

دور ربحية ومديونية الشركة في تحديد أثر مستوى الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية

اسحق محمود الشعار¹، نضال عمر زلوم²، شادي احمد عبد الرحمن خطاب³

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على دور ربحية ومديونية الشركة في تحديد أثر مستوى الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية. وتكون مجتمع الدراسة من الشركات الخدمية والصناعية المدرجة في بورصة عمان التي يتوفر لديها تقارير مالية لسنة (2013). وبلغت عينة الدراسة (115) شركة منها (53) شركة خدمية، و(62) شركة صناعية. واعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، تم استخدام اختبار العينة الواحدة (One Sample t-Test)، واختبار الفروقات (Independent Samples Test)، والانحدار الخطي البسيط (Simple Linear Regression)، والتحليل الهرمي التفاعلي (Hierarchical Interaction Regression) لاختبار الفرضيات ولتحقيق هدف الدراسة. أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات عينة الدراسة تفصح عن المعلومات غير المالية. كما أوضحت النتائج عدم وجود فروق حول مستوى الإفصاح غير المالي بين القطاعين الخدمي والصناعي للشركات المساهمة العامة الأردنية، ودلت النتائج أن هناك أثر إيجابي لمستوى الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية، كما أظهرت النتائج أن التفاعل بين مستوى الإفصاح غير المالي وربحية الشركة يزيد من الأثر الإيجابي على القيمة السوقية. بينما توصلت نتائج الدراسة إلى أن التفاعل بين مستوى الإفصاح غير المالي ومديونية الشركة لا يؤثر على القيمة السوقية.

الكلمات الدالة: الإفصاح غير المالي، القيمة السوقية، ربحية الشركة، حجم المديونية.

المقدمة

أسواق رأس المال، وإزالة القيود والحواجز على انتقال رؤوس الأموال بين الدول، وظهور تقنيات جديدة في تداول الأوراق المالية في أسواق المال العالمية، تعززت أهمية الإفصاح نظراً لتوفيره معلومات مفيدة وموثوقة لمستخدمي المعلومات حول مركزها المالي، وأداء أعمالها ومساعدة مستخدمي التقارير المالية في اتخاذ قرارات رشيدة (Binh, 2012).

إذ لم يعد الإفصاح عن المعلومات المالية التقليدية كافياً لعمليات اتخاذ القرار (Yuen et al. 2009)، مما جعل هناك حاجة ملحة لمعلومات إضافية غير مالية؛ كون هذه المعلومات تقدم قيمة مضافة لتقييم القيمة السوقية لأسهم الشركة، حيث أكدت دراسات (Dima et al. 2013; Holder-Webb et al. 2009; Simnett et al. 2009; Holder-Webb et al. 2008) أن التقارير المالية التقليدية لا تعطي صورة كاملة عن وضع الشركة وخاصة على المدى الطويل، مما يفرض على الشركة الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية كوسيلة لتلبية احتياجات مستخدمي

واجهت مهنة المحاسبة في تطبيقها لوظيفة الإفصاح تحديات كبيرة عند اختيار الأساس المناسب للإفصاح المحاسبي، وتحديد طريقة الإفصاح الأكثر ملاءمة لتوفير المصدقية للمعلومات المحاسبية، وتلبية حاجات مستخدمي المعلومات لتساعدتهم على اتخاذ القرار السليم. ومع تزايد النمو الاقتصادي في السوق العالمي بشكل كبير، والتقدم التكنولوجي، وانتشار الشركات متعددة الجنسيات، وعولمة

¹ أستاذ مساعد، قسم إدارة الأعمال، كلية الأعمال، جامعة البلقاء التطبيقية. i.shaar@bau.edu.jo

² أستاذ مساعد، قسم المحاسبة، كلية الأعمال، جامعة البلقاء التطبيقية. zalloum@bau.edu.jo

³ أستاذ مساعد، قسم نظم المعلومات الإدارية، كلية الأعمال، جامعة البلقاء التطبيقية. shadikhattab@hotmail.com

تاريخ استلام البحث 2014/11/4 وتاريخ قبوله 2015/3/9.

الموثوقة حول توقعات الأداء المستقبلي؛ فقد أصدرت هيئة الأوراق المالية الأردنية دليل لأعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية ألزمت من خلاله الشركات المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح غير المالي في تقاريرها السنوية (بورصة عمان، 2013). إلا أنه في بعض الأحيان تقوم الإدارة باتخاذ العديد من القرارات بهدف تجنب الإفصاح عن المعلومات غير المالية حفاظاً على المركز التنافسي، ولتجنب تكلفة إعداد ومراجعة وتوزيع التقارير الموسعة، لذا يمكن القول أن قرار الإفصاح عن المعلومات غير المالية يشكل معضلة للمدراء من منطلق تأثيره المتبادل والمباشر على كل من القرارات الاستثمارية والتمويلية، والتي تؤثر بالتبعية على قيمة الشركة وثروة الملاك. وعلى الرغم من أن دراسة تأثير الإفصاح عن المعلومات غير المالية على القيمة السوقية للأسهم حظي باهتمام الباحثين، إلا أنه ما زال هناك جدل حول أثر الإفصاح عن المعلومات غير المالية على القيمة السوقية للأسهم، حيث أشارت بعض نتائج الدراسات إلى وجود علاقة بين الإفصاح غير المالي والقيمة السوقية للأسهم مثل دراسة (Dima et al. 2013). وهناك دراسات أشارت نتائجها إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح غير المالي والقيمة السوقية للأسهم مثل دراسات (Coram, 2010; Flostrand and Strom, 2006). فيما أظهرت دراسات (الساهي، 2011؛ Cohen et al. 2012; Chavent et al. 2006; Flostrand and Strom, 2006) أن هنالك عوامل محدّدة يمكن أن يكون لها دور في تأثير الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية للأسهم. وشكل هذا الجدل دافع للباحثين لدراسة الموضوع، لذا جاءت الدراسة الحالية للإجابة عن التساؤلات الآتية:

1. هل تقوم الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات؟
2. هل هناك فروق بين قطاعي الخدمات والصناعة حول مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات؟
3. ما هو أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على

المعلومات (Cohen et al. 2012)، وعزز ذلك الانتقادات التي وجهت للتقارير التقليدية؛ لعدم احتوائها على بعض الأصول غير الملموسة (مثل الموارد البشرية)، وهذا أوجب على الجهات المنظمة لمهنة المحاسبة والجهات المنظمة للشركات إظهار اهتمام متزايد من أجل تحقيق الإفصاح المناسب (Al-Maryani, 2014; Dima et al. 2013). حيث ينظرون إلى الإفصاح عن المعلومات غير المالية على أنها مؤشر لمستوى نجاح الشركة، فكلما زاد مستوى الإفصاح عن المعلومات غير المالية ترك ذلك انطباع إيجابي عن كفاءة وفعالية أداء الشركة لدى المتعاملين في سوق رأس المال، وهذا بدوره سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للأسهم (Cohen et al. 2012). إلا أن ارتفاع مستوى الإفصاح عن المعلومات غير المالية يُمكن أن تُمثل عنصر تعقيد وتشويش على قرار المستثمرين في تقدير القيمة السوقية للأسهم (Coram, 2010; Banghoj and Plenborg, 2008)، لذا حظي هذا الموضوع بالاهتمام من قبل الباحثين وتم دراسته في العديد من الدراسات، إلا أن نتائج تلك الدراسات ما زالت موضع تناقض، حيث أظهرت بعض الدراسات وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح غير المالي والقيمة السوقية للأسهم (Dima et al. 2013). وهناك دراسات أشارت إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح غير المالي والقيمة السوقية للأسهم (Coram, 2010; Flostrand and Strom, 2006). لذلك جاءت هذه الدراسة للكشف عن أثر مستوى الإفصاح عن المعلومات غير المالية وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية.

