطار نظري محكم علما أنه لا توجد نظرية واحدة قادرة بمفردها على تفسير ذلك

### ٢. نظريات الإفصاح الاختياري:

إن معظم النظريات تحاول تبرير الإفصاح عن المعلومات التي تتجاوز متطلبات الإفصاح الاجباري بناء على العديد من العوامل منها ربحية الشركة وحرص إدارتها على تقديم معلومات إضافية تحقق أهدافها النهائية فالشركات تسعى ضمن الإمكانيات المتاحة لها إلى تحسين صورتها أمام المستثمرين من خلال الاستجابة لمتطلباتهم قدر الإمكان و فيما يلي عرض لبعض هذه النظريات:

#### - نظرية الوكالة: The agency Theory

بينت هذه النظرية دوافع الإفصاح الاختياري انطلاقاً من مفهوم تعارض المصالح بين المدراء والمساهمين من جهة وبين الشركة ودائنيها من جهة أخرى واعتبرت أن الإفصاح يمثل آلية لتخفيض التكاليف الناجمة عن هذا التعارض كما أنه يعمل على ضبط أداء المدراء وهو ما يشكل حافزاً لديهم للإفصاح اختياريًا عن معلومات تتجاوز بنود الإفصاح الإلزامي المحددة من الجهات الرقابية ، وقد استخدمت هذه النظرية من قبل (Cooke,1989) (Donnelly and Mulcahy,2008) و (Raffounier1 1995) (Frantz and Wlker1 1997)

(Kumar,2008)<sup>٤٤</sup>

(Foster,1986)<sup>٤٥</sup>

(Lèventis,2000)

(Lumbert,2001)<sup>٤٧</sup>

## - نظرية أصحاب المصلحة: Stakeholder Theory

وفقاً لهذه النظرية يمكن تفسير الإفصاح الاختياري من خلال قوة أصحاب المصالح، استراتيجية الشركة والأداء الاقتصادي في الماضي والحاضر ووفق هذه النظرية فإن الشركة تفصح عن المعلومات المالية وغير المالية لجمهور واسع وليس فقط للمستثمرين والدائنين وقد استخدمت هذه النظرية من قبل (Roberts,1992,) و(Smith,2009,)

## - نظرية التكاليف السياسية: Political Theory

يرى أنصار هذه النظرية أن الشركات الخاضعة لتكاليف سياسية عالية ( وذلك تبعاً لمعيار حجم الشركة) تقوم على الأرجح بالإفصاح عن معلومات إضافية لتخفيض تلك التكاليف قد الإمكان

## - نظرية الإشارة: The Signaling Theory

ترى هذه النظرية أن المدراء قد يملكون حافزاً من أجل الإفصاح عن معلومات اختيارية أكثر نظراً لأنهم يتوقعون أن تقدم هذه المعلومات إشارة جيدة عن أداء الشركة في السوق بالتالي يخفضون من احتمال حدوث مشكلة عدم تماثل المعلومات ، وقد استخدمت هذه النظرية من قبل

(Patricia and lucia,2007), (Grossman,1981), (Cazavan et al,2007)

## - نظرية الشرعية: Legitimacy Theory

تؤكد هذه النظرية أن الشركات تسعى باستمرار للتأكيد على أنها تعمل ضمن حدود وأخلاقيات مجتمعاتها وترى أنه من الصعب عليها أن تثبت شرعيتها من خلال الإفصاح عن معلومات تقليدية بالتالي تحتاج لتقديم معلومات إضافية اختياريًا لإثبات تمسكها بقيم المجتمع الذي تعمل فيه .

## - نظرية تكاليف الملكية: Proprietary Costs theory

(Watts,1990)<sup>٣٨</sup>  
(Ross,1977)<sup>٣٩</sup>  
(Guthrie et al,2004)<sup>٤٠</sup>



يرى أنصار هذه النظرية أن إيصال معلومات خاصة للمنافسين قد لا يؤدي بالضرورة إلى تخفيض الأرباح المستقبلية للشركة إذ أن عواقب الإفصاح تتوقف على العديد من العوامل مثل طبيعة السوق التنافسية وخطر دخول شركات أخرى إلى السوق ،ويجب على الشركة إجراء موازنة بين سلبيات وإيجابيات الإفصاح الاختياري ويبيدي المدراء اهتماماً أكبر بالإفصاح الاختياري عندما تكون فوائده أكبر من تكاليفه وقد استخدمت هذه النظرية من قبل (Gray,1990) و(Annalisa,2004)

بالمقابل قدمت العديد من الدراسات أسباب متعددة لمقاومة الإدارة لكافة أشكال الإفصاح الاختياري إلا ما يحقق نفع لها، من هذه الدراسات دراسة (عبد الجليل، ٢٠٠٢) حيث أثبتت أن الإدارة لا ترحب بمتطلبات التوسع في الإفصاح لأسباب متعددة منها الخوف على مركز الشركة التنافسي وتعارض مصالحها مع أهداف مستخدمي التقارير ولتجنب تكاليف إعداد ومراجعة نشر التقارير الموسعة مما يستدعي إيجاد وسيلة لإلزام الشركة بذلك لتحقيق زيادة منفعة التقارير المنشورة، أيضاً دراسة (Feltham,1992) أوضحت أن القائمين على إدارة المنشأة يترددون في زيادة وتوسيع الإفصاح إن لم يكن هناك ضغوط مهنية محاسبية أو قوانين حكومية إلزامية أو إشرافية بالتالي فإن التوسع في الإفصاح لا يجب أن يترك كاختيار لإدارة المنشأة بل يجب تحديده بموجب التشريع أو المعايير المهنية أو القواعد الإلزامية لأسواق المال

دراسة (Baruch,1988) افترضت لحل مشكلة عدم تماثل المعلومات أن يكون هناك إفصاح عام وكامل في التوقيت المناسب وأن يكون هناك نوعين من الإفصاح: إفصاح اختياري وإفصاح إجباري، وذكرت أن الإفصاح الاختياري وحده يعتبر غير كافي لحل مشكلة عدم تماثل المعلومات لأن أساس المشكلة هو عدم رغبة الإدارة في الإفصاح عن كامل المعلومات وذلك بهدف استخدام المعلومات غير المفصح عنها لتحقيق عوائد غير عادية ، بالتالي يجب أن يكون هناك إفصاح إجباري عن المعلومات التي يمكن أن يسبب إخفاؤها أضراراً لبعض المتعاملين في السوق

دراسة (سيد، ٢٠٠٢) توصلت إلى أن الإدارة سوف تقاوم حصول المستخدم الخارجي على نفس المعلومات التي بحوزتها حتى تتمتع بميزة خاصة، وبشكل خاص تظهر في الدول

النامية ضرورة ملحة لتنظيم الإفصاح فيها من خلال معايير وتشريعات ملزمة وذلك للحد من محاولة الإدارة التلاعب في محتويات الإفصاح بما يحقق مصالحها ومحاولتها تمييز مجموعة من المستثمرين دون غيرهم من خلال توفير معلومات خاصة لهم تفيدهم في تحقيق أرباح غير عادية أو تقديم معلومات لهم قبل الإفصاح عنها لكافة مستخدمي التقارير والقوائم المالية

### ٣. أهداف الإفصاح الاختياري:

يمكن تصنيف أهداف الإفصاح الاختياري ضمن المجموعات التالية:

١. وصف المفردات التي يتم الاعتراف بها في القوائم المالية وتوفير مقاييس لهذه المفردات بخلاف المقاييس الواردة في القوائم المالية
٢. وصف المفردات التي لا يتم الاعتراف بها وإعطائها مقاييس مفيدة
٣. توفير المعلومات الدورية لمساعدة المستثمرين والدائنين في تقدير المخاطر حول البنود التي يتم الاعتراف بها وتلك التي لا يتم الاعتراف بها
٤. توفير المعلومات التي تساعد مستخدمي القوائم المالية في مقارنة الأرقام مع مثيلاتها لشركات أخرى وكذلك المقارنة لشركة واحدة عبر السنوات المختلفة
٥. توفير معلومات عن التدفقات النقدية المستقبلية الداخلة والخارجة وتوفير المعلومات اللازمة للتنبؤ بتلك التدفقات
٦. مساعدة المستثمرين في تقويم العائد على الاستثمار والتنبؤ بهذا العائد مستقبلاً.

#### ٤. فرضيات الإفصاح الاختياري

ناقشت العديد من الدراسات فرضيات الإفصاح الاختياري وعرضت دراسة Collett&Harsky,2005 الفرضيات التالية:

- فرضية معاملات سوق المال: تملك الشركة حافزاً للقيام بالإفصاح الاختياري لتخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات وبالتالي تخفيض تكاليف التمويل الخارجي من خلال تخفيض خطر المعلومات
- فرضية ضبط الصراع: عندما يكون أداء الشركة ضعيفاً يستخدم المدراء الإفصاح الاختياري في محاولة لرفع قيمة الشركة وتقديم توضيح لأدائها الضعيف بالتالي تخفيض خطر فقدان الإدارة لوظيفتها
- فرضية أسهم التعويض: إن المدراء التي تتم مكافأتهم بمنحهم أسهم التعويض يملكون حافزاً لاستخدام الإفصاح الاختياري من أجل تخفيض احتمالية المزاعم والادعاءات التي قد تطال الشركة كونهم ممثلين لها بالتالي فإن الشركة أيضاً تملك حافز لزيادة الإفصاح لتخفيض تكاليف التعاقد مع المدراء الذين يكافؤون بأسهم التعويض
- فرضية التكاليف القضائية: إن المدراء يملكون حافز للكشف عن الأنباء السيئة لتجنب الاجراءات القضائية الناجمة عن الإفصاح غير الكافي، لكنهم في الوقت نفسه يميلون لتخفيض الإفصاح المتعلق بالتنبؤات التي يمكن أن يثبت عدم صحتها لاحقاً
- فرضية تكاليف الملكية: ترى هذه الفرضية أن أنه يمكن أن يقيد الإفصاح الاختياري إذا لاحظ المدراء أن الإفصاح يمكن أن يكون له أثر سلبي من الناحية التنافسية.

بناءً على ذلك فإنه يمكن عرض دوافع الإفصاح الاختياري كما يلي:

- إن الإفصاح مطلوب نظراً لأن المدراء يتولون المسؤولية الملقاة على عاتقهم وعليهم القيام بأعمال محددة وتحقيق أهداف مالية محددة مسبقاً<sup>٤</sup>
- يميل المدراء إلى الإفصاح عن معلومات أدائهم للحصول على امتياز في السوق<sup>٥</sup>

المالي

<sup>٤٣</sup>(Collett & Harsky, 2005, 188-190)

<sup>٤٤</sup>(LATRIDIS, 2008, p230)

<sup>٤٥</sup>(MCKNIGHT, 1999, 241)

▪ الإفصاح غير الملائم يمكن أن يحفز المدراء لتأمين إفصاح اختياري من شأنه تخفيض تكاليف المقاضاة

▪ يمكن أن يتجه المدراء للإفصاح الاختياري ويقدمون التنبؤات لخدمة المستثمرين القلقين من البيئة الاقتصادية للشركة والقادرين على تحقيق استجابة سريعة للمتغيرات

أثبتت دراسة (Castellano,2002) أن حرص المنظمة على توفير إفصاح اختياري بالإضافة إلى الإفصاح الإلزامي يعزز ثقة الجمهور بالمنظمة وعدالة قوائمها المالية وينعكس على سمعتها وقيمتها السوقية وبالتالي على أسعار أسهمها في السوق المالي. كما بين (Prowse,1997) في دراسته أن الإفصاح الاختياري من قبل الشركات المساهمة يعمل على توفير عنصر الكفاءة للسوق المالي، ويساعد على تخفيض درجة مخاطر الاستثمارات. ويشير (الفضل، ٢٠٠١) إلى أنه من خلال الإفصاح يتم إعداد وتعميم التقارير المالية لأجل إشباع حاجة مستخدميها من المعلومات المحاسبية التي تصف بشكل موضوعي الأحداث الاقتصادية التي أثرت على المنظمة في فترة زمنية معينة، كما تعرض المعلومات خطط وتوقعات الإدارة في المستقبل.

الآراء المؤيدة للإفصاح عن المعلومات المستقبلية جاءت مناقضة للاتجاه التقليدي في الإفصاح عن هذه المعلومات والذي يتسم بالحيطه والحذر ولا يرى ضرورة للإفصاح عن المعلومات المستقبلية وذلك لأن الإفصاح عن هذه المعلومات قد يضر بعملية المنافسة، فضلا عن أنه ليس فيها الدقة اللازمة لعدم تحقق هذه التنبؤات قد يعرض الإدارة إلى المساءلة القانونية، لذا فالأفضل حسب هذا الاتجاه ترك الموضوع إلى المحلل المالي في ضوء إمكانياته من خلال قراءته للمعلومات المالية. بالمقابل نجد أن الاتجاه الحديث ينادي بضرورة الالتزام بالإفصاح عن المعلومات المستقبلية لتلبية احتياجات مستخدمي القوائم المالية، حيث أن الإفصاح عن هذه المعلومات يجعلها متاحة لجميع الأطراف وغير مقتصرة على المحلل المالي. كما أن معرفة الإدارة الكاملة بأنشطتها الداخلية يجعلها قادرة على تحديد هذه التنبؤات بشكل أفضل من المحلل المالي وأن الإدارة سوف تبذل قصارى جهدها لتحقيق التنبؤات التي يتم الإفصاح عنها كنوع من الالتزام الأدبي عليها، إضافة إلى أنه لا يمكن مساءلة الإدارة في حالة عدم تحقق هذه التنبؤات طالما أن معلوماتها قد استندت إلى

(SKKINER,1994,55)<sup>٤٦</sup>  
(TRUEMAN,1986,66)

افتراضات منطقية معقولة وأنها قامت بتقديم التحليل الوافي للأسباب التي حالت دون تحقيقها

٤

٨

إن التطورات التي تطرأ على أي سوق في العالم لها انعكاسات على نوعية وكمية المعلومات التي تحتويها التقارير المالية المنشورة و منها التغيير في نوعية وكمية الأطراف ذات العلاقة بأعمال الشركة وهم ما يسمون بأصحاب المصالح وأصبحت تلك الشركات تحت ضغوط كبيرة من قبل تلك الأطراف تهتم بضرورة زيادة المعلومات التي تحتويها تقاريرها السنوية لا سيما الاهتمام بتقديم المزيد من الإفصاح الاختياري .

٩

### ٥. توقيت الإفصاح عن المعلومات المالية:

يعد التوقيت المناسب صفة هامة لخاصية ملائمة المعلومات المحاسبية، فإذا حدث تأخير غير ضروري في تقديم التقارير فإن المعلومات قد تفقد ملاءمتها لذا يجب على الإدارة الموازنة بين ميزة رفع التقارير في الوقت المناسب وتوفير المعلومات الموثوقة ،أي حتى يكون الإفصاح مفيدا يجب بالإضافة إلى اشتراط أن تكون هذه المعلومات كافية وموثوقة وقابلة للمقارنة والفهم يجب أن يتوفر التوقيت الملائم في إعدادها وعرضها وتقديمها للمستخدمين، بمعنى أن المنفعة التي يحققها متخذ القرار ترتبط بمدى حصوله على المعلومات المناسبة في الوقت المناسب ولذلك حرصت قوانين الشركات في الدول المختلفة وتعليمات هيئات أسواق المال العالمية أن تلزم الشركات المدرجة في تلك الأسواق بأن تقوم بإعداد وعرض هذه المعلومات خلال فترة زمنية معقولة من تاريخ انتهاء السنة المالية أو الفترة المرحلية وتزويد هيئة الأوراق المالية بنسخ من قوائمها المالية المرحلية الربعية أو نصف سنوية بهدف توفير المعلومات الحديثة والمستمرة على فترات متقاربة للمتعاملين في الأسواق المالية .

