



مجلة التجارة والتمويل

[/https://caf.journals.ekb.eg](https://caf.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الثالث

سبتمبر 2022

**أثر جودة المراجعة الخارجية على العلاقة بين مقروئية
التقارير المالية السنوية وتكاليف الوكالة
دراسة إمبريقية على بيئة الأعمال المصرية**

د/سعيد توفيق أحمد عبد الفتاح

مدرس قسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة الزقازيق - الزقازيق - مصر

المخلص

قامت الدراسة الحالية بالإجابة على تساؤلين: الأول/ هل توجد علاقة بين مقروئية التقارير المالية السنوية للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري وتكاليف الوكالة؟ أما الثاني/ هل تؤثر جودة المراجعة الخارجية على العلاقة بين مقروئية التقارير المالية السنوية للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري وتكاليف الوكالة؟ تتمثل عينة الدراسة في عينة عشوائية من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري وذلك بعد استبعاد البنوك والشركات المالية وشركات التأمين نظراً لطبيعتها الخاصة، وتتمثل العينة في عدد ١١٠ شركة مقيدة في سوق الأوراق المصري وذلك عن الفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٩. تمثل المتغيرين التابعين في تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين، وتكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية أما المتغيرين المستقلين هما طول التقرير المالي السنوي، وحجم ملف التقرير المالي السنوي وتمثل المتغير المنظم في جودة المراجعة الخارجية.

من ناحية تم قبول الفرض الأول للدراسة والذي ينص على: "من المتوقع وجود علاقة سالبة بين مقروئية التقارير السنوية وتكاليف الوكالة" ولكن هذه النتيجة مقيدة عندما يكون مقياس مقروئية التقارير السنوية طول التقرير المالي السنوي وأيضاً عندما يكون مقياس تكاليف الوكالة من النوع الثاني وهو تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية. ومن ناحية أخرى تم قبول الفرض الثاني للدراسة والذي ينص على: "من المتوقع أن تؤثر جودة المراجعة الخارجية على العلاقة السالبة بين مقروئية التقارير السنوية وتكاليف الوكالة" ولكن هذه النتيجة مقيدة عندما يكون مقياس مقروئية التقارير السنوية طول التقرير المالي السنوي وأيضاً عندما يكون مقياس تكاليف الوكالة من النوع الأول وهو تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين. بشكل عام، تشير هذه النتائج إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين مقروئية التقرير السنوي وتكاليف الوكالة للشركات المصرية المقيدة، وأيضاً توجد هذه العلاقة السالبة في الشركات المصرية المقيدة التي تتمتع بجودة مراجعة خارجية مرتفعة.

أصبح الإفصاح الواضح اتجاهاً إصلاحياً مهماً عند الإفصاح عن المعلومات في أسواق المال في جميع أنحاء العالم، لذلك فإن نتائج الدراسة الحالية لها آثار على هذا الإصلاح وتوفر رؤى للجهات التنظيمية والمهنية في بيئة الأعمال. توفر الدراسة رؤى مهمة حول تأثير التقارير السنوية الأقل مقروئية على المشاركين في سوق الأوراق المالية. في ظل اهتمام المنظمين بحوكمة الشركات في الفترة الأخيرة في بيئة الأعمال المصرية وتوافر الكم الهائل من المعلومات عن الشركة، تزداد أهمية دراسة مقروئية التقارير السنوية للشركات خاصة تلك المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري نظراً لما تحظى به من اهتمام متزايد من جانب العديد من المستخدمين.

الكلمات المفتاحية

مقروئية التقارير المالية، تكاليف الوكالة، جودة المراجعة الخارجية، تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين، تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية، طول التقرير المالي، حجم ملف التقرير المالي.

Abstract

The current study answered two questions: First, Is there a relationship between readability of annual financial reports of listed companies in the Egyptian stock market and agency costs? As for the second, does external audit quality affect the relationship between readability of annual financial reports of listed companies in the Egyptian stock market and agency costs? The study sample is a random sample of listed companies in the Egyptian stock market after excluding banks, financial companies and insurance companies due to their special nature. The sample is represented by 110 listed companies in the Egyptian stock market for the period from 2015 to 2019. The two dependent variables represent agency costs between shareholders and managers, and agency costs between majority and minority shareholders. The two independent variables are length of annual financial report, size of annual financial report file, and the regulating variable is external audit quality (BIG4).

On the one hand, the first hypothesis of the study was accepted, which states: "It is expected that there is a negative relationship between

readability of annual reports and agency costs,” but this result is restricted when annual reports readability measure is length of the financial report and also when agency costs measure is of the second type, which is agency costs between majority and minority shareholders.

On the other hand, the second hypothesis of the study was accepted, which states: "External audit quality is expected to affect the negative relationship between the readability of annual reports and agency costs." but this result is restricted when annual reports readability measure is length of the financial report and also when agency costs measure is of the first type, which is agency costs between shareholders and managers.

In general, these results indicate a negative and significant relationship between the readability of annual report and agency costs for listed Egyptian companies and also this negative relationship is present in listed Egyptian companies that have a higher quality of external audit.

Clear disclosure has become an important reform trend when disclosing information in financial markets around the world, so the results of the current study have implications for this reform and provide insights for regulators and professionals in the business environment. The study provides important insights into the impact of less- readability annual reports on stock market participants .In light of the recent interest of regulators in corporate governance in the Egyptian business environment and the availability of a huge amount of information about the company, the importance of studying readability of the annual reports, especially those listed in the Egyptian stock market, due to the increasing interest it receives on the part of many users.

Key words

Readability of financial reports, agency costs, external audit quality, agency costs between shareholders and managers, agency costs between majority and minority shareholders, length of the financial report, file size of the financial report.

مقدمة الدراسة

يحدث الاتصال بين إدارة الشركة ومختلف الفئات المعنية بشكل مستمر وبأشكال عديدة. وسيلة الاتصال الرسمية التقليدية هي التقرير السنوي للشركة. على الرغم من كون التقرير السنوي وسيلة أقل توقيتاً من الأشكال الأخرى، إلا أنه يشتمل على قاعدة بيانات شاملة لإنجازات الشركة السابقة، وبالتالي يسهل تأكيد ومراجعة وتشكيل توقعات القراء حول الشركة التي لديهم مصالح فيها. سيكون التقرير السنوي مفيداً إلى حد ما اعتماداً على المدى الذي يكون فيه محتواه مقروءاً ومفهوماً. يتمثل أحد اتجاهات التقارير السنوية المعاصرة في استخدام الإدارة المزيد من الإفصاحات السردية كجزء من حزمة الاتصالات الشاملة (Courtis, 1998: 459). يُطلب من مديري الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية إنتاج مستندات عامة توفر مراجعة شاملة لعمليات الشركة التجارية ووضعها المالي. وثيقة الإفصاح المالي المهمة التي أنشأها المديرون للتواصل مع المستثمرين والمحليين هي التقرير السنوي للشركة (Loughran and McDonald, 2014a: 1643).

أشارت دراسة (Ertugrul et al., 2017: 811) إلى أن التقارير السنوية المقدمة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية تعد المصدر الأساسي للمعلومات لجميع المشاركين في سوق المال مثل المساهمين والدائنين والمحليين الماليين. وبالتالي، فإن المقروئية والخصائص النصية الأخرى للإفصاحات المالية لها تأثير كبير على الاتصال الفعال للمعلومات المتعلقة بالتقييم بين الشركة والسوق (Loughran and McDonald, 2014a). تتمثل المهمة الرئيسية للتقارير المالية في توصيل المعلومات عن الشركة لمساعدة الأطراف الخارجية أو المستخدمين الخارجيين في اتخاذ قرارات الاستثمار ومن ثم يجب أن تكون التقارير المالية مقروءة ومفهومة (Xu et al., 2020: 346). يمكن أن يكون النص الغامض في التقارير السنوية مصدراً لمخاطر المعلومات ويتعارض مع قدرة المستثمرين على فهم التقارير المالية (Ertugrul et al., 2017: 812).

تتقل التقارير المالية المعلومات إلى الأطراف الخارجية أو المستخدمين الخارجيين وهم ليسوا مطلعين على المعلومات الداخلية للشركة. لذلك، يصبح وضوح التقارير المالية أمراً مهماً من أجل ضمان قدرة جمهور الاستثمار العام على فهم المعلومات الواردة في مثل هذه التقارير ومن ثم استخدامها لاتخاذ قرارات مستنيرة تتعلق بالشركة. في الواقع، "القابلية للفهم understandability" هي إحدى خصائص جودة التقارير المالية التي تم إبرازها في الإطار المفاهيمي للتقارير المالية الصادر عن مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB, 2010). تعد مقروئية التقارير السنوية من القضايا التي يهتم بها المنظمين والمستثمرين. صرح Christopher Cox – رئيس هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية في ذلك الوقت – أن المستثمرين يبتعدون عن قراءة التقارير السنوية بسبب زيادة الإسهاب والمصطلحات الواردة بها. والأمر الأكثر إثارة للقلق هو أنه يمكن استخدام الإسهاب المتزايد لإخفاء الاحتيال (SEC, 2007). وتأكيداً على هذه المخاوف، أظهرت الدراسات أن ضعف المقروئية يرتبط بالاحتيال (Blanco and Dhole, 2017)، والأداء الضعيف (Li, 2008)، وإدارة الأرباح (Lo et al., 2017). لذلك، فإن العوامل التي تعمل على تحسين مقروئية التقارير المالية ستكون ذات فائدة للمنظمين والمستثمرين (Xu et al., 2018: 70).

في بعض الأحيان، أصبح الإسهاب المتزايد في التقارير المالية مصدر قلق للمستثمرين والمنظمين. أشار Warren Buffet على سبيل المثال، إلى أنه غالباً ما يكون غير قادر على فهم ما يقال في التقارير المالية السنوية ويتساءل عما إذا كان هناك أي شيء يقال على الإطلاق. ويمضي في التفكير بأن الذين يكتبون التقارير المالية إما أنهم لا يفهمون ما يكتبون عنه، أو الأهم من ذلك أنهم يقوموا بالتشويش عمداً على القارئ في الاتصالات الإلزامية (SEC, 1998). ردد Buffett القلق الذي ذكره Christopher Cox وهو أن: "... دفع الكثير من الغبار في الهواء [بالإشارة إلى استخدام لغة مربكة في التقارير المالية] هو بالضبط ما يقصده محترفون لحجب الحقائق" (SEC, 2007) (Xu et al., 2018: 71). أشارت دراسة (Courtis, 2004: 292) إلى أن الاتصال السري يتأثر ما لم يكن هناك وضوح في الكتابة. تؤدي الكتابة المشوهة والمربكة إلى إعاقة فهم القارئ للرسائل المقصودة

خاصة إذا كانت تستخدم كلمات متعددة المقاطع وجمل طويلة غير ضرورية وغير مألوفة. تستخدم كلمة التشويش أو التعتيم لوصف أسلوب أو تقنية الكتابة السردية التي تحجب الرسالة المقصودة أو تترك القراء أو تشتت انتباههم أو تحيرهم مما يجعلهم مشوشين وفي حالة من الحيرة أو الاضطراب (Laksmana et al., 2012: 188).

إذا كانت التقارير المالية الإلزامية غير مفهومة للمستثمرين، فإنها سوف تقشل في غرضها المتمثل في توفير المعلومات لتمكين المستثمرين. ومما يثير القلق بشكل متزايد حقيقة أن الشركات قد تحاول التعتيم على الأداء الضعيف بلغة غير مفهومة في التقارير المالية الإلزامية. وفي ضوء ذلك، أطلقت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية "مبادرة اللغة الإنجليزية البسيطة" التي تشجع الشركات على كتابة تقارير مالية تتجنب المصطلحات المعقدة (SEC, 1998). ومع ذلك، نظراً للشكاوى المستمرة في الصحافة المالية، فإن هذه المبادرة يظل أمامها الكثير من التحديات. نظراً لوجود هذه المخاوف، فقد استعارت بحوث المحاسبة والتمويل تقنيات من اللغويات الحاسوبية لإجراء تقييم موضوعي لمقروئية التقارير المالية (على سبيل المثال: Loughran and Lehavy et al., 2011; Li, 2008; Lo et al., 2017; McDonald, 2014a). باستخدام هذه المقاييس الموضوعية للمقروئية، أوضح الباحثون أنه يتم استخدام التقارير المالية الأقل مقروئية للإفصاح عن الخسائر (Li, 2008)، وترتبط إدارة الأرباح بالتقارير الأقل مقروئية (Lo et al., 2017)، وتؤدي التقارير الأقل مقروئية إلى مزيد من عدم تماثل المعلومات وانخفاض كفاءة المعلومات (Lee, 2012). علاوة على ذلك، أظهرت الأبحاث أن التقارير الأقل مقروئية ترتبط بعمليات الاحتيال اللاحقة (Blanco and Dhole, 2017). تزيد هذه النتائج من الضغط على الشركات لإيجاد طرق لتحسين مقروئية تقاريرها المالية. لذلك، فإن البحث عن العوامل التي تعمل على تحسين مقروئية التقارير المالية هو مجال وثيق الصلة بالبحث الأكاديمي (Xu et al., 2018: 79).

تتضمن إفصاحات الشركات ثلاثة عناصر: المحتوى (ماذا)، والتوقيت (متى)، والعرض (كيف)، والتي تعتمد فائدتها على المقروئية والفهم (Ajina et al., 2016: 509).

يتطلب الاتصال الفعال أن يكون المحتوى وثيق الصلة باحتياجات المستخدم. لا يزال تحديد كمية المعلومات الدقيقة ذات الصلة لجميع المستخدمين يمثل مشكلة مستمرة على الرغم من البحث المكثف والممتد حول ما يشكل معلومات مفيدة للقرار. في حين أن الإفصاحات السردية ليست سوى شكل واحد من أشكال الإفصاح المعلوماتي، فهي مكمل مهم للقوائم المالية التقليدية والإفصاحات المرئية (Courtis, 2004: 292). فحصت دراسة (Laksmana et al., 2012: 201) المقرئية كأحد الأبعاد المهمة لجودة الإفصاح. وأشارت هذه الدراسة إلى أن تحسين الإفصاح يفيد المساهمين وليس الإدارة، وبالتالي يجب تعويض المديرين عن زيادة متطلبات الإفصاح من خلال زيادة مكافآتهم. ركزت أدبيات الإفصاح الإمبريقي حتى الآن بشكل شبه حصري على حث الشركات على الإفصاح عن المزيد من المعلومات (Lee, 2012: 1166). أثار افتقار التقارير السنوية للمقرئية وجود مخاوف من جانب المنظمين والمستخدمين فيما يتعلق بفاعلية الاتصال الإداري وتأثيره على المستثمرين (Ertugrul et al., 2017: 830) بشأن التعقيد المتزايد للتقارير المالية والتي أصبحت غير مفهومة للمستثمرين العاديين (Xu et al., 2018: 70). أشارت دراسة (Bonsall and Miller, 2017: 609) إلى أن المخاوف بشأن مقرئية الإفصاح أدت إلى قيام الخبراء وهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC, 1998; SEC, 2013) برفع مستوى الوعي حول تأثير الإفصاحات المالية الطويلة والأقل مقرئية على فهم المستثمر. تمشياً مع هذه المخاوف، أشارت الدراسات إلى أن الشركات غالباً ما تغفل في كتابة الجزء السردية من اتصالات المستثمرين الخاصة بهم بطريقة واضحة وموجزة مما يحول دون فهم المستثمر (Li, 2008; Miller, 2010; Lehavy et al., 2011; Lawrence, 2013).

توثق الدراسات الحديثة أن المشاركين في السوق يتفاعلون بشكل إيجابي مع الميل اللغوي الإيجابي أو أسلوب عرض الإفصاحات المالية، وأن ردود أفعال المستثمرين تجاه الأخبار السلبية تكون أكثر سلبية في ظل ضعف مقرئية الإفصاح (Tan et al., 2014: 273). في بعض الحالات قد يستخدم المديرون الإفصاح عن الشركات بشكل استراتيجي لتضليل أو التأثير على فهم المستثمرين بشأن قيمة الشركة. يجب فهم العوامل التي تؤثر على

كيفية اختيار المديرين لمستوى المقرئية. يتمتع المديرون بسلطة تقديرية بشأن كيفية تقديم شرح لأعمال الشركة والظروف المالية ونتائج الأعمال (Lo et al., 2017: 2).

عندما تكون المقرئية مرتفعة، يمكن فهم مضمون الإفصاح بسهولة، وتصبح اللغة المستخدمة أقل ملائمة. وبالتالي، من غير المرجح أن يكون للميل اللغوي تأثير على حكم المستثمر. وعلى العكس من ذلك، عندما تكون المقرئية منخفضة، يمكن أن يكون للميل اللغوي تأثير ملحوظ على حكم المستثمر. تناولت دراسة (Tan et al., 2014: 276) مقرئية بيان الأرباح باستخدام طريقتين: (١) مبادئ اللغة الإنجليزية البسيطة الصادرة عن هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) في عام ١٩٩٨ (على سبيل المثال: الكلمات البسيطة، الجمل القصيرة، الهياكل المنظمة مع جدول/عرض نقطي) أو (٢) عكس هذه المبادئ (على سبيل المثال: الكلمات المعقدة، الجمل الطويلة، الهياكل المختلطة بدون جدول/عرض نقطي).

تفحص مجموعة كبيرة من الأبحاث في مجال المحاسبة والتمويل ما إذا كانت السمات النوعية لاتصالات الشركات (مثل المقرئية) تؤثر على اتخاذ القرار من جانب المستثمرين ووسطاء المعلومات في السوق (Bonsall et al., 2017: 329). أشارت دراسة (Hasan and Habib, 2020: 1) إلى أن الخصائص النصية للإفصاحات السردية (أي طولها وتعقيدها) حظيت باهتمام بحثي كبير في الأدبيات الحديثة للمحاسبة والتمويل. الإفصاحات السردية هي أداة حيوية ليست فقط لتوصيل المعلومات ذات الصلة بالقيمة إلى المشاركين في السوق، ولكن أيضاً لمراقبة الأنشطة الإدارية (Clarkson et al., 1994; Ertugrul et al., 2017; Loughran and McDonald, 2014a). يلعب الإفصاح عن الشركات دوراً مهماً في عمل أسواق المال حيث أوضحت الدراسات (على سبيل المثال: Diamond and Verrecchia, 1991; Bhattacharya et al., 2013; Brown and Hillegeist, 2011; Ng, 2011; Heflin et al., 2005) أنه مما لا شك فيه أن الإفصاح العلني الأكبر والأفضل يعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات ويعزز سيولة أسهم الشركات. ومع ذلك، تركز معظم الدراسات السابقة على المعلومات الكمية في تقييمها لجودة الإفصاح، وبالتالي تتجاهل السمة الرئيسية التي تميز تقارير الشركات، وهي المعلومات النوعية في شكل نصي

(Boubaker et al., 2019: 159). أصبحت مقروئية التقارير المالية مسألة ذات أهمية كبيرة للمستثمرين والمنظمين. أشار مستثمرون بارزون مثل Warren Buffet إلى أن تعقيد التقارير المالية يجعل من الصعب فهم المعلومات التي يتم نقلها (Xu et al., 2018: 77).