مشكلة الدراسة

تواجه الشركات المساهمة العامة ضغوطاً كبيرة من عدة أطراف؛ بغرض زيادة مستوى الإفصاح غير المالي، إذ تمثل قضية الحصول على المعلومات وحرية تداولها ومصداقيتها ودقتها من القضايا الملحة لدى المستثمرين؛ نظراً لحاجة المستثمر إلى بيانات ومعلومات تساعده في اتخاذ قراره الاستثماري، حيث يتم الحصول على البيانات والمعلومات من عدة مصادر أهمها التقارير المالية. وانطلاقاً من أهمية الإفصاح غير المالي في زيادة الوعي لدى المستثمرين، وزيادة

القيمة السوقية؟

4. هل يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف حجم المديونية؟
5. هل يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف ربحية الشركة؟

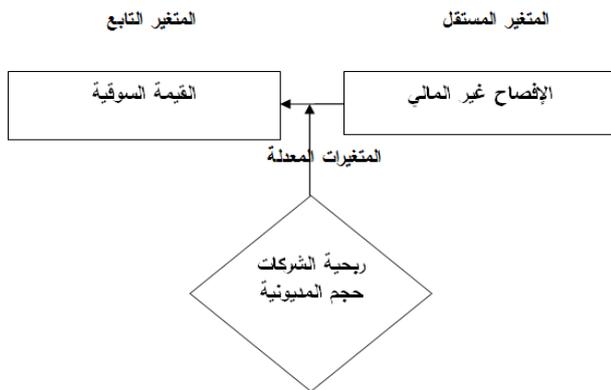
جاءت أهمية الدراسة لتسليط الضوء على مستوى الإفصاح غير المالي في الشركات المساهمة العامة وأثرها على القيمة السوقية للأسهم. كما تساهم في تنمية الثقة لدى الجهات ذات العلاقة مثل هيئة الأوراق المالية، وبورصة عمان، والمستثمرين، والمحللين الماليين، والإدارة وغيرهم من مستخدمي التقارير؛ نظراً لتقدمها بيانات ومعلومات ذات قيمة تفسيرية إضافية؛ تساعد في الفهم الدائم للشركة ووضعها التنافسي حالياً وفي المستقبل.

حدود الدراسة

- حدود مكانية: اقتصرت الدراسة الميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية الخدمية والصناعية فقط من القطاعات المدرجة في لوائح بورصة عمان (قطاع الخدمات، قطاع الصناعة، القطاع المالي)
- حدود قياس المتغيرات: استخدام أسلوب غير الموزون (Unweighted) لقياس مستوى الإفصاح غير المالي.
- حدود زمنية: اقتصرت الدراسة الميدانية على الشركات المساهمة العامة الأردنية الخدمية والصناعية التي صدرت عنها تقارير مالية لعام (2013م).

أنموذج الدراسة

تم بناء أنموذج الدراسة الافتراضي الذي يعكس العلاقات بين المتغير المستقل (الإفصاح غير المالي) والمتغير التابع (القيمة السوقية)، بالإضافة إلى المتغيرات المعدلة (ربحية الشركات، وحجم المديونية)، كما هو في الشكل (1).



شكل (1): أنموذج الدراسة

إذ أن المعلومات التي تتوفر لإدارات الشركات تفوق ما لدى المستثمرين، مما يتطلب من الشركات دمج المعلومات المالية وغير المالية في التقارير السنوية لتقديم صورة أكثر شمولاً وتوازناً لبيان أداء الشركة (Dima et al. 2013; Cohen et al. 2012). حيث أظهرت دراسة (Zambon, 2003)، أن المعلومات غير المالية أكثر أهمية من المؤشرات المالية، وعزز ذلك الانتقادات التي وجهت للإفصاح عن المعلومات المالية من قبل مستخدمي التقارير السنوية؛ لعدم احتوائها على بعض الأصول غير الملموسة في قائمة المركز المالي مثل: الخدمات والمنتجات المبتكرة، والجودة العالية للمنتجات، والمساهمة في تشغيل الموظفين، ودعم مهارات ومعرفة الموظفين (Coram and Monroe, 2004). حيث تعد أي معلومات ذات قيمة ولم يتم تضمينها في القوائم المالية معلومات غير مالية (Flostrand and Strom, 2006).

وقد أدت زيادة الاهتمام بالمعلومات غير المالية في عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) على تشجيع الشركات على الإفصاح غير المالي (Coram et al., 2010; Coram, 2010; Coram and Monroe, 2004; Coram, 2009). وفي الأردن وبالاستناد إلى قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة (2004) اصدر مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية تعليمات الإفصاح رقم (53) لسنة (2004) وتعديلاتها بقرار رقم (257) لسنة (2005) ألزمت بموجبها جميع الشركات المدرجة في بورصة عمان بالإفصاح عن المعلومات غير المالية، مما دعا دائرة الإفصاح التابعة لهيئة الأوراق المالية لإصدار دليل يتضمن المعلومات غير المالية وفقاً للمادة (4/أ، ب، هـ) والتي ألزمت مجلس إدارة الشركات المساهمة العامة بإعداد وتزويد الهيئة بالتقرير السنوي للشركة خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من انتهاء سنتها المالية، كما يتضمن معلومات عامة عن الشركة مثل (وصف لأشطة الشركة الرئيسية وأماكنها الجغرافية، وحجم الاستثمار الرأسمالي، والوضع التنافسي للشركة، ووصف للمخاطر التي تتعرض الشركة لها، ووصف للأحداث الهامة التي مرت على الشركة خلال السنة المالية، والخطة المستقبلية للشركة، ومقدار أتعاب التدقيق للشركة، والهيكل التنظيمي للشركة المصدرة، وعدد موظفيها

في ضوء مشكلة الدراسة وأهدافها، تم صياغة الفرضيات الآتية:

- **الفرضية الأولى:** لا تقوم الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات.
- **الفرضية الثانية:** لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($P \leq 0.05$) بين قطاعي الخدمات والصناعة حول مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات.
- **الفرضية الثالثة:** لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى ($P \leq 0.05$) لمستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية.
- **الفرضية الرابعة:** لا يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية عند مستوى دلالة ($P \leq 0.05$) تبعاً لاختلاف ربحية الشركات.
- **الفرضية الخامسة:** لا يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية عند مستوى دلالة ($P \leq 0.05$) تبعاً لاختلاف حجم المديونية.

الخلفية النظرية

أكدت العديد من الدراسات على أهمية الإفصاح عن المعلومات في التقارير السنوية كأداة إستراتيجية لتعزيز قدرة الشركة على زيادة رأس المال بأقل تكلفة ممكنة (Manea, 2013)، وقد أظهرت دراسة (Yuen et al. 2009)، أن التقارير السنوية التقليدية لا تتوفر فيها المعلومات الكافية لمستخدمي التقارير السنوية، كما أظهرت دراسة (Graham et al. 2005)، أن الإفراط في الاعتماد على المعلومات المالية في التقارير السنوية تؤدي إلى تقديم صورة غير كاملة لواقع الشركة. فيما أظهرت دراسات (Burkhardt and Strausz, 2000; Narayanan et al. 2009)، أن الإفصاح المالي غير كافي لتلبية احتياجات كافة الأطراف المستخدمة للتقارير السنوية؛ نظراً لعدم تماثل المعلومات بين مستخدمي التقارير،

حجم الربحية تتردد الإدارة في الإفصاح عن معلومات مفصلة، لتخفي أسباب انخفاض حجم الربحية؛ مما ينعكس أثره على القيمة السوقية للأسهم، إلا أن دراسة (Banghoj and Plenborg, 2008) أظهرت أن الزيادة في حجم الربحية لا يُحسن العلاقة بين مستوى الإفصاح والقيمة السوقية للأسهم (أي أن الأرباح الحالية لا تعكس أرباح أكبر في المستقبل)، وبالتالي يمكن لربحية الشركة أن تُخفف أو (تزيد) من تأثير الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية. وفي سياق ذلك أظهرت العديد من الدراسات أن حجم المديونية كعامل مفسر لمستوى الإفصاح، حيث أظهرت دراسة (Lins, 2003)، أن الشركات ذات المديونية العالية تقوم بالإفصاح عن المعلومات؛ تلبية لاحتياجات الجهات الدائنة، مما يؤدي إلى رفع مستوى الإفصاح؛ حتى تتمكن من زيادة درجة الرقابة. كما أن الإفصاح من العوامل التي تساعد إدارة الشركة في الحصول على تمويل احتياجاتها المالية بشكل أسرع وبكلفة أقل، وعندما يكون حجم الإفصاح غير مناسب تتردد الجهات المقرضة في تقديم التسهيلات المالية.