٥

١

(Tucker, 2004)

(Firth,1979)<sup>٤٩</sup>

٥٠ معايير المحاسبة الدولية، ٢٠٠٨، ص ٨١

٥١ مطر، ٢٠٠٨، ص ٣٣٩-٣٥٦

## المبحث الثاني: عوائد الأسهم وعلاقتها بمستوى الإفصاح الاختياري

### مقدمة:

تتعدد أوجه الاستثمار المتاحة أمام الأفراد والشركات ومن أهمها الاستثمار في الأوراق المالية العائدة للشركات المدرجة في الأسواق المالية المحلية والاجنبية، وتعتبر الأسهم العادية أحد أهم الأوراق المالية التي تصدرها هذه الشركات حيث تأخذ هذه الأسهم عدة قيم تتباين فيما بينها وتتغير أسعارها صعوداً ونزولاً تبعاً لحجم العرض و الطلب عليها من قبل المساهمين الذين ينتظرون من خلال مساهمتهم عائد على هذا الاستثمار، هؤلاء المساهمين سيحتاجون إلى معلومات تساعدهم في تقدير العوائد و تقييم المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية المتوقعة من حيث

- معدلات الأرباح التي تحققها الشركة و المتوقعة مستقبلاً
- المركز المالي للشركة و القيمة الدفترية لها
- معدلات الفائدة السائدة في السوق
- معدلات الضرائب على أرباح الشركات و التوقعات المستقبلية حول اتجاهاتها
- الظروف الاقتصادية و السياسية وحتى النفسية والعلاقات الاقتصادية الدولية

### ١. العوامل المؤثرة في عوائد الاسهم:

حاولت العديد من الدراسات تحديد العوامل المؤثرة في العوائد السوقية للأسهم المدرجة في مختلف الأسواق المالية لكل من الدول النامية والمتقدمة وفيما يلي عرض للعوامل التي توصلت اليها الدراسات السابقة إلى إثبات أثرها في العوائد السوقية للأسهم:

#### - مكرر الربحية (PE): Price earnings ratio

هو نسبة سعر السهم الى الارباح، وهنا نميز بين الأسهم ذات مكرر الربحية المنخفض أو أسهم القيمة (وهي الأسهم التي تكون نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية فيها أقل من الواحد) وبين الأسهم ذات مكرر الربحية المرتفع أو أسهم النمو (وهي الأسهم التي تكون فيها نسبة القيمة السوقية الى الدفترية أكبر من الواحد)

وتناولت العديد من الدراسات أثر هذه النسبة في عوائد الأسهم حيث وجدت الدراسات التالية: (Basu,1977) و (Peavy and Goodman,1983) و دراسة (Ege& Bayrakdaroglu,2007) أن الأسهم ذات مكرر الربحية الأقل وتسمى أسهم القيمة يكون أداؤها أفضل من أسهم الشركات ذات مكرر الربحية المرتفع وتسمى أسهم النمو أي أن العلاقة عكسية بين المتغيرين.

- نسبة مكرر الربحية إلى معدل نمو الإيرادات المتوقع (PEG) :

Price earnings/growth rate

هناك علاقة عكسية بين هذه النسبة وبين عوائد الأسهم، حيث أن الشركات ذات نسبة PEG المنخفضة (أقل من ١) ستحقق عوائد أعلى من المتوسط بينما الأسهم ذات النسبة المرتفعة (أكثر من ٣) ستحقق عوائد أقل إلا أن بعض الدراسات أوضحت أنه لا يوجد علاقة عكسية ثابتة بين هذين المتغيرين

- أثر الحجم : size effect

بينت الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الحجم - مقاساً بالقيمة السوقية للشركة - والعوائد كدراسة كل من (Canbaş et al,2007) و (Mouselli,2010)

أن أسهم الشركات الصغيرة تحقق معدلات عائد تفوق أسهم الشركات الكبيرة ويرتبط ذلك بالمخاطرة من جهة و بتكلفة المعاملات من جهة أخرى، فالشركات الصغيرة تكون مخاطرها أكبر وبالتالي عوائدها أعلى، أيضاً أسهم الشركات الصغيرة تكون أسعارها منخفضة وتكلفة معاملاتها مرتفعة (العلاقة عكسية بين سعر السهم وكلفة المعاملة) وبالتالي أسهم الشركات الأصغر يكون أداؤها أفضل بعد أخذ المخاطرة وتكلفة الصفقة بعين الاعتبار

- مدى الاهتمام بالشركة ومتابعتها Neglected firms and trading activity

يقاس هذا العامل بعدد المحللين المتتبعين لأداء الشركة حيث توصلت دراسة (Arbel&Strebel,1983) إلى أن الشركات المهمة التي لا يهتم بها المحللون الماليون

<sup>٢٠</sup>(Reilly & Marshal ,1999)

كغيرها تكون مخاطرها أكبر بسبب شح المعلومات المتوفرة عنها بالتالي تحقق عوائد أعلى، إلا أن دراسة (Beard&Sias,1997) لم تثبت وجود هذه العلاقة

أيضاً دراسة (James &Admister ,1983) اختبرت الفرق بين عوائد المحافظ النشطة وعوائد المحافظ الأقل نشاطاً وتوصلت الى أنه لا تأثير لمدى نشاط المحفظة في عوائدها

- نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية (BV/MV): Book value/market value

توصلت دراسة (Canbaş et al,2007) إلى وجود علاقة طردية بين هذه النسبة وعوائد الأسهم، قدمت العديد من الدراسات تفسيرات مختلفة لوجود هذه العلاقة منها عدم التحديد الدقيق لنموذج السوق حيث يرى (Ferguson and Shockley,2003) أن أثر القيمة سيظهر في أي بيانات خضعت لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية طالما نموذج السوق لا يأخذ بعين الاعتبار حجم الديون في الاقتصاد ومن خلال ربط خطر التدفقات النقدية بنسبة BM وجد (Campbell) and Vuolteenaho, 2004) أن أسهم القيمة تحمل مخاطر في التدفقات النقدية أعلى من أسهم النمو، من التفسيرات المقدمة أيضاً وجود تحيز في قاعدة البيانات Compustat حيث أنها تشمل الشركات المتعثرة المستمرة في العمل ويكون متوسط العائد للشركات ذات نسبة BM مرتفعة يكون مبالغ فيه. من جهة أخرى يرى (Chan et al,1995) أن التحيز أمر ليس خطير ولا يمكن أن يفسر الأداء المتفوق لأسهم القيمة، من التفسيرات العقلانية التي قدمت لتبرير وجود أثر القيمة أن تحقيق أسهم القيمة لعوائد مرتفعة يكون بسبب سوء تسعير الأسهم نتيجة الخطأ في تقدير الأرباح المستقبلية للشركة، أيضاً يمكن أن يكون رد فعل المستثمر نتيجة المعلومات الجديدة في السوق سبب لابتعاد سعر السهم عن قيمته الحقيقية وعندما يتم تصحيح رد فعل المستثمر تحقق أسهم القيمة عائد أعلى وتحقق أسهم النمو عائد أقل أي أن رد فعل المستثمر المبالغ فيه يؤدي لتقييم أسهم القيمة بأقل مما يجب وتقييم أسهم النمو بأكثر مما يجب ولحين تصحيح ردة الفعل ستحقق أسهم القيمة عوائد مرتفعة في حين ستحقق أسهم النمو عوائد منخفضة ويرى (Fama & French,1995) أن هذا التفسير هو السبب الوحيد لوجود أثر القيمة لأنه سيستمر لمدة ٥ سنوات على الأقل من تشكيل المحافظ.



في محاولة لربط أثر حجم الشركة بأثر القيمة اختبر (Loughran,1997) كيف يمكن أن يتغير أثر القيمة تبعاً لحجم الشركة ووجد أن هذا الأثر يكون محدود في الشركات صغيرة الحجم خلال الفترة ١٩٦٣-١٩٩٥ في الولايات المتحدة بينما وجد (Fama&French,1995) أن النتيجة التي توصل لها Loughran تقتصر على الفترة ما بعد عام ١٩٦٣ وأن أثر القيمة يبقى نفسه بالنسبة للشركات كبيرة وصغيرة الحجم على حد سواء، (Chen & Zang,1998) وجد أن المحافظ التي تتضمن أسهم القيمة تحقق عائد أعلى لأنها تعود لشركات لديها نسبة رافعة مالية أعلى ونسبة عدم تأكد مرتفعة في تحقيق الأرباح المستقبلية أيضاً تشمل شركات متعثرة.

وعلى مستوى الاقتصاد الكلي حاولت العديد من الدراسات الربط بين أداء أسهم القيمة بمتغيرات الاقتصاد الكلي وتوصل (Fama and French,1993) إلى أن الشركات المتعثرة تكون أكثر حساسية للتغيرات في الدورة الاقتصادية ويقول Jensen, Johnson and Mercer (1997, 1998) تغير السياسة النقدية تعتبر محدد أساسي لعلاوة القيمة حيث تكون مرتفعة ومعنوية إحصائياً عند اتباع سياسة نقدية توسعية وتكون منخفضة وغير معنوية إحصائياً عند اتباع سياسة نقدية انكماشية، بالنسبة لمعدل التضخم وجد Levis and Liodakis,1999) أن ارتفاع معدل التضخم سيؤثر سلباً في أسهم القيمة أكثر من تأثيره في أسهم النمو وسيزيد الفرق بين الإيرادات المتوقعة لكل منهما.

#### - الرافعة المالية: Financial leverage

توصلت دراسة (Canbaş,2007) إلى وجود علاقة طردية بين عوائد الأسهم ونسبة الرافعة المالية للشركة ويفسر ذلك بأن الشركة ذات الرافعة المالية الأعلى تنطوي الاستثمار في أسهمها على مخاطر مرتفعة بالتالي من المحتمل أن تحقق عوائد تزيد عن عوائد أسهم الشركات ذات نسبة الرافعة المالية المنخفضة

#### - أثر تجزئة الأسهم: Stock split

بعض المستثمرين يعتقدون أن أسعار الأسهم التي خضعت لتجزئة سوف ترتفع بسبب زيادة الطلب عليها بعد تسعيرها بقيمة منخفضة، لكن المدافعين عن فرضية كفاءة السوق يدعون

أن الأسعار لن تتغير لأنه لا تغير جوهرى قد طرأ على أداء الشركة يؤدي الى زيادة أسعار أسهمها

دراسة (Fama et al,1969) بينت أن أي معلومات جديدة عن الشركة أدت إلى التجزئة (مثل معدل النمو) قد أخذت بعين الاعتبار قبل حصول التجزئة فعلاً بالتالي لا تؤدي تجزئة الأسهم إلى تغير جوهرى في أسعارها بالتالي عوائدها

بالنتيجة معظم الدراسات توصلت إلى أن لا أثر طويل الأجل أو قصير الأجل لتجزئة الأسهم على العوائد

- اعلان الاكتتاب على الاسهم (IPOs): Initial public offerings

عند طرح أسهم شركة ما على الاكتتاب العام يميل المكتتبون الى تسعير السهم الجديد بأقل مما يستحق بنسب مختلفة، هذه النسب تتوقف على عدة عوامل منها حجم الشركة ومخاطرتها وطبيعة المكتتب

٣ عودة السهم إلى السعر العادل تتم بعد يوم واحد من طرحها للاكتتاب بالتالي المستثمر الذي يستفيد من تعديل السعر هو المستثمر الذي يحصل على حصة من الأسهم المطروحة للاكتتاب الأولي وبشكل خاص المستثمرون المؤسساتيون فهم يحققون حوالي ٧٠% من الأرباح قصيرة الأجل، تعديل السعر بهذه السرعة يدعم فرضية كفاءة السوق على المستوى الضعيف

- الإدراج في السوق: Exchange listing

إدراج سهم الشركة في السوق يعتبر حدثاً هاماً بالنسبة لها ومن المتوقع أن يؤثر على سيولة سهمها وسعره. السؤال المطروح هنا: هل يستطيع المستثمر تحقيق عوائد غير عادية من الاستثمار في سهم خلال الفترة ما بين الإعلان عن إدراجه في السوق وإدراجه فعلاً؟ جميع الدراسات اتفقت على أن سعر السهم يرتفع قبل الإعلان عن الإدراج ثم ينخفض بعد الإدراج الفعلي لكن ما الذي يحصل خلال هذه الفترة؟

<sup>٥٣</sup>(Miller and Reilly,1987) and (Ibboston ,Sindelar and Ritter,1994)

دراسة (McConnell & Sanger, 1989) بينت أن هناك فرصة لتحقق عوائد فورية بعد إعلان الشركة عن نيتها إدراج أسهمها في السوق المالي وتقدمها بطلب الإدراج وبعد الإدراج الفعلي ينخفض سعر السهم في السوق

- الأخبار الاقتصادية والأحداث العالمية غير المتوقعة

Unexpected world events and economic news

معظم الدراسات التي اختبرت مدى استجابة أسعار الأسهم للأحداث المفاجئة (مثل اغتيال شخصيات هامة، أحداث عسكرية طارئة...) دعمت فرضية كفاءة السوق على المستوى الضعيف أي أن الأسعار تستجيب لهذه الأحداث عند الإعلان عنها.

دراسة (Pierce and Roley, 1985) بينت أن استجابة أسعار الأسهم للأخبار الاقتصادية مثل الإعلان عن (العرض النقدي، معدل الخصم، معدل التضخم) لا تدوم لأكثر من يوم واحد بعد الإعلان عن هذه الأخبار

- الإعلان عن إجراء تغييرات محاسبية

Announcements of accounting changes

انفقت الدراسات على أن أسعار الأسهم يجب أن تستجيب بسرعة عند إجراء تغييرات محاسبية تؤثر على القيمة الاقتصادية للمنشأة بينما التغييرات التي لا تحدث تغييرا جوهريا على قيمة المنشأة لا يجب أن تحرك الأسعار على اعتبار أن السوق كفء

على سبيل المثال: تغيير طريقة حساب الاهتلاك من الاهتلاك المتراكم الى طريقة القسط الثابت لا ينبغي أن تحدث تغيير في قيمة الأسهم بينما تغيير طريقة حساب المخزون من الوارد أولاً صادر أولاً FIFO إلى الوارد أخيراً صادر أولاً LIFO يحقق وفر ضريبي للشركة بالتالي يزيد دخلها الصافي وهو ما يدفع أسعار الأسهم للاستجابة لهذا التغيير الجوهري

- الأحداث الهيكلية التي تطرأ على الشركة: Corporate events

وهي الأحداث التي تؤدي لحصول تغييرات جوهرية على الشركة مثل الإندماج، الاستحواذ، إعادة هيكلة الشركة.... إلخ

(Bernard and Thomas 1990 , Ou and Penman 1989)  
(Jensen and Warner 1988 , Desai and Jain 1999)<sup>oo</sup>

تختلف استجابة أسعار الأسهم لهذه التغييرات وفق الحدث المدروس، مثلاً في حالة اندماج المصارف فإن سعر سهم البنك المندمج يرتفع بنسبة تختلف حسب اختلاف علاوة الاندماج التي يعرضها البنك الدامج بينما سعر سهم البنك الدامج ينخفض وتحدث هذه التغييرات خلال ثلاثة أيام

من العوامل الأخرى التي تؤثر في أسعار الأسهم وعوائدها هي البيانات المالية للشركات، وإعلانات توزيع الأرباح، والتغييرات في إدارة الشركة، والإعلانات عن تقديم منتجات جديدة، والتغييرات في سياسة الحكومة التي يمكن أن تؤثر بأسعار الفائدة، أيضاً توصلت دراسة<sup>٦</sup> (الظاهر والعطوط، ٢٠١٠) بعنوان "أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأسهم"، والتي أجريت على الشركات الفلسطينية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية للفترة الممتدة من سنة ٢٠٠٤-٢٠٠٥، توصلت لعدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفقات النقدية (الاستثمارية والتشغيلية والنقدية).

درس (Cooper et al., 2009) أثر نمو الأصول في العوائد حيث هدفت الدراسة إلى تحديد طبيعة أثر وعلاقة النمو في أصول المنشأة الكلية مع عائد السهم، استخدمت الدراسة عينة من الأسهم الأمريكية حيث اختبر الباحثون أسهم كل الشركات غير المالية المسجلة في أسواق NYSE/ANEX/NASDAQ من سنة ١٩٦٨ وحتى ٢٠٠٧. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية قوية بين نمو الأصول وعوائد السهم للشركات الأمريكية. فعلى مدار (٤٠) سنة حافظت الأسهم التي ترافقت مع نمو أصول منخفض على عائد إضافي بنسبة (٢٠%) في السنة أكثر من الأسهم التي ترافقت مع الأصول ذات النمو المرتفع.