أشارت دراسة (Hasan and Habib, 2020: 2) إلى أن عدم شفافية المعلومات تجعل من السهل نسبياً على المديرين إساءة تخصيص موارد الشركة بطريقة تخدم مصالحهم الشخصية (Biddle et al., 2009). مديري الشركات التي لديها تقارير مالية أطول و/أو مقروئية أقل يميلون إلى استخدام موارد الشركة بشكل انتهازي (Huang and Zhang, 2012). قد يستخدم المديرون لغة غامضة لإخفاء الأخبار السلبية عن المستثمرين (Ertugrul et al., 2017: 832). أشارت دراسة (Bonsall and Miller, 2017: 612) إلى أن المديرون المهتمون بأنفسهم قد يكونوا على استعداد للتخلي عن الفوائد التي تعود على الشركة لتحقيق مصلحتهم الخاصة والكتابة بطريقة معقدة للحفاظ على ميزة معلوماتية لا تتوافر لدى المشاركين في السوق، ويتفق هذا مع الحجج التي قدمتها دراسة (Li, 2008) بأن المديرون يقوموا بالتعتيم لإخفاء أدائهم الضعيف. بدأت مجموعة من الدراسات في دراسة تأثيرات المقروئية على نتائج سوق الأسهم. على سبيل المثال، تؤثر مقروئية الإفصاح على كفاءة الاستثمار (Biddle et al., 2009) والسلوك التجاري والاستثماري للمستثمرين الصغار غير المحترفين (Miller, 2010; Lawrence, 2013) ومتابعة المحلل وخصائص توقعات الأرباح (Lehavy et al., 2011). أشارت دراسات أخرى إلى أنه يمكن للمديرين استخدام الإفصاح الاختياري للتغلب على بعض الآثار السلبية في سوق الأوراق المالية بشأن القوائم المالية المعقدة (Guay et al., 2016).

نظراً لدور التغذية العكسية للتقارير المالية التاريخية، المديرين الذين يخفون أخبار سيئة، في أماكن أخرى يمكنهم أيضاً تقديم تقارير سنوية أقل مقروئية إلى سوق الأوراق المالية لمنع المستثمرين من الحصول على أي أدلة حول سلوكهم الانتهازي (Li, 2008)، ولكن عندما يصل تراكم الأخبار السيئة إلى حد ما، سيصبح من الصعب جداً أو المكلف على

المديرين الاستمرار في حجبها، وبالتالي سوف يمارسون خيار التخلي أو التنازل عن حجب مثل هذه الأخبار (Kim et al., 2019: 1185).

يمكن للمديرين أن يكون لديهم أيضاً حوافز لحجب الأخبار الجيدة في بعض السيناريوهات، على سبيل المثال، عند مواجهة منافسة شديدة من سوق المنتجات. يميل المديرين بشكل عام إلى حجب أو تأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة، ويتوافق هذا مع الأدلة الموثقة من قبل العديد من الدراسات السابقة (Kothari et al. 2009). علاوة على ذلك، أشارت دراسة (Kim et al., 2019: 1188) إلى أن الأبحاث السابقة للمقروئية خلصت إلى أن المديرين يميلون إلى استخدام الكتابة المعقدة للتشويش على المعلومات السلبية بدلاً من المعلومات الإيجابية (على سبيل المثال: Li and Zhang, 2015; Li, 2008).

يجب أن يكون المديرين على دراية بالأثر السلبي لاستخدام الإفصاحات التي يصعب قراءتها بالإضافة إلى الإفصاحات بلغة إيجابية لتحريف أحكام المستثمرين. يميل المديرين إلى استخدام لغة إيجابية لوصف أداء وتوقعات شركاتهم (Henry, 2008)، فعلى سبيل المثال توصلت دراسة (MacGregor et al., 2000) إلى أن الكلمات التي تتميز بمعاني تقييم إيجابية يمكن أن تثير صوراً إيجابية للأشياء المعبر عنها في أذهان القراء وتؤثر بدرجة كبيرة على أحكامهم المستقبلية (Tan et al., 2014: 278). ومن ناحية أخرى، أشارت دراسة (Kim et al., 2019: 1189) إلى أنه بينما يتم اعتبار التقارير المالية المعقدة وسيلة للتشويش على المعلومات، قد تكون اللغة المعقدة ضرورية أيضاً لنقل المعلومات المعقدة والتفاصيل الفنية المفيدة حول التعقيد الاقتصادي للمعاملات التجارية واستراتيجيات التشغيل للشركات (على سبيل المثال: Bloomfield, 2008; Bushee et al., 2018).

مشكلة الدراسة

أشارت دراسة (Xu et al., 2020: 365) إلى أن المستثمرين والمنظمين والأكاديميين وصحافة الأعمال لديهم مخاوفهم بشأن مقروئية التقارير المالية. تهدف التقارير المالية إلى نقل المعلومات المالية الخاصة بالشركة إلى المستثمرين بشكل متكافئ. لا تؤدي التقارير المالية

غير المقروءة إلى التعتيم على الوضع المالي للشركة فحسب، بل تلغي أيضاً الغرض الكامل من إعداد التقارير المالية. علاوة على ذلك، يمكن استخدام التشويش في تضليل المستثمرين عمداً (Christopher Cox – SEC, 2007). التقارير السنوية المعلنة من قبل الشركات المقيدة هي المصدر الأساسي للمعلومات للمشاركين في سوق المال. تم تخصيص جزء كبير من التقرير السنوي لمناقشة المعلومات النوعية تسمى الإفصاحات السردية (Lo et al., 2017). هذه المعلومات النوعية ضرورية لفهم بيئة التشغيل، والنتائج السابقة، والتوقعات المستقبلية، والتعرض لمخاطر الأعمال (Clarkson et al., 1994). ومع ذلك غالباً يصعب فهم الإفصاحات السردية بسبب التشويش على المعلومات من قبل المديرين (Hasan and Habib, 2020: 2).

لا يمكن تحقيق قيمة المعلومات الواردة في النص بالكامل إلا في ظل وجود مستوى مرتفع من المقروئية، ولقد أصبح موضوع المقروئية محط تركيز واهتمام متزايد في أسواق الأوراق المالية في السنوات الأخيرة، أدت التغييرات في متطلبات الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالشركات إلى زيادة كبيرة في كمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها والتي من شأنها جذب اهتمام المنظمين والمستثمرين. في عام ١٩٩٨، أصدرت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) الإفصاح باللغة الإنجليزية البسيطة ودليل اللغة الإنجليزية البسيط والذي تتضمن كيفية إنشاء مستندات إفصاح واضحة والتي تهدف إلى مساعدة الشركات العامة على تحسين مقروئية المعلومات التي تم الإفصاح عنها ومساعدة المستثمرين في فهم المعلومات بشكل أفضل. من الناحية النظرية، تعد إعلانات الإفصاح عن المعلومات مثل التقارير السنوية قناة اتصال مهمة بين الإدارة وأصحاب المصالح الخارجيين (مثل المساهمين) في الشركات المساهمة وذلك بسبب فصل الملكية عن الإدارة. يمكن للمستثمرين الخارجيين ومساهمي الأقلية التعرف على الوضع المالي للشركة وأدائها وتدفعها النقدي من خلال تقاريرها السنوية، وبالتالي تقييم آفاق نمو الشركة وكفاءة الإدارة. ومع ذلك، فإن التدهور المتزايد في مستويات القراءة قد أثر سلباً على وظيفة الاتصال للتقارير السنوية للشركات في السنوات الأخيرة. تتمثل إحدى نتائج التحسينات في أنظمة الإفصاح عن المعلومات لأسواق المال في أن المعلومات التي يتم

الإفصاح عنها في التقارير السنوية تتضمن العديد من المصطلحات المهنية والإيضاحات المتممة وأيضاً الكثير من المعلومات غير المالية، مما يجعلها معقدة بشكل متزايد ويصعب فهمها في الشركات المقيدة. تؤدي زيادة طول التقارير السنوية للشركات إلى أن تصبح مقروئية هذه التقارير مشكلة صعبة، لاسيما بعد الكم المتزايد والهائل في حجم المعلومات مما ينتج عنه وجود القراءة السطحية. بالنسبة لمنافع التقارير السنوية في اتخاذ القرارات، فإن قيمتها الأساسية تتمثل في مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات اقتصادية علمية، وتمثل هذه التقارير مصادر المعلومات الرئيسية والتي يتعرف من خلالها المساهمون على كفاءة الإدارة وأداء الشركة ومراقبة الإدارة بشكل أفضل (Luo et al., 2018: 188).

أشارت دراسة (Kumar, 2014: 2) إلى أنه يتعين على الشركات تقديم تقرير سنوي لمستثمريها لكن الإفصاحات الواردة بهذه التقرير معقدة وتستخدم "لغة غير مفهومة" حيث أن المديرين لديهم حوافز وقدرات على حد سواء لإخفاء المعلومات السلبية عن طريق كتابة تقارير مالية أكثر تعقيداً (Kim et al., 2019: 1211). أشارت دراسة (Lehavy et al., 2011: 1091) إلى أن الاتصالات المالية الأقل مقروئية تكون أكثر صعوبة في تفسيرها ومعالجتها من قبل المستخدمين والمستثمرين وتتطلب أن يكرس المستثمرون مزيد من الوقت والجهد لتحديد واستخراج المعلومات الملائمة مما يعيق تفسير الملفات (Bloomfield, 2002). قد ينشأ ضعف المقروئية من عدم قدرة فريق الإدارة على التواصل مع المستخدمين بشكل واضح (Bonsall and Miller, 2017: 611).

الإفصاحات السردية الأطول و/أو الأقل مقروئية تخلق عدم شفافية المعلومات كما تحد من قدرة المساهمين على مراقبة الأنشطة الإدارية (Lo et al., 2017). وبالتالي، فإن الإفصاحات السردية الأقل مقروئية توفر أرضية خصبة لاتخاذ قرارات استثمار رأسمالية غير فعالة وتخدم مصالحها الذاتية (Biddle et al., 2009). أظهرت الدراسات أن مقروئية الإفصاحات السردية للشركة تؤثر على تصورات أصحاب المصالح الخارجيين (Bonsall and Miller, 2017; Ertugrul et al., 2017; Loughran and McDonald, 2011). مساهمي الشركات التي لديها تقارير أطول أو مقروئية أقل يعانون ليس فقط من

التواصل الأقل فعالية للمعلومات ذات الصلة بالقيمة، ولكن أيضاً من الانتهازية وتكاليف الوكالة المرتبطة بوجود حيازات نقدية أكثر وتوزيعات أقل. الإفصاحات السردية الأطول و/أو الأقل مقروئية تزيد من درجة عدم تماثل المعلومات. قد يكون لدى المساهمين بعد ذلك معرفة أقل دقة بشأن كفاءة وجهود وأداء الإدارة، الأمر الذي لا يضعف الإشراف الإداري فحسب، بل يؤدي أيضاً إلى تفاقم مشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين. عدم تماثل المعلومات ومشكلة الوكالة الناشئة عن الإفصاحات الأقل مقروئية قد تحفز المديرين الانتهازيين على الاحتفاظ بمزيد من النقدية لإساءة تخصيص موارد الشركة بطريقة تخدم مصالحها الذاتية. الإفصاحات الأقل مقروئية تتطلب من مقدمي رأس المال الخارجيين قضاء المزيد من الوقت وتحمل تكاليف إضافية لمعالجة المعلومات المتعلقة بالاستخدام المستقبلي لرأس المال. لذلك، تقل احتمالية قيام المساهمين (وحملة السندات) بشراء الأسهم (والسندات) الخاصة بالشركات التي تقدم تقارير سنوية أقل مقروئية. وبالتالي، بناءً على الدافع الاحترازي للاحتفاظ بالنقدية، من المتوقع أن الإفصاحات الأقل مقروئية تجعل وصول الشركة إلى رأس المال الخارجي صعباً ومكلفاً مما يدفع الشركة إلى الاحتفاظ بمزيد من السيولة (Hasan and Habib, 2020: 2-3).

تدعم دراسة (Kim et al., 2019) الحجة القائلة بأن المديرين يمكنهم إخفاء المعلومات السلبية بنجاح عن طريق كتابة تقارير مالية معقدة (Xu et al., 2020: 349). تركز معظم الدراسات على صراعات الوكالة بين المديرين والمساهمين. ومع ذلك، فإن العديد من الأسواق يكون المصدر الأساسي لتكاليف الوكالة هو الصراع بين كبار المساهمين ومساهمي الأقلية. يمكن أن يكون فصل هذين النوعين من صراعات الوكالة أمراً صعباً لأنهما غالباً ما يكونان متشابكين مع بعضهما البعض. أظهرت دراسة (Lei et al., 2013: 168) أن آليات حوكمة الشركات تهدف إلى تخفيف النوعين لتكلفة الوكالة.

أشارت دراسة (Laksmana et al., 2012: 188) إلى أن المديرين ليسوا محايدين في تقديم الإفصاحات السردية (Sydserrf and Weetman, 1999) حيث أوضحت

الدراسات السابقة إلى أن الإفصاحات التنظيمية والوثائق القانونية تعاني من ضعف المقروئية (Adelberg, 1982; Daily et al., 2010; Smith and Richardson, 1999). يؤدي ضعف المقروئية في حالة الإفصاح عن الأخبار السيئة إلى زيادة قلق المستثمرين وعدم التأكد (Kuang et al., 2020: 15). على الرغم من الأهمية التي يوليها الممارسون والمنظمون بشأن وضوح وطول الإفصاح، إلا أن هناك القليل من الأدلة بشأن تأثيرات هذه السمات على إمكانية الوصول إلى القوائم المالية (Miller, 2010: 2109). تمثل التقارير السنوية المصادر الرئيسية للمعلومات المتعلقة بقرارات الاستثمار الخاصة بالمستثمرين الخارجيين كما تمكن المساهمين من مراقبة الإدارة، وقد توجد صعوبات في قراءة هذه التقارير مما ينتج عنه آثار خطيرة. يمكن أن تساعد مقروئية التقارير السنوية في مراقبة السلوك الانتهازي للإدارة مما يسهم في تخفيض تكاليف الوكالة (Luo et al., 2018: 187).

يأخذ المراجعون في الاعتبار المخاطر التجارية الإجمالية للعميل عند تحديد مخاطر الارتباط (Defond et al., 2016) ويأخذون في الاعتبار المخاطر التي تشير إليها التقارير المالية الأقل مقروئية عند تخطيط المراجعة (Abernathy et al., 2019). على الرغم من أن المراجع ليس ملزماً بمراجعة الأقسام السردية في التقارير السنوية، إلا أنه يجب عليه قراءة جميع المعلومات الواردة في المستندات خاصة التقارير السنوية التي تحتوي على قوائم مالية تم مراجعتها. يجب على المراجع النظر فيما إذا كانت هذه المعلومات غير متوافقة جوهرياً مع المعلومات الواردة في القوائم المالية. بالإضافة إلى ذلك، تتطلب معايير المراجعة الدولية المنقحة (ISA) من المراجع النظر في الإفصاحات، والتي تشمل الإفصاحات السردية، عند التخطيط لعملية المراجعة. لذلك، يتأثر عمل المراجع بمقروئية التقرير السنوي والإفصاحات الواردة فيه. تنذر التقارير المالية الأقل مقروئية بوجود مخاطر أكبر للشركة (Ertugrul et al., 2017; Kim et al., 2019; Hu et al., 2018).

تزيد التقارير المالية الأقل مقروئية من مخاطر إدارة الأرباح (Lo et al., 2017) وعدم التأكد من استمرارية الشركة، مما يؤدي إلى زيادة مخاطر المراجعة. للتعويض عن

مخاطر المراجعة المتزايدة، يتعين على المراجع بذل المزيد من الجهد لفهم هذه التقارير مما يتطلب تنفيذ أعمال مراجعة إضافية. وبالتالي، فإن التقارير المالية الأقل مقروئية، بالإضافة إلى زيادة المخاطر التي يتعرض لها المراجع، تتطلب أيضاً جهوداً أكبر في المراجعة. تؤدي ساعات العمل الأطول المقابلة للجهد المتزايد والتي تعكس علاوة المخاطر (Bedard and Johnstone, 2004) إلى زيادة أتعاب المراجعة. وبالتالي، من المفترض أن تكون أتعاب المراجعة أعلى عندما تكون التقارير المالية أقل مقروئية. قد يسعى المديرون الذين يواجهون جهوداً جادة في المراجعة إلى جعل أنفسهم أكثر مصداقية من خلال إنتاج مستندات أكثر مقروئية. الأحكام التي يصدرها المراجعون حول مصداقية الإدارة قد تتأثر بسرعة معالجة المعلومات الأكثر مقروئية (Rennekamp, 2012). عندما تكون المستندات المعدة من قبل الإدارة أكثر مقروئية، يتم معالجتها في ذهن المراجع بسهولة والتي تشكل إشارة إرشادية في ذهن المراجع بأنه يمكن الاعتماد على المعلومات (Shah and Oppenheimer, 2007). يؤدي جهد المراجعة الأكبر وجودة المراجعة الأفضل إلى أتعاب مراجعة أعلى مما يخفف أسباب التقارير المالية غير القابلة للقراءة (Xu et al., 2020: 349-350).

يتضح مما سبق أن المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في التقارير السنوية تتضمن العديد من المصطلحات المهنية والإيضاحات المتممة والمعلومات غير المالية مما يجعلها معقدة وصعبة الفهم. تتمثل القيمة الأساسية للتقارير السنوية في مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات اقتصادية علمية لكن يوجد لدى المديرين حوافز وقدرات لإخفاء المعلومات السلبية من خلال كتابة تقارير مالية معقدة وأقل مقروئية وأكثر صعوبة في تفسيرها ومعالجتها من قبل المستثمرين وتتطلب أن يكرس المستثمرون مزيد من الوقت والجهد لتحديد واستخراج المعلومات الملائمة لهم.

مساهمي الشركات التي لديها تقارير أطول أو مقروئية أقل يعانون من الانتهازية وتكاليف الوكالة المتعلقة بحيازات نقدية أكثر وتوزيعات أقل. الإفصاحات السردية الأطول و/أو الأقل مقروئية تزيد من درجة عدم تماثل المعلومات. قد يكون لدى المساهمين بعد ذلك

معرفة أقل دقة بشأن أداء الإدارة مما يؤدي إلى تفاقم مشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين. عدم تماثل المعلومات ومشكلة الوكالة الناشئة عن الإفصاحات الأقل مقروئية قد تحفز المديرين الانتهازيين على الاحتفاظ بمزيد من النقدية لإساءة تخصيص موارد الشركة بطريقة تخدم مصالحها الذاتية.