وفئات مؤهلاتهم وبرامج التأهيل والتدريب لموظفي الشركة)، بالإضافة لمعلومات تتعلق بمجلس الإدارة والمديرين منها (بيان بأسماء أعضاء مجلس الإدارة، وأسماء ورتب أشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية، والمزايا والمكافآت التي يتمتع بها كل من رئيس وأعضاء مجلس الإدارة وأشخاص الإدارة العليا ذوو السلطة التنفيذية)، كما يحتوي على معلومات تتعلق بهيكل الملكية وحقوق المستثمرين مثل (بيان بأسماء كبار مالكي الأسهم المصدرة من قبل الشركة وعدد الأسهم المملوكة لكل منهم إذا كانت هذه الملكية تشكل ما نسبته 5%، بيان بعدد الأوراق المالية المصدرة من قبل الشركة والمملوكة من قبل أي من أعضاء مجلس الإدارة وأشخاص الإدارة العليا ذوي السلطة التنفيذية وأقاربهم، والشركات المسيطر عليها من قبل أي منهم)، كما ألزمت مجلس الإدارة بالإقرار بمسؤوليته تجاه صحة ودقة واكتمال المعلومات والبيانات المالية وتوفير نظام رقابة فعال (هيئة الأوراق المالية، 2013). ونظراً لظهور دراسات أشارت إلى أن حجم ربحية الشركة يُمكن أن يؤثر على القيمة السوقية للأسهم، ذلك لأن تحقيق حجم ربحية أكبر مؤشر على كفاءة الإدارة؛ وعندما ينخفض

الدراسات ذات الصلة

الباحثون	السنة	الأهداف	النتائج
Al-Maryani	2014	اختبار الإفصاح والشفافية ضمن المبادئ الدولية لحوكمة الشركات في الشركات العراقية، بالإضافة إلى تأثير نوع وحجم الشركات على توافر هذه المعلومات.	أن متطلبات الإفصاح والشفافية في التقارير المالية منخفضة، وأيضاً كان هناك تأثير كبير لنوع الشركة على الإفصاح والشفافية. في حين أظهرت أن حجم الشركة لا يؤثر على الإفصاح والشفافية.
ملو العين وعبد الحكيم	2013	دور شفافية الإفصاح المحاسبي في تحسين جودة المعلومات المحاسبية؛ وذلك من خلال تحليل العلاقة بين (استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، وحجم الشركة، ونسبة الملكية العائلية، ولجان المراجعة، والامتداد الدولي) وبين مستوى الإفصاح المحاسبي (الإلزامي، الاختياري)	هناك علاقة إيجابية بين (استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، حجم الشركة، لجان المراجعة، الامتداد الدولي) وبين مستوى الإفصاح المحاسبي الاختياري، وأن هناك علاقة سلبية بين نسبة الملكية العائلية ومستوى الإفصاح المحاسبي الاختياري، في حين لا يوجد علاقة بين المتغيرات السابقة وبين الإفصاح المحاسبي الإلزامي.
Dima et al.	2013	الإفصاح عن المعلومات غير المالية، وتأثيراتها على أسعار السوق بالنسبة للشركات الرومانية المدرجة في بورصة بوخارست.	هناك تأثير إيجابي لمتطلبات الإفصاح عن المعلومات غير المالية في أسعار السوق بالنسبة للشركات الرومانية.

الباحثون	السنة	الأهداف	النتائج
Velazquez et al.	2013	بيان أثر كل من (حجم الشركة، ونوع القطاع، وأداء الشركة، المدىونية، والموقع الجغرافي للشركة) في الإفصاح على شبكة الإنترنت عن المعلومات المالية وغير المالية في أمريكا اللاتينية.	أن مستوى الإفصاح العام منخفض، كما أنه لا يوجد أثر للمتغيرات المستقلة (حجم الشركة، ونوع القطاع، وأداء الشركة، المدىونية، والموقع الجغرافي للشركة) في الإفصاح على الإنترنت عن المعلومات المالية وغير المالية.
Binh	2012	بيان حاجة المدراء الماليين والمحللين الماليين للإفصاح غير المالي الاختياري في الشركات غير المالية في فيتنام.	أن كلاً من المحللين الماليين والمدراء الماليين بحاجة لزيادة مستوى المعلومات غير المالية، كما أظهرت النتائج انخفاض مستوى الإفصاح في فيتنام مقارنة بالدول المتقدمة مثل اليابان وإيرلندا.
Cohen et al.	2012	تقييم كمية المعلومات غير المالية الاختيارية المقدمة للمستثمرين، وكيفية عرضها، وهل يوجد اختلاف في مستوى الإفصاح بين الصناعات، وما هو أثر حجم الشركات على هذه المعلومات في خمس صناعات أمريكية.	لا يزال هنالك نقص في الكشف عن هذا النوع من المعلومات، كما تختلف مستويات الإفصاح بين الصناعات المختلفة، وهناك اختلاف بين حجم الشركة ومستوى الإفصاح غير المالي، كما أظهرت النتائج أن إفصاح الشركات يميل لإظهار الجانب الإيجابي.
السهلي	2011	قياس درجة شفافية الإفصاح في التقارير المالية في السعودية، كما تناولت تأثير كل من حجم الشركة، والمراجع الخارجي، ونوع القطاع، وتمركز الملكية في درجة شفافية الإفصاح.	انخفاض مستوى شفافية إفصاح الشركات في السعودية مقارنة بأمريكية، وارتفاع مستوى الشفافية في السعودية مقارنة بأسواق الدول الناشئة. كما توصلت إلى تأثير حجم الشركة، والمراجع الخارجي في الشفافية، وعدم وجود أثر لنوع القطاع، وتمركز الملكية في شفافية الإفصاح.
Coram	2010	دراسة الإفصاح عن المعلومات غير المالية وأثرها على أسعار الأسهم من قبل المستثمرين المحترفين والمستثمرين غير المهنيين في أستراليا.	هنالك اختلاف من حيث التقييم بين المجموعتين في حال كانت المعلومات إيجابية، في حين لا يوجد أثر للمعلومات غير المالية السلبية في كلا المجموعتين.
Simpson	2010	بيان قدرة المحللين الماليين في الاستفادة من المعلومات غير المالية.	أن الإفصاح غير المالي يخفض من تشتت توقعات المحللين، كما أظهرت الدراسة وجود اهتمام أكبر بالإفصاح غير المالي الإيجابي مقارنة بالإفصاح غير المالي الاختياري.
Banghoj and Plenborg	2008	بيان تأثير مستوى الإفصاح الاختياري في العلاقة بين الأرباح الحالية والمستقبلية في الدنمارك.	أن الزيادة في مستوى الإفصاح لا يحسن في العلاقة بين حجم الربحية والقيمة السوقية للأسهم، كما أظهرت النتائج أن هنالك زيادة في مستوى الإفصاح مع مرور الزمن.
Chavent et al.	2006	بيان أثر كل من نوع القطاع، الربحية، حجم المدىونية، توقعات السوق في الإفصاح	أن كل من نوع القطاع، حجم المدىونية، توقعات السوق لا تؤثر في الإفصاح. في حين أظهرت أن هنالك تأثير للربحية في الإفصاح

الباحثون	السنة	الأهداف	النتائج
Flostrand and Strom	2006	بيان أهمية المعلومات غير المالية من قبل المحللين، وذلك من خلال عينة مدرجة في مؤشر ستاندراند بورز.	أن الوصول للمعلومات غير المالية في الشركات صغيرة الحجم أكثر صعوبة منها في الشركات كبيرة الحجم، كما أظهرت أنه لا يوجد علاقة بين القيمة السوقية ومستوى الإفصاح عن المعلومات غير المالية والأصول غير الملموسة ومستوى الإفصاح عن المعلومات غير المالية.

مساهمة الدراسة في مجال المعرفة

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من عدة جوانب، فمن جهة فإن الدراسة تتميز عن الدراسات السابقة من خلال المنهجية المستخدمة في قياس متغير الإفصاح غير المالي وذلك وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية، كما لم تتطرق الدراسات العربية السابقة لتأثير كل من الربحية والمديونية في العلاقة بين الإفصاح غير المالي والقيمة السوقية، حيث قامت الدراسة بالربط بين مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية والقيمة السوقية، بالإضافة إلى مساهمتها في معرفة اختلاف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف كل من ربحية الشركات، وحجم المديونية.