أيضاً قامت دراسات أخرى باختبار العلاقة بين عائد السهم و معدل التضخم (Fama & Schwert, 1977) وأجريت هذه الدراسة على الشركات الأمريكية خلال الفترة ١٩٥٣-١٩٧١ وتوصلت لوجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين في الولايات المتحدة الأمريكية، فسرت دراسة (Fama, 1981) هذه العلاقة العكسية بأن انخفاض النشاط الاقتصادي يؤدي إلى تدني أرباح الشركات وأسعار أسهمها وبالتالي يتسبب بارتفاع العوائد وانفتحت هذه النتيجة

<sup>٦</sup>(Rose, 2003, PP.: 53-66)

مع دراسة (Chen et al,1986) التي أثبتت أيضاً علاقة طردية بين معدل الانتاج الصناعي وعائد السهم

## ٢. علاقة مستوى الإفصاح بعوائد الاسهم:

من الصعب تحديد تعريف واضح لمفهوم جودة الإفصاح المالي حيث يعبر هذا المفهوم عن مدى قدرة المستثمر الحالي والمرقب على قراءة وتفسير المعلومات الواردة في التقارير التي تنشرها الشركة بسهولة و مدى قدرته على استخدامها في التنبؤ بأداء الشركة بالمستقبل مع تخفيض درجة المخاطر المرتبطة بهذه التنبؤات لذلك فهذا المفهوم يعبر عن متغير نوعي لا يمكن توصيفه بسهولة

حاولت العديد من الدراسات الوصول الى تحديد علاقة واضحة وثابتة بين جودة الإفصاح المالي وعوائد الاسهم لكن هناك خلاف على الكيفية التي يؤثر في الإفصاح المالي في العوائد وكذلك على الدليل الذي يدعم وجود هذه العلاقة، حيث توصلت الدراسات السابقة الى نتيجة مفادها ان جودة الإفصاح المالي ممكن أن تؤثر في عوائد الاسهم عبر مدخلين:

### ✓ المدخل الاول:

يعتمد على سيولة السهم ويفترض (Diamond and Verrecchia,1991) و (Espinosa and Trombetta, 2007) أن الشركات التي تحقق افصاح اكبر من خلال تقديم معلومات اكثر في التقارير المالية تتمتع اسهمها بسيولة اكبر ومخاطر أقل وهذا ناتج عن انخفاض تكاليف الصفقات من جهة وعن زيادة الطلب على اسهمها من جهة اخرى ،بالنتيجة افصاح اعلى تؤدي الى زيادة سيولة السهم مترافقة مع انخفاض المخاطر وهذا يؤدي الى انخفاض العوائد استناداً للعلاقة الطردية بين المخاطر والعوائد

### ✓ المدخل الثاني:

اقترح (Barry and Brown,1985),(Coles and Loewenstein,1988)and Linn,1993), (Handa&Coles et al.1995),(Clarkson et al,1996)

أن توفر كمية اكبر من المعلومات عن الشركة يفيد المستثمر الحالي والمرقب في تقييم أدائها الماضي والتنبؤ بالأداء المستقبلي بشكل افضل مما يؤدي الى تخفيض درجة المخاطرة

<sup>٥٧</sup> (Hussainey & Mouselli 2010, pp..155-156)

التي يتحملها هذا المستثمر وتخفيض خطر عدم تماثل المعلومات بالتالي انخفاض عوائد أسهمها

بالنتيجة كلا المدخلين توصلا إلى أنه كلما زاد مستوى إفصاح الشركة أدى ذلك لانخفاض عوائد أسهمها في السوق المالي.

اعتبر بعض الباحثين أن مشكلة عدم تماثل المعلومات information asymmetry ، تدخل ضمن المخاطر النظامية أي أنها محتواه في بيتا السهم بالتالي أهملوا أي أثر لها على عوائد السهم المتوقعة، بينما الدراسات اللاحقة اعتبرت أن خطر عدم تماثل المعلومات تعبر عن خطر غير قابل للتوزيع أي لا يمكن تخفيضه أو التخلص منه عن طريق تنويع المحافظة الاستثمارية التي يمتلكها المستثمر، بالتالي المستثمر الذي يمتلك معلومات أقل حول شركة معينة أو المستثمر غير المطلع وغير المخبر بالمعلومات لا يمكنه تعديل محفظته الاستثمارية مقارنة بمستثمر مطلع أكثر وهنا المستثمر الأول يطلب ما يسمى بعلاوة الإفصاح disclosure premium نتيجة احتفاظه بسهم شركة ذات جودة إفصاح أقل أو ذات تاريخ إفصاح سيء

٥

٨

## الفصل الثالث: الدراسة التطبيقية

فُسم هذا الفصل إلى مبحثين: في المبحث الأول تم اختبار الفرضية الرئيسية الأولى من فرضيات الدراسة وفرضياتها الفرعية وذلك لتحديد العوامل المستقلة التي تؤثر في مستوى الإفصاح الاختياري وفي المبحث الثاني تم اختبار الفرضية الرئيسية الثانية من فرضيات البحث وفرضياتها الفرعية وذلك لتحديد أثر مستوى الإفصاح الاختياري في عوائد الأسهم وتحديد أثر العوامل المستقلة الأخرى في عوائد الأسهم

## المبحث الأول: العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية:

تم في هذا المبحث اختبار الفرضية الرئيسية الأولى من فرضيات الدراسة التي تنص على أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، عمر الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، عدد المساهمين وربحية الشركة) وبين مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

### ١. عينة الدراسة:

تشمل الدراسة أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية الممثلة للقطاعات التالية ( قطاع البنوك ، قطاع التأمين ،قطاع الخدمات، قطاع الزراعة والصناعة). بالتالي تتضمن عينة الدراسة البيانات السنوية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الاعوام من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٣ بعد أن تم استبعاد بنك الشام لعدم حصول تداول على أسهمه، وبالتالي فإن العينة النهائية تشمل ٢٢ شركة مدرجة ولم يتم إدخال عام ٢٠١٤ في الدراسة نظراً لعدم توفر البيانات الكافية لبناء المؤشر لهذا العام حيث أن هيئة الأوراق والأسواق المالية السورية لم تقم بنشر تقرير الحوكمة لعام ٢٠١٤ حتى نهاية عام ٢٠١٥ والذي تم الاعتماد عليه في حساب بعض بنود مؤشر الإفصاح وعدد من المتغيرات المستقلة

### ٢. مصادر جمع البيانات

تم جمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة بالرجوع إلى التقارير والقوائم المالية المنشورة ودليل الحوكمة الذي تصدره هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية، كذلك الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية [www.dse.sy](http://www.dse.sy) بالإضافة للمواقع الإلكترونية للشركات المدرجة



### ٣. متغيرات الدراسة

#### المتغيرات المستقلة

- حجم الشركة: Firm size

بحثت العديد من الدراسات السابقة في العلاقة بين حجم الشركة ومستوى الإفصاح الاختياري وتوصلت النتائج لوجود<sup>٩</sup> علاقة طردية بين هذين المتغيرين في كل من الدول النامية والدول المتقدمة ويعود لذلك للعديد من الأسباب يمكن تلخيصها بالنقاط التالية:

- إن تكاليف تجميع وتحليل وإنتاج المعلومات المالية تكون أقل بالنسبة للشركات الكبيرة الحجم بينما يكون ذلك مكلفاً بالنسبة للشركات الصغيرة<sup>١</sup>
- إن الشركات الكبيرة لديها قدرة أكبر على توظيف مهارات وكفاءات بشرية قادرة على تحليل البيانات وتقديم إفصاحات أكبر
- إن عدد المساهمين في الشركات الكبيرة يكون أكثر منه في الشركات صغيرة الحجم بالتالي الشركات الكبيرة يقع على عاتقها تلبية متطلبات عدد أكبر من مستخدمي القوائم المالية
- تميل الشركات الأكبر لتقديم معلومات أكثر وذلك لتحقيق ميزة تنافسية في السوق والحصول على ثقة المطلعين والمهتمين والرأي العام

في الدراسات السابقة تم قياس حجم الشركة بمؤشرات مختلفة منها حجم المبيعات، الإيرادات، إجمالي الموجودات، عدد الموظفين و في هذه الدراسة تم قياس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات وذلك متفقاً مع معظم الدراسات السابقة وكذلك مع دراسة المرعي ٢٠١٣ التي أجريت على سوق دمشق للأوراق المالية وذلك لتسهيل مقارنة النتائج.

- الربحية: معظم الدراسات السابقة توصلت لوجود علاقة طردية جوهرية بين ربحية الشركة ومستوى إفصاحها والسبب في ذلك أن الإدارة الجيدة القادرة على تحقيق معدلات ربحية

<sup>٩</sup>(المرعي،2013)،(Hany &Hussainey,2012)،(Antonios et al,2013)،(Hussainey&Najjar,2011) (safia,2010)

<sup>١٠</sup>(Singhfi,1971)

<sup>١١</sup>(Antonios et al,2013)

<sup>١٢</sup>(Lobo&zhou,2001)

<sup>١٣</sup>(Belkaoui,1989 و Hussainey&Najjar,2011)

مرتفعة تكون بنفس الوقت قادرة على رفع مستوى إفصاحها لديها للحفاظ على مركزها بهدف الحصول على حوافز أكبر وللتخفيض قدر الإمكان من مشكلة الوكالة وتقديم صورة ايجابية أمام المساهمين والمستثمرين، من جهة أخرى عند تحقيق معدلات ربحية منخفضة أو تحقيق خسائر تميل الشركات لنشر معلومات أقل بهدف إخفاء أسباب هذا الانخفاض في الربحية أو تحقيق الخسائر<sup>٦٥</sup> وهذا ما يخالف نتائج دراسة (Skinner,1994) التي توصلت إلى أن الإفصاح قد يزداد عندما تحقق الشركة خسائر حيث يكون لدى المدراء دوافع أقوى لزيادة شفافية الإفصاح في الشركة وذلك للتقليل من المخاطر القضائية وتوفير تفسيرات إضافية للمستثمرين حول أسباب الأداء المنخفض، في حين لم تتوصل دراسة (Roberts,1992) و (Antonios et al,2013) لعلاقة جوهرية بين ربحية الشركة وإفصاحها وتوصلت دراسة (الشناق،٢٠١٢) التي اختبرت العلاقة بين الأداء المالي للشركة مقاساً بالمؤشرات التالية: العائد على الموجودات ROA ، العائد على حقوق الملكية ROE ، ربحية السهم الواحد EPS، وبين الإفصاح الاختياري للشركات الأردنية لوجود علاقة عكسية بين العائد على الأصول والعائد على حقوق الملكية ولم تتوصل لوجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري للشركة وربحية السهم الواحد وترى دراسة (Khlif&Souissi,2008) أن الأداء الأفضل يجعل المدراء والشركات أكثر شهرة في كل من سوق العمل وسوق الأوراق المالية بالتالي فإن الربحية العالية توفر للمدراء دوافع أكبر لزيادة مستوى الإفصاح وذلك للحفاظ على سمعتهم وسمعة الشركة كما تبين نظرية الإشارة أن الشركات الرابحة لديها حافز للإفصاح عن مزيد من المعلومات لإظهار ربحية الشركة للمستثمرين وذلك يعود بالفائدة على الإدارة بالحفاظ على مناصبهم الإدارية وزيادة حوافزهم المالية

ومن مقاييس الربحية المستخدمة:

- العائد على الأصول: Return on Assets حيث توصلت كل من دراسة (المرعي،٢٠١٣) و (الشناق،٢٠١٢) لوجود علاقة عكسية بين هذا المتغير ودرجة الإفصاح المالي

<sup>٦٤</sup>(Belkhaoui,1989)

<sup>٦٥</sup>(Koh,2004)

<sup>٦٦</sup>المطيري،٢٠١٢

ويُقاس العائد على الأصول بالعلاقة التالية:

$$ROA = \frac{Net\ profit}{Total\ Assets}$$

▪ العائد على حقوق المساهمين: Return on Equity: توصلت دراسة (الشناق، ٢٠١٢) لوجود علاقة عكسية بين هذا المتغير وبين الإفصاح المالي

ويُقاس بالعلاقة:

$$ROE = \frac{Net\ profit}{total\ equity}$$

▪ ربحية السهم الواحد: Earning Per Share

ويُقاس بالعلاقة:

$$EPS = \frac{Net\ profit}{number\ of\ common\ stocks}$$

- القيمة السوقية إلى الدفترية: Market to Book Value

وتقيس هذه النسبة السعر الذي يكون المستثمر في السوق المالي مستعداً لدفعه مقابل حق الملكية في الشركة ، فإذا كانت قيمة النسبة أكبر من الواحد فإن هذا يعني أن الشركة مقيّمة في السوق من قبل المستثمرين بشكل يفوق قيمتها الدفترية الأمر الذي ينعكس بارتفاع سعر سهمها في السوق

أي تعتبر هذه النسبة مقياساً للفرص الاستثمارية، وتوصلت دراسة (Safia,2010) لوجود علاقة طردية بين هذه النسبة مستوى إفصاح الشركة

- حجم مجلس الإدارة: Board Size

تتاولت العديد من الدراسات السابقة موضوع أثر حجم مجلس الإدارة في مستوى إفصاح الشركة وتوصلت هذه الدراسات لنتائج مختلفة حيث وجد (Said,2009) أن زيادة حجم مجلس الإدارة سيزيد مشاكل التنسيق والتواصل ويخفض قدرة المجلس على التحكم بأعمال الشركة كما يزيد تكاليف الوكالة، بالمقابل فإن مجلس الإدارة الأصغر يكون أقل تكلفة وهو اعتبار هام في كثير من الشركات صغيرة الحجم مع الأخذ بعين الاعتبار عوائدها المنخفضة وتمويلها المحدود، من جهة أخرى فإن مجلس الإدارة الأصغر حجماً يساهم في جعل الأعضاء فريقاً متلاحماً ومن المتوقع حصول عدم كفاءة في التواصل والتنسيق بين أعضاء المجلس الكبير بالإضافة إلى اتخاذ القرارات غير الفعالة سوف يؤدي إلى مستوى منخفض من الإفصاح بما أن أعضاء مجلس الإدارة غير قادرين على القيام بمهامهم بفاعلية، ووجد (Jenesen,1993) أن إبقاء المجلس صغير يمكن أن يساعد في تحسين أداءه وإذا زاد عدد الأعضاء عن ٧ أو ٨ يصبح أقل قدرة على العمل بفاعلية وقد اختلفت هذه النتيجة مع ما توصل اليه (Yermack,1996) حيث وجد الأخير أن المجالس الكبيرة متفوقة على المجالس الصغيرة لأن المجموعات الكبيرة لديها موارد أكبر و إمكانيات أكبر في إقامة علاقات تعاقدية خارجية

وتوصلت دراسة (Chakroun & Matoussi,2012) إلى أنه كلما زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة كلما كان إفصاحها أفضل استناداً إلى أن مجلس الإدارة الأكبر من المحتمل أن يضم كفاءات إدارية ومحاسبية عالية قادرة على توفير معلومات أكثر، في حين لم تتوصل دراسة (Jouini,2013) لوجود علاقة جوهرية بين هذين المتغيرين.