أخيراً يمكن أن تساعد مقروئية التقارير السنوية في مراقبة السلوك الانتهازي للإدارة مما يسهم في تخفيض تكاليف الوكالة. التقارير المالية الأقل مقروئية تزيد مخاطر المراجعة وبالتالي يتعين على المراجع بذل المزيد من الجهد لفهم هذه التقارير مما يتطلب جهوداً أكبر في المراجعة ومن ثم زيادة أتعاب المراجعة. يمكن صياغة مشكلة الدراسة الحالية في التساؤلين التاليين:

التساؤل الأول: هل توجد علاقة بين مقروئية التقارير المالية السنوية وتكاليف الوكالة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري؟

التساؤل الثاني: هل تؤثر جودة المراجعة الخارجية على العلاقة بين مقروئية التقارير المالية السنوية وتكاليف الوكالة للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري؟

أهمية الدراسة

تقدم الدراسة الحالية مساهمات عديدة في الأدبيات المحاسبية من خلال النقاط التالية:

- ١- على مدى علم الباحث لم تتناول الدراسات المحاسبية في بيئة الأعمال المصرية موضوع الدراسة الحالية خاصة فيما يتعلق بعلاقة مقروئية التقارير المالية السنوية بتكاليف الوكالة، وبالتالي يمكن المساهمة في الأدبيات الخاصة بمقروئية التقارير المالية السنوية في بيئة الأعمال المصرية.
- ٢- يرجع دافع الدراسة إلى أهمية وثراء المكون النصي للإفصاحات المالية. في تقرير الشركة النموذجي، يمثل السرد النصي الغالبية العظمى من الإفصاح والباقي يتكون من أرقام وتمثيلات للبيانات الكمية. إن وضوح هذا المكون الكبير للإفصاح الإلزامي

أمر بالغ الأهمية لفهم وتفسير المعلومات الواردة في التقارير المالية (Lo et al., 2017: 2).

٣- تلعب مقروئية التقارير المالية السنوية دوراً مهماً في مشاكل الوكالة للشركات، ومن الطبيعي أن يكون تخفيض مشاكل الوكالة وتحسين حوكمة الشركات من الاهتمامات الرئيسية في أسواق المال (Luo et al., 2018: 189) خاصة في بيئة الأعمال المصرية.

٤- أهتم الباحثين الماليين والهيئات التنظيمية الحكومية بفكرة كيفية تحديد وقياس مقروئية الإفصاحات الإلزامية وبالتالي أصبح تعريف وقياس المقروئية في سياق الإفصاحات المالية أمراً مهماً في ظل الاستخدام المتزايد للتحليل النصي (Loughran and McDonald, 2014a: 1643).

٥- في ظل اهتمام المنظمين بحوكمة الشركات في الفترة الأخيرة في بيئة الأعمال المصرية وتوافر الكم الهائل من المعلومات عن الشركة، تزداد أهمية دراسة مقروئية التقارير السنوية للشركات خاصة تلك المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري نظراً لما تحظى به من اهتمام متزايد من جانب العديد من المستخدمين.

٦- ركزت الكثير من الأدبيات حول الإفصاح الإمبريقي على محددات وآثار مقدار الإفصاح (على سبيل المثال: Miller, 2002) ومعظم الدراسات ذات أحجام عينات صغيرة، ويرجع ذلك أساساً إلى المقياس المستخدم يدوياً لجودة الإفصاح. تعبر المقروئية والسمات اللغوية عن خصائص الإفصاح وليس محتوى هذا الإفصاح حيث تزيد التقارير السنوية الأكثر تعقيداً من تكلفة معالجة المعلومات من قبل المستثمرين وبالتالي تكون تقارير ذات جودة إفصاح أقل (Li, 2008: 222).

٧- أخيراً يمكن أن تزيد التقارير المالية الأقل مقروئية من مخاطر المراجعة مما يتطلب من المراجع بذل المزيد من الجهد لفهم محتوى التقارير المالية مما يتطلب جهود كبيرة في عملية المراجعة مما يزيد من أتعاب المراجعة.

الدراسات السابقة

باستخدام ١٩٢٢١ مشاهدة لشركات صينية مقيدة في سوق الأوراق المالية من عام ٢٠٠١ حتى ٢٠١٥، توصلت دراسة (Luo et al., 2018: 187) إلى: (١) أن الشركات التي تتمتع بمستويات أعلى من مقروئية في تقاريرها السنوية تعاني من انخفاض تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المساهمين والمديرين وبين المساهمين الكبار والأقلية مما يشير إلى أن مقروئية التقرير السنوي تساهم في تحسين مراقبة المديرين؛ و(٢) يكون تأثير حوكمة الشركات الإيجابي لمقروئية التقرير السنوي أكثر وضوحاً في الشركات التي تتمتع بجودة أعلى للمراجعة الخارجية، مما يشير إلى أن المراجعين الخارجيين يمكنهم تعزيز تأثير مقروئية التقرير السنوي على تخفيض تكاليف الوكالة. من خلال فحص ٢٤ شركة غير مالية مقيدة في مؤشر KSE-30 في باكستان لمدة عشرة سنوات من عام ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٧، توصلت دراسة (Ahmad and Maochun, 2019) إلى أن التقارير السنوية التي تتمتع بقدر أكبر من المقروئية مقارنة بالشركات الأخرى تخفض من تكلفة الوكالة وتخفف التعارض بين المساهمين والإدارة مما يعمل على تخفيض مشكلة الوكالة، علاوة على ذلك، توصلت الدراسة إلى أنه في ظل ارتفاع جودة المراجعة، يمكن تعزيز مقروئية التقرير السنوي مما يساعد المساهمين على استخراج معلومات معينة بسهولة أكبر والمتعلقة باستثماراتهم مما يخفض من تكلفة الوكالة (Ahmad and Maochun, 2019: 13).

توصلت دراسة (Lo et al., 2017: 24) إلى أن الشركات التي تمارس إدارة أرباح لتلبية أو تجاوز معيار أرباح العام السابق في المتوسط لديها تقارير أكثر تعقيداً. تتوافق نتائج الدراسة مع الاعتقاد الشائع المدعم بالأدلة الإمبريقية، بأن قول الحقيقة أسهل من قول الأكاذيب (Hancock et al., 2007). ركزت دراسة (Lo et al., 2017) على مقروئية ومناقشة وتحليل التقارير السنوية، وتوصلت إلى أن الشركات التي لديها دوافع قوية للتلاعب بالأرباح لديها قراءة ومناقشة وتحليل أكثر تعقيداً. تشير هذه النتائج إلى أن الإدارة يمكن أن تتلاعب استراتيجياً في مقروئية التقارير السنوية (Luo et al., 2018: 189). توصلت دراستي (Kim et al., 2017; Hwang and Kim, 2017) إلى أن المقروئية يمكن أن تؤثر معنوياً على

قيمة الشركة. تتخفف ثقة المستثمرين في المعلومات التي تفصح عنها الشركات إذا كانت التقارير السنوية أقل مقروئية مما يضر بقيمة الشركة. استخدمت دراسة (Loughran and McDonald, 2014a) مقياس للمقروئية يتمثل في حجم الملف الرقمي، وتوصلت الدراسة إلى أن أحجام الملفات الكبيرة مرتبطة بتقلبات أعلى في الأرباح وانخفاض دقة توقعات الأرباح. توصلت دراسة (Asay et al., 2017) إلى أن المستثمرين يبحثون عن معلومات من مصادر خارجية عندما تكون المستندات التي تم الإفصاح عنها للشركة أقل مقروئية.

بالإضافة إلى النتائج على مستوى الشركة، فإن مقروئية التقارير السنوية لها أيضاً تأثيرات كبيرة على مستوى السوق، فعلى سبيل المثال توصلت دراسات (You and Zhang, 2009; Miller, 2010; Rennekamp, 2012; Lee, 2012 and Lawrence, 2013) إلى أن المستثمرين يتفاعلوا بشكل أقل مع إعلانات الإفصاح الأقل مقروئية مما يشير إلى أن المقروئية قد تؤثر على كفاءة سوق المال. إذا احتاج المستثمرون إلى المزيد من الوقت والتكلفة لاستخراج المعلومات ذات القيمة المضافة لهم من مستندات أطول وأكثر تعقيداً والتي أفصحت عنها الشركات، فسوف ينتج عن ذلك حجم تداول أقل واستجابات أبطأ للسوق (Bloomfield, 2003; Hirshleifer and Teoh, 2003). ركزت دراسة (De Franco et al., 2015) على مقروئية تقارير توقعات المحللين وتوصلت إلى أن المقروئية الأفضل يمكن أن تساعد المستثمرين على تخفيض تكاليف جمع المعلومات وبالتالي التأثير على حجم تداول الأسهم. فحصت دراسة (Tan et al., 2015) تأثير المقروئية على حكم المستثمرين، وتوصلت إلى أن المقروئية الأفضل يمكن أن تحسن فهم المستثمرين بشأن الأداء الحالي إذا كان الأداء لا يتوافق مع الإعلانات المسبقة للأرباح وبالتالي يحسن حكم المستثمرين بشأن أداء الشركة في المستقبل. تشير الدراسات بصفة عامة إلى احتمال ظهور العواقب الاقتصادية الخطيرة للمساهمين في حالة ما إذا تلاعبت الإدارة استراتيجياً في مقروئية التقارير السنوية، مثل تعمد تخفيض المقروئية لتعتيم وإخفاء الأخبار السيئة. هذه الأنواع من سلوك الإفصاح الاستراتيجي هي في جوهرها إنتهازية إدارية، وبالتالي تؤدي إلى وجود تكاليف الوكالة للشركات. ومع ذلك،

توجد ندرة من الدراسات التي فحصت تأثير مقروئية التقرير السنوي على تكاليف الوكالة (Luo et al., 2018: 190).

أظهرت الدراسات أن التقارير السنوية الأقل مقروئية تزيد تشتت توقعات المحللين (Lehavy et al., 2011)، وتقلب عوائد الأسهم (Loughran and McDonald, 2014a)، وتكلفة الديون ومخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية (Ertugrul et al., 2017)، وتأخير ردود أفعال المستثمرين بشأن المحتوى المعلوماتي للملفات (You and Zhang, 2009). من ناحية أخرى، تعمل الإفصاحات الأكثر مقروئية على تحسين عوائد الشراء والاحتفاظ الخاصة بالمستثمرين الأفراد (Lawrence, 2013)، وسيولة الأسهم، ومتابعة المحللين وملكية الصناديق المشتركة (Lang and Stice-Lawrence, 2015)، وكفاءة الاستثمار (Biddle et al., 2009)، وأحجام التداول (De Franco et al., 2015)، وتوقعات الإدارة (Guay et al., 2016). أوضحت دراسة (Loughran and McDonald, 2011) أن الإفصاح السري المعقد هو انعكاس لضعف بيئة معلومات الشركة، وترتبط بأرباح غير متوقعة أكبر وتوقعات أكثر تشتتاً من قبل المحللين. توفر تلك الدراسات رؤى مفيدة حول الآثار المترتبة على التقارير السنوية الأطول و/أو الأقل مقروئية وذلك بالنسبة للمشاركين في سوق المال (Hasan and Habib, 2020: 2-3).

أشارت دراسة (Boubaker et al., 2019: 160) إلى أن الدراسات السابقة فحصت آثار مقروئية إفصاحات الشركات المختلفة على أسعار السوق (على سبيل المثال: Lawrence, 2013; Lee, 2012)، وسلوك المحلل (على سبيل المثال: De Franco et al., 2011; Lehavy et al., 2015)، ومخاطر التفاضل (على سبيل المثال: Nelson and Pritchard, 2016).

أشارت دراسة (Xu et al., 2018: 71) إلى أن الشركات التي لديها تقارير مالية أقل مقروئية تميل إلى ارتكاب المزيد من عمليات الاحتيال في المستقبل، وأن مقروئية التقارير

تتحسن بعد اكتشاف عمليات الاحتيال، وذلك على الأرجح لأن الشركات تحاول أن تكون أكثر شفافية من أجل استعادة ثقة المستثمرين. قد تتسبب مقروئية التقارير المالية في عواقب اقتصادية كبيرة للشركة (Blanco and Dhole, 2017). أظهرت دراسة (Biddle et al., 2009) أن تحسين المقروئية ستؤدي إلى استثمارات أكثر كفاءة مما يشير إلى أن التقارير المالية الأكثر مقروئية تخفف من مشاكل الوكالة (المخاطر الأخلاقية moral hazard؛ والاختيار العكسي adverse selection). توصلت دراسة (Ertugrul et al., 2017) إلى أن الشركات التي لديها مقروئية أقل يدل على وجود ما يسمى بـ "اكتناز المعلومات الإدارية" ويمكن أن يؤدي هذا إلى ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي. لذلك، فإن تحسين مقروئية التقارير المالية سيكون له عواقب إيجابية على الشركات والمستثمرين. يمكن أن ينشأ التعقيد التوضيحي Expository complexity للتقارير المالية من التعقيد التشغيلي (التفسير الوجودي ontological explanation)، و/أو التشويش المتعمد من جانب المديرين التنفيذيين للشركة (التفسير الانتهازي opportunistic explanation). افترضت دراسة (Bloomfield, 2008) في مناقشتها لدراسة (Li, 2008) أن التفسير الوجودي يمثل أحد الأسباب المحتملة للعلاقة بين ضعف المقروئية والنتائج المالية الضعيفة حيث أن الشركات التي تتكبد خسائر تواجه بيانات معقدة في معظم الظروف لذلك يتطلب الأمر لغة معقدة لتوصيل النتائج إلى المستثمرين. افترضت دراستي (Bloomfield, 2008; Lo et al., 2017) أن التشويش يمثل سبباً لضعف المقروئية، ويدعم هذا المنطق البحث الإمبريقي الذي أوضح وجود مقروئية أقل للشركات ذات الأداء الضعيف (Li, 2008) وجودة الأرباح الضعيفة (Lehavy et al., 2011; Li, 2008; Lo et al., 2017).

توصلت دراسة (Tan et al., 2014: 273; 277) إلى أن الميل اللغوي يؤثر على أحكام المستثمرين عندما تكون المقروئية منخفضة، وأن عدم تماثل المعلومات (المقاس بالفرق بين أحكام المستثمرين الأكثر تطوراً والأقل تطوراً وتتعلق تلك الأحكام بالأرباح) يكون أكبر عندما تكون المقروئية منخفضة. كما توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين الأقل تطوراً هم عرضة للميل اللغوي عندما يكون الإفصاح أقل مقروئية. توصلت دراسة (Rennekamp,

(1343; 1322; 1319: 2012) إلى أن الإفصاحات الأكثر مقروئية تؤدي إلى رد فعل أقوى من جانب صغار المستثمرين، بحيث تكون التغييرات في تقييم أحكام المستثمرين أكثر إيجابية عندما تكون الأخبار جيدة وأكثر سلبية عندما تكون الأخبار سيئة. بالاعتماد على البحث في علم النفس لتوضيح هذه النتيجة، يعمل الإفصاح الأكثر مقروئية كإشارة إرشادية غير واعية تزيد من اعتقاد المستثمرين بأنه يمكنهم الاعتماد على الإفصاح. كما أشارت نتائج الدراسة أيضاً إلى أن المقروئية ستؤثر على المستثمرين حتى لو لم تؤثر على رغبتهم أو قدرتهم في الحصول على معلومات من الإفصاحات المالية الطويلة والمعقدة (على سبيل المثال: Li, 2010; You and Zhang, 2009; Miller, 2010). علاوة على ذلك توصلت الدراسة إلى أن الوضوح الذي يتم نقل المعلومات به سيؤثر على شعور القراء بسرعة المعالجة، وله عواقب مهمة (وربما غير مقصودة) للأحكام والقرارات ذات الصلة، ولكن لم تتوصل دراسة (Rennekamp, 2012) إلى أن مقروئية الإفصاح تؤثر بشكل مباشر على تصورات مصداقية الإدارة. ومع ذلك، وجدت الدراسة دليلاً على أن المقروئية لها تأثير غير مباشر موجب ومعنوي على مصداقية الإدارة، وأن هذا التأثير غير المباشر يعمل من خلال زيادة الشعور بسرعة المعالجة. وأخيراً أشارت نتائج الدراسة إلى أن الإفصاحات الأكثر مقروئية قد تدفع المستثمرين في الواقع إلى المبالغة في رد الفعل تجاه المعلومات، لاسيما تلك الأقل تعقيداً. بعبارة أخرى، قد يتسرع المستثمرون في قبول المعلومات التي يتم تقديمها بطريقة يسهل معالجتها.

توصلت دراسة (Lehavy et al., 2011: 1090) إلى أن المحللين الذين يغطون الشركات التي لديها ملفات أقل مقروئية يستغرقون وقتاً أطول لإصدار تقريرهم، ويتوافق هذا الدليل مع الحجة القائلة بأن المحللين يبذلون المزيد من الجهد لمتابعة الشركات التي لديها إفصاحات أقل مقروئية، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن توقعات أرباح المحللين للشركات التي لديها تقارير أقل مقروئية، يكون لديها تشتت أكبر ودقة تنبؤ أقل وترتبط بعدم تأكد أكبر لدى المحللين بشكل عام.

توصلت دراسة (Miller, 2010: 2138) إلى أن الملفات الأكثر تعقيداً ترتبط بانخفاض نشاط التداول وانخفاض إجماع صغار المستثمرين، ولكن تأثيرها محدود على كبار المستثمرين. تدرس معظم الأبحاث المبكرة في هذا المجال مقروئية القوائم المالية والإيضاحات المتممة وذلك عن أحجام عينات صغيرة. توصلت دراسة (Jones and Shoemaker, 1994) إلى أن الإفصاحات المالية يصعب قراءتها ويتعذر الوصول إليها وذلك عن نسبة كبيرة من المستثمرين البسطاء. توصلت الدراسات السابقة إلى أن الطريقة التي يتم بها تقديم بيانات القوائم المالية يمكن أن تؤثر على أحكام المحللين الماليين (Hopkins, 1996; Hirst and Hopkins, 1998). تمشياً مع هذا، توصلت دراسة (Plumlee, 2003) إلى أن المحللين الماليين يستوعبون معلومات التغييرات الضريبية الأقل تعقيداً بدرجة أكبر مما يستوعبون التغييرات الأكثر تعقيداً. باختصار، تشير هذه الدراسات إلى أنه حتى المستثمرين المحترفين قد لا يكونوا محصنين ضد التقارير المعقدة. وبالتالي، على الرغم من أن تأثيرات التقارير المعقدة من المرجح أن تكون أكثر وضوحاً بين صغار المستثمرين، إلا أن هناك سبباً للاعتقاد بأن المستثمرين الأكبر والأكثر تطوراً قد يتأثرون أيضاً. توصلت دراسة (Barron et al., 2004) إلى أن الزيادات في الإفصاح تؤدي إلى قيام المستثمرين غير المحترفين بتوليد (أو استنتاج) معلومات خاصة، في حين أن المستثمرين المتطورين والمحترفين يكونون غير متأثرين بالإفصاح المتزايد (Miller, 2010: 2110-2111).