منهجية الدراسة

مجتمع وعينة الدراسة

تكون مجتمع الدراسة من الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان، حيث قام الباحثون بإجراء المسح الشامل لمجتمع الدراسة بحيث يتم اختيار الشركات ضمن عينة الدراسة إذا حققت الشروط التالية:

1. تمثل الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان التي لها تقارير سنوية لسنة (2013) لاستخراج البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة.
2. الشركات التي يتوفر عنها البيانات المتعلقة بالقيمة

السوقية على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان،
3. تم استثناء جميع الشركات التي تنتمي إلى القطاع المالي نظراً لوجود تشريعات خاصة بها.
وبناءً على الأسس السابقة فقد تم استبعاد (1) شركة خدمية نظراً لتأسيسها بعد منتصف العام وعدم وجود تقرير مالي، و(4) شركات صناعية نظراً لعدم توفر بياناتها المتعلقة بالقيمة السوقية على الموقع الإلكتروني لبورصة عمان، بالإضافة ان شركة من الشركات الصناعية الأربعة تأسست بعد منتصف العام، وبما مجموعة (5) شركات. وبناءً على ما سبق بلغ عدد الشركات التي تنطبق عليها شروط المجتمع (115) شركة من الشركات المكونة لمجتمع الدراسة والبالغ (120) شركة، منها (53) شركة خدمية بنسبة (98.15%)، و (62) شركة صناعية بنسبة (93.94%). ويعرض الجدول (1) عينة الدراسة وعدد ونسبة الشركات المستبعدة.

جدول (1)

عينة الدراسة وعدد ونسبة الشركات المستبعدة

الشركات	الصناعية		الخدمية	
	العدد	النسبة	العدد	النسبة
المدرجة	66	%100	54	%100
المستبعدة	4	%6.06	1	%1.85
عينة الدراسة	62	%93.94	53	%98.15

أساليب قياس المتغيرات

قياس القيمة السوقية للأسهم (متغير تابع): تُمثل القيمة السوقية للأسهم سعر الأسهم السائد في السوق المالي، وهو ما يعكس السعر المستعد أن يدفعه المستثمرين كثمن لأصول

الشركة، والذي يقيس سعر أسهم الشركة المتداولة فعلياً في البورصة في نهاية السنة، ويتم قياسها من خلال ضرب سعر إغلاق السهم في نهاية العام في عدد الأسهم المتداولة (زلوم، Velazquez et al. 2013; Cohen et al. 2013)، ولإزالة أثر تباين عينة الدراسة المتعلقة بالقيمة السوقية للأسهم فقد تم اخذ اللوغاريتم الطبيعي، والذي ينشأ عند وجود فروق كبيرة بين أرقام مشاهدات المتغيرات وعدم تطابق توزيعاتها الاحتمالية. كما أن استخدام هذا الأسلوب يُزيل احتمال حدوث مشكلة تعدد التباينات، وفي حال عدم وجود المشكلة أساساً، فإن هذه الطريقة لا ينجح عنها أي خطأ في القياس (زلوم والشعار، 2015).

قياس ربحية الشركة (متغير معدل): يعد استخدام ربحية الشركة القاسم المشترك بين الكتاب والباحثين والمديرين في عمليات تقييم الأداء في مختلف الشركات، وذلك للإبلاغ عن مدى النجاح المالي الذي تستطيع فيه الشركات أن تعظم ثروة ملاكها وذلك من خلال الحصول على أعلى عائد ممكن لاستثماراتهم، وتعد نسبة مقياس العائد على الأصول، من أكثرها شيوعاً (عمر وآخرون، 2014)، وتم احتساب نسبة العائد على الأصول (ROA) من خلال قسمة صافي الربح على القيمة الإجمالية للأصول، وتم استخدام هذا المقياس كمؤشر لقياس ربحية الشركات المختلفة من قبل دراسات (الشعار وزلوم، 2014؛ Velazquez et al. 2013; Brazel, et al. 2009).

حجم المديونية (متغير معدل): تم التعبير عن حجم المديونية من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول، وهذا الأسلوب تم استخدامه في دراسات سابقة منها دراسات (رمضان والعفدة، 2011؛ Fosu, 2013; Moradi et al., 2013).

التحليل الإحصائي

قبل البدء باختبار الفرضيات قام الباحثون باختبار فيما إذا كانت البيانات تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، ولغرض تطبيق نموذج الانحدار الخطي المتعدد لقياس أثر فرضيات الدراسة، تم التحقق من الشروط التالية الواجب توافرها بعد معالجة البيانات المدروسة بالطرق الإحصائية المعروفة على النحو الآتي:

1. تم استخدام اختبارين (Kolmogorov-Smirnov) لبيان مدى أتباع البيانات المتعلقة بالقيمة السوقية للتوزيع الطبيعي. ويظهر

قياس (زلوم والشعار، 2015).

قياس الإفصاح غير المالي (متغير مستقل): قام الباحثون بإعداد مؤشر للإفصاح عن مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المدرجة في بورصة عمان، تطبيقاً للمادة (4/أ، ب، هـ) من تعليمات الإفصاح رقم (53) لسنة (2004) وتعديلاتها بقرار رقم (257) لسنة (2005) والتي أُلزمت مجلس إدارة الشركة المصدرة بإعداد وتزويد الهيئة بالتقرير السنوي للشركة خلال مدة لا تزيد على ثلاثة أشهر من انتهاء سنتها المالية (هيئة الأوراق المالية، 2013). وبناءً على ما سبق تم إعداد مؤشر للإفصاح غير المالي مكون من (94) فقرة لقياس الإفصاح غير المالي في الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية كما في الملحق (1).

ولتقييم مؤشر الإفصاح غير المالي استخدم الباحثون مقياس ثنائي الاتجاه كما يأتي:

1. يعطى درجة (1) إذا تم الإفصاح عن الفقرة في التقرير السنوي.
2. يعطى درجة (0) إذا لم يتم الإفصاح عن الفقرة في التقرير السنوي والفقرة تنطبق على تلك الشركة.
3. لا تنطبق (-) إذا تم تحديد فقرة لا تنطبق على الشركة من أجل تجنب معاقبة الشركة لعدم الإفصاح عن هذه الفقرة.

قام الباحثون باستخدام أسلوب غير الموزون (Unweighted)، ومن الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب دراسة (Zalloum et al, 2013; Omar and)

أقل من قيمة (F) الجدولية التي تساوي (1.64)، مما يعني وجود تجانس في البيانات (Hair et al., 2010).
3. تم استخدام اختبار (Durbin- Watson) لبيان الارتباط الذاتي. حيث يُظهر الجدول (2)، أن قيم اختبار فرضيات الدراسة عند مستوى معنوية (0.05) تقع بين (1.5-2.5) وعلية فإنه لا يوجد ارتباط ذاتي بين المتغيرات (الشعار وزلوم، 2014).

الجدول (2)، أن القيمة المحسوبة للبيانات الخاصة بالقيمة السوقية للتوزيع الطبيعي أكبر من مستوى الدلالة (5%)، وبالتالي فإن البيانات الخاصة بتكلفة حقوق الملكية للتوزيع الطبيعي تتبع التوزيع الطبيعي.
2. تم استخدام اختبار (Goldfield- Quandt) لبيان تجانس البيانات في نموذج الانحدار. إذ يُظهر الجدول (2)، أن قيم (λ) الخاصة بدراسة فرضيات الدراسة

جدول (2)

الشروط الواجب توفرها لطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) المستخدمة في تقدير معالم الانحدار الخطي

التوزيع الطبيعي للمتغيرات التابعة		المتغيرات التابعة
Kolmogorov-Smirnov		
0.200		القيمة السوقية للأسهم
الارتباط الذاتي للبيانات	تجانس البيانات	الفرضيات
Durbin- Watson	Goldfield- Quandt	
1.658	$\lambda=0.986$	يختلف أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف ربحية الشركة
1.615	$\lambda=0.859$	يختلف أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف حجم المديونية

الخدمي والصناعي بلغت (0.846، 0.856)، وهي مناسبة ومعقولة نسبياً؛ وهذا يعني أن مستوى الإفصاح غير المالي يزود متخذي القرار بالمعلومات غير المالية التي تعد مفيدة لإنجاز القرارات الرشيدة؛ إذ أن قيام الشركة بنشر معلومات تفصيلية وكثيرة يؤدي إلى ضياع المعلومات المهمة والمفيدة وكذلك يضلل مستخدمي البيانات عند اتخاذ القرارات. وفي السياق أظهرت النتائج أن متوسط ربحية الشركة في شركات القطاعين معاً بلغت (0.0304)، وهي تعني أن نسبة صافي الربح تمثل (3.04%) من إجمالي أصول الشركة، وعلى المستوى القطاعي فإن متوسط ربحية الشركة للقطاعين الخدمي والصناعي بلغت (0.0309، 0.0299) على التوالي، وتقريب ربحية الشركة مدى كفاءة الإدارة في استغلال مواردها لتوليد الأرباح، ويلاحظ من الجدول (3)، أن ربحية الشركة

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

تشير نتائج الجدول (3)، أن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية في شركات القطاعين معاً بلغت (80741260)، وعلى المستوى القطاعي فإن المتوسط الحسابي للقيمة السوقية للقطاعين الخدمي والصناعي بلغت (105190080، 59841463) على التوالي، وهي تشير وبوضوح إلى إن القيمة السوقية للأسهم المتداولة في الشركات التي تعمل في القطاع الخدمي؛ أكبر من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في الشركات التي تعمل في القطاع الصناعي، مما يعني أن المستثمرين يميلون للاستثمار في القطاع الخدمي.