في هذه الدراسة تم قياس حجم مجلس الإدارة بعدد أعضاء مجلس الإدارة مقسوماً على ١٣ وهو الحد الأقصى لعدد أعضاء مجلس الإدارة حسب قانون الشركات السوري الصادر بالمرسوم التشريعي رقم ٢٩ لعام ٢٠٠٩

<sup>١٧</sup>(Said,20019) و(Jensen,1993)و(المرعي,٢٠١٣)و(٢٠١٤,Hussainey)،  
(Jouini,2013)و(Chakroun&Matoussi,2012)

## - عمر الشركة: Age

قامت عدد من الدراسات السابقة باختبار مدى تأثير عمر الشركة على مستوى إفصاحها وكان هناك خلاف في وجهات النظر حيث توصلت دراسة (Black et al,2005) أن الشركات تغير سياسات حوكمتها ببطء عبر الزمن بالتالي فإن الشركات الأطول عمراً يكون لديها حوكمة أسوأ وهذا ما يتفق مع دراسة (المرعي، ٢٠١٣) التي أجريت على سوق دمشق للأوراق المالية وتوصلت لوجود علاقة عكسية بين عمر الشركة مستوى إفصاحها المالي مفسرة ذلك في أن الشركات الحديثة تتبع لمجموعات دولية لديها نهج واضح في اعتماد الممارسات والمعايير السليمة للحوكمة كما ويعتقد (White et al, 2007) أن الشركات الأصغر عمراً (الحديثة) تقدم معلومات مرتبطة بالمستقبل أكثر دقة وأكثر فائدة للمستثمرين من البيانات التاريخية المحدودة التي تقدمها الشركات القديمة. وتختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Gandia,2008) التي أجريت على السوق المالي الإسباني وتوصلت لعلاقة طردية بين هذين المتغيرين في حين لم تتوصل دراسة (المطيري، ٢٠١٢) لأي أثر لعمر الشركات الكويتية على مستوى إفصاحها.

تم في هذه الدراسة حساب عمر الشركة بالاعتماد على عدد السنوات بدءاً من تاريخ تأسيس كل شركة من الشركات المدروسة، بالرجوع إلى تقرير الحوكمة الصادر عن هيئة الأسواق والأوراق المالية السورية تم الحصول على تاريخ تأسيس كل شركة

## - عدد المساهمين: Stockholder Number

لم تتطرق الدراسات السابقة للعلاقة بين عدد المساهمين في الشركة ومستوى إفصاحها الاختياري بشكل واسع كما هو الحال في الدراسات التي اختبرت أثر حجم الشركة وحجم مجلس الإدارة في مستوى الإفصاح وقد توصلت دراسة كل من (Cooke,1989) التي أجريت على الشركات السويدية ودراسة (المهني وصيام، ٢٠١٠) التي أجريت على الشركات الأردنية توصلت نتائج هاتين الدراستين لوجود علاقة طردية بين عدد المساهمين في الشركة وبين مستوى إفصاحها المالي والسبب في ذلك أن العدد الكبير للمساهمين في الشركة يدعو الشركة إلى تقديم كمية أكبر من المعلومات بما يلبي احتياجات المستثمرين الحاليين والمرقبين.

## المتغير التابع:

- مستوى الإفصاح الاختياري: سيتم قياس هذا المتغير عن طريق إعداد مؤشر للإفصاح الاختياري (Voluntary disclosure index) بالاعتماد على البنود التي استخدمتها دراسة (Meek,1995) و دراسة (Chau&Gray,2002) واستخدمت دراسة (زيود وآخرون، ٢٠١١) هذا المؤشر حيث يتكون المؤشر من ٦٠ بند

بعد ذلك يتم مقابلة المعلومات الموجودة في قائمة الإفصاح الاختياري بالتقارير السنوية المنشورة حيث تم العودة إلى التقارير السنوية المنشورة لجميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وقراءتها لكل شركة و يعطى الوزن 1 للبند الذي تفصح عنه الشركة والوزن 0 للبند الذي لا تفصح عنه. ثم يتم جمع النقاط لكل شركة وتحديد نسبة الإفصاح الاختياري لها بقسمة مجموع نقاطها على مجموع نقاط المؤشر الكلية وعددها ٦٠ وبذلك يكون مستوى الإفصاح لكل شركة يساوي عدد البنود المفصح عنها مقسوماً على عدد البنود الاجمالي ٦٠

جدول (٣): بنود مؤشر الإفصاح الاختياري

1	مفومات تاريخية ن الشركة
2	الهيكل التنظيمي للشركة
3	بيل ن بالاستراتيجية والأهداف العامة
4	بيل ن بالاستراتيجية والأهداف المالية
5	بيل ن بالاستراتيجية والأهداف للت يقية
6	بيل ن بالاستراتيجية والأهداف الاجتماعية
7	تأثير الاستراتيجية على نتائج الشركة الحالية
8	تأثير الاستراتيجية على نتائج الشركة المستقبلية
9	سياسة البحث ولفظ وبي
10	م واقع أنشطة البحث ولفظ وبي
11	عدد العاملين ن في البحث ولفظ وبي
12	التنبؤات ال وعية بالمبيعات

تابع جدول (٣): بنود مؤشر الإفصاح الاختياري	
13	التنبؤات الكمية بالمبيعات
14	التنبؤات ال وجة بالربح
15	التنبؤات الكمية بالربح
16	التنبؤات ال وجة للتدفقات النقدية
17	التنبؤات الكمية للتدفقات النقدية
18	الافتراضات التي بنيت عليها التنبؤات
19	أعمار المدراء
20	الشهادات العلمية للمدراء
21	الخبرات العملية للمدراء
22	م واقع قيادية سبق للمدراء العمل بها
23	مف وماتع ن العامي ن
24	ت وزيع العامي ن داخل إدارات الشركة
25	عدد العامي ن للعامي ن الماضين
26	مغيرات التغير في عدد العامي ن
27	تقريرع ن مؤ ولية المدراء في إعداد التقارير المالية
28	م ج و المبالغ المصو وفة للمدراء خلال العام المالي أ والمحفظات المصرفة لهم للانضمام للشركة
29	الق وبيضات المصو وفة للمدراء مقابل فصلهم
30	م ن ه و صاحب الصلاحية في تحديد الق وبيضات المصو وفة للمدراء و كيف يتم تحديدها
31	أسماء أعضاء لجنة الق وبيضات
32	المبالغ المصو وفة على التدريب
33	ن وجة التدريب
34	ن وجة العامي ن الذي ن تم تدريبهم
35	عدد العامي ن الذي ن تم تدريبهم
36	مف وماتع ن ل وادث التي حصلت في الشركة
37	تكاليف السلامة في الشركة
38	سلامة المنتجات و عدم تأثيرها في البيئة
39	برنامج حماية البيئة
40	التبرعات الخيرية
41	الرامج الاجتماعية
42	المف ومات القطاعية
43	تحليل المنافسين
44	الحصة في بلا ق
45	معدلات الربحية
46	معدلات التدفق النقدي
47	معدل السي ولة
48	مف ومات مالية تاريخية

تابع جدول (٣): بنود مؤشر الإفصاح الاختياري	
49	مف وماتع ن الإعلانات
50	تأثير التضخم على مستقبل عمليات المنشأة
51	تأثير التضخم على نتائج الشركة
52	تأثير التضخم على هلا في
53	تأثير معدلات الفائدة على نتائج الشركة
54	مف وماتع ن العملة الأجنبية
55	ن وية حملة الأسهم
56	القيمة بلا وية في نهاية السنة
57	اتجاهات القيمة بلا وية
58	تفاصيل أسماء ووهلات أعضاء لجنة المراجعة
59	مهام لجنة المراجعة
60	عدد اجتماعات لجنة المراجعة

وبذلك تكون متغيرات الدراسة كالتالي

جدول (٤): متغيرات الدراسة	
الرمز	المتغير
DL	مستوى الإفصاح الاختياري
SIZE	حجم الشركة
ROE	العائد على حقوق الملكية
ROA	العائد على إجمالي الموجودات
EPS	نصيب السهم من الأرباح
AGE	عمر الشركة
M/B	القيمة السوقية إلى الدفترية
BS	حجم مجلس الإدارة
SN	عدد المساهمين

\*الجدول من إعداد الطالبة

وتكون معادلة الانحدار الخطي على الشكل التالي

$$DL_{it} = \alpha + \beta_i x_i$$



حيث: المتغير التابع

DL : مستوى الإفصاح الاختياري

$xi$  تعبر عن كل متغير من المتغيرات المستقلة وهي:

Size: حجم الشركة معبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الموجودات

ROE,ROA,EPS : مقاييس لربحية الشركة

Mv/Bv : القيمة السوقية إلى الدفترية كقياس للفرص الاستثمارية

BS : حجم مجلس الإدارة مقاساً بعدد أعضاء مجلس الإدارة مقسوماً على ١٣

Age : عمر الشركة

SN : عدد المساهمين في الشركة مأخوذاً من تقرير الحوكمة

#### ٤. حساب مستوى الإفصاح الاختياري

لإجراء الدراسة التطبيقية وتحديد العوامل المؤثرة في مستوى إفصاح الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية تم قراءة وتحليل التقارير والمنشورات الصادرة عن الشركات المدرجة وحساب المؤشر لكل شركة ثم تم استخدام برنامج (Eviews) لتحديد العلاقة بين هذا المتغير ومجموعة المتغيرات المستقلة المذكورة سابقاً

يظهر الجدول (٥) نتائج مؤشر الإفصاح التي تم حسابها لكل شركة من الشركات المدرجة عبر سنوات الدراسة

<sup>٢٩</sup> الحد الأقصى لعدد أعضاء مجلس الإدارة الذي حدده قانون الشركات السوري الصادر بالمرسوم التشريعي رقم ٢٩ لعام ٢٠٠٩

جدول (٥): نتائج مؤشر الإفصاح					
الشركة	2009	2010	2011	2012	2013
<b>AHT</b>	11%	14.61%	20.73%	21.76%	22.85%
<b>ARBS</b>	54%	64.06%	68.14%	69.16%	69.16%
<b>AROP</b>	36%	48.06%	55.00%	56.06%	58.00%
<b>ATI</b>	23%	35.00%	37.04%	38.06%	41.14%
<b>AVOC</b>	18%	24.84%	26.88%	27.90%	29.50%
<b>BASY</b>	43%	53.20%	59.24%	59.24%	62.16%
<b>BBS</b>	39%	53.27%	57.35%	57.35%	59.48%
<b>BBSF</b>	39%	55.31%	59.39%	59.39%	62.16%
<b>BOJS</b>	46%	63.16%	64.18%	65.20%	68.72%
<b>BSO</b>	21%	25.20%	29.29%	29.29%	35.12%
<b>FSBS</b>	26%	45.18%	50.29%	53.73%	59.48%
<b>IBTF</b>	45%	51.16%	58.31%	58.31%	59.48%
<b>NAMA</b>	28%	30.63%	33.69%	35.73%	41.14%
<b>NIC</b>	24%	38.00%	41.06%	42.08%	45.91%
<b>QNBS</b>	54%	60.91%	65.16%	65.16%	68.14%
<b>SAIC</b>	19%	26.88%	35.04%	36.06%	40.14%
<b>SGB</b>	45%	56.20%	60.20%	60.20%	62.24%
<b>SHRQ</b>	46%	61.16%	65.24%	65.24%	68.14%
<b>SIIB</b>	54%	60.20%	60.20%	61.22%	62.14%
<b>SKIC</b>	46%	48.88%	58.06%	59.08%	62.16%
<b>UG</b>	24%	31.90%	37.00%	39.04%	40.14%
<b>UIC</b>	24%	33.00%	37.08%	38.10%	41.14%

بالنظر إلى الجدول (٦) الذي يظهر البيانات الوصفية لمؤشر الإفصاح المحسوب عبر سنوات الدراسة يتضح أن المتوسط الحسابي للمؤشر للسنوات ٢٠١٣، ٢٠١٢، ٢٠١١، ٢٠١٠، ٢٠٠٩ كان يساوي على التوالي:

٥٣%، ٥٠%، ٤٩%، ٤٥%، ٣٥%

من الواضح تحسن مستوى إفصاح الشركات من سنة لأخرى ويعود ذلك إلى زيادة ميل الشركات لتقديم معلومات أكثر خاصة بعد إدراجها في السوق المالي وزيادة التزامها بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن الهيئة بالإضافة للإفصاح عن معلومات إضافية بشكل اختياري، فضلاً عن زيادة المنافسة بين الشركات وسعيها لتحسين صورتها أمام الرأي العام ولجذب المستثمرين في السوق المالي.

جدول (٦): البيانات الوصفية لمؤشر الإفصاح خلال فترة الدراسة						
كامل الفترة	2013	2012	2011	2010	2009	
46%	53%	50%	49%	45%	35%	المتوسط الحسابي
0.152205	0.136844	0.139794	0.142381	0.144376	0.129612	الانحراف المعياري
69%	69%	69%	68%	64%	54%	أعلى قيمة
11%	23%	22%	21%	15%	11%	أدنى قيمة

يظهر الجدول (٧) التحليل القطاعي لسوق دمشق للأوراق المالية المتكون من ٥ قطاعات (المصارف، التأمين، الخدمات، الزراعة، الصناعة)، نلاحظ أن متوسط مؤشر الإفصاح الاختياري متوسط إلى منخفض لدى جميع القطاعات و أن قطاع المصارف هو أكثر قطاع شهد معدلات مرتفعة عبر سنوات الدراسة حيث بلغ متوسط المؤشر في عام ٢٠٠٩ لقطاع المصارف ٤٢,٦٦% وهو مؤشر منخفض إلا ان عام ٢٠١٠ شهد ارتفاع هذا المؤشر

حيث بلغ ٥٤,٠٨% وفي عام ٢٠١٢ بلغ المتوسط ٦٠% وسجل في ٢٠١٣ قيمة ٦١,٣٦% ويعود ذلك إلى عدة أسباب:

١. تشكل المصارف أكثر من ٥٠% من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية
٢. أن المصارف تنتمي إلى قطاعات مصرفية دولية لديها نهج واضح في اعتماد الممارسات والمعايير الدولية الأمر الذي يشير إلى أن هذه الشركات استفادت من خبرة الشركات المالكة لها
٣. قيام جميع المصارف في عام ٢٠١٠ بوضع دليل حوكمة خاص للاستعانة به لتطبيق الممارسات السليمة للحوكمة وذلك بناءً على تعليمات مصرف سورية المركزي،
٤. ارتفاع حجم عملياتها بالمقارنة مع الشركات الأخرى

من ثم يأتي قطاع التأمين حيث شهد تحسن لا بأس فيه عبر سنوات الدراسة و وصل متوسط المؤشر في ٢٠١٣ إلى قيمة ٤٨%، يجدر بالذكر أن هيئة الإشراف على التأمين كانت سباقة إلى إصدار القرار رقم (١٢٧) لعام ٢٠٠٧ المتضمن تعليمات الحوكمة المؤسساتية في شركات التأمين، أيضاً من الواضح أن باقي القطاعات تلتزم فقط بالإفصاح الإجمالي حسب تعليمات الهيئة مع تقديم بعض المعلومات الإضافية اختياريًا.