من خلال فحص ٣٦٥٩ تصنيفاً أولاً لسندات الشركات والتي صدرت بين عامي ١٩٩٤، ٢٠١٤ لعدد ١٠٩٧ شركة، أشارت دراسة (Bonsall and Miller, 2017: 608) إلى أن تكاليف المعالجة المرتفعة الناتجة عن الإفصاح السري الأكثر تعقيداً تؤدي إلى مزيد من الخلاف بين وكالات تصنيف السندات. وثقت الدراسة أن مقروئية الإفصاح المالي لها آثار حقيقية على السوق حيث توصلت الدراسة إلى أن الإفصاحات المالية الأقل مقروئية ترتبط بتصنيفات ائتمانية إيجابية أقل، وخلافاً أكبر بين وكالة تصنيف السندات، وتكلفة ديون أعلى بينما الشركات التي تتطلب تحسين مقروئية ملفاتها تتمتع بتصنيفات إيجابية أكثر، وخلافاً أقل في تصنيف السندات، وتكلفة ديون أقل.

بالاعتماد على أكثر من ٦٠.٠٠٠ تقرير تم تقديمها إلى SEC بين عامي ٢٠٠١ و٢٠٠٧، توصلت دراسة (Lee, 2012: 1137; 1139; 1166-1167) إلى أن التقارير الربع سنوية الأطول والأكثر تعقيداً تعيق قدرة السوق على استيعاب المعلومات المتعلقة بالأرباح في التوقيت المناسب. تعيق صعوبة معالجة المعلومات تحقيق كفاءة معلومات أسعار الأسهم. هذا التأثير السلبي للمقروئية يكون أكثر وضوحاً للشركات التي تتسم بمتابعة محللين أقل وملكية مؤسسية أصغر. بما يتوافق مع وسطاء المعلومات الذين يخفون من عدم تماثل المعلومات الناتج عن ضعف المقروئية، أظهرت الدراسة أن المعلومات التي يصعب معالجتها هي أحد الأسباب التي تسهم في تأخر رد فعل السعر تجاه أخبار الأرباح. أشارت النتائج إلى أن الإفصاح الذي يصعب قراءته يخلق مشكلة عدم تماثل المعلومات بين مستخدمي المعلومات المتطورين وغير المتطورين على الأقل في الأيام القليلة الأولى بعد نشر التقارير ربع السنوية للجمهور. يُفسر تأخير السعر بما إذا كانت التقارير ربع السنوية التي يصعب قراءتها تمنع تعديل السعر تجاه أخبار الأرباح وبالتالي تؤدي إلى عدم استجابة السوق الأولية تجاه إعلانات الأرباح.

باستخدام ٣٨٩٩ ملف سنوي للشركات خلال الفترة من ٢٠٠٢ حتى ٢٠١٣، توصلت دراسة (Boubaker et al., 2019: 159-160) إلى أن الملفات الأقل مقروئية ترتبط بانخفاض سيولة الأسهم. قدمت الدراسة دليلاً على أن التقارير السنوية التي يصعب قراءتها تعيق قدرة المستثمرين على معالجة وتحليل المعلومات الواردة في التقارير السنوية للشركات مما يقلل من استعدادهم للتداول والذي بدوره يخفض سيولة الأسهم أي أن الإفصاح الأقل مقروئية يضعف قدرة المستثمرين على معالجة المعلومات مما يؤدي إلى انخفاض سيولة أسهم الشركة.

أظهرت دراسة (Kim et al., 2019: 1184) أن التقارير الأقل مقروئية ترتبط بارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتتوافق هذه النتيجة مع الحجة القائلة بأن المديرين يمكنهم إخفاء المعلومات السلبية بنجاح عن طريق كتابة تقارير مالية معقدة مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم عندما تتراكم الأخبار السيئة المخفية وتصل إلى نقطة تحول لمرحلة

انهيار الأسهم. أظهرت النتائج أن تأثير تعقيد التقارير المالية على مخاطر انهيار الأسهم يكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي لديها أخبار عن أرباح سالبة مستمرة، أو أخبار عن أرباح موجبة مؤقتة، أو حوافز خيارات أسهم أكبر، أو مخاطر تقاضي أقل. من المثير للاهتمام، أن الدراسة أظهرت أن إدارة الأرباح من خلال التلاعب على أساس الاستحقاقات ترتبط ارتباطاً موجباً بمخاطر انهيار الأسهم للشركات التي لديها تقارير أقل مقروئية حتى في فترة ما بعد قانون SOX إذا كان التلاعب مصحوباً بتقارير معقدة. فحصت دراسة (Ertugrul et al., 2017: 831-832) آثار التقارير المالية الأقل مقروئية حيث توصلت الدراسة إلى أن المقروئية المحدودة ترتبط باحتمالية أكبر لانهيارات أسعار الأسهم في المستقبل، كما توصلت الدراسة إلى أن ضعف مقروئية التقرير السنوي يزيد من مخاطر المعلومات التي يتصورها الدائنون ويؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي.

أشارت دراسة (Xu et al., 2020: 368) إلى أن الباحثين في مجال المحاسبة والتمويل قاموا بدراسة المقروئية للتحقيق في أسباب (Li, 2008; Lo et al., 2017) وعواقب ضعف مقروئية التقارير المالية (Rjiba et al., 2021; Blanco and Dhole, 2017; Ertugrul et al., 2017; Kim et al., 2019; Hu et al., 2018). ترتبط التقارير المالية الأقل مقروئية بمزيد من عدم تماثل المعلومات (Lee, 2012)، وزيادة إدارة الأرباح (Lo et al., 2017)، وزيادة مخاطر الاحتيال في المستقبل (Blanco and Dhole, 2017)، وارتفاع تكلفة رأس المال (Rjiba et al., 2021; Ertugrul et al., 2017). تتفق نتائج دراسات (Li, 2008; Lo et al., 2017; Blanco and Dhole, 2017) مع التفسير الانتهازي. بسبب انتهازية المدير، ترتبط مقروئية التقارير المالية المنخفضة بفرصة أكبر للمعلومات السلبية المخفية ومخاطر مراجعة أعلى، مما يزيد من جهود المراجع وبالتالي أتعاب المراجعة. تربط الدراسات السابقة أيضاً بشكل مباشر المقروئية المنخفضة للتقارير المالية بالمخاطر. توصلت دراستي (Ertugrul et al., 2017; Abernathy et al., 2019) إلى أن الايضاحات المتممة الأقل مقروئية في القوائم المالية تؤدي إلى تأخير أطول في تقرير المراجع، وارتفاع أتعاب المراجعة وزيادة احتمال وجود تحريفات مالية ودعاوى متعلقة بالمحاسبة في

المستقبل. ومن ثم ربطت دراسة (Abernathy et al., 2019) انخفاض مقروئية الإفصاحات المتممة بمخاطر ارتباط المراجعة. توصلت دراسة (Hu et al., 2018) إلى أن التقارير السنوية الأقل مقروئية تزيد من تقييم السوق لمخاطر الائتمان التي تتعرض لها الشركة والتخلف عن السداد (Xu et al., 2020: 348).

أظهرت الدراسات أن مقروئية الإفصاحات السردية تؤثر على تسعير أصول الشركة وسيولة الأسهم وحجم التداول (Ertugrul et al., 2017; Lang and Stice-Lawrence, 2011; Loughran and McDonald, 2011; Bonsall, 2015)، والمصادقية في أسواق الديون (Bonsall, 2017; Ertugrul et al., 2017; Miller, 2017)، وتغطية ودقة توقعات المحللين (Lehavy et al., 2011)، وكفاءة الاستثمار (Biddle et al., 2009). فحصت دراسة (Hasan and Habib, 2020: 1) الآثار المترتبة على مقروئية الإفصاح السردية لسياسات الشركة. لدى المديرين حوافز لإنتاج إفصاحات سردية أطول و/أو مقروئية أقل لجعل مراقبة أنشطتهم صعبة ومكلفة (Lo et al., 2017). تناولت دراسة (Hasan and Habib, 2020) (2) عواقب الإفصاح السردية للتقارير (Biddle et al., 2009; Bonsall and Miller, 2017; Ertugrul et al., 2017; Lang and Stice-Lawrence, 2015; Loughran and McDonald, 2011) حيث توصلت دراسة (Hasan and Habib, 2020) إلى أن الشركات التي لديها إفصاحات سردية أقل مقروئية يكون لديها قدر أكبر من الاحتفاظ بالنقدية. توصلت الدراسة أيضاً إلى أن الشركات التي لديها تقارير سنوية أقل مقروئية تكون أقل احتمالاً لإجراء توزيعات نقدية على المساهمين.

أظهرت التجربة التي قامت بها دراسة (Bonsall et al., 2017: 346) أن المشاركين الذين تلقوا إفصاحاً أكثر مقروئية، صنفوا الإفصاح ليكون أسهل في القراءة مقارنة بالمشاركين الذين تلقوا إفصاحاً أقل مقروئية. أوضح (De Franco et al., 2015) أن تفاعلات حجم التداول تزداد مع مقروئية تقارير المحللين. وثق (You and Zhang, 2009) أن الشركات ذات الملفات الأطول لديها تأخير أكبر في رد فعل السوق تجاه الإفصاح عن تلك الملفات. أخيراً، أظهرت دراسات أخرى أن التقارير الأكثر مقروئية تؤثر على الوسطاء المتبرسين مثل محلي

أسهم الشركات (Lehavy et al., 2011; Bozanic and Thevenot, 2015). قام (Lang and Stice-Lawrence, 2015) بإجراء تحليل إمبريقي لعينة كبيرة من الإفصاحات النصية للتقارير السنوية للشركات غير الأمريكية والذي أظهر أن الشركات التي لديها تحسينات في التقارير المالية تتمتع بتحسينات في العديد من النتائج الاقتصادية. فيما يتعلق بهذا الشأن، وثق (Guay et al., 2016) أن الشركات تستخدم الإفصاح الاختياري لتخفيف الآثار السلبية المرتبطة بالملفات الأقل مقروئية. اختبرت دراسات أخرى ما إذا كانت مقروئية التقارير المالية مرتبطة بالربحية والاستثمار المستقبلي. استخدمت دراسة (Biddle et al., 2009) المقروئية كمقياس لجودة التقارير المالية وأوضح أن التقارير الأكثر مقروئية ترتبط بانخفاض الاستثمار الزائد أو الناقص (Bonsall et al., 2017: 332).

تطوير واشتقاق فروض الدراسة

في الأسواق الناشئة تكون هياكل الملكية المركزة شائعة في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، ويمكن أن يؤدي هذا إلى نوعين رئيسيين من مشاكل الوكالة: صراعات الوكالة بين المساهمين والمديرين وبين المساهمين الكبار ومساهمي الأقلية (Shleifer and Vishny, 1997). يمكن أن تساعد مقروئية التقرير السنوي في التخفيف من كلا النوعين من مشاكل الوكالة وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة (Luo et al., 2018: 190). تعد المقروئية من الخصائص الرئيسية لأي رسالة تساعد القراء على انتزاع المعنى الفعلي للمعلومات التي يريد المرسل توصيلها. في سوق المال، تعد المقروئية هي محور الاهتمام الأساسي للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار. يستخرج العديد من مساهمي الأقلية والمستثمرين الخارجيين معلومات بشأن المركز المالي والتدفقات النقدية والأداء من التقرير السنوي للشركة المساهمة. من ناحية أخرى، تقوم الشركات المساهمة بالإفصاح عن معلومات غير مالية في التقرير السنوي. من أجل فعالية التقارير المالية المتعلقة بتمكين المساهمين الخارجيين يتم تزويدهم بمعلومات عن الأداء المالي للتعرف على كفاءة وأداء الإدارة. تخلق مشكلة المقروئية مشكلة تكلفة الوكالة بسبب التعارض بين الإدارة وأصحاب المصلحة، وإن ارتفاع هذا التعارض

يعمل على ارتفاع تكلفة الوكالة. في ظل مقاييس حوكمة الشركات الأفضل، يمكن تقليل التعارض بين الإدارة والمساهمين (Ahmad and Maochun, 2019: 14).

أشارت دراسة (Xu et al., 2020: 348) إلى أن المدير يتمتع بمستوى عالٍ من التقدير بشأن الإسهاب في التواصل مع السوق (Lo et al., 2017). تقوم العديد من الشركات بدمج المعلومات غير الملائمة في التقرير السنوي والتي تسبب تشتيت انتباه المساهمين ولا يمكنهم الحصول على المعلومات الملائمة لهم، لذلك يجب أن تكون مقروئية التقرير السنوي مرتفعة لتجنب حدوث التعارض بين المساهمين والإدارة. التقرير السنوي هو المصدر الرئيسي للمعلومات للمساهمين مما يساعدهم على اتخاذ القرارات المالية. لذلك، لا ينبغي للشركة تقديم معلومات غير ملائمة في التقرير السنوي لأن المعلومات غير الملائمة تصرف انتباه المساهمين مما يثير وجود مشكلة الوكالة حيث تساعد مقروئية التقارير السنوية المساهمين على استخراج المعلومات المتعلقة بقرارات الاستثمار (Ahmad and Maochun, 2019: 25).

تتمتع الشركات التي لديها تقارير سنوية يسهل قراءتها بمستويات أعلى من جودة الإفصاح عن المعلومات، والتي يمكن أن تخفض من درجة عدم تماثل المعلومات التي تواجه المساهمون وتساعدهم على الإشراف بشكل أفضل على الإدارة. السبب الأساسي لمشاكل الوكالة هو عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل مما يمنع الأصيل من تقييم كفاءة وجهود الوكلاء بشكل صحيح. لذلك، يجب وضع آليات مختلفة للإفصاح عن المعلومات للتخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تواجه كلا الطرفين (Hart, 1995). يمثل نشر المعلومات (على سبيل المثال، التقارير السنوية) آليات وقنوات الاتصال الرئيسية للإفصاح عن المعلومات في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية. عادة ما يعتمد المساهمون الخارجيون (مساهمي الأقلية) على التقارير السنوية لمراقبة الإدارة (Healy and Palepu, 1976; Jensen and Meckling, 2001). ومع ذلك، إذا كانت التقارير السنوية للشركات أقل مقروئية، يقضي المساهمون المزيد من الوقت والتكاليف في معالجة المعلومات، مما يعيق استنتاج المعلومات الملائمة من التقارير (Rennekamp, 2012). قد يكون لدى المساهمين

بعد ذلك معرفة أقل دقة بشأن كفاءة وأداء الإدارة، مما قد يضعف مراقبة الإدارة ويؤدي إلى تفاقم صراعات الوكالة بين الأصيل والوكيل. وبالمثل، نظراً لأن المساهمين الكبار يمكنهم تجاهل مصالح مساهمي الأقلية، بشكل أساسي من خلال المعاملات غير العادلة مع الأطراف ذات الصلة (Jiang et al., 2010)، فإن التقارير السنوية الأقل مقروئية قد تعيق مساهمي الأقلية في استنتاج معلومات دقيقة عن هذه المعاملات.

التقارير السنوية التي يسهل قراءتها تسهل نقل المعلومات القيمة إلى المستثمرين المحتملين، مما قد يؤدي بدوره إلى إحداث ضغط قوي من قبل السوق على الداخليين بالشركات. تشير الدراسات إلى أنه إذا كانت التقارير السنوية أقل مقروئية، فإن جودة توقعات المحللين تكون أقل وسيقل المستثمرون من اعتمادهم على التقارير ويكونوا أقل استعداداً لشراء أسهم الشركات التي تقدم تقارير سنوية أقل مقروئية (Lawrence, 2013; Lehavy et al., 2011; Rennekamp, 2012). وبالتالي، فإن ضعف المقروئية يمنع التقارير السنوية من نقل المعلومات الملائمة بشكل فعال إلى السوق، وبالتالي إضعاف ضغط السوق الذي يواجهه الأطراف الداخلية أو المستخدمين الداخليين بالشركة وتفاقم تكاليف الوكالة للشركة. تعد التقارير السنوية الأكثر مقروئية مفيدة في تخفيض عدم تماثل المعلومات الذي يواجهه المساهمون والمستثمرون المحتملون، وبالتالي يمكن تحسين الإشراف على الأطراف الداخلية أو المستخدمين الداخليين بالشركات وتخفيض تكاليف الوكالة (Luo et al., 2018: 191). لذلك، يمكن اشتقاق الفرض الأول على النحو التالي:

"من المتوقع وجود علاقة سالبة بين مقروئية التقارير المالية السنوية وتكاليف الوكالة" نظراً للجهود المتزايدة والمخاطر التي تتطلبها التقارير المالية المعقدة، قد يفرض المراجعون أعباءً أعلى عندما يواجهون إيضاحات متممة يصعب قراءتها (Abernathy et al., 2019). يمكن أن تؤدي المراجعة ذات الجودة الأفضل، وبالتالي الأكثر تكلفة، إلى مزيد من المعلومات المتاحة حول الشركة للمستثمرين (Clinch et al., 2012). عندما يصبح المزيد من المعلومات متاح أمام المستخدمين، يبقى عدد أقل من الأسرار التي يتعين التعتيم

عليها. علاوة على ذلك، فإن الشركة التي تلتزم بالإشارة إلى التقارير المالية الفائقة مع عمليات مراجعة عالية الجودة لن ترغب بعد ذلك في التنازل عن تلك الإشارة بتقارير مالية أقل مقروئية. وبالتالي، يمكن أن تؤدي أتعاب المراجعة المرتفعة إلى تحسين مقروئية التقارير المالية. تشير نتائج دراسة (Xu et al., 2020: 346) إلى وجود علاقة سببية ثنائية بين مقروئية التقارير المالية وأتعاب المراجعة. على وجه الخصوص، في حين أن ضعف المقروئية يزيد من الأتعاب التي يتقاضاها المراجع، فإن أتعاب المراجعة المرتفعة تعمل على تحسين مقروئية التقارير المالية.

توصلت دراسة (Blanco et al., 2021) إلى أن جهود المراجعة المتزايدة ترتبط بانخفاض مقروئية التقارير السنوية بسبب الزيادة الملحوظة في مخاطر التحريف المالي للشركات في الولايات المتحدة. على وجه الخصوص، توصلت الدراسة إلى أن مقروئية التقرير السنوي المنخفضة مرتبطة بتأخيرات أطول في المراجعة وارتفاع أتعاب المراجعة في الولايات المتحدة، مما يشير إلى أن المراجعين يبذلون المزيد من الجهد في المراجعة عندما تكون التقارير السنوية أقل مقروئية.

توصلت الدراسة أيضاً إلى أن المقروئية المنخفضة تزيد من احتمالية استخدام المراجعين لغة توضيحية أكثر في تقارير المراجعة. يُطلب من المراجع قراءة الأقسام السردية في التقارير المالية والتحقق من توافقها مع القوائم المالية. تتطلب التقارير المالية الأكثر تعقيداً بذل جهود مراجعة أكبر مما يؤدي إلى زيادة أتعاب المراجعة. من ناحية أخرى، تحد زيادة أتعاب المراجعة من السبب الانتهازي للتقارير المالية الأقل مقروئية (Xu et al., 2020: 368). تعمل زيادة المقروئية في ظل زيادة جودة المراجعة على تخفيض التعارض بين الإدارة والمساهمين لأن التقارير الأكثر مقروئية تساعد المساهمين على اتخاذ قرارات أفضل (Ahmad and Maochun, 2019: 16).