فيما أظهرت النتائج أن مستوى الإفصاح غير المالي في شركات القطاعين معاً بلغت (0.851)، وعلى المستوى القطاعي فإن متوسط مستوى الإفصاح غير المالي للقطاعين

لحجم المديونية في شركات القطاعين معاً بلغت (0.365)، وعلى المستوى القطاعي فإن المتوسط الحسابي لحجم المديونية للقطاعين الخدمي والصناعي بلغت (0.346)، (0.381) على التوالي.

للقطاعين الخدمي والصناعي منخفضة؛ ويعود ذلك للعديد من الأسباب منها ما يتعلق بالأزمة المالية العالمية والربيع العربي وما صاحبه من ركود اقتصادي واضطراب امني لدى العديد من دول الجوار. فيما تشير النتائج أن المتوسط الحسابي

جدول (3)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

القطاعين معاً		القطاع الصناعي	القطاع الخدمي	رموز المتغيرات	المتغيرات
الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي		
389039696	80741260	59841463	105190080	$MV_{i,t}$	القيمة السوقية
1.566	16.401	16.182	16.658	$LnMV_{i,t}$	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية
0.089	0.851	0.856	0.846	$NFD_{i,t}$	الإفصاح غير المالي
3.135	0.336	0.594	0.035	$NFD_{i,t} * ROA_{i,t}$	الإفصاح غير المالي * ربحية الشركة (التفاعل بين الإفصاح غير المالي وربحية الشركة)
0.196	0.308	0.328	0.283	$NFD_{i,t} * Lev_{i,t}$	الإفصاح غير المالي * حجم المديونية (التفاعل بين الإفصاح غير المالي وحجم المديونية)
0.128	0.0304	0.0299	0.0309	$ROA_{i,t}$	ربحية الشركة
0.238	0.365	0.381	0.346	$Lev_{i,t}$	حجم المديونية

اختبار فرضيات الدراسة.

الفرضية الأولى

H_0 : لا تقوم الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية بالإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات. ولإجابة عن الفرضية تم إجراء اختبار (One sample test). كما في الجدول (4).

قاعدة القرار: تُقبل الفرضية العدمية إذا كان المتغير ذو مستوى دلالة إحصائياً عند مستوى أكبر من (0.05)، وتُرفض الفرضية العدمية إذا كان المتغير ذو مستوى دلالة إحصائياً عند مستوى أقل من أو يساوي (0.05).

جدول (4)

نتائج اختبار (One sample test) لمستوى الإفصاح غير المالي

المتغير	العينة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	sig
الإفصاح غير المالي	115	%85.13	0.089	<0.001

الفرضية الثانية

H_0 : لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى ($P \leq 0.05$) حول مستوى الإفصاح غير المالي بين القطاع الخدمي والقطاع الصناعي المساهمة العامة الأردنية. ولإجابة عن الفرضية تم إجراء اختبار (Independent Samples Test) كما في الجدول (5).

يوضح الجدول (4) اختبار (One sample test) لمستوى الإفصاح غير المالي في الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية، ان مستوى الدلالة بلغ (<0.001)، وبما ان هذا العامل ذو دلالة إحصائية عند مستوى اقل من (0.050) ووفقاً لقاعدة القرار ترفض الفرضية العدمية، وتقبل الفرضية البديلة وبذلك فان الشركات الخدمية والصناعية المساهمة العامة الأردنية تقوم بالإفصاح غير المالي.

جدول (5)

نتائج اختبار (Independent Samples Test) حول وجود فروق للإفصاح غير المالي

بين القطاعين الخدمي والصناعي

المتغير	القطاع	العينة	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	sig
الإفصاح غير المالي	الخدمي	53	%84.60	0.088	0.563
	الصناعي	62	%85.57	0.091	

فكانت النتائج الواردة في الجدول (6) تُشير أن المتغير المستقل الإفصاح غير المالي يؤثر على القيمة السوقية للشركات؛ حيث تُشير النتائج الواردة في الجدول (6) إلى أن قيمة ($B=5.302$)، مما يعني أن أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية إيجابي، وكانت ($P\text{-value}=0.001$)، وهي دالة إحصائية لأن ($P<0.05$)، مما يعني رفض الفرضية العدمية، وقبول الفرضية البديلة، أي أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية. وبشكل عام يمكن كتابة نموذج الدراسة حسب النتائج الموضحة في الجدول (6) على النحو الآتي:

$$MV_{i,t} = 11.887 + 5.302(NFD_{i,t}) + 1.500$$

تشير النتائج الجدول (5) اختبار (Independent Samples Test) ان مستوى الدلالة بلغ (0.563)، وبما ان هذا العامل ذو دلالة إحصائية عند مستوى اكبر من (0.050) ووفقاً لقاعدة القرار تُقبل الفرضية العدمية، أي أنه لا توجد فروق حول مستوى الإفصاح غير المالي بين القطاعين الخدمي والصناعي للشركات المساهمة العامة الأردنية.

الفرضية الثالثة

H_0 : لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى (0.05) لمستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية.

تم اختبار هذه الفرضية باستخدام أسلوب الانحدار البسيط،

جدول (6)

نتائج اختبار تحليل الانحدار لتأثير الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية

Std. Error	R ²	F	Sig	قيمة (B)	رمز المتغيرات	المتغيرات
1.500	0.091	11.290	<0.001	11.887	(Constant)	الثابت
			0.001	5.302	NFD _{i,t}	الإفصاح غير المالي

الفرضية الرابعة

H₀₄: لا يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية عند مستوى دلالة (P ≤ 0.05) تبعاً لاختلاف ربحية الشركات. وبشكل عام يمكن كتابة نموذج الدراسة حسب النتائج الموضحة في الجدول (7) على النحو الآتي:

$$MV_{i,t} = 12.362 + 4.668(NFD_{i,t}) + 3.998(ROA_{i,t}) - 1.167(NFD_{i,t} * ROA_{i,t}) + 1.438$$

ولقياس الأهمية الاقتصادية لدور ربحية الشركة في زيادة (تخفيض) أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية، فقد قام الباحثون باحتساب النسبة المئوية للتغير في تأثير الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية بزيادة ربحية الشركة بدرجة واحدة للانحراف المعياري عن الوسط الحسابي. حيث يظهر الجدول (3)، أن الوسط الحسابي والانحراف المعياري لربحية الشركة على التوالي هي (0.0304، 0.128)، كما يُشير قيم الجدول (7)، إلى أن الأثر الكلي للإفصاح غير المالي على القيمة السوقية عند الوسط الحسابي لربحية الشركة تساوي قيمة (B) للإفصاح غير المالي مضاف إليها قيمة (B) للتفاعل بين الإفصاح غير المالي* ربحية الشركة ضرب الوسط الحسابي لربحية الشركة، وبالتالي فإن تأثير الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية عن الوسط الحسابي لربحية الشركة تساوي (4.663)

$$= 4.668 - 1.167 * 0.0304 = 4.663.$$

وعند زيادة ربحية الشركة بدرجة واحدة للانحراف المعياري عن الوسط الحسابي، فإن تأثير الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية يصبح (4.642)

$$= 4.668 - 1.167 * (0.0304 + 0.128) = 4.642.$$

وهو ما يمثل معدل تغير يساوي (0.45%) في التأثير الإيجابي للإفصاح غير المالي على القيمة السوقية