جدول (٧): التحليل القطاعي لسوق دمشق للأوراق المالية						
القطاع	2009	2010	2011	2012	2013	كامل الفترة
المصارف	42.67%	54.08%	58.08%	58.62%	61.36%	54.97%
التأمين	28.67%	38.3%	43.88%	44.90%	48.08%	40.77%
الخدمات	17.5%	23.26%	28.87%	30.4%	31.45%	26.30%
الزراعة	28%	30.63%	33.69%	35.73%	41.14%	34%
الصناعة	18%	24.84%	26.88%	27.90%	29.50%	25%

## ٥. مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

يظهر الجدول (٨) قيم معاملات بيرسون للارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة لكامل فترة الدراسة:

جدول (٨): مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المؤثرة في مستوى الإفصاح الاختياري							
eps	mb	dis	age	bs	sn	roe	Roa
.287-***	.215-**	.444***	.401-***	0.044	.093-	.396-***	.121-
.605***	.292***	.114-	0.176	0.053	0.048	.571***	1
.378***	.131-	.181-	.347***	0.058	0.132	1	roe
0.13	.207**	.015-	.254***	0.075	1		sn
.135-	.135-	.224**	.218**	1			bs
0.008	.239**	.427-***	1				age
.226-**	.223-**	1					dis
0.177	1						mb
1							eps

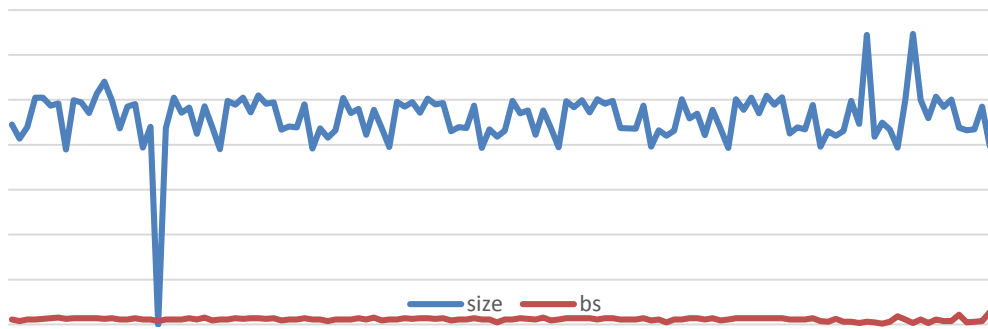
\*\*\*: العلاقة معنوية عند مستوى دلالة ٥%

\*\*\*: العلاقة معنوية عند مستوى دلالة ١%

يظهر من مصفوفة معاملات الارتباط النتائج التالية:

- علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٥% بين حجم مجلس الإدارة ومستوى الإفصاح الاختياري حيث نلاحظ أن درجة الارتباط هي (٠,٢٢٤) وتتفق هذه النتائج مع دراسة كل من (المرعي، ٢٠١٣) و (Hussainey, 2014) و (Yermack, 1996) و (Chakroun & Matoussi, 2012)
- علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ١% بين عمر الشركة ومستوى الإفصاح الاختياري لها ونلاحظ أن درجة الارتباط هي (-٠,٤٢٧) وهذا يتفق مع ما توصل إليه دراسة (المرعي، ٢٠١٣) و (black et al, 2005) و (White et al, 2007) إلا أن دراسة (Hussainey, 2014) لم تتوصل لوجود علاقة معنوية بين هذين المتغيرين
- علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٥% بين نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية ومستوى الإفصاح حيث معامل الارتباط يساوي (-٠,٢٢٣)

- علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة ومستوى إفصاحها حيث بلغت درجة الارتباط ٠,٤٤٤ وهي معنوية عند مستوى دلالة ١%، وهذا يتفق مع نتائج معظم الدراسات السابقة منها (المرعي، ٢٠١٣) و (Hany&Hussainey,2012) و (Hussainey&Najar,2011) و (الغزوي، ٢٠١٠) و (Safia,2010) في حين لم تتوصل دراسة (Antonios et al,2013) إلى وجود علاقة معنوية بين الحجم ومستوى الإفصاح
  - علاقة عكسية غير معنوية بين مستوى الإفصاح وبين كل من عدد المساهمين في الشركة يخالف ذلك نتائج دراسة (المهندي وصيام، ٢٠١٠) التي توصلت لنتيجة أن كلما زاد عدد المساهمين زاد اتجاه المدراء للإفصاح عن معلومات إضافية أكثر.
  - علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ٥% بين مستوى الإفصاح الاختياري وربحية السهم الواحد حيث بلغ معامل الارتباط -٠,٢٢٦، يتفق ذلك مع وجهة نظر (Skinner,1994) ويختلف مع (Khlif&Souissi,2008) في حين لم تتوصل دراسة (الشناق، ٢٠١٢) لعلاقة جوهرية بين مستوى الإفصاح والربحية
  - عدم وجود علاقة بين حجم الشركة وعدد أعضاء مجلس الإدارة وهذا يدل على أن الشركة لا تضع عدد أعضاء مجلس إدارة مناسب لحجمها وربما تتبع سياسة التقليد حيث تم العودة لتقرير الحوكمة ولوحظ أن أغلب الشركات تتماثل في عدد أعضاء مجلس إدارتها مع اختلاف حجمها على سبيل المثال عدد أعضاء مجلس إدارة غالبية المصارف ٩
- ويظهر المخطط البياني التالي تقارب حجم مجالس إدارة الشركات رغم اختلاف حجم الشركة نفسها



## ٦. معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

الهدف من استخدام معادلة الانحدار هو الكشف عن تأثير كل متغير من المتغيرات المدروسة بوجود المتغيرات الأخرى و بناءً على النتائج السابقة من مصفوفة معاملات الارتباط تم إدخال المتغيرات المذكورة في نموذج الانحدار المتعدد عبر البرنامج الإحصائي (Eviews) لتحديد مدى تحسن القدرة التفسيرية للنموذج مع اختلاف المتغيرات المستقلة المدخلة في النموذج والمتغير التابع هو مستوى الإفصاح الاختياري

جدول (٩): نماذج معادلة الانحدار				
المتغير التابع : DL				
المتغيرات	1	2	3	4
الثابت	0.539***	-0.347***	0.369***	-0.585***
حجم الشركة		0.031**	0.031**	
عمر الشركة				-0.015***
عدد المساهمين			0.001	
حجم مجلس الإدارة	0.07	0.171***	0.197***	
ROA				-0.001
EPS	-0.001**			
M/B	-0.05***			
adj R <sup>2</sup>	10.83%	22.42%	22.89%	18.37%
N	93 <sup>70</sup>	109	109	109

\*\* : العلاقة معنوية عند مستوى دلالة ٥%

\*\*\* : العلاقة معنوية عند مستوى دلالة ١%

بالنظر إلى الجدول (٩) : في النموذج الأول تم إدخال متغير حجم مجلس الإدارة و ربحية السهم الواحد ونسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، ظهر أن ارتفاع نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية يؤدي إلى انخفاض مستوى الإفصاح الاختياري وهذا التأثير له دلالة معنوية عند مستوى ١% حيث كانت قيمة معامل الانحدار -٠,٠٥، ووافق ذلك نتائج مصفوفة معاملات الارتباط التي أظهرت هذه العلاقة عكسية عند مستوى ٥% أيضاً يظهر من نتائج النموذج تأثير عكسي ذو دلالة معنوية عند مستوى ٥% لربحية السهم في مستوى الإفصاح الاختياري حيث كانت قيمة معامل الانحدار -٠,٠٠١ أيضاً يوافق ذلك نتائج مصفوفة معاملات

<sup>٧٠</sup> سبب انخفاض حجم العينة في هذا النموذج بالنسبة لباقي النماذج عدم وجود قيمة سوقية لأسهم بعض الشركات خلال جزء من فترة الدراسة أي أنها كانت لم تدرج بعد في السوق المالي

الارتباط و كل من دراسة (المرعي، ٢٠١٣) و (Skinner,1994) ولم يظهر تأثير معنوي لحجم مجلس الإدارة في مستوى إفصاح الشركة حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ٠,٠٧، بينما ظهرت العلاقة طردية ذات دلالة معنوية في مصفوفة معاملات الارتباط بلغت القدرة التفسيرية لهذا النموذج ١٠,٨٢%

في النموذج الثاني تم ادخال متغير حجم الشركة مع حجم مجلس الإدارة لمعرفة إمكانية تغير تأثير حجم مجلس الإدارة (الذي ظهر غير معنوي في النموذج الأول) مع الأخذ بعين الاعتبار حجم الشركة ويظهر من نتائج هذا النموذج تأثير طردي ذو دلالة إحصائية عند مستوى ٥% لحجم الشركة في مستوى الإفصاح وكانت قيمة معامل الانحدار ٠,٠٣١، يتفق هذا مع نتائج مصفوفة معاملات الارتباط ومع ما توصل إليه نتائج دراسات كل من (المرعي، ٢٠١٣) و (Hany&Hussainey,2012) و (Hussainey&Najar,2011) و (الغزوي، ٢٠١٠) و (Safia,2010) و ربما يفسر ذلك حسب نظرية الوكالة التي تفترض أن الشركات الأكبر حجماً تواجه تكاليف رقابية وتكاليف وكالة أكبر من الشركات الصغيرة الحجم، وأن المدراء يصبح لديهم دوافع أكثر ليفصحوا عن كمية مناسبة من المعلومات بهدف تقليل عدم تماثل المعلومات وتكاليف الرقابة أيضاً. إن إفصاح المدراء عن معلومات أكثر يقلل من احتمال عزلهم من مناصبهم ويساعد في التقليل من درجة عدم التأكد حول ظروف الشركة، وبالنسبة لمتغير حجم مجلس الإدارة فقد ظهر تأثيره طردياً معنوياً عند مستوى دلالة مستوى دلالة ١% في مستوى الإفصاح الاختياري وكانت قيمة معامل الانحدار ٠,١٧١، وتتفق هذه النتائج مع كل من مصفوفة معاملات الارتباط و دراسة (المرعي، ٢٠١٣) و (Hussainey,2014) و وقد وجدت دراسة (Amran,2011) أن مجلس الإدارة صغير الحجم أكثر فاعلية من المجلس كبير الحجم في اتخاذ القرارات الإدارية التي تتعلق باستبدال الموظفين، إلا أن مصادر المعلومات والخبرات والعلاقات مع شركاء خارجيين قد تكون محدودة في المجالس الصغيرة كما أنها تواجه صعوبة في إيجاد مرشحين ملائمين لتوظيفهم وخصوصاً من مصادر خارجية، ومن الملاحظ ارتفاع القدرة التفسيرية لهذا النموذج حيث بلغت ٢٢,٤٢%

في النموذج الثالث تم إضافة متغير عدد المساهمين بالإضافة لمتغيرات النموذج الأول وبقي التأثير طردي معنوي عند مستوى دلالة ١% لكل من حجم الشركة وحجم مجلس



الإدارة في مستوى الإفصاح الاختياري للشركة أي أنه كلما زاد حجم الشركة وحجم مجلس إدارتها كلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه، إلا أنه لم يظهر أي تأثير معنوي لعدد المساهمين في مستوى الإفصاح الاختياري ويوافق ذلك نتائج مصفوفة معاملات الارتباط ويخالف دراسة (المهندي وصيام، ٢٠١٠) التي توصلت لوجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين ، ونلاحظ ارتفاع القدرة التفسيرية لهذا النموذج بشكل طفيف حيث بلغت ٢٢,٨٩%

وفي النموذج الرابع تم ادخال متغير عمر الشركة والعائد على الموجودات وظهر تأثير عمر الشركة في مستوى إفصاحها عكسي معنوي عند مستوى دلالة ١% وبلغت قيمة معامل الانحدار -٠,٠١٥، ويتفق ذلك مع نتائج مصفوفة معاملات الارتباط وكل من دراسة (المرعي، ٢٠١٣) و (black et al,2005) و لم تتوصل نتائج الدراسة لوجود تأثير جوهري للعائد على الأصول في مستوى الإفصاح ويتفق ذلك مع نتائج مصفوفة معاملات الارتباط وكل من دراسة (المرعي، ٢٠١٣) و (المطيري، ٢٠١٢) ودراسة (Muhamad et al,2009) وبلغت القدرة التفسيرية للنموذج ١٨,٧٣%

بالتالي نرفض الفرضية الأولى التي تنص على أنه لا يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (حجم الشركة، حجم مجلس الإدارة، عمر الشركة، نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية، عدد المساهمين وربحية الشركة) وبين مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

## المبحث الثاني: العوامل المؤثرة في العوائد السوقية للأسهم:

تم في هذا المبحث اختبار الفرضية الثانية من فرضيات الدراسة التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (مستوى الإفصاح الاختياري، حجم الشركة، بيتا ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية) وبين العوائد السوقية للأسهم

### مقدمة

إن الهدف من أي استثمار هو تحقيق عائد مناسب لدرجة المخاطر الذي يتضمنه هذا الاستثمار لذلك ظهر العديد من النماذج التي تحاول تحديد العوامل المؤثرة في عائد السهم منها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج التسعير بالمراجعة، لا شك أن المتغيرات المؤثرة في العائد تختلف من سوق مالي إلى آخر لذلك في هذا المبحث تم اختبار الفرضية الرئيسية الثانية من فرضيات البحث التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل من (مستوى الإفصاح الاختياري، حجم الشركة، بيتا، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية) وبين العوائد الشهرية لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

### ١. عينة الدراسة ومصادر جمع البيانات:

شملت الدراسة أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠١٠-٢٠١٣ بشكل شهري لكل الشركات وتم حساب المتغيرات بالرجوع إلى موقع سوق دمشق للأوراق المالية بالإضافة للتقارير الصادرة عن الشركات المدرجة وعددها ٢٢ شركة وبلغ عدد المشاهدات ٦٣٠ مشاهدة

### ٢. متغيرات الدراسة:

- المتغيرات المستقلة:

يتم اختبار كل من المتغيرات التالية (حجم الشركة، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية- المخاطر المنتظمة(بيتا) بالإضافة لمستوى الإفصاح الاختياري) في عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية. وقد تم حساب المتغيرات بشكل شهري باستخدام أسلوب اللوحة Panel data بحيث:

- DL: الإفصاح الاختياري يأخذ نفس النسبة لكل شهر خلال السنة
- Size: حجم الشركة : تم اعتماد جداء عدد الأسهم بالقيمة السوقية للسهم في آخر يوم تداول بالشهر كمقياس لحجم الشركة وذلك تقليداً لدراسة (Fama French,1992) ومعظم الدراسات السابقة بغرض تسهيل مقارنة النتائج
- Bv/Mv: القيمة الدفترية لسهم الشركة مأخوذاً من التقرير السنوي/القيمة السوقية للسهم في آخر يوم تداول
- Beta: وهي مقياس للمخاطر المنتظمة في السوق وتم حسابه باستخدام برنامج الإكسل باستخدام دالة Linest من خلال انشاء علاقة بين عائد السهم وعائد السوق ل ١٢ شهر سابق للشهر المراد حساب بيتا له
- المتغير التابع:

$$R: \text{ ويمثل العائد السوقي الشهري ويساوي } \ln(p_1) - \ln(p_0)$$

حيث P1 سعر السهم في آخر يوم تداول في الشهر

P0 سعر السهم في أول يوم تداول في الشهر

اختبرت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين مستوى إفصاح الشركة وبين عوائد أسهمها في السوق المالي وتوصلت معظمها إلى<sup>٢</sup> أن إفصاح الشركة بشكل أكبر يؤدي إلى زيادة سيولة أسهمها في السوق وانخفاض المخاطر المرتبطة بها مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها وارتفاع أسعارها بالتالي انخفاض العوائد من جهة أخرى توصلت دراسة (Kang,2004) إلى الشركات ذات التاريخ الأسوأ من الإفصاح تحقق عوائد أعلى نظراً لوجود مشكلة عدم تماثل المعلومات التي لها علاوة مخاطر تزداد كلما كان الإفصاح أقل بالتالي يزداد عائد السهم في السوق ،أي أن نتائج الدراسات السابقة توصلت لوجود علاقة عكسية بين مستوى إفصاح الشركات والعوائد السوقية لأسهمها في السوق.