أشارت دراسة (Li, 2008) أن جودة المعلومات التي تفصح عنها الشركات يمكن تقسيمها إلى جودة الإفصاح وجودة الأرباح، وتنتمي مقروئية التقارير إلى فئة جودة الإفصاح، بينما تعتمد قيمة جودة الإفصاح على جودة الأرباح. لذلك، من المتوقع أن تعزز جودة الأرباح من تأثير مقروئية التقرير على تكاليف الوكالة للشركات. في الشركات المقيدة، تعتبر المراجعة الخارجية المستقلة آلية رئيسية لضمان جودة أرباح التقارير السنوية. يوفر المراجعون الخارجيون خدمة مراجعة مهنية ويصدرون تقارير المراجعة لتعكس جودة الأرباح. أشار (Luo et al., 191: 2018) إلى أن العديد من الدراسات أظهرت أن جودة المراجعة الخارجية الأعلى ترتبط بضعف إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات و/أو الأنشطة الحقيقية كما ترتبط بجودة أرباح أعلى للتقرير السنوي (Becker et al., 1998; Francis and Yu, 2009). لذلك، يمكن اشتقاق الفرض الثاني على النحو التالي:

"من المتوقع أن تؤثر جودة المراجعة الخارجية على العلاقة السالبة بين

مقروئية التقارير المالية السنوية وتكاليف الوكالة"

الإطار النظري للدراسة

يمكن تناول الإطار النظري للدراسة الحالية من خلال النقاط التالية:

- تعريف ومقاييس مقروئية التقارير المالية
- تكاليف الوكالة وعلاقتها بمقروئية التقارير المالية
- آثار مقروئية التقارير المالية

تعريف مقروئية التقارير المالية

يحدث الاتصال في التقارير المالية فقط إذا تم تحديد المعاني المقصودة بواسطة مصدر المعلومات فيما يتعلق برسائل القوائم المالية. يستلزم التخصيص الصحيح للمعنى أن يقوم مصدر المعلومات بترميز ونقل الرسائل المحددة بحيث تكون قادرة على تعيين المعاني المقصودة. من الناحية المثالية، يجب أن يكون مصدر المعلومات قادراً على القياس الموضوعي لدرجة تخصيص المعاني المقصودة لرسائل القوائم المالية. لا يوجد مثل هذا القياس الموضوعي الذي يمكن تطبيقه على القوائم المالية بأكملها. ومع ذلك، يوجد مقياس

موضوعي يمكن تطبيقه على الإيضاحات المتممة للقوائم المالية. هذا المقياس يسمى "المقروئية". لتقييم مدى كفاية وظيفة الاتصال في التقارير المالية، يمكن استخدام المقروئية حيث أنها تعتبر أكثر موضوعية ويسهل تطبيقها في التحليل (Smith and Smith, 1971: 552-553).

عندما تكون المقروئية مرتفعة، يمكن فهم مضمون الإفصاح بسهولة ويقل احتمال تأثير الميل اللغوي على حكم المستثمر بغض النظر عن مدى تطور المستثمر، ومن ناحية أخرى، عندما تكون المقروئية منخفضة، يمكن أن يكون للميل اللغوي تأثير ملحوظ على حكم المستثمر (Tan et al., 2014). تعد القدرة على فهم الإفصاح جانباً مهماً للمنظمين. نص مجلس معايير المحاسبة الدولية International Accounting Standards Board، في إطاره المفاهيمي، على أن القابلية للمقارنة والتحقق والتوقيت المناسب وإمكانية الفهم تمثل خصائص الجودة التي تعزز فائدة المعلومات (IASB, 2010)، كما نص المجلس على أن: "تصنيف المعلومات وتوصيفها وتقديمها بوضوح ودقة يجعلها مفهومة. في حين توجد بعض الظواهر المعقدة بطبيعتها والتي لا يمكن جعلها سهلة الفهم، وإن استبعاد مثل هذه المعلومات قد يجعل التقارير المالية غير كاملة وربما مضللة. يتم إعداد التقارير المالية للمستخدمين الذين لديهم معرفة معقولة بالأنشطة التجارية والاقتصادية والذين يقومون باجتهاد بمراجعة وتحليل المعلومات". في الولايات المتحدة، نص مجلس معايير المحاسبة المالية في إطاره المفاهيمي بشكل واضح على أنه يجب تقديم المعلومات بوضوح ودقة لجعلها مفهومة (Bhardwaj and Imam, 2019: 42).

أشارت دراسة (Kuang et al., 2020: 1) إلى أن هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية تسعى جاهدة إلى: (١) تحسين الاتصالات مع المستثمرين، (٢) تحسين بيئة المعلومات في الأسواق، (٣) تسهيل اتخاذ قرارات المستثمرين. أشارت دراسة (Li, 2008: 223) إلى أن أغلب الدراسات الحالية بشأن إفصاح الشركات ركزت على مقدار الإفصاح الذي قدمته الشركات (Healy and Palepu, 2001). لكن لم تتم دراسة أحد الأبعاد المهمة للإفصاح (الخصائص اللغوية) بشكل منهجي على الرغم من أن المنظمين والمستثمرين يولون

قدراً كبيراً من الاهتمام لهذه الخصائص. التقارير السنوية للشركات يصعب قراءتها ويمكن تصنيفها على أنها مادة فنية وتقنية مطبوعة، مما قد يؤدي إلى خطر "عدم إمكانية الوصول إلى نسبة كبيرة من المساهمين العاديين من القطاع الخاص" (Jones and Shoemaker, 1994).

تزداد أهمية السرد المحاسبي في إعداد التقارير المالية الخارجية. على سبيل المثال، قام آرثر أندرسن Arthur Andersen عام ١٩٩٦ بفحص ١٠٠ شركة مقيدة في المملكة المتحدة وتبين أن المعلومات السردية تساوي أو تتجاوز المعلومات المالية القانونية في غالبية التقارير السنوية التي تم فحصها. تعزز مثل هذه التغييرات تطور التقرير السنوي من وثيقة قانونية إلى وثيقة يهيمن فيها السرد النصي والصور والرسوم البيانية. توصلت دراستي (Smith and Taffler, 1995) إلى أن محتوى سرد القوائم المالية يمكن أن يوفر معلومات مفيدة للتمييز بين الشركات الفاشلة والشركات السليمة، إذا كان السرد النصي يؤثر على أحكام المستثمرين بشأن سعر السهم، تكون هناك أهمية خاصة إذا كان هذا السرد المحاسبي لم يتم مراجعته. لذلك، هناك مجال محتمل للمديرين للتحكم في الانطباع الذي يتم نقله لمستخدمي المعلومات المحاسبية والتلاعب به. قد تسعى الإدارة إلى إدارة سردهم النصي تماماً كما يديرون سمات أخرى للتقرير السنوي مثل الأرباح (Clatworthy and Jones, 2001: 311).

يمكن للقراء إثارة الاهتمام بشأن المقالات المقروءة والعكس صحيح. التقارير السنوية هي إحدى القنوات الرئيسية التي تتواصل من خلالها الشركات مع أصحاب المصالح الخارجيين (Luo et al., 2018: 189). يمكن استخدام مصطلح "المقروئية" كمقياس موضوعي وكمي يعبر عن سهولة الفهم أو فهم المادة المكتوبة. تم تطبيق المقروئية من قبل على التقارير السنوية للشركة، يمكن أيضاً تطبيق المقروئية على جزء من التقرير المالي الذي يعتمد المراجع الخارجي. من الناحية المثالية، يمكن تطبيق صيغة المقروئية على مجموعة من القوائم المالية كأساس للموضوعي لمستوى سهولة الفهم لتلك القوائم. من خلال مقارنة مستوى سهولة الفهم بمعيار محدد مسبقاً يتم وضعه لجمهور معين، سيكون مصدر المعلومات قادراً على

تحديد ما إذا كانت رسائل القوائم المالية ستكون مفهومة (أي سيتم تخصيص المعاني المناسبة للرسائل) للجمهور المختار. إذا تمت مقارنة نتائج التحليل بشكل إيجابي مع المعيار المحدد مسبقاً، فيمكن لمصدر المعلومات إصدار القوائم المالية. في ظل المعيار المحدد سلفاً للمقروئية، فلن يكون هناك أي عذر لأي مصدر معلومات للتقارير المالية أن يصدر رسائل قائمة مالية لا تكون مفهومة للجمهور المختار. ولكن لا يمكن تطبيق المقروئية الموجودة بشكل مناسب على متن القوائم المالية حيث يتطلب تطبيق المقروئية أن تكون المادة المطبوعة في شكل جمل. لا يعني ما سبق أنه لا يمكن تطبيق المقروئية على التقارير المالية نظراً لأن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية أو على الأقل جزء من هذه الإيضاحات هي في شكل جمل، وبالتالي يمكن تطبيق المقروئية على تلك الإيضاحات. الإيضاحات المتممة جزء لا يتجزأ من رسائل القوائم المالية وهي ضرورية للعديد من تقييمات المعنى (Smith and Smith, 1971: 554-555).

مقاييس مقروئية التقارير المالية

استخدمت دراسة (Lee, 2012: 1138) بعدين للمقروئية: (أ) طول التقارير ربع السنوية وتم قياسه بعدد الكلمات الواردة في التقرير الربع سنوي؛ و(ب) التعقيد النصي للتقارير ربع السنوية وتم قياسه بواسطة مؤشر التشوش Fog index والذي تم تصميمه من خلال ميزات نصية نحوية (مثل طول الجملة أو عدد المقاطع). استعارت البحوث المحاسبية مقاييس المقروئية من علم اللغة لفحص مدى وضوح التقارير المالية (Xu et al., 2018: 71). ركزت معظم الدراسات على تأثيرات المقروئية من خلال مجموعة مقاييس المقروئية والتي تعكس إما وضوح الكتابة writing clarity (على سبيل المثال: مؤشر التشوش Fog Index) أو كمية الإفصاح disclosure quantity (على سبيل المثال: حجم الملف) (Bonsall et al., 2017: 346)، وتتمثل مقاييس المقروئية فيما يلي:

١- مؤشر التشوش Fog Index

في الأدبيات المحاسبية والمالية في ظل تزايد التحليل النصي للمستند، غالباً ما يستخدم الباحثون مؤشر التشوش كمقياس لمقروئية المستند (Loughran and

(McDonald, 2014a: 1643). يُعرف مؤشر التشوش على أنه مزيج من متوسط طول الجملة ونسبة الكلمات المعقدة (الكلمات التي تحتوي على أكثر من مقطعين). استخدمت العديد من الدراسات مؤشر التشوش (على سبيل المثال: Lawrence, 2013; Miller, 2010). أشارت دراسة (Boubaker et al., 2019: 163) إلى أن مؤشر التشوش تم استخدامه على نطاق واسع في أدبيات علم اللغة الحاسوبية لتقييم مقروئية التقارير، ويستخدم هذا المؤشر على نطاق واسع في أبحاث المحاسبة والتمويل (Li, 2008; Leavy et al., 2011; Biddle et al., 2009; De Franco et al., 2015; Lawrence, 2013; Miller, 2010). الميزة الرئيسية لمؤشر التشوش هي أنه يوفر مقياساً كمياً موضوعياً وموثوقاً لتعقيد الكتابة (Twedt and Rees, 2012: 7).

يقترح مؤشر التشوش أنه، بافتراض ثبات كل شيء آخر، فإن المزيد من المقاطع لكل كلمة أو المزيد من الكلمات لكل جملة يجعل المستند أكثر صعوبة في القراءة (Li, 2008: 222). قامت دراسة (Li, 2008) بقياس شفافية الإفصاح المالي من خلال مؤشر FOG كمقياس لمقروئية التقارير المالية. الفكرة هي أنه يمكن للمديرين التعقيم على جودة التقرير المالي عن طريق جعل المستثمرين يواجهون صعوبة في فهم واستنتاج آثار التدفقات النقدية المستقبلية للمعلومات المحاسبية الحالية (Biddle et al., 2009: 116). تعتمد معظم الدراسات السابقة في المحاسبة والتمويل على مقياس للمقروئية أو تعقيد التقارير المالية. يوفر مؤشر التشوش Fog Index صيغة بسيطة ومعروفة لقياس المقروئية باستخدام مكونين: (١) متوسط طول الجملة و(٢) النسبة المئوية للكلمات المعقدة (أي كلمات من ثلاثة مقاطع أو أكثر). تجمع صيغة Fog Index هذين المكونين معاً ويتم ضرب المجموع الناتج في مقياس قياسي لتقدير مستوى درجة القراءة، وتشير القيم الأعلى لمؤشر التشوش إلى نص أقل مقروئية (Harjoto et al., 2020: 4)، وزيادة صعوبة فهم النص (Kim et al., 2019: 1190).

استخدمت دراسة (Bhardwaj and Imam, 2019: 44) درجة التعقيد كمقياس لمقروئية المقالات الإخبارية من خلال مؤشر التشوش حيث تؤدي المقالة الإخبارية شديدة

التعقيد إلى الميل لإلهاء القارئ عن المعلومات الملائمة. على الرغم من أن مؤشر التشوش يوفر مقياساً مباشراً يجمع اثنتين من سمات اللغة الإنجليزية البسيطة التي أوصى بها الخبراء والمنظمون اللغويون. تستخدم معظم دراسات المقروئية مؤشر التشوش Fog Index كمؤشر يعبر عن مقروئية القوائم المالية، إلا أن دراسة (Loughran and McDonald, 2014a) أشارت إلى وجود عيب كبير في هذا المؤشر في سياق التقارير المالية. على وجه التحديد، أشارت تلك الدراسة إلى أن نصوص الأعمال تحتوي على نسبة عالية جداً من الكلمات التي تعتبر "معقدة" بواسطة مؤشر التشوش لأنها تحتوي على ثلاثة مقاطع أو أكثر ولكنها في الواقع مفهومة جيداً من قبل الغالبية العظمى من المستثمرين والمحللين (على سبيل المثال: "الاهلاك depreciation"، "الالتزام liability") (Kim et al., 2019: 1185). اقترحت دراسة (Loughran and McDonald, 2014a) استخدام حجم الملف نظراً لوجود هذا العيب الكبير (Bonsall and Miller, 2017: 616).

٢- الكلمات وحجم الملف كمقاييس للمقروئية

أصبح مؤشر التشوش مقياساً شائعاً لمقروئية الإفصاح المالي في الأبحاث الحديثة للمحاسبة والتمويل. حتى أن هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية قد فكرت في استخدام مؤشر التشوش للمساعدة في تحديد المستندات المالية سيئة الكتابة. ومع ذلك، فقد انتقل المقياس إلى التطبيقات المالية دون تحديد فعاليته في سياق الإفصاحات التجارية. مقاييس المقروئية التقليدية مثل مؤشر التشوش غير محددة بشكل جيد في مجال كتابة الأعمال. يعتمد مؤشر التشوش على مكونين: طول الجملة وتعقيد الكلمة. على الرغم من أن طول الجملة هو مقياس معقول للقراءة، إلا أنه من الصعب قياسه بدقة في المستندات المالية. والأهم من ذلك، فإن الكلمات متعددة المقاطع في الملفات تعد كلمات أعمال شائعة يمكن فهمها بسهولة. يعتبر حجم الملف أفضل مقياس للمقروئية مقارنة بالمقاييس التقليدية في الإفصاحات المالية حيث أنه لا يتطلب أي تحليل للمستند ويتم تطبيقه بسهولة (Loughran and McDonald, 2014a: 1667). اقترحت دراسة (Loughran and McDonald, 2014a) استخدام حجم الملف كمقياس فعال وقوي للمقروئية وتوصلت إلى أن حجم الملف الأكبر يرتبط معنوياً ببيئة

معلومات الشركة الضعيفة من خلال وجود تقلب أعلى في العائد بعد الإفصاح عن الملف، وأرباح غير متوقعة أكبر، وتوقعات محللين أكثر تشتتاً (Ertugrul et al., 2017: 811).

بينما تعتمد معظم الدراسات السابقة على مؤشر التشوش لقياس مكون وضوح الكتابة writing clarity والذي يتعلق بالمقروئية، تستخدم دراسات أخرى مقاييس لسمات الكتابة مثل طول المستند (أي عدد الكلمات في الملف) لقياس مكون كمية الإفصاح quantity of disclosure والذي يتعلق بالمقروئية (You and Zhang, 2009). يعبر إجمالي الكلمات عن عدد الكلمات الموجودة في الملف. في الأونة الأخيرة، أوصى (Loughran and McDonald, 2014a) بمقياس بديل لكمية الإفصاح بناءً على حجم الملف. تعتمد مقاييس المقروئية التي تعتمد على الكمية على فكرة الكتابة حيث تتم كتابة المستندات بطريقة مفصلة للغاية وطويلة للغاية بحيث يتعذر على القراء معالجتها بسهولة (Bonsall et al., 2017: 333). المقياس المقترح للمقروئية المتمثل في حجم الملف يتضمن سياق أوسع من مؤشر التشوش (Loughran and McDonald, 2014a: 1649).

أشارت دراسة (Cui, 2016: 3) إلى أن الدراسات استخدمت طول الإفصاح كمقياس للمقروئية (Li, 2008; You and Zhang, 2009; Miller, 2010; Loughran and McDonald, 2011). يعد مؤشر التشوش أكثر مقياس للمقروئية ومطبق بشكل شائع لكنه غير محدد بشكل جيد في التطبيقات المالية حيث أن عنصري المؤشر أحدهما غير محدد والآخر يصعب قياسه. يعتبر حجم ملف المستند مقياساً بسيطاً للمقروئية كما يتفوق على مؤشر التشوش (Loughran and McDonald, 2014a: 1643).

أوضحت دراسة (Loughran and McDonald, 2014a) أن حجم الملف هو مقياس ملائم وقوي للمقروئية في الإفصاحات المالية، كما أشارت الدراسة إلى العديد من القضايا المتعلقة باستخدام مؤشر التشوش Fog index في قياس مقروئية المستندات المالية. على وجه الخصوص، الجزء الأول من مؤشر التشوش (متوسط عدد الكلمات لكل جملة) له

ارتباطات معقولة مع مقاييس المقروئية الأخرى. ومع ذلك، فإن المكون الثاني (النسبة المئوية للكلمات المعقدة) هو عامل مفضل محتمل في تقييم المقروئية. يشير مؤشر التشوش إلى أن الزيادة في عدد الكلمات متعددة المقاطع تقلل من المقروئية. ومع ذلك، يتم استخدام العديد من هذه الكلمات بشكل متكرر في المستندات المالية. هذه المصطلحات المالية الشائعة ليست صعبة على المستثمر العادي لفهمها. علاوة على ذلك، أظهرت الدراسة أن ٢٥٪ من عدد الكلمات المعقدة، وتقريباً جميع الكلمات المعقدة هي مصطلحات أعمال شائعة. في ضوء هذه النتيجة التي تم التوصل إليها، قد يفشل مؤشر التشوش في التعرف على تمييز المصطلحات المالية وتخفيض المقروئية بشكل زائف، وبالتالي اقترحت الدراسة استخدام حجم الملف كمقياس قوي وقادر على قياس المقروئية في سياق التقارير المالية. علاوة على ذلك، حجم الملف لا يتطلب تحليلاً شاقاً للنص وبالتالي فهو عرضة لأخطاء قياس أقل (Ertugrul et al., 2017: 815-816).