تختبر الفرضية الثانية مستوى اختلاف أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف الربحية في الشركات المساهمة العامة الأردنية، وتتساءل فيما إذا كان لربحية الشركة دور في زيادة أو (تخفيض) أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية في الشركات المساهمة العامة الأردنية. ومن أجل اختبار الفرضية تم استخدام التحليل الهرمي التفاضلي (Hierarchical Interaction Regression)، كما يظهر من خلال الجدول (7)، تم في الخطوة الأولى إدخال متغير الإفصاح غير المالي، وأظهرت النتائج وجود أثر للإفصاح غير المالي على القيمة السوقية إذ بلغت (قيمة $R^2 = 0.091$) الذي يفسر ما نسبته (9.1%) من أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية، وهذه القيمة دالة إحصائياً (قيمة $F = 11.290$ ، $sig = 0.001$). وفي الخطوة الثانية تم إدخال متغير ربحية الشركة، حيث تُبين النتائج عدم وجود أثر لمتغير ربحية الشركة على القيمة السوقية، إذ بلغت (قيمة $R^2 = 0.016$) وهذه القيمة غير دالة إحصائياً (قيمة $F = 2.066$ ، $sig = 0.153$). وفي الخطوة الثالثة تمت إضافة التفاعل بين متغيري الإفصاح غير المالي وربحية الشركة، حيث تُبين النتائج وجود أثر ذي دلالة إحصائية لذلك التفاعل على القيمة السوقية، إذ بلغت (قيمة $R^2 = 0.072$) وهذه القيمة دالة إحصائياً (قيمة $F = 9.751$ ، $sig = 0.002$)، لذا تُرفض الفرضية العدمية، وتُقبل الفرضية البديلة، أي إنه يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً

الشركة تزيد التأثير الموجب للإفصاح غير المالي على القيمة السوقية بمعدل (0.45%).

$$= ((4.663)-(4.642))/(4.663) = 0.45\%$$

وتشير النتائج إلى أن الشركات بزيادة ربحية الشركة بدرجة واحدة للانحراف المعياري عن الوسط الحسابي، فإن ربحية

جدول (7)

نتائج تحليل الانحدار لأثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف ربحية الشركة.

الخطوة الثالثة		الخطوة الثانية		الخطوة الأولى		رمز المتغيرات	المتغير
(sig)	قيمة (B)	(sig)	قيمة (B)	(sig)	قيمة (B)		
<0.001	12.362	<0.001	11.981	<0.001	11.887	(Constant)	الثابت
0.003	4.668	0.001	5.136	0.001	5.302	NFD _{i,t}	الإفصاح غير المالي
0.003	3.998	0.153	1.574			ROA _{i,t}	ربحية الشركة
0.002	-167					NFD _{i,t} *ROA _{i,t}	الإفصاح غير المالي* ربحية الشركة (التفاعل بين الإفصاح غير المالي وربحية الشركة)
	0.179		0.107		0.091		قيمة R ²
	0.072		0.016		0.091		قيمة RA ²
	9.751		2.066		11.290		قيمة FA
	0.002		0.153		0.001		SigΔ
	1.438		1.493		1.500		Std. Error

السوقية، وهذه القيمة دالة إحصائياً (قيمة FA=11.290، sig=0.001). وفي الخطوة الثانية تم إدخال متغير مديونية الشركة، حيث تُبين النتائج عدم وجود أثر لمتغير مديونية الشركة على القيمة السوقية، إذ بلغت (قيمة RA²>0.001) وهذه القيمة غير دالة إحصائياً (قيمة FA>0.001، sig=0.987). وفي الخطوة الثالثة تمت إضافة التفاعل بين متغيري الإفصاح غير المالي ومديونية الشركة، حيث تُبين النتائج عدم وجود أثر ذي دلالة إحصائية لذلك التفاعل على القيمة السوقية، إذ بلغت (قيمة RA²=0.008) وهذه القيمة غير دالة إحصائياً (قيمة FA=1.016، sig=0.316)، لذا تُقبل الفرضية العدمية، أي إنه لا يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية عند مستوى دلالة (0.05) تبعاً لاختلاف مديونية الشركات.

الفرضية الخامسة

H₀₅: لا يختلف أثر مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية على القيمة السوقية عند مستوى دلالة (P ≤ 0.05) تبعاً لاختلاف مديونية الشركة.

تحاول الفرضية الخامسة البحث في أثر التفاعل بين الإفصاح غير المالي ومديونية الشركة على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الأردنية. ومن أجل اختبار الفرضية تم استخدام التحليل الهرمي التفاعلي (Hierarchical Interaction Regression)، كما يظهر من خلال الجدول (8)، تم في الخطوة الأولى إدخال متغير الإفصاح غير المالي، وأظهرت النتائج وجود أثر للإفصاح غير المالي على القيمة السوقية إذ بلغت (قيمة RA²=0.091) الذي يفسر ما نسبته (9.1%) من أثر الإفصاح غير المالي على القيمة

جدول (8)

نتائج تحليل الانحدار لأثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف مدىونية الشركة.

الخطوة الثالثة		الخطوة الثانية		الخطوة الأولى		رمز المتغيرات	المتغير
(sig)	قيمة (B)	(sig)	قيمة (B)	(sig)	قيمة (B)		
<0.001	12.180	<0.001	11.881	<0.001	11.887	(Constant)	الثابت
0.004	4.877	0.001	5.306	0.001	5.302	$NFD_{i,t}$	الإفصاح غير المالي
0.391	-1.020	.987	0.010			$Lev_{i,t}$	حجم المدىونية
0.316	1.433					$NFD_{i,t} * Lev_{i,t}$	الإفصاح غير المالي * حجم المدىونية (التفاعل بين الإفصاح غير المالي وحجم المدىونية)
0.099		0.091		0.091			قيمة R^2
0.008		<0.001		0.091			قيمة RA^2
1.016		<0.001		11.290			قيمة FA
0.316		0.987		0.001			SigΔ
1.506		1.506		1.500			Std. Error

مناقشة النتائج

3. دلت نتائج الدراسة إلى أن الإفصاح غير المالي يؤثر إيجاباً على القيمة السوقية، ويرجع ذلك إلى أن مستوى الإفصاح غير المالي وفقاً لدليل إعداد التقرير السنوي للشركات المساهمة العامة الأردنية؛ يزيد من ثقة المستثمرين في الشركة وإدارتها ويؤدي إلى تحسين قبول الأسهم في السوق. كما يقلل الإفصاح غير المالي من التذبذب غير المنطقي في أسعار الأسهم. وتعمل المعلومات الواردة في التقارير المالية السنوية في رفع فعالية التنبؤ الخاص بقرارات الاستثمار. ويساعد الإفصاح عن المعلومات غير المالية بصورة تفصيلية ودقيقة في التعرف على درجة المخاطر المحيطة بالاستثمارات؛ وهذا بدوره يعكس على القيمة السوقية. ويدل مستوى الإفصاح غير المالي على اعتماد مستخدمي التقارير المالية على الفوائد المالية كمصدر رئيسي للمعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المالية، وهذه النتيجة تتفق مع نتائج كل من دراسات (Dima et al. 2013)، وتختلف مع نتائج دراسات كل من (Velazquez et al. 2013; Coram,)

1. أشارت نتائج الدراسة أن مستوى الإفصاح غير المالي بلغ حوالي (85.13%)، وهي معقولة نسبياً، ويعزى ذلك إلى وعي إدارة الشركات لأهمية الإفصاح غير المالية كعامل هام في تقييم أداء الشركة، بالإضافة إلى قوة التشريعات والإجراءات الرقابية المتعلقة بالالتزام بمتطلبات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية وفرض الغرامات على المخالفين، وهذه النتائج جاءت متماثلة لما جاءت به نتائج دراسة (Simpson, 2010) ألا أنها اختلفت مع نتائج دراسات كل من (السهلي، 2011؛ Al-Maryani, 2014; Binh, 2012; Cohen et al. 2012).

2. أظهرت نتائج الدراسة عدم وجود فروق حول الإفصاح غير المالي بين القطاعين الخدمي والصناعي للشركات المساهمة العامة الأردنية، ويعود ذلك لوجوب تطبيق تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية على جميع الشركات بغض النظر عن نوع القطاع، وهذا يتفق مع نتائج دراسة (Velazquez et al. 2013)، إلا أن هذه النتائج تختلف مع نتائج دراسات (Al-Maryani,)

2010).