<sup>١</sup>في المبحث الأول تم اعتماد نسبة القيمة السوقية إلى الدفترية كمتغير مؤثر في الإفصاح تقليداً لدراسة Safia,2010، في هذا المبحث تم اعتماد متغير نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية كمتغير مؤثر في العائد تقليداً لدراسة Fama and mackbeth, 1973 بغرض تسهيل مقارنة النتائج

<sup>٢</sup>(Diamond and Verrecchia 1991) و (Espinosa and Trombetta ,2007) و (Barry and Brown و Coles and Loewenstein (1988) و (1985)

تم الاعتماد على العديد من الدراسات السابقة لاختيار المتغيرات التي سيتم اختبار أثرها على عوائد الأسهم منها دراسة (Rosenberg et al, 1985) التي اختبرت العلاقة بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية، وتوصلت إلى أن العلاقة طردية بين القيمة الحالية لهذه النسبة وبين العوائد المتوقعة، هذا ما أكدته دراسة (Fama & French, 1992)، التي درست العلاقة بين كل من (حجم الشركة، المخاطر المنظمة- بيتا-، نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية) وبين العائد وتوصلت إلى أن العلاقة طردية بين العائد وكل من بيتا ونسبة BV/MV وعكسية بين العائد وحجم الشركة و بينت الدراسات التي اختبرت العلاقة بين الحجم - مقاساً بالقيمة السوقية للشركة - والعوائد أن أسهم الشركات الصغيرة تحقق معدلات عائد تفوق أسهم الشركات الكبيرة ويرتبط ذلك بالمخاطرة من جهة و بتكلفة المعاملات من جهة أخرى، فالشركات الصغيرة تكون مخاطرها أكبر وبالتالي تعطي عوائد أعلى، أيضاً أسهم الشركات الصغيرة تكون أسعارها منخفضة وتكلفة معاملاتها مرتفعة (العلاقة عكسية بين سعر السهم وكلفة المعاملة) بالتالي أسهم الشركات الأصغر يكون أداؤها أفضل بعد أخذ المخاطرة وتكلفة الصفقة بعين الاعتبار

### ٣. مصفوفة معاملات الارتباط:

جدول (١٠) مصفوفة معاملات الارتباط بين المتغيرات المؤثرة في العائد					
r	beta	b/m	Size	DL	
0.081	.141***	.144***	.496***	1	<b>DL</b>
.301***	.426***	.203***	1		<b>size</b>
0.089	.236***	1			<b>b/m</b>
.377***	1				<b>beta</b>
1					<b>r</b>

\*\*\*: العلاقة معنوية عند مستوى ١%

يظهر من الجدول (١٠) النتائج التالية

- عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين مستوى الإفصاح الاختياري والعائد السوقي للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية وبذلك نقبل الفرضية الثانية من فرضيات البحث، بينما أظهرت دراسة (Hussainey & Mouselli, 2010) التي تمت في بريطانيا أن العلاقة

عكسية معنوية بين هذين المتغيرين على إعتبار أن الشركات ذات الإفصاح الأقل تكون مخاطرها مرتفعة بالتالي عوائدها مرتفعة بالنسبة لغيرها هذا من جهة المخاطر أما من جهة السيولة فإن الشركات التي تحقق افصاح اكبر من خلال تقديم معلومات اكثر في التقارير المالية تتمتع أسهمها بسيولة اكبر ومخاطر أقل وهذا ناتج عن انخفاض تكاليف الصفقات من جهة وعن زيادة الطلب على اسهمها من جهة اخرى ،بالنتيجة مستوى افصاح إختياري اعلى تؤدي الى زيادة سيولة السهم مترافقة مع انخفاض المخاطر وهذا يؤدي الى انخفاض العوائد استناداً للعلاقة الطردية بين المخاطر والعوائد.

- علاقة طردية ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة ١% بين حجم الشركة ومعدل العائد السوقي حيث بلغت قيمة معامل الارتباط ٠,٣٠١ ، ويخالف ذلك كل من (Fama&French,1992) و (Canbas,2007) و (Chan,1991) التي توصلت لوجود علاقة عكسية بين حجم الشركة وعائد سهمها السوقي.
- علاقة طردية ذات دلالة احصائية عند مستوى دلالة ١% بين العائد السوقي للسهم والمخاطر المنظمة (بيتا) حيث بلغ معامل الارتباط لهذا المتغير ٠,٣٧٧، يتفق ذلك مع دراسة ( Chan,1991 ) ودراسة (Fama&French,1992) أي أنه كلما زادت المخاطر المرتبطة بالاستثمار بسهم معين كلما زاد عائد هذا السهم
- علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ١% بين مستوى الإفصاح الاختياري وحجم الشركة وهنا نلاحظ أن العلاقة قوية بين هذين المتغيرين سواء تم قياس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي للموجودات أو باللوغاريتم الطبيعي لجداء عدد الأسهم بالقيمة السوقية للسهم .

#### ٤ . معادلة الانحدار الخطي المتعدد:

بناءً على نتائج مصفوفة معاملات الارتباط تم إدخال المتغيرات المستقلة في كل معادلة من معادلات الانحدار للكشف عن تأثير كل متغير من هذه المتغيرات في عائد السهم بالتالي تكون المعادلة المستخدمة:

$$R_{it}=\alpha+xiBi$$

حيث  $xi$  تعبر عن كل متغير من متغيرات الدراسة

جدول (١١): نماذج معادلة الانحدار					
المتغير التابع: R					
	1	3	4	5	6
الثابت	0.009**	-0.053***	-0.169	0.027***	-0.007
DL	0.0003				-0.0005
size			0.007		
beta		0.034***			
b/m	-0.044***			-0.045***	
adjR <sup>2</sup>	23.37%	2.23%	0.2%	23.42%	0.032%
n	630	630	630	630	630

\*\*العلاقة معنوية عند مستوى ١%

\*\*\*العلاقة معنوية عند مستوى ١%

من الجدول (١١): في النموذج الأول الموجود في العمود الأول تم ادخال متغير مستوى الإفصاح الاختياري ونسبة القيمة الدفترية إلى السوقية كمتغيرات مستقلة والعائد هو المتغير التابع، يظهر من الجدول عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح الاختياري في العائد السوقي وهذا ما يوافق نتائج مصفوفة معاملات الارتباط التي ظهرت فيها العلاقة غير معنوية بين هذين المتغيرين ويمكن أن يفسر ذلك بأن المستثمر لا يتحمل مخاطر سعرية كبيرة في سوق دمشق للأوراق المالية نظراً للحدود السعرية المحددة من إدارة السوق لذلك من المرجح عدم وجود علاقة بين المتغيرات المدروسة والمخاطر السعرية التي يتحملها المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية بالتالي لا توجد علاقة بين مستوى الإفصاح والعائد السوقي للسهم أو قد يدل ذلك على أن المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية لا يولي أهمية لإفصاح الشركات عند اتخاذ قراره بتداول الأسهم نتيجة لقلّة وعيه بأهمية تحليل وقراءة التقارير المالية والمنشورات الصادرة عن الشركات قبل اتخاذ القرار الاستثماري، أيضاً من الجدول يظهر وجود تأثير عكسي لنسبة القيمة الدفترية إلى السوقية في عائد السهم حيث بلغت قيمة معامل الانحدار -٠,٠٤٤ وهو معنوية عند مستوى دلالة ١% .

في النموذج الثاني والثالث تم إدخال متغير المخاطرة المنتظمة (بيتا) وحجم الشركة على التوالي لمعرفة تأثير كل منهما في العائد ونلاحظ أنه كلما زادت المخاطر المنتظمة زاد عائد السهم حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ٠,٠٣٤ وهي معنوية عند مستوى دلالة ١%

ويوافق ذلك نتائج مصفوفة معاملات الارتباط ودراسة (Fama&French,1992) و دراسة (Chan,1991) بينما لم تظهر أي تأثير معنوي لحجم الشركة في العائد وبلغت القدرة التفسيرية للنموذج الثاني والثالث ٢٣,٢٣% ، ٢٠,٢٠% على التوالي ،ومن الملاحظ أنها نسب منخفضة مقارنة بالقدرة التفسيرية للنموذج الأول ويدل ذلك على قلة أهمية المخاطرة المنتظمة والحجم في تفسير العائد مقارنة بالقدرة التفسيرية لنسبة القيمة الدفترية إلى السوقية وعند ادخال هذه النسبة كمتغير مستقل وحيد في النموذج الخامس نلاحظ ارتفاع القدرة التفسيرية لهذا النموذج إلى ٢٣,٤٢% وانخفاض قيمة الثابت ويدل ذلك على أن نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية هي المتغير ذو التأثير الأكبر في العائد السوقي للسهم مقارنة بالمتغيرات الأخرى (نظراً لانخفاض قيمة الثابت وارتفاع قيمة معامل التحديد) بالتالي على المستثمر الذي يسعى لتحقيق عوائد مرتفعة أن يقتني السهم ذو نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية الأصغر ويخالف ذلك نتائج دراسة (Fama&French,1992) التي توصلت إلى أن نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية تؤثر طردياً في العائد

في النموذج السادس تم إدخال متغير مستوى الإفصاح الاختياري كمتغير مستقل والعائد السوقي متغير تابع ولم يظهر أي تأثير معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري للشركة على عائد سهمها في السوق ويخالف ذلك نتيجة دراسة (Hussainey&Mouselli,2010) التي توصلت إلى أنه كلما زاد مستوى إفصاح الشركة أدى ذلك لانخفاض عائد سهمها السوقي، وكانت القدرة التفسيرية لهذا النموذج منخفضة جداً حيث بلغت ٠,٠٣٢%

بالتالي نقبل الفرضية الرئيسية الثانية من فرضيات البحث التي تنص على أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري والعائد السوقي للسهم في سوق دمشق للأوراق المالية.

## الفصل الرابع: النتائج والتوصيات



## ١. النتائج:

توصل البحث إلى النتائج التالية:

١. مستوى الإفصاح الاختياري متوسط إلى منخفض لدى معظم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، حيث بلغ متوسط مؤشر الإفصاح الاختياري للشركات من عام ٢٠٠٩ حتى عام ٢٠١٣ قيمة ٤٦% وهي نسبة لا بأس بها بالنسبة لشركات مدرجة في سوق ناشئ كسوق دمشق للأوراق المالية
٢. عند التحليل القطاعي لسوق دمشق للأوراق المالية نلاحظ أن قطاع المصارف هو أكثر قطاع شهد ارتفاعاً ملحوظاً عبر سنوات الدراسة حيث وصل في ٢٠١٣ إلى قيمة ٦١,٣٦% ويعود ذلك إلى أن المصارف تشكل أكثر من ٥٠% من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية أيضاً يساهم في ارتفاع مستوى إفصاح المصارف أنها تنتمي إلى قطاعات مصرفية دولية لديها نهج واضح في اعتماد الممارسات والمعايير الدولية أيضاً قيام جميع المصارف في عام ٢٠١٠ بوضع دليل حوكمة خاص للاستعانة به لتطبيق الممارسات السليمة للحوكمة وذلك بناءً على تعليمات مصرف سورية المركزي، من ثم يأتي قطاع التأمين الذي شهد تحسن في مستوى الإفصاح لدى شركات التأمين عبر سنوات الدراسة حيث بلغت قيمة هذا المؤشر ٤٨,٠٨% في عام ٢٠١٣، يجدر بالذكر أن هيئة الإشراف على التأمين كانت سباقة إلى إصدار القرار رقم (١٢٧) لعام ٢٠٠٧ المتضمن تعليمات الحوكمة المؤسسية في شركات التأمين، أيضاً من الواضح أن باقي القطاعات تلتزم فقط بالإفصاح الإيجابي حسب تعليمات الهيئة مع ذكر بعض المعلومات الإضافية اختياريًا وكانت أقل نسبة من نصيب قطاع الصناعة حيث بلغت قيمة المؤشر لهذا القطاع في ٢٠١٣ نسبة ٢٩,٥٠% وهي نسبة منخفضة.
٣. أعلى قيمة لمؤشر الإفصاح الاختياري خلال فترة الدراسة كانت من نصيب البنك العربي حيث بلغت نسبة الإفصاح الاختياري له قيمة ٦٩,١٦% وذلك في عام ٢٠١٣، بينما أدنى قيمة للمؤشر كانت من نصيب الشركة الأهلية للنقل في عام ٢٠٠٩ حيث بلغت هذه النسبة ١١% فقط، وقد بلغت القدرة التفسيرية لمتغيرات الدراسة ٢٢,٨٩% تقريباً أي أن المتغيرات المدروسة قادرة على تفسير حوالي ٢٣% فقط من نسبة الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة بالتالي يوجد عوامل أخرى تحدد مستوى الإفصاح للشركات وهذا يفسح المجال

لتقديم أبحاث جديدة تقدم عوامل إضافية غير التي تم دراستها في هذا البحث يمكن أن يثبت تأثيرها في إفصاح الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.

٤ . بالنسبة للفرضية الأولى التي تنص على أنه لا توجد علاقة معنوية بين عدد من المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية توصلت نتائج الدراسة إلى رفض هذه الفرضية وثبت أثر مجموعة من المتغيرات في مستوى الإفصاح الاختياري وهي: متغير حجم الشركة يؤثر طردياً عند مستوى ١% في مستوى إفصاح الشركة الاختياري أي أن الشركات الأكبر حجماً لديها مستويات مرتفعة من الإفصاح ويعود ذلك لعدة أسباب أهمها أن تكاليف تحليل وإنتاج المعلومات تكون أقل بالنسبة للشركات الكبيرة الحجم، أيضاً وجود مهارات وكفاءات بشرية قادرة على تقديم إفصاح أفضل ، فضلاً عن أن الشركات الكبيرة تسعى لتحقيق ميزة تنافسية في السوق، و توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي معنوي لنسبة القيمة السوقية الى الدفترية عند مستوى دلالة ١% أي أنه كلما انخفض سعر سهم الشركة في السوق ممكن أن تميل لتقديم إفصاحات أكثر بهدف تبرير ذلك أو تعويض هذا الانخفاض في السعر أمام الرأي العام، وكان تأثير ربحية السهم عكسي في مستوى إفصاح الشركة الاختياري ومعنوي عند مستوى دلالة ٥% ، وربما يعود ذلك إلى أن الشركات عندما تحقق خسائر يتولد لدى مدراءها دوافع أقوى لزيادة الإفصاح وشفافية المعلومات التي تقدمها وذلك لتقليل المخاطر القضائية وتوفير تفسيرات إضافية للمساهمين لمعرفة حقيقة وضع الشركة المالي. كذلك توصلت نتائج الدراسة لوجود تأثير عكسي معنوي لعمر الشركة في مستوى إفصاحها الاختياري ويعود سبب ذلك إلى أن الشركات حديثة العهد تهتم بالإفصاح أكثر من الشركات القديمة لأن الشركات الحديثة تتبع مجموعات دولية لديها نهج واضح في اعتماد الممارسات والمعايير الدولية. أيضاً حجم مجلس الإدارة يؤثر بشكل طردي معنوي في مستوى إفصاح الشركة أي أنه كلما زاد عدد أعضاء مجلس الإدارة ساهم ذلك في ارتفاع مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركة ويعود ذلك إلى أن حجم مجلس الإدارة الأكبر يضم مهارات وكفاءات عالية قادرة على تقديم مستوى مرتفع من الإفصاح

٥ . بالنسبة للفرضية الثانية التي تنص على أنه لا توجد علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح الاختياري للشركة وعائد السهم السوقي توصلت نتائج الدراسة لقبول هذه الفرضية وبديل ذلك

على أن المستثمر لا يولي اهتماماً كبيراً لإفصاح الشركة عند اتخاذها قرار التداول في السهم وربما أن الحدود السعرية التي تفرضها إدارة السوق تحد من المخاطر التي يتحملها المستثمر بالتالي هذه المخاطر لن تتأثر بأي من المتغيرات المدروسة ومنه لا يوجد تأثير لمستوى إفصاح الشركة في العائد السوقي لسهمها نظراً لعدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح والمخاطر السعرية التي يتحملها المستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية

## ٢. التوصيات:

توصي الباحثة بالنقاط التالية

١. توصل نتائج البحث لوجود علاقة عكسية بين نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية وعائد السهم لذلك نوصي المستثمر باقتناء أسهم النمو ( وهي الأسهم التي تكون فيها نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية أقل من الواحد) وذلك لأنها الأسهم التي تحقق عائد مرتفع حسب نتائج البحث
٢. يجب على الجهات المنظمة لعمل الشركات المساهمة إلزام هذه الشركات بتقديم معلومات مفيدة أكثر للمساهمين لتساعدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية وذلك بتحويل بنود الإفصاح التي تهم المستثمرين من اختيارية إلى اجبارية مثل الإفصاح عن وجود لجنة مراجعة أو عن الدرجات العلمية وخبرات أعضاء مجلس الإدارة والموظفين بشكل عام ومعلومات عن مستقبل الشركة لما لذلك من أهمية في زيادة ثقة المستثمرين واطمئنانهم.
٣. ينبغي أن يتوسع دور الجهات الرقابية التي تخضع لها الشركات المساهمة بحيث لا يقتصر دورها على مراقبة تقديم الإفصاحات من قبل الشركات المساهمة فحسب إنما تقديم هذه الإفصاحات في الوقت المناسب وضرورة اتخاذ إجراءات من شأنها أن تلزم الشركات بعدم التأخر في اصدار البيانات المالية والتقارير السنوية حيث أن تقديم المعلومة بوقت متأخر يفقد جدوى هذه المعلومة وفعاليتها بالنسبة للمستفيدين منها
٤. توصل البحث لوجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح وعمر الشركة لذلك على الشركات المحلية القديمة أن تواكب الشركات العالمية في سياسة الحوكمة لديها وأن تطبق معايير متجددة في تقديم إفصاحاتها لتكون قدر الإمكان مفيدة للمستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري

٥. توصل البحث لوجود علاقة طردية بين مستوى الإفصاح وعدد أعضاء مجلس الإدارة بالتالي يجب على الشركات رفد كوادرها ومجالس إدارتها بالحد الأقصى لعدد أعضاء مجلس الإدارة مع مراعاة تعيين ذوي الخبرات والمهارات القيادية العالية وعمل دورات تدريبية للموظفين بشكل دوري للاطلاع على آخر التطورات في مجال معايير الإفصاح والحوكمة ومواكبتها أي الاهتمام بأعضاء مجلس الإدارة من حيث الكمية والنوعية
٦. من الخصائص النوعية للمعلومات وصول المعلومة إلى المستفيد منها في الوقت المناسب لذلك يوصي البحث بإيجاد وسائل جديدة لإيصال إفصاحات الشركات إلى المستثمر مثلاً عبر البريد الإلكتروني أو الرسائل النصية كي تصل المعلومة للمستثمر في الوقت المناسب ويكون على اطلاع مستمر على أحدث التغيرات الطارئة على الشركة.
٧. ضرورة زيادة الوعي بمفهوم حوكمة الشركات من خلال اجراء محاضرات تثقيفية تفيد المساهمين وخاصة الصغار منهم لزيادة درجة وعيهم لمفهوم الإفصاح وشفافية المعلومات بالتالي اختيار الأسهم التي تحقق عوائد مرتفعة وهذا ما يطمح له كل مستثمر في السوق المالي
٨. منح حوافز للمدراء لتشجيعهم على تقديم مزيد من المعلومات التي تهم المستثمر بشكل اختياري (مع الموازنة بين منفعة هذا الإفصاح وتكاليفه) وذلك لتتميز شركة عن غيرها وتحقق ميزة تنافسية في السوق بغية الحفاظ على المستثمر الحالي وجذب مزيد من المستثمرين.

## قائمة المراجع:

### المراجع باللغة العربية

١. باشيخ، عبد اللطيف، ٢٠٠٥، العلاقة بين المتغيرات المحاسبية وأسعار الأسهم، مجلة جامعة الملك بن عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، مجلد ١٩، عدد ٢، ص ص: ١٧١-١٨٥.
٢. تركي، محمود ابراهيم عبد السلام ، ١٩٩٥، تحليل التقارير المالية، المملكة العربية السعودية ، جامعة الملك سعود
٣. الجعفري، ياسين عبد الرحمن، باشيخ، عبد اللطيف، ٢٠٠٥، العلاقة بين القيمة السوقية ومؤشرات الأداء للشركات السعودية المساهمة جمعية الاقتصاد السعودية، اللقاء السنوي الخامس عشر، السعودية
٤. حنان، رضوان حلوة، الحارس، ٢٠٠٦، النموذج المحاسبي المعاصر الى المعايير، عمان ،دار وائل للنشر،
٥. خشارمة، حسين علي، ٢٠٠٣، مستوى الإفصاح في البيانات المالية للبنوك والشركات المالية المشابهة المندمجة في الأردن : معيار المحاسبة الدولي رقم ٣٠، دراسة ميدانية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية)، المجلد ١٧، العدد ١، ص ص ٨٧-١١٦
٦. حمادة، رشا ودحدوح ، حسين أحمد ، ٢٠١٥، نموذج مقترح لقياس الإفصاح الاختياري وتطبيقه في بيئة الأعمال السورية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٣١، العدد ١، ص ص ٩-٤٢
٧. حمادة، رشا ودحدوح ، حسين أحمد ، ٢٠١٤، دور الإفصاح الاختياري في تعزيز الثقة بالتقارير المالية للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية(دراسة ميدانية)، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٣٠، العدد ٢، ص ص ١٨٧-٢١٩
٨. الدهراوي، كمال الدين مصطفى ومحمد السيد سرايا ، ٢٠٠١: دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة ، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر
٩. الدهراوي، كمال الدين، ٢٠٠٧، تحليل القوائم المالية لأغراض الإستثمار . الاسكندرية ، المكتب الجامعي الحديث، ٢٠٠٧.
١٠. الذنبيات، علي عبد القادر، أبو نزار، محمد حسين ، ٢٠١٠، أهمية تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الاوراق المالية ومدى كفايتها في تلبية احتياجات مستخدمي البيانات المالية ،الأردن مجلة العلوم الادارية العدد ١ ص ١١٥

١١. زيود، لطيف، العثمان ، محمد ، عيسى ، ريم علي ٢٠١١، مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة المسجلة في سوق دمشق للأوراق المالية ،مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية المجلد (٣٣) العدد (٣) ص ٢٧-٤٤
١٢. شراب، صباح، ٢٠٠٦، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على عوائد اسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية. غزة : الجامعة الاسلامية
١٣. الشيرازي، عباس مهدي، ١٩٩٠، نظرية المحاسبة، الكويت، ذات السلاسل للنشر والتوزيع، ص ٣٢٢
١٤. صبيحي، حسني عبد الجليل، ٢٠٠٢، دور المراجع الخارجي في زيادة فعالية الإفصاح والشفافية في التقارير المالية المنشورة في البيئة المصرية دراسة تحليلية، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلون، العدد الأول، ص ٤
١٥. الصعيدي، اسماعيل جميل، ٢٠١١. العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي. غزة، جامعة الأزهر
١٦. الظاهر، مفيد، العطعوط، سامح ٢٠١٠، أثر مقاييس التدفقات النقدية في تفسير عوائد السوق، بحث مقبول للنشر ولم ينشر بعد، مجلة جامعة القدس المفتوحة
١٧. عبد الله، عبد القادر، ١٩٩٥، العوامل المحددة لأسعار أسهم الشركات المساهمة في المملكة العربية السعودية، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد ١١، العدد ١، ص ص: ١٣٥ - ١٥٥.
١٨. العرييد، عصام فهد، ٢٠٠١، دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية والبورصات. دمشق : دار الرضا للنشر والتوزيع
١٩. غزوي، حسين عبد الجليل، ٢٠١٠، حوكمة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية: دراسة اختبارية على شركات المساهمة العامة في المملكة العربية السعودية
٢٠. الفضل، مؤيد محمد، ٢٠٠١، العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وكل من حجم الشركة وأسعار اسهمها في السوق المالية ونوع نشاطها، العراق ،مجلة الاداري العدد ٨٤ ص ٨٧
٢١. القانون رقم ٣٣، ص ٣-٥
٢٢. قريط، عصام. ٢٠٠٩. أهمية الإفصاح عن صناديق الاستثمار باستخدام معامل غاما بالتطبيق على عينة من صناديق سوق مسقط للأوراق المالية."
٢٣. كنعان، علي، ٢٠٠٩. الاسواق المالية. دمشق : جامعة دمشق
٢٤. مارق، محمد سعيد، ٢٠٠٩، قياس مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة العامة السعودية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، الاقتصاد والإدارة مجلد ٢٣ عدد ١، ص ١٣١-١٧٤
٢٥. المرعي، رولا ، ٢٠١٣ ، العوامل المؤثرة في مستوى إفصاح الشركات المساهمة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية ، مجلة جامعة دمشق

٢٦. مطر ،محمد، السويطي، موسى، ٢٠٠٨، التأسيس النظري للممارسات المهنية المحاسبية، الطبعة الثانية دار وائل للنشر، الأردن
٢٧. مطر، محمد، ٢٠٠٣، دور الإفصاح عن المعلومات المحاسبية في تعزيز وتفعيل التحكم المؤسسي. وقائع المؤتمر العلمي المهني الخامس حول التحكم المؤسسي واستمرارية المنشأة، جمعية المحاسبين القانونيين الأردنيين، عمان، الأردن.
٢٨. مطر، محمد، الحياي، وليد، الراوي، حكمت، ١٩٩٩: نظرية المحاسبة واقتصاد المعلومات، الطبعة الأولى، دار حنين للنشر، عمان، الأردن
٢٩. المطيري، غزاي سبيل، ٢٠١٢، العوامل المؤثرة في مستوى الإفصاح عن المعلومات المالية على الانترنت في القوائم المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الكويتية، الكويت، جامعة الشرق الأوسط
٣٠. معايير المحاسبة الدولية، ٢٠٠٠ ترجمة جمعية المجمع العربي للمحاسبين القانونيين العرب، الاردن
٣١. المعايير المحاسبية الدولية لإعداد التقارير المالية. ٢٠٠٨.
٣٢. المعايير المحاسبية السعودية الصادرة من الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين، ٢٠٠٣
٣٣. المهندي، محمد عبد الله، صيام، وليد زكريا، ٢٠١٠، أثر الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية السنوية المنشورة على أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، دراسات العلوم الأردنية المجلد ٣٤، العدد ٢، ص ٢٥٨-٢٨٥

1. Ameer, R and Othman, R.2009,"Market Risk Disclosure: Evidence From Malaysian Listed Firms" *Malaysia : Journal Of Financial Regulation And Compliance* Vol. 17 No. 1, pp. 57-69.
2. Antonios,S. Despina,G and Athanasios,V.2013,"Company Characteristics And Human Resource Disclosure In Greece .Greece : *Procedia Technology* Vol:8 p: 112-121.
3. Aranoff, G.2003,"Improving Disclosure And Transparency In Nonprofit Accounting" *Management Accounting Quarterly* ,NY: spring ,Vol.4,No3,p15
4. Arbel, A, Carvell,S and Paul Strebel,P.1983. "Giraffes, Institutions And Neglected Firms." *Financial Analysts Journal* Vol:39 No.3 pp. 57-63.
5. Askary,S. and Jackling,B.2005,"Corporate financial disclosure practices in Asian and Middle Eastern countries .Victoria,Australia : *Asian Review Of Accounting* Vol13,N1:pp.45-72
6. B. Giner,1997."The Influence Of Company Characteristics And Accounting Regulation On Information Disclosed By Spanish Firms : . *The European Accounting Review* ,Vol 6,No1,pp.45-68.
7. Barry, C.B. and Brown, S.J. 1985, "Differential Information And Security Market Equilibrium", *The Journal of Financial And Quantitative Analysis* Vol. 20, pp. 407-422
8. Baruch ,L.1988,"toward a theory of equitable and efficient accounting policy" , *the accounting Review* ,January ,.pp.1-22.
9. Basu, Sanjoy.1977, "Investment performance Of Common Stocks In Relation To Their Price-Earnings Ratios: A Test Of The Efficient Market Hypothesis." *The Journal Of Finance* 32.3 pp. 663-682.



10. Beard, Craig G., and Richard W. Sias. 1997, "Is There A Neglected-Firm Effect?." *Financial Analysts Journal* Vol.53.No.5 pp. 19-23.
11. Belkaoui, A.R. and Karpik, P.G. .1989, "Determinants of the Corporate Decision to Disclose Social Information" : *Accounting, Auditing&Accountability Journal* ,Vol 2,No1, pp.36.51
12. Belkaoui, A.R. and Landgraf, E. 2003, "Corporate Disclosure Quality and Corporate Reputation ". *Chicago : Review Of Accounting And Finance*, Vol.2No.1, pp.86-95
13. Bernard, Victor L., and Jacob K. Thomas. "Evidence That Stock Prices Do Not Fully Reflect The Implications Of Current Earnings For Future Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 13.4 (1990): 305-340.
14. Black, B.S. Jang, H. and Kim, W. 2005, Predicting Firms' Corporate Governance Choices Evidence From Korea, *Journal Of Corporate Finance*, Vol.12, No.3, June 2006, Pp. 660–691
15. Campbell, John Y. and Tuomo Vuolteenaho, 2004, Bad Beta, Good Beta, *The American Economic Review* 94, pp.1249-1275.
16. Campbell, John Y., and Tuomo Vuolteenaho. 2004, " Inflation Illusion And Stock Prices. No. w10263. National Bureau Of Economic Research,.
17. Canbaş, S., S. Kandır, and A. Erişmiş. 2007, "Test of the Some of the Firm Properties Affecting Stock Efficiency in ISE (In Turkish)". *Finance Politics & Economic Comments* .Vol 44, No 512, pp. 15-27
18. Cazavan-Jeny, A, Jeanjean, T. 2007, " Levels of Voluntary Disclosure In IPO Prospectuses: An Empirical Analysis". *Review Of Accounting And Finance* Vol:6, No2, pp.131- 149
19. Chakroun, R and Matoussi, H. 2012, "Determinants Of The Extent Of Voluntary Disclosure In The Annuals Reports Of The Tunisian Firms"

- ,Journal Of Accounting And Management Information Systems. Vol 11,No3, pp.335 -370.
- 20.Chan, L., Y. Hamao, and J. Lakonishok. 1991. Fundamentals And Stock Returns In Japan. The Journal of Finance.Vol: 46,No:5,pp. 1739-1764
- 21.Chan, Louis K. C., Narasimhan Jegadeesh, and Josef Lakonishok, 1995," Evaluating The Performance Of Value Versus Glamour Stocks The Impact Of Selection Bias", Journal Of Financial Economics Vol 38, pp.269-296.
- 22.Chan, Philip K., and Salvatore J. Stolfo.1995, "Learning Arbiter And Combiner Trees From Partitioned Data For Scaling Machine Learning." KDD. Vol. 95..
- 23.CHAU, G.K., GRAY, S.J. 2002,"Ownership Structure And Corporate Voluntary Disclosure In Hong Kong And Singapore, The International Journal Of Accounting, Vol.37.pp.247-265
- 24.Chen, N., R. Roll, and S. Ross. 1986," Economic Forces And The Stock Market", The Journal Of Business. Vol:59.No:3,pp.383-403
- 25.Chen, Nai-fu, and Feng Zhang. 1998, "Risk and Return of Value Stocks, The Journal of Business Vol:71, pp.501-535.
26. Chen, Peter F. and Zhang, G. 2007, "How Do Accounting Variables Explain Stock Price Movements? Theory And Evidence". Journal of Accounting and Economics; HKUST Business School Research Paper No. 07-02. Available at SSRN: <http://ssrn.com>
- 27.Clarkson, P.M., Guedes, J. and Thompson, R. 1996, "On The Diversification, Observability, And Measurement Of Estimation Risk",The Journal Of Financial And Quantitative Analysis Vol 31, pp. 69-84
- 28.Coles, J.L., Loewenstein, U. and Suay, J. 1995,"On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertainty", The Journal Of Financial And Quantitative Analysis, Vol: 30, pp. 347-64.

29. Coles, J.L. and Loewenstein, U. 1988, "Equilibrium Pricing And Portfolio Composition In The Presence Of Uncertain Parameters." *Journal Of Financial Economics* Vol.22.No.2 pp. 279-303.
30. Cooke, T. 1989, "Disclosure in the corporate annual reports of Swedish Companies". *Accounting And Business Research*, Vol:19, No:47, pp. 113-124.
31. Cooper, Michael J., Gulen, Huseyin and Schill, Michael J. 2009, "The Asset Growth Effect In Stock Returns". Darden Business School Working Paper No. 1335524. Available at SSRN: <http://ssrn.com>
32. DARROUGH, M. 1993, "Disclosure Policy And Competition: Cournot vs. Bertrand ". *The Accounting Review*, Vol 24, p243
33. Donnelly, R., Mulcahy, M. 2008, " Board Structure, Ownership, And Voluntary Disclosure In Ireland". *Corporate Governance: An International Review* Vol:16, No:5, pp.416-429.
34. Ege, İlhan, and Ali Bayrakdaroğlu. 2007, "Küreselleşme Sürecinde İMKB Şirketlerinin Hisse Senedi Getiri Başarılarının Lojistik Regresyon Tekniği ile Analizi, 8." *Türkiye Ekonometri ve İstatistik Konresi, İnönü Üniversitesi, Malatya* pp. 1-17
35. El-khoury, R. and Almwalla, M., 1997, "The Effect Of Dividends Changes On Security Prices: case of Jordanian Companies". : AL-Yarmouk university.
36. El-Shaib, N and Ismail, T. 2012, "Impact Of Market And Organizational Determinants On Voluntary Disclosure In Egyptian Companies ". *Giza, Egypt : Meditari Accountancy Research* Vol. 20 No. 2, pp. 113-133.
37. Elzahar, H. and Hussainey, K. 2012, "Determinants Of Narrative Risk Disclosures In UK Interim Reports" *The Journal Of Risk Finance* Vol. 13 No. 2, pp. 133-147.