مقاييس المقروئية التقليدية مثل مؤشر التشوش غير محددة بشكل جيد عند استخدامها لتقييم المستندات المالية. بطبيعة الحال، تحتوي نصوص الأعمال على نسبة عالية جداً من الكلمات المعقدة - أحد مكوني مؤشر التشوش - التي يفهمها المستثمرون والمحللون جيداً لذلك يوصى باستخدام حجم الملف كمقياس محسوب لمقروئية المستند (Loughran and McDonald, 2014a: 1644). يرتبط طول الكلمة بسرعة الإدراك، ويرتبط طول الجملة بمدى الذاكرة أو الكلمات التي تم استرجاعها. على الرغم من أن تعقيد الجملة هو على الأرجح العامل السببي الحقيقي في الصعوبة، إلا أن طول الجملة يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالتعقيد (Courtis, 1998: 460). المديرين يجعلون الأخبار السيئة مكلفة من خلال كتابة تقارير سنوية طويلة للغاية تحتوي على كلمات كبيرة وجمل طويلة غير ضرورية. الشركات قادرة على تخفيف أو تأخير ردود فعل السوق بشأن الأخبار من خلال كتابة تقارير أطول. الشركات تحاول إخفاء المعلومات عن طريق كتابة تقارير طويلة وغير ممكنة للقراءة (Bloomfield, 2008: 248). يمكن قياس مقروئية التقرير السنوي باستخدام طول التقرير السنوي. السبب

وراء هذا الاختيار هو افتراض أن المستندات الأطول هي أكثر إفصاحاً وحماية للمستثمرين وتتطلب تكاليف أعلى لمعالجة المعلومات (Li, 2008: 222).

تعتمد العديد من الدراسات على كمية الإفصاح النصي لقياس المقروئية. على الرغم من أن هذه المقاييس المستندة إلى الكمية قد ركزت تاريخياً على عدد الكلمات الواردة في الملف المالي، إلا أن (Loughran and McDonald, 2014a: 1644) يؤيدان استخدام حجم الملف كمقياس يسهل حسابه لمقروئية المستند (Bonsall et al., 2017: 330). مقياس حجم الملف المقترح واضح ومباشر، وهو أقل عرضة بشكل كبير لخطأ القياس ويمكن تطبيقه بسهولة، ويرتبط ارتباطاً وثيقاً بمقاييس المقروئية البديلة، وبناءً على نتائج دراسة (Loughran and McDonald, 2014a: 1645)، يبدو أنه يقيس بشكل أفضل مدى فعالية نقل المديرين للمعلومات المتعلقة بالتقييم إلى المستثمرين والمحللين. تتعدد مقاييس المقروئية ويتم التركيز على مؤشر التشوش لأنه أحد أكثر مقاييس المقروئية شيوعاً في جميع المجالات ويبدو أيضاً أنه المقياس الذي يقع عليه الاختيار في البحث المالي على وجه الخصوص. من خلال سلسلة من الاختبارات، قدمت الدراسة دليلاً على أن مؤشر التشوش ليس مقياساً مناسباً للمقروئية في المستندات المالية.

يشير تفسير التعقيم إلى أن جزءاً على الأقل من الطول الإضافي والتشوش لتقارير الأخبار السيئة هي اختيارات تقديرية للإدارة. التفسير البديل هو أن الخسائر والأرباح المؤقتة هو ببساطة أكثر صعوبة في الوصف. قد يعكس الطول الإضافي والتعقيد في التقرير السنوي محاولات المديرين لنسب الأخبار السيئة إلى مصادر أخرى بخلاف الإدارة السيئة. هناك تاريخ غني في علم النفس يشير إلى أن الأفراد ينسبون النتائج الشخصية الجيدة إلى المهارة والنتائج السيئة إلى سوء الحظ. قد يستلزم سرد الأحداث الخارجية مزيداً من الطول، لأن هذه الأحداث تحتاج إلى مناقشة، ومن المحتمل أن تنطوي على جمل أكثر تعقيداً لربط تلك الأحداث بأداء الشركة. قد يكتب المديرون الذين يفصحون عن الأداء الضعيف تقارير سنوية أطول وأكثر

تعقيداً لأنهم يحاولون تشتيت انتباه المستثمرين عن الأخبار السيئة من خلال مناقشة أخبار جيدة أخرى (Bloomfield, 2008: 249).

توصلت دراسة (Ertugrul et al., 2017: 813) إلى أن حجم الملف الأكبر يدل على مقروئية أقل. أشارت دراسة (Loughran and McDonald, 2014a) إلى أن المقروئية المنخفضة مرتبطة بنية الشركات لإخفاء المعلومات الإلزامية المتعلقة بالأرباح عن طريق إخفائها في مستندات أطول. يمكن أن ترتبط المقروئية بتعقيد الشركة؛ وهذا يعني أن بعض الشركات قد يكون لديها أعمال أكثر تعقيداً وتحتاج إلى تقارير أطول للإفصاح وبالتالي تكون المقروئية أقل.

يعتبر أسلوب الكتابة (محور التركيز الرئيسي لمؤشر التشوش) ليس سوى بعد واحد فقط من جوانب المقروئية وهو أقل تمايزاً في المستندات المالية. يعد حجم الملف مقياس شامل يتضمن العديد من الأبعاد الخاصة بالمقروئية وبالتالي يعتبر حجم الملف مقياس إجمالي يعبر عن المقروئية من خلال العلاقة العكسية بين حجم الملف والمقروئية. إذا كانت الشركات تحاول إخفاء المعلومات الإلزامية ذات الصلة بالأرباح، فمن غير المرجح أن تستخدم الكلمات الطويلة أو الخطاب المعقد، وتزيد احتمالية إخفاء النتائج في المستندات الأطول. بالطبع، يمكن أن يكون حجم المستند إلى حد ما أداة بسيطة للتعقيد الهيكلي للشركة (Loughran and McDonald, 2014a: 1646). أشارت دراسة (Kumar, 2014: 2; 6) إلى أن المديرين يجعلون الأخبار السيئة مكلفة من خلال كتابة تقارير سنوية طويلة للغاية تحتوي على كلمات كبيرة وجمل طويلة غير ضرورية مما يجعل قراءة هذه التقارير صعبة (Li, 2008). الخسائر والأخبار السيئة ببساطة يصعب وصفها. قد تكتب الشركات تقارير سنوية أطول لحماية نفسها من النقاضي بشكل أكثر فعالية عندما تفصح عن أداء ضعيف أو تتوقع القيام بذلك في المستقبل (Bloomfield, 2008: 250).

٣- مؤشر Bog Index

يمكن الاستفادة من تطورات البرامج الحديثة التي أصبحت ممكنة بفضل برنامج لغويات حاسوبية، ويطلق عليه StyleWriter. يعتبر مؤشر Bog مقياساً متعدد الأوجه للمقروئية حيث يجسد هذا المؤشر سمات الكتابة الإنجليزية البسيطة التي أوصى بها الخبراء اللغويون وتم تسليط الضوء عليها في دليل الإنجليزية البسيطة (Kuang et al., 2020: 3). استخدمت دراسة (Bonsall and Miller, 2017: 616) مقياساً متعدد الأوجه للمقروئية باللغة الإنجليزية البسيطة، وهو مؤشر Bog Index (BOG) كمقياس أساسي للمقروئية. مؤشر Bog Index مقياس يتم حسابه بواسطة حزمة برامج تسمى StyleWriter تم تصميمها لتحديد وتسجيل السمات الإنجليزية البسيطة (على سبيل المثال: صيغة الفعل المبني للمجهول passive voice، والأفعال المخفية hidden verbs، والمصطلحات القانونية legal terms، وما إلى ذلك)، والتي تتوافق مباشرة مع دليل اللغة الإنجليزية البسيطة الخاص بهيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية عام ١٩٩٨، ويتغلب هذا المقياس على بعض أوجه القصور لمؤشر التشوش Fog Index.

٤- دليل Loughran and McDonald للغة الإنجليزية البسيطة

وفرت دراسة (Loughran and McDonald, 2014b) مقياساً بديلاً للمقروئية استناداً إلى بعض السمات الإنجليزية البسيطة. وقد استخدمت الدراسة هذا المقياس لتوثيق امتثال الشركات بدليل اللغة الإنجليزية البسيطة. تعيد الدراسة إنشاء مقياس (Loughran and McDonald, 2014b) عن طريق تحليل كل ملف في العينة لتحديد المكونات الستة المختلفة المستخدمة في تلك الدراسة لتوليد مقياس إنجليزي بسيط قابل للمقارنة: متوسط طول الجملة، ومتوسط طول الكلمة، ونسبة الأفعال المبنية للمجهول إلى إجمالي الكلمات، ونسبة المصطلحات القانونية إلى إجمالي الكلمات التي تستخدم الكلمات القانونية من دراسة (Loughran and McDonald, 2011)، ونسبة الضمائر الشخصية إلى إجمالي الكلمات، ونسبة انتهاكات اللغة الإنجليزية البسيطة الأخرى (على سبيل المثال: العبارات السلبية، والكلمات الزائدة عن الحاجة) إلى مجموع الكلمات، ثم يتم توحيد كل مكون من هذه المكونات

ليكون لها متوسط صفر وانحراف معياري واحد في عينة الدراسة. أخيراً، لإنشاء ملخص LM PE Index، يتم جمع طول الجملة وطول الكلمة وصيغة الفعل المبني للمجهول والمصطلحات القانونية والبنود الأخرى وطرح الضمائر الشخصية. ترتبط الدرجات الأعلى بمقروئية أقل. وتجدر الإشارة إلى أن هذا التحول يعادل ضرب مقياس (Loughran and McDonald, 2014b) في سالب واحد (Bonsall et al., 2017: 334-335).

تكاليف الوكالة

علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص أو أكثر (الموكل) بإشراك شخص آخر (الوكيل) لأداء بعض الخدمات نيابة عنه والتي تتضمن تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار للوكيل. إذا كان كلا طرفي العلاقة يسعون لتعزيز المنفعة، فهناك سبب وجيه للاعتقاد بأن الوكيل لن يعمل دائماً لتحقيق مصالح الموكل بشكل أفضل. يمكن للموكل أن يحد من الاختلافات عن مصلحته من خلال وضع حوافز مناسبة للوكيل وتكبد تكاليف المراقبة المصممة للحد من الأنشطة الشاذة من جانب الوكيل. من المستحيل عموماً للموكل أو الوكيل وجود تكلفة صفرية بشأن التأكد من أن الوكيل سيتخذ القرارات المثلى من وجهة نظر الموكل. في معظم علاقات الوكالة، توجد تكاليف مراقبة (نقدية وغير نقدية)، بالإضافة إلى أنه سيكون هناك بعض الاختلاف بين قرارات الوكيل وتلك القرارات التي من شأنها تعظيم فائدة المدير (Jensen and Meckling, 1976: 308). تهتم نظرية الوكالة بحل مشكلتين يمكن أن تحدثا في علاقات الوكالة: الأولى هي مشكلة الوكالة التي تنشأ عندما (أ) تتعارض رغبات أو أهداف المدير والوكيل و(ب) يكون من الصعب أو المكلف للمدير التحقق مما يفعله الوكيل بالفعل. تكمن المشكلة هنا في أن المدير لا يمكنه التحقق من أن الوكيل قد تصرف بشكل مناسب. أما مشكلة الوكالة الثانية تتمثل في مشكلة مشاركة المخاطر التي تنشأ عندما يكون للمدير والوكيل مواقف مختلفة تجاه المخاطر. تكمن المشكلة هنا في أن المدير والوكيل قد يفضلان إجراءات مختلفة بسبب تفضيلات المخاطرة المختلفة (Eisenhardt, 1989: 58).

العلاقة بين المساهمين ومديري الشركات محفوفة بتضارب المصالح بسبب الفصل بين الملكية والإدارة، وانحراف الإدارة عن أهداف المساهمين، وعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين. بسبب هذه المصالح المتضاربة (تضارب الوكالة)، يتمتع المديرون بحوافز وقدرة على تعظيم منفعتهم الخاصة على حساب المساهمين. العقود وحدها لا تكفي دائماً لحل هذه النزاعات (Hart, 1995). وبالتالي، فإن المالكين (وفي بعض الحالات المديرين أنفسهم) لديهم سبب لإنشاء آليات لمراقبة الأنشطة الإدارية والحد من السلوك الإداري غير المرغوب فيه (Jensen and Meckling, 1976). السلوك الإداري القائم على المصلحة الذاتية والنتائج عن صراعات الوكالة يمكن أن يشتمل على مجموعة من الأنشطة التي لا تعتبر مثالية للمساهمين. بعض الأمثلة على ذلك تشمل استهلاك موارد الشركة كعلاوات، وتجنب استثمارات المخاطر المثلى، والتلاعب بالأرقام المالية لتحسين المكافآت (Dey, 2008: 1144-1145).

انطلاقاً من نظرية الوكالة، قدمت الدراسات السابقة المتعلقة بالإفصاحات دليلاً وافياً على وجود السلوك الإداري الانتهازي الذي تحركه المصلحة الذاتية (Laksmana et al., 2012: 188). توصلت دراسة (Biddle et al., 2009) إلى أن التقارير المالية الأكثر مقروئية، والتي تم تحديدها بناءً على مؤشر التشوش، تخفف من مشكلتي المخاطر الأخلاقية والاختيار العكسي، وتمكن من وجود استثمارات فعالة (Xu et al., 2020: 347). يخفض التقرير المتكامل من عدم تماثل المعلومات وتضارب المصالح بين الإدارة ومجموعات أصحاب المصالح المختلفة (Velte, 2018: 26). تتنبأ نظرية الوكالة أنه بسبب عدم تماثل المعلومات بين الموكل (المالك) والوكيل (المدير)، توجد مشكلة أخلاقية تتمثل في احتمال أن يستغل الوكيل أصول المالك لتحقيق مصلحته الشخصية. تتنبأ نظرية الوكالة بأن المساهمين والمديرين يدركون أنه قد يكون من المفيد تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال توفير الإفصاحات المحاسبية. ومع ذلك، يميل المديرون إلى السرية التي قد تتعارض مع حوافز تخفيض عدم تماثل المعلومات (Hope et al., 2008). لذلك، يمكن القول إن الشركات التي ترغب في

تخفيض عدم تماثل المعلومات يجب عليها تقديم تقاريرها السنوية بتنسيق يمكن قراءته بوضوح (Kumar, 2014: 5-6).

يخفض الإفصاح الاختياري من عدم تماثل المعلومات (Verrecchia, 2001) كما يجد من مشكلة الاختيار العكسي للمستثمرين (Leuz and Verrecchia, 2000). تعمل حوكمة الشركات أيضاً على تخفيض صراعات الوكالة بين الإدارة والمساهمين، حيث يرتبط تحسين حوكمة الشركات بجودة أعلى للأرباح وانخفاض مستوى أنشطة إدارة الأرباح (Doyle et al., 2003; Leuz et al., 2003; Vafeas, 2005; Farber, 2005). إذا توطأ المديرين مع كبار المساهمين وشاركوا في نهب مساهمي الأقلية، فقد تؤدي شدة صراعات الوكالة من النوع الثاني إلى تفاقم صراعات الوكالة من النوع الأول (Lei et al., 2013: 149-150). وفقاً لنظرية الوكالة، كلما زاد تشتت هيكل الملكية، تزداد تكاليف الوكالة بسبب زيادة احتمال تضارب المصالح بين الملاك. لذا يؤدي ارتفاع تشتت الملكية إلى إصدار الشركات لتقارير سنوية أكثر مقروئية للحد من هذا التضارب (Kumar, 2014: 2). تقاس تكاليف الوكالة للشركة باستخدام نسبي كفاءة بديلتين تظهران بشكل متكرر في الأدبيات السابقة (Ang et al., 2000: 85-86):

١- نسبة المصروفات، وهي نفقات التشغيل مرجحة بالمبيعات السنوية: تعرف مصاريف التشغيل على أنها إجمالي المصروفات مطروحاً منها تكلفة البضاعة المباعة، ومصروف الفوائد، والمكافآت الإدارية. تكاليف الوكالة التي تقاس بهذه النسبة هي تلك التي يتم تكبدها على مستوى الشركة. هذه النسبة لا تقيس بشكل كامل تكاليف الوكالة غير المباشرة على مستوى الشركة مثل تحريف قرارات التشغيل بسبب مشاكل الوكالة. كما أنها لا تقيس تكاليف الوكالة خارج قائمة الدخل مثل تكاليف المراقبة الخاصة من قبل المساهمين غير الإداريين أو التكاليف الخاصة بالسندات التي تكبدها المدير.

٢- نسبة استخدام الأصول، وهي المبيعات السنوية مقسومة على إجمالي الأصول: تنشأ تكلفة الوكالة هذه لأن المدير يتصرف ببعض أو كل الطرق التالية: يتخذ قرارات استثمارية سيئة، يبذل جهداً غير كافٍ مما يؤدي إلى انخفاض الإيرادات، يستهلك الامتيازات التنفيذية، بحيث تشتري الشركة أصولاً غير منتجة، مثل المساحات المكتبية الفاخرة للغاية وتأثيث المكاتب والسيارات وأماكن غير ضرورية للاستراحة.

آثار مقروئية التقارير المالية

تتعدد آثار مقروئية التقارير المالية السنوية ولكن يمكن التركيز على النقاط التالية:

أولاً: العلاقة بين مقروئية التقارير المالية ودقة توقعات المحللين

يوجد تعقيد متزايد بشأن إفصاحات الشركات ومخاوف متعلقة بقابليتها للاستخدام مما يطرح سؤالاً طبيعياً حول دور المحللين الماليين في التوسط في مثل هذه المعلومات للمستثمرين. على وجه التحديد، هل يستخدم المحللون الماليون خبراتهم لفحص هذا الاتصال المعقد وتقديم معلومات مفيدة لمستخدمي القوائم المالية، أم أنهم يفضلون تركيز جهودهم على الشركات ذات الاتصالات الأقل تعقيداً؟ (Lehavy et al., 2011: 1088). توصلت دراسة (De Franco et al., 2015: 77) إلى أن التقارير الأكثر مقروئية تصدر عن المحللين الذين لديهم خبرة أكبر ويصدرون تنبؤات في التوقيت المناسب ويرجعون التوقعات بصفة مستمرة، ومن المرجح أن يصدروا تنقيحات متسقة مع التوقعات. تدعم هذه النتائج فكرة أن المحللين ذوي القدرات الكبيرة يقدمون تقارير أكثر مقروئية. كما توصلت الدراسة إلى أن التعقيد يرتبط سلباً بالمقروئية، وأن عدد الشركات التي يغطيها المحلل يرتبط بعلاقة موجبة مع المقروئية. أشارت دراسة (Xu et al., 2020: 346) إلى أن التقارير المالية الأكثر مقروئية تؤدي إلى توافر بيئة معلومات أفضل للمحللين الماليين (Lehavy et al., 2011).