أسرع وبكلفة أقل، وعندما يكون حجم الإفصاح غير مناسب تتردد الجهات المقرضة في تقديم التسهيلات المالية مما ينعكس على القيمة السوقية. ويمكن تفسير نتيجة هذه الدراسة لاعتقاد المستثمرين أن مديونية الشركة ترتبط بشكل أكبر بالإفصاح المالي في تقدير القيمة السوقية للشركة مقارنة بالإفصاح غير المالي، كما يدل أن التفاعل بين مديونية الشركة والتوسع بالإفصاح غير المالي لا يؤثر في قرارات مستخدمي التقارير السنوية، ويشير ذلك للاعتقاد أن البيانات الإضافية تساعد المستثمرين في تشغيلها والاستفادة منها في اتخاذ القرارات سواء كانت مديونية الشركة مرتفعة أو منخفضة، حيث يفترض مفهوم كفاءة السوق المالي أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات التي يتم الإفصاح عنها لاتخاذ القرار الاستثماري المتعلق بالشراء أو البيع، ومن ثم تعكس أسعار أسهم أي شركة كل المعلومات التي يفترض أن تؤثر عليها، وتتفق هذه النتيجة مع نتيجة دراسات (Velazquez et al. 2013; Chavent et al. 2006).

توصيات الدراسة

1. العمل على بث الاطمئنان لدى المساهمين على أموالهم وكيفية إدارتها داخل الشركات وتقليل المخاطر التي يتعرضون لها نتيجة سوء الإدارة، وذلك من خلال العمل على إشراك مستخدمي التقارير السنوية للتعرف على احتياجاتهم وما هي المعلومات التي تلائمهم.
2. العمل على مراجعة تعليمات الإفصاح غير المالي؛ من أجل إعادة صياغتها أو كيفية الإفصاح عنها، كون الإفصاح غير المالي يوفر معلومات إضافية؛ سوف تتعكس بالضرورة على أسعار الأوراق المالية المتداولة؛ نظراً لأنه يخدم المستثمرين ويرفع من كفاءتهم في توجيه الاستثمارات.
3. التوسع في الإفصاح عن المعلومات غير المالية الواردة في التقارير المالية، لأن ذلك يعمل على زيادة ثقة المستثمرين، وينعكس إيجاباً على أسعار الأسهم في السوق جنباً إلى جنب مع مستوى ربحية الشركات

4. توصلت الدراسة إلى أن هناك اختلافاً في مستوى أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف ربحية الشركة، إذ كلما ارتفعت ربحية الشركة ارتفع الأثر الإيجابي للإفصاح غير المالي على القيمة السوقية، كما أن التفاعل بين الإفصاح غير المالي وربحية الشركة يزيد من الأثر الإيجابي للإفصاح غير المالي على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الأردنية، وهذا يختلف مع نتائج دراسة (Velazquez et al. 2013; Banghoj and Plenborg, 2008)، ويدل ذلك على الاهتمام بالإفصاح غير المالي وتحقيق الأرباح على المدى القصير من قبل مستخدمي التقارير المالية، نظراً لما توفره هذه التقارير من معلومات دقيقة تؤدي إلى تقليل حالة عدم التأكد المرتبطة بفرص النمو المستقبلية، مما يشجع حملة الأسهم على الاستثمار بالفرص الاستثمارية المربحة على المدى البعيد، وبالتالي فإن ارتفاع ربحية الشركات يزيد من توفر المعلومات غير المالية؛ التي تتمتع بدرجة جيدة من حالة التأكد المتعلقة بظروف السوق؛ مما يخفف من المشاكل الناتجة عن التباين في المعلومات بين المدراء والمستثمرين من الخارج؛ من خلال توفير مزيد من المعلومات حول القيمة السوقية للشركة، كما أن تحقيق الربح مؤشر على كفاءة الإدارة، فعند تحقيق الربح تسعى الإدارة إلى الإفصاح عن معلومات مفصلة. لذا اهتمت العديد من الأطراف بالإفصاح عن المعلومات غير المالية، نظراً لأثرها على القيمة السوقية، حيث تعتمد العديد من الأطراف على الإفصاح غير المالي في اتخاذ قراراتها. وهذا ما أكدت عليه دراسات (Chavent et al. 2006).

5. أكدت نتائج الدراسة عدم اختلاف مستوى أثر الإفصاح غير المالي على القيمة السوقية تبعاً لاختلاف مديونية الشركة؛ حيث أن التفاعل بين الإفصاح غير المالي ومديونية الشركة لم يؤثر على القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة الأردنية، وهذه النتيجة غير متوقعة؛ نظراً لأن الإفصاح الكافي من العوامل التي تساعد إدارة الشركة في الحصول على تمويل احتياجاتها المالية بشكل

المستثمرين على أحدث النتائج والمستجدات التي تم التوصل إليها فيما يتعلق بدور الإفصاح غير المالي؛ بما يلي احتياجات المستثمرين وترشيد قراراتهم.

5. إجراء دراسات مستقبلية للإفصاح غير المالي عن طريق منح كل بند أهمية مختلفة عن الأخرى، وهذا يتطلب منح وزناً نسبياً لكل بند حسب أهميته، وبالتالي قد يتطلب ذلك إعداد استبيان لبيان أهمية كل بند من البنود الخاصة بالإفصاح غير المالي، ومن ثم إعداد مؤشر الإفصاح غير المالي المرجح بهذه الأوزان.

وتوزيعاتها، وذلك من خلال تطوير تشريعات تعمل على زيادة جودة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها لزيادة ملائمتها لعملية اتخاذ القرار الاستثماري.

4. ضرورة الاهتمام بالإفصاح غير المالي من قبل المستثمرين، نظراً لما توفره هذه التقارير من معلومات دقيقة تؤدي إلى تقليل حالة عدم التأكد المرتبطة بفرص النمو المستقبلية، ويمكن تحقيق ذلك من خلال توجيه اهتمامهم إلى كافة البنود الواردة في التقارير المالية، وعدم تركيزهم على بعض المؤشرات فقط، واطلاع

المراجع

المراجع العربية

الشعار، اسحق وزلوم، نضال، (2014)، دور الإبداغ في تعظيم الأرباح المحاسبية ومعدل نمو القيمة السوقية للأسهم، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، مجلد 10، عدد 1، 82-109.

عمر، بلال والشعار، اسحق وزلوم، نضال، (2014)، أثر الإفصاح عن محاسبة المسؤولية الاجتماعية على الأداء المالي للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، *دراسات: العلوم الإدارية*، المجلد 41، العدد 2، 240-258.

ملو العين، علاء وعبد الحكيم، مجدي، (2013)، قياس مستوى شفافية الإفصاح في التقارير المالية المنشورة لتحسين جودة المعلومات المحاسبية بمنشآت الأعمال السعودية- دراسة نظرية تطبيقية، *دورية الإدارة العامة*، المجلد 53، العدد 2، 547-573.

الموقع الرسمي لبورصة عمان، (2013)، متاح على الرابط: <http://exchange.jo>

الموقع الرسمي لهيئة الأوراق المالية. (2013). متاح على الرابط: <http://www.jsc.gov.jo>

أبو ريشة، خالد والسميرت، بلال وزلوم، نضال، (2014)، محاسبة المسؤولية الاجتماعية على المواقع الإلكترونية: حالة الأردن، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية*، مجلد 22، عدد 2، 289-313.

رمضان، عماد والعقدة، صالح، (2011)، محددات هيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة الأردنية "دراسة من واقع سوق الأوراق المالية الأردني" للفترة (2000-2006)، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، مجلد 7، عدد 2، 228-245.

زلوم، نضال والشعار، اسحق، (2015)، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية، *المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية*، مجلد 2، عدد 1، 33-50.

زيود، لطفي وقيطيم، حسان ومكية، نغم، (2007)، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، *مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية - سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية*، المجلد 29، العدد 1، 171-188.

السهلي، محمد، (2011)، مؤشر الشفافية والإفصاح في الشركات السعودية، *البحوث المحاسبية*، المجلد 10، العدد 2، 11-42.

المراجع العربية باللغة الإنجليزية

Abu Reesha, K., Smerat, B., Zalloum, N.O., 2014. Social Responsibility Accounting On Electronic Sites: Evidence from Jordan. *Journal of Islamic University of Management and Economic Studies*, 22 (2): 289-313.

Ramadan, I.Z., and Alokdeh, S.K., 2011. Determinants of Capital Structure: Evidence from Jordan (2000 -2006). *Jordan Journal of Business Administration*, 7 (2): 228-245.