38. Espinosa, M.N. and Trombetta, M. 2007, "Disclosure Interactions And The Cost Of Equity Capital :Evidence From The Spanish Continuous Market" ,Journal Of Business Finance & Accounting ,Vol. 34, pp.1371-1392
39. Jouini F, 2013. " Corporate Governance and the Level of Financial Disclosure by Tunisian firms" .Tunis : Journal Of Business Studies Quarterly, 4(3)
40. Fama, E. 1981, "Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money". The American Economic Review, Vol:71, No:4, pp. 545-565.
41. Fama, E., and G. Schwert. 1977. "Asset Returns And Inflation". Journal Of Financial Economics. Vol: 5, pp.115-146.
42. Fama, E.F. and French, K.R. 1992, "The Cross-Section Of Expected Stock Returns", Journal Of Finance ,Vol 47, pp. 427-465.
43. Fama, Eugene F., and Kenneth R. French. 1993, "Common Risk Factors In The Returns On Stocks And Bonds", Journal Of Financial Economics, Vol:33, pp. 3-56.
44. Fama, Eugene F., Lawrence Fisher, Michael C. Jensen, and Richard Roll. 1969, "The Adjustment Of Stock Prices To New Information." International Economic Review 10, no. 1 pp. 1-21.
45. Feltham ,j. & others. 1992, "The Effects Of Line –Of- Business Reporting On Competition In Oligopoly Settings", Contemporary Accounting Research , Fall,.
46. Ferguson, Michael F., and Richard L. Shockley, 2003, Equilibrium "Anomalies", The Journal Of Finance, Vol 58, pp. 2549-2580.
47. FIRTH, M.A, 1979, "The Impact of Size, Stock Market Listing, and Auditor on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports : . Accounting And Business Research , pp.273-280
48. Foster, G. 1986. Financial Statement Analysis, Prentice- Hall Inc, Englewood Cliffs. 304

49. Frantz, P. and Walker, M. 1997, " Information Disclosure To Employees: A Game-Theoretical Approach. *Journal Of Business Finance And Accounting*, Vol:24 (9-10), pp.1421-1431
50. Wilder G, W. M, Stocks, M. H. Kumar.2008," Voluntary Accounting Disclosures By US-Listed Asian Companies : *Journal Of International Accounting Research*, p45.
51. Gandia, J. 2008, "Determinants of Internet-Based Corporate Governance Disclosure By Spanish Listed Companies" *Online Information Review* Vol. 32 No. 6, pp. 791-817.
52. Goeders, Nick E., and James E. Smith. "Cortical Dopaminergic Involvement In Cocaine Reinforcement." *Science* 221.4612 (1983): pp773-775.
53. Goldenberg RL, Iams JD, Mercer BM, Meis PJ, Moawad AH, Copper RL, Das A, Thom E, Johnson F, McNellis D, Miodovnik M. "The preterm prediction study: the value of new vs standard risk factors in predicting early and all spontaneous preterm births. NICHD MFMU Network". *American Journal of Public Health*. 1998 Feb;88(2):233-8.
54. Goodman, David A., and John W. Peavy III. 1983 "Industry Relative Price-Earnings Ratios As Indicators Of Investment Returns." *Financial Analysts Journal* 39.4. pp. 60-66
55. Grossman, S. 1981, " An Introduction To The Theory Of Rational Expectations Under Asymmetric Information". *Review Of Economic Studies*, Vol:48 ,No:4, pp.541-559
56. Guthrie, J, Petty, K .and Ricceri, F, 2004, "Using Content Analysis As A Research Method To Inquire Into Intellectual Capital Reporting. *Journal Of Intellectual Capital*, Vol:5 ,No:2, pp.282- 293

57. Handa, P. and Linn, S.C. 1993, "Arbitrage Pricing With Estimation Risk", *The Journal Of Financial And Quantitative Analysis*, Vol. 28, pp. 81-100
58. Hendrikson, Elden, S. 1982. *Accounting Theory*, 4th ed., Home wood: Richard D. Irwin
59. Hraskey, C. 2005, "Voluntary Disclosure Of Corporate Governance Practises By Listed Australian Companies", *Corporate Governance-An International Review*, pp. 188-190
60. Hunter, S. A; smith, L.M. 2009. "Impact Of Internet Financial Reporting On Emerging Markets ", *Journal Of International Business Research* 1, Vol :8, No: 2, pp. 21-40.
61. Hussainey, K. and Chakroun, R. "Disclosure quality in Tunisian annual reports .Sfax (Tunisia, University of Sfax ), Tunisia, *Corporate Ownership and Control*: p58
62. Hussainey, K. and Najjar, B. 2011, "Future-Oriented Narrative Reporting :Determinants And Use ".UK : *Journal Of Applied Accounting Research* 12.2 (2011): pp. 123-138.
63. Ibbotson, Roger G., Jody L. Sindelar, and Jay R. Ritter. "The Market's Problems With The Pricing Of Initial Public Offerings." *Journal Of Applied Corporate Finance* 7.1 (1994): pp. 66-74.
64. PETTY, R. and YONGVANICH, K. GUTHRI. 2004, "Using Content Analysis As A Research Method To Inquire Into Intellectual Capital Reporting " *Journal Of Intellectual Capital*, pp. 284-288 .
65. Castellano, J.G. 2002, " Resorting public confidence", *Journal Of Accountancy*", Vol 193, No 4, pp. 37-39 ,

66. Jensen, Gerald, R., Robert Johnson, R., and Jeffrey Mercer, M. 1997, "New Evidence On Size And Price-To-Book Effects In Stock Returns", *Financial Analysts Journal* Vol:53.pp. 34-42.
67. Jensen, Michael C., Robert Johnson, R. , and Jeffrey Mercer, M., 1998," The inconsistency of small-firm and value stock premiums", *Journal Of Portfolio Management* Vol:24,pp.27-36.
68. Kang, H.G. 2004, "Disclosure-risk premium: asset pricing under asymmetric information, manipulation and ambiguity", SSRN available at :<http://ssrn.com/abstract/4612922>(accessed October 28, 2004)
69. Lakhani, F. 2009, "Does corporate disclosure policy change financial analysts behaviour? Evidence from France ".france, Paris : *Journal Of Accounting&Organizational Change* Vol. 5 No. 3, pp. 344-361
70. Lambert, R. 2001, "Contracting theory and accounting", *Journal Of Accounting And Economics* , Vol 32,pp. 3-87
71. Lamoureux, Christopher G., and Gary C. Sanger. 1989, "Firm Size and Turn-of-the-Year Effects in the OTC/NASDAQ Market." *The Journal Of Finance* Vol.44.No.5 pp. 1219-1245.
72. Latridis, G. 2008, " Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market". *International Review of Financial Analysis*, Vol:17, No:2, pp. 219-241.
73. Lau, Sie Ting, Chee Tong Lee, and Thomas H. McInish. 2002 "Stock returns and beta, firms size, E/P, CF/P, book-to-market, and sales growth: evidence from Singapore and Malaysia." *Journal Of Multinational Financial Management* Vol.12.No.3 pp. 207-222
74. Lev, Baruch. 1988. *Toward a Theory of Equitable and Efficient Accounting Policy*, *The Accounting Review*, Vol:63, No:1, pp. 1-19
75. Leventis, S. Weetman, 2000, "Exploring and Explaining Variations in Voluntary Disclosure in an European Emerging Capital Market:

Evidence from the Athens Stock exchange ",Paper Submitted To The BAA[S], Regional Conference, University of Aberdeen,p77

76. Levis, Mario, and Manolis Liodakis. 1999, "The profitability of style rotation strategies in the United Kingdom." *The Journal Of Portfolio Management* Vol.26.No.1 pp. 73-86.
77. Lobo, G and Zhou, J. 2001, " Disclosure quality and earnings management." Paper presented at the Asia-Pacific. *Journal Of Accounting And Economics Symposium In Hong Kong*.
78. Loughran, Tim, and Anand M. Vijh. 1997, "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?." *Journal Of Finance* pp.1765-1790.
79. Loughran, Tim. 1997, " Book-To-Market across Firm Size, Exchange, and Seasonality: Is There an Effect?", *The Journal Of Financial And Quantitative Analysis* Vol:32, pp.249-268.
80. M.H. and Modigliani, F. Miller .1961. *Dividend Policy, Growth and evaluation of shares..*
81. Mcknight, P. J. Tomkims, C. 1999 , "Top executive pay in the United Kingdom: A corporate manipulation and ambiguity", *International Journal of the Economics of Business* 1999, Vol: 6, Vol:2, pp.223–243
82. Meek, G.K., Robert, C.B., and Gray, S.J. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosure by US, UK and Continental European Multinational Corporations, *Journal of International Business Studies*, Vol:26, pp.555-572
83. Meek, G.K., Robert, C.B., and Gray, S.J. 1995, "International Capital Market Pressures And Voluntary Annual Report Disclosures By US And UK Multinationals" *Journal Of International Financial Management&Accounting*, Vol 6, No1, pp.43-68



84. Michailidis, G., Tsopoglou, S., & Papanastasiou, D. (2007). The Cross-Section Of Expected Stock Returns For The Athens Stock Exchange. *International Research Journal Of Finance And Economics*, 8, 63-96.
85. Milgrom, Paul R. 1981, " Good News and Bad News: Representation Theorems and Application", *Journal Of Economics*, pp.380-391
86. Mitton, T.A. 2002 "Cross Firm Analysis of the Impact of Corporate on the East Asian Financial Crises", *Journal Of Financial Economics*, Vol:64, No:2, pp.215-241
87. Mouselli, S and Hussainey, K. 2010, "Disclosure quality and stock returns in the UK ". *UK : Journal Of Applied Accounting*, Vol:11, No2, pp.154-174
88. Myers, S.C. and Majluf, N. 1984 " Corporate Financial and Investment Decision When Firms have Information the Investor do not have", *Journal of Financial Economics*, Vol:13, pp.187 - 221
89. Nosheen, S. 2010, "Determinants of Disclosure Quality in Pakistani Corporate Culture .Karachi
115. Othman, R., & Ameer, R. (2009). Market Risk Disclosure: Evidence From Malaysian Listed Firms. *Journal Of Financial Regulation And Compliance*, 17(1), pp.57-69.
90. Ou, Jane A., and Stephen H. Penman. "Financial Statement Analysis And The Prediction Of Stock Returns." *Journal Of Accounting And Economics* 11.4 (1989): 295-114. Desai, H., & Jain, P. C. (1999). Firm performance and focus: long-run stock market performance following spinoffs. *Journal of financial economics*, 54(1), p.75
91. Pearce, Douglas K., and V. Vance Roley. 1985, " Stock Prices And Economic News. No. W1296. National Bureau Of Economic Research,.
92. presence of uncertain parameters", *Journal Of Financial Economics*, Vol: 22, pp.279-303.

- 93.Prowse,S.1997,"The Corporate Governance System In Banking: What Do We Know?Banka Del Lavarò Quarterly Review,pp.11-40.‘
- 94.Roberts,R.1992," Determinants Of Corporate Social Responsibility Disclosure: An AppLication Of Stakeholder Theory". Accounting,Organizations And Society,Vol:17 ,No:6, pp.595-612.
- 95.Rose, Peter, S. 2003, "Money and Capital Markets". 8th ed. McGraw Hill
- 96.ROSS,S.1977,,"The Determination Of Financial Structure: The Incentive-Signalling AppRoach, Bell Journal Of Economics, pp.25-27.
- 97.Schleicher, T. Hussainey, K. and Walker, M.2003,"Undertaking Large-Scale Disclosure Studies When AIMR-FAF Ratings Are Not Available The Case Of Prices Leading Earning", Accounting And Business Research, Vol. 33 No. 4, pp. 275-294.
- 98.Skinner,D.,1994,“Why Firms Voluntarily Disclose Bad News?” ,Journal Of Accounting Research,Vol"32,pp.38-60
- 99.Strenel..A, , Steven Carvell.S, and Paul Strebel.P.1983, "Giraffes, Institutions And Neglected Firms." Financial Analysts Journal 39.3: 57-63.The Journal of Finance, Vol. 47, pp.427-465
- 100.Trueman, B.1986,"Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?", Journal Of Accounting And Economics, Vol:8, pp.53-71.
- 101.Wagner,A.2011,"An Investigation Of The Causal Effect Of Voluntary Disclosure Quality On Cost Of Equity Capital ": .University of Zurich.
- 102.Watts, R and Zimmerman, L.1983," Agency Problems, Auditing And The Theory Of The Firm: Some Evidence : .Journal Of Law&Economics, Vol. 14, pp.311-68
- 103.White, G, Lee,A ,and Tower,G.2007," Drivers Of Voluntary Intellectual Capital Disclosure In Listed Biotechnology Companies" ,Journal Of Intellectual Capital, Vol. 8 No. 3 ,pp.517-537

المواقع الالكترونية:

[www.emeraldinsight.com](http://www.emeraldinsight.com)

[www.dse.sy](http://www.dse.sy)

[www.scfms.sy](http://www.scfms.sy)

## **Abstract**

### **Impact of Financial Disclosure Quality on Stock Returns**

(Analytical study on Companies listed at Damascus Securities Exchange)

Student: Fadwa Alhaf

Supervision: Dr. Sulaiman Mouselli

The study aims to demonstrate the impact of Voluntary disclosure level on stock returns of companies listed at Damascus Securities Exchange during the period from 2010 to 2013.

The research problem is formulated around two main questions. First, what are factors affecting Voluntary disclosure level of companies listed at Damascus Securities Exchange? Second, what is the effect of Voluntary disclosure level on stock returns?

To achieve the objectives of this study, I read and analyze the annual reports of listed companies and corporate governance reports issued by Syrian commission of financial markets and securities (SCFMS). Then, I extract the disclosed information and convert this information from quality indicators to numbers following Voluntary disclosure index suggested by (Meek, 1995) and applied by (Chau & Gray, 2002).

The extracted information was then matched with the list of optional disclosure of annual reports published each company and a score of 1 is given when the company discloses the information and 0 otherwise. Then, scores are added up for each company. To determine the Voluntary disclosure level for each company, the total score obtained from the previous stage is then divided by the total overall index score of 60.

The study was divided into four chapters. The methodology of the study was presented in the first chapter. In the second chapter, I view the theoretical framework of financial disclosure particularly the Voluntary disclosure and factors affecting stock returns according to the findings of previous studies.

In the third chapter, I conducted the empirical study which was split into two sections: the first section was to identify the factors affecting the level of Voluntary disclosure, while the second section examines the the impact of the Voluntary disclosure in addition to other variables on stock returns using panel data methodology.

In the fourth chapter, findings and recommendations were presented. The main findings of this study is that Voluntary disclosure level is generally low. The banking sector has the highest Voluntary disclosure score more throughout study period. The results indicate that there is no significant relationship between the Voluntary disclosure level and stock returns. The study provided a set of recommendations addressed to both investors and financial market regulators. First, it is the need to increase the level of Voluntary disclosure by listed companies and to find new ways to deliver information to those stakeholders. I also recommend to reclassify some Voluntary items from Voluntary to mandatory and to stress on providing timely disclosures. For investors, I recommend them to buy growth stocks to achieve higher returns.