تنص فرضية السوق (شبه القوية) على أن أسواق المال تعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور من خلال أسعار الأوراق المالية بطريقة سريعة وفعالة، ومع ذلك، فإن المستثمرين والمحللين وغيرهم من المتخصصين في سوق الأوراق المالية عقلانيون بشكل

محدود من حيث أن لديهم قدرات معرفية محدودة ولا يمكنهم الاهتمام بجميع المعلومات المتاحة لهم (Hirshleifer and Teoh, 2003). أدى الجمع بين المزيد من المعلومات وقدرات معالجة المعلومات المحدودة إلى حدوث ظاهرة تسمى الحمل الزائد للمعلومات information overload. أشارت الدراسات إلى أن الأشخاص المثقلون بالمعلومات يتخذون قرارات أسوأ مما لو كانت المعلومات المتاحة لهم أقل (على سبيل المثال: Casey, 1980; Simnett, 1996). يتطلب المستند الأكثر صعوبة في القراءة جهداً معرفياً أعلى للمعالجة مما يعيق قدرة المستخدم على البحث عن المعلومات المفيدة واستخراجها بشكل فعال. لن تؤدي الإفصاحات المطلوبة إلى اتخاذ قرارات أفضل للمستثمر إذا كان غير قادر على فهم المعلومات. إذا كان المستثمرين الأفراد مقيدين معرفياً بسبب الطول المتزايد والصعوبة النصية، فإن عوامل الخبرة، مثل محلي الأوراق المالية ومديري الأموال والمستثمرين المؤسسيين وغيرهم من المتخصصين في السوق ليسوا كذلك، وبالتالي لا داعي للقلق بشأن مقروئية الإفصاحات العامة لأن المستثمرين غير المطلعين يحصلون على نفس الأسعار التي يتلقاها المتداولون المحترفون دون الحاجة إلى التعرف على الشركات. ومع ذلك تشير الأبحاث السلوكية إلى أن المتخصصين في سوق المال يعانون من قلة الاهتمام والحمل الزائد للمعلومات وذلك بنفس الطريقة التي يعاني منها الأشخاص العاديين (Hopkins, 1996; Hirst and Hopkins, 2006; Elliott 1998). توصل (Li, 2008) إلى أن التقارير الأطول والأكثر تعقيداً من الناحية النصية مرتبطة بأرباح منخفضة وأقل استمرارية، بما يتفق مع وجود اعتقاد بأن المديرين يمكنهم صرف انتباه المستثمرين عن أخبار الأرباح المخيبة للأمال عن طريق كتابة إفصاحات أكثر صعوبة في القراءة (Lee, 2012: 1137-1138).

في حالة الإفصاح المنظم، من المتوقع أن تناقش الإدارة الحقائق والأرقام الواردة بالفعل في القوائم المالية التي تم مراجعتها وفي أي مكان آخر في التقرير السنوي بدلاً من المعلومات التي يتم الحصول عليها من سوق المال مثل توقعات المحللين والتي يمكن أن تتغير بشكل متكرر (Lo et al., 2017: 4). فحصت دراسة (Bonsall et al., 2017: 331) ما إذا كانت المقروئية ترتبط بتوقعات المحللين بشأن أرباح الأسهم والتي يجب أن توفر

رؤى حول ما إذا كانت المقرئية تؤثر على وسطاء السوق المتطورين. توصلت الدراسة إلى وجود دليل على العلاقة بين إجمالي حجم الملف وإجمالي الكلمات ودقة توقعات المحللين.

توجد فرضية بوجود طلب متزايد على خدمات المحللين للشركات ذات المقرئية الأقل (Lee, 2012: 1141). من ناحية، يؤدي انخفاض مقرئية الإفصاحات المالية للشركة إلى زيادة تكلفة معالجة المعلومات الواردة في هذه الإفصاحات وبالتالي سيزيد الطلب على خدمات المحللين. فإذا كانت تكلفة الحصول على تقارير المحللين أقل من تكاليف معالجة المعلومات الخاصة بإفصاحات الشركة، فيجب أن تكون متابعة المحللين أكبر بالنسبة للشركات التي لديها ملفات أقل مقرئية. من ناحية أخرى، قد يؤدي الإفصاح الأقل مقرئية إلى زيادة تكاليف تغطية المحللين، وهذا يعني أن المحللين يمكن أن يتحملوا تكاليف أكبر لمعالجة المعلومات وتكاليف بحث خاصة أعلى، مما قد يؤدي إلى دقة توقعات أقل، فإذا كانت هذه التكاليف كبيرة، فيجب أن يكون متابعة المحللون أقل بالنسبة للشركات التي لديها إفصاحات أقل مقرئية. إذا اعتمد المستثمرون بشكل أكبر على تقارير المحللين الصادرة لشركات لديها ملفات أقل مقرئية (ربما بسبب التكاليف المرتفعة المرتبطة بمعالجة وتفسير التقرير المعقد)، فإن المحتوى المعلوماتي لتقارير المحللين أو نسبة عوائد الشركة المرتبطة بها، يجب أن تكون أعلى بالنسبة للشركات التي لديها إفصاحات أقل مقرئية. وجد المستثمرون أن تقارير المحللين أكثر إفادة للشركات التي لديها إفصاحات أقل مقرئية. إذا أدى انخفاض المقرئية إلى زيادة تكاليف معالجة وتفسير إفصاحات الشركة، فقد يحد من قدرة المحللين على دمج جميع المعلومات ذات الصلة بشكل صحيح وقد يؤدي إلى الخلاف أو الغموض (Lehavy et al., 2011: 1089-1090).

تتسم التقارير المالية غير القابلة للقراءة بأنها مكلفة. على سبيل المثال، تؤدي المقرئية المنخفضة إلى زيادة تكلفة تحليل المعلومات المالية. توصلت دراسة (Lehavy et al., 2011) إلى أن التقارير المالية غير القابلة للقراءة ترتبط بشكل إيجابي بالأرباح المؤقتة وتشنت المحلل وعدم التأكد المحيط بتوقعات الأرباح، وتشير هذه النتائج إلى أن المعلومات

المالية الأقل مقروئية تؤدي إلى بيئة معلومات سيئة للمحللين الماليين (Xu et al., 2020: 347). نظراً لصعوبة متابعة الشركات ذات الإفصاحات الأقل مقروئية، فمن المحتمل أن يبذل المحللون الذين يختارون متابعة هذه الشركات جهداً أكبر للقيام بذلك. تتمثل إحدى طرق قياس الجهد الذي يبذله المحللون في متابعة الشركات ذات الإفصاحات الأقل مقروئية في فحص متوسط الوقت منذ تقديم الشركة الملفات حتى تقديم تقرير المحلل. إذا نتج عن انخفاض المقروئية تكاليف معالجة أعلى للمحللين، فإن الشركات التي لديها اتصالات أقل مقروئية سيكون لديها متوسط وقت استجابة أكبر من جانب المحللين الذين يغطونها مقارنة بالمحللين الذين يغطون الشركات التي لديها اتصالات أكثر مقروئية. وبالمثل، يجب أن يستغرق المحللون الذين يغطون مجموعة من الشركات التي لديها اتصالات أقل مقروئية وقتاً أطول في المتوسط لإصدار تقاريرهم مقارنة بالمحللين الآخرين. من المحتمل أن توفر تقارير المحللين للشركات التي لديها اتصالات أقل مقروئية معلومات أكثر فائدة للمستثمرين بسبب ارتفاع التكاليف في معالجة المعلومات العامة. قد تكون تقارير المحللين للشركات ذات الاتصالات الأقل مقروئية أكثر إفادة إذا اختار المحللون الحصول على المزيد من المعلومات الخاصة ودمجها بسبب الصعوبات التي ينطوي عليها تفسير الإفصاحات الأقل مقروئية. على سبيل المثال أشارت دراسات (Mikhail et al., 1999; Plumlee, 2003; Hong and Kubik, 2003) إلى أن المحللين يواجهون مجموعة متنوعة من التكاليف في متابعة الشركات ذات الاتصالات الأقل مقروئية (Lehavy et al., 2011: 1092):

- ١- يتحمل المحللون التكاليف المباشرة لمعالجة المعلومات التي تقدمها الإدارة.
- ٢- يمكن أن يؤدي الاتصال الأقل مقروئية إلى حدوث ارتباك مما يتطلب من المحللين تكبد تكاليف بحث خاصة أكبر عند حصولهم على معلومات إضافية لتقييم وتفسير اتصالات الإدارة.
- ٣- قد يؤدي التعقيد النحوي الأكبر إلى تنبؤات وتوصيات غير دقيقة تؤثر سلباً على وظائف المحللين.

ثانياً: العلاقة بين مقروئية التقارير المالية وأسعار الأسهم

أشارت دراسة (Kumar, 2014: 2) إلى أنه يمكن أن تستخدم الشركات لغة وصيغة غامضة عند الإفصاح لإخفاء المعلومات السلبية وقد لا يتمكن المستثمرون العاديون من فهم هذه الإفصاحات التي تؤدي في نهاية المطاف إلى عدم كفاءة سوق المال (Li, 2008). الإفصاحات التي يصعب قراءتها تطيل عملية اكتشاف السعر وتمتد فترة انحراف السعر بعد إعلانات الأرباح مما يعيق تحقيق كفاءة السوق. صعوبة القراءة لها تأثير معنوي اقتصادياً على كفاءة المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم. يؤخر ضعف مقروئية الإفصاح استجابة السوق لأخبار الأرباح (Lee, 2012: 1139). التقارير المالية المطولة وغير المقروءة تضيع وقت القراء، ومع انتشار الإسهاب والمصطلحات، يتوقف المستثمرون عن قراءة مثل هذه التقارير. المصطلحات اللغوية، والإسهاب وإمكانية وجود احتيال خفي يمكن أن يبعد المستثمرين عن الأسواق المالية (SEC, 2007). نظراً لأن التقارير المالية غير المقروءة تفشل في مهمتها الأساسية المتمثلة في توفير معلومات مفيدة لقرارات الاستثمار، فإن المنظمين والمستثمرين والباحثين والصحافة المالية قلقون بشكل متزايد بشأن ضعف مقروئية التقارير المالية والتأثيرات الناتجة عن السوق. أكد Christopher Cox على أن اكتشاف الأسعار سيكون أكثر كفاءة وستكون ثقة المستثمرين أكبر عندما يتم تقديم المعلومات بوضوح (Xu et al., 2020: 346). في سياق سوق المال، فإن تلبية توقعات السوق أو التقصير في تحقيقها هو ما يحدد التغيرات في أسعار الأسهم (Lo et al., 2017: 4).

لدى مديري الشركات حوافز لتعظيم تصورات المستثمرين عن قيمة الشركة والتي تنعكس على أسعار الأسهم. توجد طريقة واحدة للمديرين للحفاظ على المستوى الحالي لأسعار الأسهم هي التشويش (Kim et al., 2019: 1184). أشارت دراسة (Tan et al., 2014: 275) إلى أنه في الحالات التي يكون فيها المستثمرين الأكثر خبرة أذكى من المستثمرين الأقل تطوراً، يمكن للمستثمرين الأكثر خبرة دفع أسعار السوق المتحيزة إلى مستويات غير متحيزة (Bloomfield et al., 1996)، وعلى الرغم من دورهم التأديبي في القضاء على أوجه القصور في السوق، إلا أنه قد لا يكون كافياً في جميع الحالات (Libby et al.,

(2002). إن توفير كميات كبيرة من المعلومات التي يصعب فهمها يؤدي إلى تفاقم قدرات معالجة المعلومات التفاضلية بين المستثمرين المحنكين والمستثمرين غير المتمرسين (Lee, 2012: 1167).

نظراً لميل الشركات إلى تكرار الإفصاحات من الملفات السابقة، فإن الكثير من الإفصاح في الملفات الدورية متوقع ولا ينقل أي معلومات جديدة. في حين أن المستثمرين الأفراد ليس لديهم الوقت ولا القدرة المعرفية لاستيعاب كم المعلومات الواردة في الملفات، فإن الخبراء الماليين مجهزون بالموارد والخبرة لتحليل كميات كبيرة من المعلومات المعقدة. أظهرت الدراسات المتعلقة بالحكم واتخاذ القرارات أنه عند مقارنتها بغير الخبراء، يعاني المتخصصون في سوق الأوراق المالية من القيود المعرفية بدرجة أقل، فعلى سبيل المثال، قدم (Frederickson and Miller, 2004) دليلاً عملياً على أن المستثمرين المحترفين أقل احتمالية للمبالغة في تسعير أسهم الشركة عندما يتم تقديم الأرباح وفق GAAP جنباً إلى جنب مع الإفصاحات الشكلية الأكثر تفاعلاً مقارنة بالمستثمرين غير المحترفين، ويتوافق هذا مع قرار تقييم الخبراء الماليين الأقل احتمالاً يتم تضليله من خلال الإفصاحات الشكلية عن الأرباح. أشار (Simnett, 1996) إلى أن الخبراء مقارنة بغير الخبراء، يعرفون ما هي المعلومات التي يجب البحث عنها ولديهم قدرة أفضل على استرجاع المعلومات، وتصفية المعلومات الأقل بروزاً، وتطوير استراتيجيات للتعامل مع كميات كبيرة من المعلومات. أوضح (Anderson, 1988) أن صانعي القرار الأكثر خبرة يقضون وقتاً أقل في البحث عن المعلومات ويصبحون أكثر توجيهاً في أنماط البحث الخاصة بهم (Lee, 2012: 1143).

يساعد المزيد من الإفصاح في تحقيق مبدأ تكافؤ الفرص بين صغار وكبار المستثمرين. علاوة على ذلك، على الرغم من أن هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية قد أحرزت تقدماً في مساعدة صغار المستثمرين بشأن الوصول الإلكتروني للمعلومات المالية (Asthana et al., 2004)، فإن مجرد إتاحة المزيد من البيانات للمستخدمين قد لا يساعد بالضرورة صغار المستثمرين، لأن التكلفة المتزايدة لمعالجة البيانات الإضافية تجعل معالجة الملفات مكلفة للغاية بالنسبة للعديد من صغار المستثمرين (Miller, 2010: 2138).

مستخدمي المعلومات المتطورين أقل تأثراً بالإفصاحات التي يصعب قراءتها (Lee, 2012: 1138). أشارت دراسة (Kuang et al., 2020: 2) إلى أن أسواق المال تستجيب بدرجة أقل بشأن المعلومات الواردة في الإفصاحات المعقدة لأن تكاليف المستثمرين لاستخراج المعلومات تزداد عند قراءة التقارير المعقدة مما يقلل رغبتهم في جمع المعلومات أو معالجتها (Bloomfield, 2002; Lundholm, 1991). أشارت دراسة (Kim et al., 2019: 1188) إلى أنه يمكن للمديرين السعي لمنع أسعار الأسهم من الانخفاض عن طريق زيادة تكلفة معالجة المعلومات السلبية بشكل استراتيجي. للحفاظ على المستوى الحالي لأسعار الأسهم، يمكن للمديرين ببساطة حذف المعلومات السلبية من التقارير المالية (Bloomfield, 2002).

توصلت دراسة (Kim et al., 2019: 1185) إلى أن المعلومات الأكثر تكلفة لاستخراجها من الإفصاحات العامة لا تنعكس بشكل كامل على أسعار السوق، ويتفق هذا مع فكرة أن الإفصاح الذي يصعب معالجته يزيد من تكاليف معالجة المعلومات ويؤخر انعكاس المعلومات على أسعار الأسهم (Bloomfield, 2002). هناك قدراً كبيراً من عدم التأكد بشأن المعلومات حول الأرباح المعلنة عند إعلان أرباح الشركة، ويرجع ذلك إلى أن المعلومات التفصيلية عن الخيارات المحاسبية الهامة/ الافتراضات التي تقوم عليها الأرباح المعلنة وكذلك العوامل التي تؤثر على استمرار الأداء الحالي تظل غير معروفة إلى حد كبير لمستخدمي المعلومات حتى يتم الإفصاح عن ملفات SEC، مما يخلق حالة من عدم التأكد بشأن موثوقية واستمرارية الأرباح المعلنة عندما تكون الأرباح معلنة لأول مرة. بينما يتم تقديم ملفات SEC للمساعدة في حل مشكلة عدم تأكد المعلومات، يشكو العديد من مستخدمي المعلومات من أن مستندات الإفصاح الإلزامي لـ SEC معقدة للغاية أو يصعب فهمها بدرجة كبيرة، وأنها طويلة جداً ومليئة بالكلمات. نظراً لأن المستثمرين ليس لديهم قدرة معرفية غير محدودة لمعالجة المعلومات، فإن التقارير الأكثر صعوبة في القراءة يمكن أن تعيق قدرة المستثمر على معالجة واستخراج المعلومات المفيدة من التقارير ربع السنوية بشكل فعال (Lee, 2012: 1140-1141).

توصلت دراسة (Kumar, 2014: 6) إلى أنه يمكن للمديرين تخفيض استجابة السوق تجاه الأخبار السيئة من خلال جعل تحليل الأخبار السيئة أكثر تكلفة (Bloomfield, 2002). في الفترات التي تسبق أحداث انهيار الأسهم، من المحتمل أن تكون الأسهم مبالغ في تقديرها بسبب الأخبار السيئة المخفية (Kim et al., 2019: 1189). أشارت دراسة (Ertugrul et al., 2017: 814) إلى أنه يمكن أن يتسبب اكتناز الأخبار السيئة لفترة طويلة من خلال التقارير التي يصعب قراءتها وتخزين النصوص الغامضة في أن يصبح سعر السهم مبالغاً فيه بدرجة كبيرة. ومع ذلك، هناك حد لكمية المعلومات السيئة التي يمكن للشركة إخفاءها عن سوق المال. عندما تصل الأخبار السيئة المتراكمة إلى نقطة تحول، سيتم إطلاقها فجأة في السوق دفعة واحدة، مما يتسبب في انهيار سعر السهم (Hutton et al., 2009; Jin and Myers, 2006). إذا سهلت التقارير المالية المعقدة إخفاء المديرين للمعلومات السلبية، فمن المتوقع أن ترتبط التقارير الأقل مقروئية بعائدات مستقبلية سالبة أكثر انحرافاً أو باحتمالية أكبر لانهيار الأسهم. غالباً ما يكون لانهيارات أسعار الأسهم تأثير مدمر على رفاة المستثمر، وبالتالي من المهم فهم محدداتها (Kim et al., 2019: 1185). أوضحت دراسة (Kim and Zhang, 2016) أن السياسات المحاسبية المتحفظة تساعد في التخفيف من اكتناز الأخبار السيئة وتخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Kim et al., 2019: 1188). أوضحت دراسة (DeFond, 2010) أن التعقيد النصي للتقارير المالية يرتبط بارتفاع معدل حدوث انهيار أسعار الأسهم مما قد يؤدي إلى تدمير رفاة المساهمين (Kim et al., 2019: 1186).

في سياق الإفصاحات المالية، يجب أن يكون هدف "المقروئية" الاتصال الفعال للمعلومات ذات الصلة بالتقييم، سواء تم تفسيرها مباشرة من قبل المستثمرين الأفراد أو استيعابها من قبل محللين محترفين. من المفترض أن المستندات المكتوبة بشكل أفضل تنتج قدرأ أقل من الغموض عند التقييم مما ينعكس على انخفاض تقلبات أسعار الأسهم (Loughran and McDonald, 2014a: 1644). عندما يكون عدم التأكد في السوق مرتفعاً بشأن مستقبل الشركة، فإن ذلك ينعكس على تقلب عوائد الأسهم (Sengupta, 1998: 461). أظهرت

الدراسات (Antweiler and Frank, 2004; Tetlock, 2007; Li, 2008) أنه يمكن تفسير عوائد الأسهم المستقبلية والأحداث والأرباح الاستراتيجية من خلال الصياغة التي اختارها المديرين لوصف عملياتهم واللغة التي يستخدمها كتاب الأعمدة في الصحف للإفصاح عن أحداث سوق الأوراق المالية (Ajina et al., 2016: 510). توصلت دراسة (Bonsall et al., 2017: 331) إلى أن انخفاض مقروئية الملفات يرتبط بوجود تقلبات أكبر لسوق الأوراق المالية في المستقبل.