- Zalloum, N.O., and AL Shaar, E.M., 2015. The Effect of Dividends on the Investment Decision in the Light of the Financial Reporting Quality. *Jordan Journal of Economic Sciences*, 2 (1): 33-50.
- Zyoud, L., Ketem H., Makeah, N., 2007. The role of the accounting disclosure in the Security market in guiding the decision of investment. *Tishreen University Journal for Research and Scientific Studies*, 29 (1): 11-188.
- Al Sehali, M.S. 2011. A transparency Discloser Index in Saudi listed Companies, *Journal of Accounting Research*, 10 (2): 11-42.
- AL Shaar, E.M., and Zalloum, N.O., 2014. The Role of Innovation in Maximizing Accounting Profits and the Growth Rate of the Market Value of the Shares. *Jordan Journal of Business Administration*, 10 (1): 82-19.
- Omar, B., Al Shaar, E., and Zalloum, N., 2014. The Effect of Social Responsibility Accounting Disclosure on The Financial Performance of Jordanian Industrial Companies, . *Dirasat*, Administrative Sciences, 41 (2): 240-258.
- Malo Alain, A.M., and Melagy M.A., 2013. Measuring level of Disclosure Transparency in the Published Financial Reports to improve the Quality of Accounting Information in the Saudi Public Shareholding Companies-an Applied Theoretical Study. *Journal of public administration*, 53 (2): 547-575.
- Amman stock Exchange. 2013. Available at: <http://exchange.jo>
- Jordan Securities Commission. 2013. Available at: <http://www.jsc.gov.jo>.
- المراجع الأجنبية
- Al-Maryani, M. 2014. Testing the Requirements Availability for Disclosure and Transparency in Financial Reporting for Corporate Governance in Emerging Market Economies: The Case of Iraqi Listed Firms. *Dirasat, Administrative Sciences*, 41 (1): 141-153.
- Banghoj, J., and Plenborg, T. 2008. Value relevance of voluntary disclosure in the annual report. *Accounting and Finance*. 48 (2): 159-180.
- Binh, T., 2012. Voluntary Disclosure Information in the Annual Reports of Non-Financial Listed Companies: The Case of Vietnam. *Journal of Applied Economics and Business Research*. 2 (2): 69-90.
- Brazel, J., Jones, K., and Zimbelman, M. 2009. Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk. *Journal of Accounting Research*. 47 (5): 1135-1166.
- Bukh, P., Nielsen, C., Gormsen, P., and Mouritsen, J., 2005. Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. 18: 713-32.
- Burkhardt, K., and Strausz, R. 2009. Accounting Transparency and the Asset Substitution Problem. *The Accounting Review*. 84 (3): 689-712.
- Chavent, M., Ding, Y., Fu, L., Stolowy, H., and Wang, H. 2006. Disclosure and Determinants Studies: An extension Using the Divisive Clustering Method (DIV). *European Accounting Review*. 15 (2): 181-218.
- Cohen, J., Holder-Webb, L., Nath, L., and Wood, D. 2012. Corporate Reporting of Nonfinancial Leading Indicators of Economic Performance and Sustainability. *Accounting Horizons*. 26 (1): 65-90.
- Coram, P. 2010. The Effect of Investor Sophistication on The Influence of Nonfinancial Performance Indicators on Investors' Judgments. *Accounting and Finance*. 50 (2): 263-280.
- Coram, P., and Monroe, G. 2004. *The Joint Effect of Voluntary Non-Financial Disclosure and Assurance on Company Valuation Judgments*. seminar participants at The Australian National University, The University of Melbourne and The University of New South Wales.
- Coram, P., Monroe, G., and Woodliff, D. 2009. The Value of Assurance on Voluntary Nonfinancial Disclosure: An

- Experimental Evaluation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*. 28 (1):137-151.
- Dima, B., Cuzman I., Dima S., and Saramat O. 2013. Effects of Financial and Non-Financial Information Disclosure on Prices' Mechanisms for Emergent Markets: The Case of Romanian Bucharest Stock Exchange, *Accounting and Management Information Systems*. 12 (1): 76–100.
- Flostrand, P., and Strom, N. 2006. The Valuation Relevance of Non-Financial Information. *Management Research News*. 29 (9): 580 – 597.
- Fosu, S., 2013. Capital Structure, Product Market Competition and Firm Performance: Evidence from South Africa. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 53 (2): 140-151.
- Graham, J., Harvey, C., and Rajgopal, S. 2005. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*. 40: 3-73.
- Hair, J., Black, W, Babin, B. and Anderson, R. 2010. *Multivariate Data Analysis: A global Perspective*. 7th edition, Pearson Education, Inc., Saddle River, New Jersey.
- Hia, D., bin Mdlsa, A., and Shaikh, J. 2013. IFRS Compliance and Nonfinancial Information in Annual Reports of Malaysian Firms. *The IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices*. 12 (4): 7-24.
- Holder-Webb, L., Cohen, J., Nath, L., and Wood, D. 2008. A Survey of Governance Disclosures Among U.S. Firms. *Journal of Business Ethics*. 83: 543–563.
- Holder-Webb, L., Cohen, J., Nath, L., and Wood, D. 2009. The Supply of Corporate Social Responsibility Disclosure Among U. S. Firms. *Journal of Business Ethics*, 84: 497–527.
- Lins, K., 2003. Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 38 (1): 159-184.
- Manea, D. 2013. Analyzing the Relationship Between Financial Reporting and Cost of Equity for Romanian Companies Listed on the Bucharest Stock Exchange. *Audit Financier*. 10: 39-45.
- Moradi, J., Valipour, H., and Kazemi, S. 2013. Investigating Relationship Between Product Market Competition and Capital Structure in Tehran Stock Exchange. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*. 3 (7): 127-135.
- Narayanan, V., Pincus, G., Kelm, K., and Lander, D. 2000. The Influence of Volun-Tarily Disclosed Qualitative Information. *Strategic Management Journal*. 21: 707-722.
- Omar B., and Simon, J. 2011. Corporate Aggregate Disclosure Practices in Jordan. *Advances in Accounting*. 27: 166–186.
- Simnett, R., Vanstraelen, A., and Chua, W. 2009. Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison. *The Accounting Review*. 84 (3): 937–967.
- Simpson, A. 2010. Analysts' Use of Nonfinancial Information Disclosures. *Contemporary Accounting Research*. 27 (1): 249-288.
- Velazquez, M., Callen, Y., Fernandez, B., and Uribe, M. 2013. Impact of Disclosure of Financial Information in Latin-American Companies. Global Conference on *Business and Finance Proceedings*. 8 (1): 771- 781.
- Yuen, C., Liu, M., Zhang, X., and Lu, C. 2009. A Case Study of voluntary Disclosure by Chinese enterprises. *Asian Journal of Finance and Accounting*. 1 (2): 118-145.
- Zalloum, N., Abu Zerr, A., Al-Farah, A. 2013. Degree of Disclosure and Conservatism in the Annual Financial Statements in Service and Industrial Public Shareholding Companies listed in Amman Stock Exchange. *European Journal of Business and Management*. 5 (25): 27-39.
- Zambon, S. 2003. *Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices*. Brussels, Belgium: European Commission.

The Role of the Company's Profitability and Leverage in Determining the Effect of Non-financial Disclosure Level on the Market Value

*Eshaq M. AL Shaar*¹, *Nidal O. Zalloum*², *Shadi A. Khattab*³

ABSTRACT

This study aimed to identify the moderating role of company's profitability and leverage on the effect level of non-financial disclosure on the market value. The study population consisted of industrial and service companies listed in Amman Stock Exchange (ASE), which have available financial reports for the year 2013. The study sample involved (115) companies, including (53) service companies, and (62) Industrial companies. Descriptive analytical methods were used in the study. Specifically, One Sample t-Test, Independent Samples Test, Simple Linear Regression, and Hierarchical Interaction Regression were utilized to test the study hypotheses and achieve its objectives. The results from this study indicated that sampled companies disclose their non-financial information. Furthermore, the results showed no differences on the level of non-financial disclosure between Jordanian service and industrial public shareholding companies. In addition, the study found that the level of non-financial disclosure has a positive effect on the market value. The results also showed that the interaction between the level of non-financial disclosure and the profitability increases the positive effect on the market value. Finally, the study demonstrated that the interaction between the level of non-financial disclosure and company leverage has no effect on the market value.

KEYWORDS: Level of Non-Financial Disclosure, Market Value, Profitability, Leverage.

¹Assistant Professor, Department of Business Administration, Faculty of Business, Al-Balqa Applied University.

i.shaar@bau.edu.jo

²Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Business, Al-Balqa Applied University.

zalloum@bau.edu.jo

³ Assistant Professor, Department of Management Information Systems, Faculty of Business, Al-Balqa Applied University.

shadikhattab@hotmail.com

Received on 4/11/2014 and Accepted for Publication on 9/3/2015.