توصلت دراسة (Kuang et al., 2020: 3-4) إلى وجود قلق عام من أن الإفصاحات التي تقدمها الشركات عرضة لتحيز معدي هذه الإفصاحات مما قد يؤدي إلى حجب تأثير مقروئية التقرير. على سبيل المثال، رد الفعل السلبي الملحوظ في السوق تجاه الأخبار السيئة التي تم الإفصاح عنها بدرجة مقروئية أقل يمكن تفسيره من خلال إمكانية المستثمرين "رؤية" النية الإدارية (أي التشويش) في الإفصاح واعتبار ضعف المقروئية بمثابة إشارة تحذيرية، وبالتالي معاقبة الشركة لافتقارها إلى الشفافية (Tan et al., 2014). معدي التقارير لديهم حوافز للتأثير على تكوين تصورات المستثمرين وحكمهم على طبيعة الأخبار (Laksmana et al., 2012; Hooghiemstra et al., 2017). لا يتفاعل المستثمرين مع الأخبار السيئة عندما يتم الإفصاح عنها بطريقة أكثر صعوبة في القراءة (Bushee et al., 2018; Hooghiemstra et al., 2017; Lee, 2012; Li, 2008; Libby and Emett, 2010; Miller, 2014) وأحكام المستثمرين تعتمد بشكل أكبر على الإفصاح عندما يتم الإفصاح عن معلومات تتمتع بمقروئية أكبر (Shah and Oppenheimer, 2007; Rennekamp, 2012). الإفصاحات الأقل مقروئية قد تحد من قدرة المستثمرين أو استعدادهم لاستخراج المعلومات من مستندات طويلة ومعقدة نسبياً (Rennekamp, 2012: 1320). نتيجة لذلك، يميل المستثمرون إلى عدم وجود رد فعل تجاه التقارير التي يصعب قراءتها (Bushee et al., 2018; Lawrence, 2013; Miller, 2010). على النقيض من ذلك، فإن سرعة المعالجة المرتبطة بالإفصاحات الأكثر مقروئية تعزز ثقة المستثمرين

حتى يتمكنوا من الاعتماد على المعلومات في صنع القرار وبالتالي التفاعل بشكل كامل مع إفصاحات الشركة (Loughran and McDonald, 2014a; Rennekamp, 2012).

يعتبر الإفصاح شرطاً ضرورياً ولكنه غير كافياً لضمان حماية المستثمرين وتخصيص رأس المال النادر بكفاءة. أظهر عدد من الدراسات أنه عندما يصبح المستخدمون مثقلين بالمعلومات، فإنهم يتخذون قرارات أسوأ في ظل وجود المزيد من المعلومات في نقاط معينة (Simnett, 1996). أشار (Casey, 1980) إلى أن الحمل الزائد للمعلومات له تأثيران سلبيان على جودة قرارات مستخدمي المعلومات: فهو يجعل القرار (أ) أقل كفاءة من خلال تأخيره بدون سبب، و(ب) أقل فعالية عن طريق الخلط بين القضايا الرئيسية مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير مناسبة. يشير هذين التأثيرين إلى عملية اكتشاف أطول للأسعار مما يشير إلى أن كمية كبيرة من المعلومات التي يصعب قراءتها لديها القدرة على تفسير استجابة السعر المتأخرة نتيجة أخبار الأرباح. منذ فترة طويلة أدركت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية أن القوائم المالية وحدها قد تكون غير كافية للمستثمر للحكم على جودة الأرباح واحتمال أن يكون الأداء السابق مؤشراً للأداء المستقبلي (SEC, 1980). على هذا النحو، يتعين على الشركات أن تقدم في ملفاتها الربع سنوية الإلزامية من قبل SEC تفسيرات سردية لقوائمها المالية بما في ذلك مناقشة المديرين وتحليل الأداء التاريخي والمستقبلي للشركات (Lee, 2012: 1142).

ثالثاً: العلاقة بين مقروئية التقارير المالية وسيولة وتداول الأسهم

تزايد البحث حول مقروئية التقارير المالية بشكل كبير خلال العقد الماضي، بالتزامن مع دعوة (Core, 2001) لاستخدام أكبر تقنيات لعلم اللغة الحاسوبي لعينات كبيرة بشأن مقاييس جودة الإفصاح. تركز هذه الأدبيات المتزايدة في المقام الأول على استجابات السوق نتيجة مقروئية التقارير المالية. يتوقع (Bloomfield, 2002) أنه عندما تكون المعلومات أكثر تكلفة لاستخراجها من إفصاحات أكبر وأكثر تعقيداً، فإنها ستؤدي إلى تداول أقل ولن تتعكس بشكل كامل على أسعار السوق (Bonsall et al., 2017: 331). المشاركون في السوق يندفعون أو على الأقل يتفاعلون بشكل أقل تماماً مع المعلومات التي أصبحت أكثر

غموضاً (Lee, 2012: 1139). تشير الأبحاث في أدبيات علم النفس والتي تتعلق بسرعة معالجة الإفصاح إلى أنه حتى لو كانت الإفصاحات الأقل مقروئية لا تحد من قدرة المستثمرين على الحصول على المعلومات في المقام الأول، فإن مقروئية الإفصاح لا تزال تؤثر على أحكام وقرارات المستثمرين. وبشكل أكثر تحديداً، قد يؤدي تحسين سرعة المعالجة من الإفصاح الأكثر مقروئية إلى زيادة تصورات المستثمرين بأنه يمكنهم الاعتماد على المعلومات الواردة في الإفصاح (Rennekamp, 2012: 1325). في إطار هذا السياق، يجب التفرقة بين نوعين من المستثمرين:

١- المستثمرون الأقل ترمساً *Less Sophisticated Investors*

يؤثر الميل اللغوي بشكل إيجابي على أحكام المستثمرين الأقل ترمساً بشأن الأرباح. عندما يفنقر القراء إلى القدرة على معالجة القضايا التي يجري النظر فيها بعمق، فإنهم يستخدمون انطباعاتهم من خلال القراءة كأساس لأحكامهم (Petty et al., 1993). نظراً لأن المستثمرين الأقل ترمساً قد لا يتمتعون بالقدرة الكافية على معالجة المعلومات المتضمنة في بيان الأرباح، فمن المتوقع أنهم سيكونون عرضة لتأثيرات إيجابية مثل إصدار أحكام أعلى للأرباح عند قراءة الإفصاحات بلغة إيجابية مقارنة بتلك التي تتحدث بلغة محايدة. نظراً لأن المقروئية المنخفضة تزيد من صعوبة معالجة المستثمرين، فمن المحتمل أن تؤثر اللغة الإيجابية على المستثمرين الأقل ترمساً إلى حد أكبر عندما يصعب قراءة الإفصاح المالي. على وجه التحديد، عندما تكون المقروئية مرتفعة، يمكن للمستثمرين الأقل ترمساً فهم الإفصاح بشكل أفضل ويكونون أقل عرضة للتأثر من خلال استخدام المديرين لغة إيجابية (Tan et al., 2014: 279-280).

أشارت دراسة (Ertugrul et al., 2017: 811) إلى أن الدراسات السابقة ربطت بين المقروئية وقرارات الاستثمار والسلوك التجاري للمستثمرين الأفراد الذين لديهم خبرة محدودة في معالجة المعلومات (Lawrence, 2013). الإفصاحات الأكثر مقروئية يجب أن تفيد المستثمرين "الأقل ترمساً" من خلال تسهيل قراءة المعلومات المالية وفهمها. أكدت هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية على أن الكتابة الواضحة تساعد "المستثمرين الأقل ترمساً" في

إصدار الأحكام حيث أن صغار المستثمرين أقل رغبة أو أقل قدرة على استخراج المعلومات من الإفصاح المالي الأقل مقروئية (Cui, 2016: 2-3).

٢- المستثمرون الأكثر ترمساً More Sophisticated Investors

نظراً لأن المستثمرين الأكثر ترمساً لديهم القدرة والمعرفة المطلوبة لمعالجة الإفصاحات الإدارية، فمن المتوقع أن يقوم المستثمرون الأكثر ترمساً بمعالجة المعلومات بأسلوب أكثر منهجية وتحليلاً، وتمكن هذه المعالجة المنهجية القراء من فهم الرسالة المنقولة بشكل أفضل، وتمنعهم من التأثر بسمات نصية مثل الميل اللغوي، ونتيجة لذلك، فإن المستثمرين الأكثر ترمساً هم أقل عرضة للمعانة من تأثيرات السمات النصية. في الواقع، قد يكون المستثمرون الأكثر ترمساً هم أكثر تشككاً بشأن الإفصاحات حيث يتم استخدام لغة إيجابية جنباً إلى جنب مع المقروئية المنخفضة. من المرجح أيضاً أن يكون لدى المستثمرين الأكثر ترمساً فهم أفضل بشأن إفصاحات الإدارة وأن يروا من خلالها نوايا الإدارة لخدمة مصلحتها الشخصية. المقروئية المنخفضة تحجب المعلومات المنقولة في الإفصاح وتؤدي إلى مزيد من الشك حول مصداقية المعلومات المفضح عنها (Tan et al., 2014: 280-281).

تتطلب قراءة وتفسير جزء كبير من النص جهوداً معرفية كبيرة من جانب القارئ لتحليل المعلومات الواردة في تقارير الشركات. ونتيجة لذلك، فإن الإفصاحات المعقدة نصياً بدرجة أكبر تخلق حواجز إضافية أمام رغبة المستثمرين وقدرتهم على معالجة الملفات، وبالتالي تشكل عائقاً مهماً أمام حركة تداول الأسهم. تحد مشكلة الاختيار العكسي adverse selection من النشاط التجاري للمستثمرين غير المطلعين ويجبرهم على ثبات الأسعار لأن هؤلاء المستثمرين يصبحون أقل رغبة في التداول بتكلفة منخفضة في ظل وجود المستثمرين الذين لديهم معلومات فائقة. نتيجة لذلك، ينخفض الطلب على أسهم الشركة، مما يُترجم إلى مستويات أقل من سيولة الأسهم. من المقبول عموماً بين علماء المحاسبة والتمويل أن المستوى الأعلى من الإفصاح العام يعمل كآلية قوية تتغلب من خلالها الشركات على مشاكل الاختيار العكسي من خلال نشر المعلومات الخاصة وبالتالي تعزيز سيولة أسهمها (Diamond and

(Verrecchia, 1991). تتفق مجموعة كبيرة من الأدلة الإمبريقية مع فكرة أن الإفصاح الأكبر يضيق الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين ويحسن سيولة الأسهم. على وجه التحديد، توصلت دراستي (Welker, 1995; Heflin et al., 2005) إلى أن سياسة الإفصاح المدروسة تخفض عدم تماثل المعلومات وتعزز السيولة في أسواق الأسهم. قدم (Ascioglu et al., 2012; Bar-Yosef and Prencipe, 2013; Chung et al., 2009) دليلاً على أن الشركات المتورطة في ممارسات إدارة الأرباح تتكبد تكاليف أكبر فيما يتعلق بمشكلة الاختيار العكسي كما تعاني من انخفاض سيولة الأسهم. فحصت دراسة (Bloomfield and Wilks, 2000) تأثيرات جودة الإفصاح العام على سلوك تداول المستثمرين، وتوصلت تلك الدراسة إلى أن جودة الإفصاح الأفضل تزيد من طلب المستثمرين على الأسهم مما يؤدي إلى تحسين سيولة الأسهم. بشكل عام، تؤكد الأبحاث السابقة على وجود علاقة قوية بين جودة الإفصاح عن معلومات الشركات وسيولة أسهمها. حولت الدراسة التركيز إلى ما هو أبعد من مقاييس جودة المعلومات المستندة إلى الكمية واستخدمت تركيبات بديلة مستمدة من أدبيات اللغويات الحاسوبية التي تستند إلى السمات النحوية ودلالات الألفاظ المتعلقة بالتقارير السنوية. الملفات المعقدة نصياً بدرجة أكبر (أي أقل مقروئية) من المرجح أن تعيق قدرة المستثمرين على استنتاج الملائمة القيمة للمعلومات لأن هذه الملفات تتطلب المزيد من الوقت والجهد لمعالجتها وتحليلها مما يُترجم إلى تداول أقل وبالتالي انخفاض سيولة الأسهم. (Boubaker et al., 2019: 160-161).

تتفاعل أسواق الأوراق المالية بشكل أقل تماماً مع المعلومات الأكثر تكلفة لاستخراجها من الإفصاحات العامة لأن العائد الناتج من تداول الأوراق المالية على أساس هذه المعلومات لا يكفي لتغطية تكلفة الاستخراج (Bloomfield, 2002). نتيجة لذلك، يمتلك المديرون المزيد من الحوافز التي تجعل من الصعب على المستثمرين الإفصاح عن المعلومات التي يمكن أن تؤثر سلباً على أسعار أسهم شركاتهم (Laksmana et al., 2012: 188). تؤدي زيادة مقروئية التقرير إلى زيادة حجم التداول. المعلومات الأكثر دقة تؤدي إلى حجم تداول أكبر (Kim and Verrecchia, 1991). حيث أن زيادة المقروئية تعني إشارة أكثر دقة

والتي من المحتمل أن تكون أكثر إفادة للمستثمرين وبالتالي من المرجح أن تزيد التقارير الأكثر مقروئية من حجم التداول (De Franco et al., 2015: 79).

توجد أدلة إمبريقية على أن الشركات تعمل في اتجاه معاكس من خلال توفير نص أقل مقروئية حيث أشارت دراستي (Li, 2008; Bloomfield, 2008) إلى أن المديرين يقدمون إفصاحات أقل مقروئية بهدف التشويش على المستثمرين مما يؤدي في النهاية إلى سلوك تداول منخفض وتغير أقل في التقييم وردود أفعال ضعيفة من جانب المستثمرين (Miller, 2010; Rennekamp, 2012; You and Zhang, 2009)، ويسبب هذا وجود مصدر قلق للمستثمرين غير المطلعين خاصة عندما يكون هناك المزيد من عدم التأكد بشأن توقعات السوق وأداء الشركات (Bhardwaj and Imam, 2019: 42).

توصلت دراسة (Rennekamp, 2012: 1324) إلى وجود أدلة من الدراسات دعمت فكرة أن قراءة الإفصاح تؤثر على المستثمرين حيث أظهر (You and Zhang, 2009) أن رد فعل السوق تجاه الملفات يكون أكثر حدة مع زيادة طول التقرير (وربما تعقيده). استخدم (Miller, 2010) الاقتراحات اللغوية في دليل اللغة الإنجليزية البسيطة لتطوير مقياس المقروئية، وقدم دليلاً على العلاقة بين تحسين مقروئية الإفصاحات وسلوك تداول المستثمرين الصغار. توصل (Miller, 2010) إلى أن الإفصاحات الأكثر مقروئية ترتبط بنشاط تداول أكبر بين صغار المستثمرين (أصحاب صفقات أقل من ٥٠٠٠ دولار) في تاريخ تقديم الملفات. من المحتمل أن يتأثر حجم تداول صغار المستثمرين بمقروئية الإفصاح لأن مقروئية الإفصاح الأقل تحد من كمية المعلومات التي يرغبون في استخراجها أو يمكنهم استخراجها (Bloomfield, 2002; Hirshleifer and Teoh, 2003).

تؤدي التحسينات في مقروئية التقرير إلى زيادة نشاط التداول بين صغار المستثمرين. حجم التداول هو المؤشر الأكثر وضوحاً بشأن استجابة المستثمرين للإفصاحات العامة (Cready and Hurtt, 2002). في حالة الملفات الأكثر تعقيداً، سيختار بعض المستثمرين عدم معالجة التقرير لأن القيام بذلك مكلف للغاية. وبالتالي، لن يشرع هؤلاء المستثمرون في

عمليات تداول استجابة منهم تجاه التقرير المعقد (Bloomfield, 2002). صغار المستثمرين (غير المحترفين) يفتقرون إلى الخبرة الاستثمارية ولديهم نماذج تقييم غير محددة (Maines and McDaniel, 2000). بالتحديد، يميل هؤلاء المستثمرون غير المحترفين إلى قراءة القوائم المالية بالترتيب المقدم من الشركة وبالتالي من المرجح أن يتأثروا بتقارير أكثر تعقيداً مقارنة بالمستثمرين الأكثر تطوراً (المحللين الماليين) الذين يستخدمون استراتيجيات البحث عن المعلومات الموجهة لتحليل القوائم المالية (Bouwman et al., 1987; Hunton and McEwen, 1997). على الرغم من أن الأدلة العملية تشير إلى أن صغار المستثمرين هم أكثر عرضة للتأثر بسمات التقرير، تشير أبحاث أخرى إلى أنه حتى المستثمرين المتمرسين يتأثرون بتعقيد المعلومات (Miller, 2010: 2110-2111).

رابعاً: العلاقة بين مقروئية التقارير المالية وتكلفة الديون

توصلت دراسة (Bonsall and Miller, 2017: 608-609) إلى أن وكالات تصنيف السندات مثل Moody's Investors Service (Moody's) and Standard & Poor's (S&P) تلعب دوراً مهماً في سوق السندات من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المصدرين ومستثمري السندات والعمل كآلية تعاقدية لمراقبة المصدرين. نظراً لضخامة تأثير وكالات التصنيف الائتماني على المستثمرين في سوق السندات وعقود الديون والالتزام التنظيمي، فإن فهم العوامل التي تؤثر على التصنيفات وتكلفة الديون يعد أمراً مهماً. ركزت الدراسات حول محددات التصنيفات الائتمانية على استخدام وكالات التصنيف المعلومات المحاسبية الكمية (Blume et al., 1998). قد يعتمد المقرضون بشكل أكبر على جودة إفصاح الشركات في حسابات مخاطر التخلف عن السداد (Sengupta, 1998: 461). أشارت دراسة (Tan et al., 2014: 275) إلى أن المستثمرون الأكثر خبرة يتأثروا بالمقروئية مثل المستثمرين الأقل خبرة ولكن ربما يتأثر المستثمرون الأقل خبرة بدرجة أقل، وفي كلتا الحالتين سيكون هناك خلاف بين المستثمرين مما قد يزيد من عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال (Bloomfield and Fischer, 2011).

توصلت دراسة (Ertugrul et al., 2017) إلى أن البنوك تفرض معدلات فائدة أعلى على القروض التي يتم إصدارها للشركات المقترضة ذات ملفات التقارير الأكبر حجماً، ويكون هذا نتيجة قيام الشركات المقترضة بإخفاء الأخبار السيئة من خلال التقارير السنوية المعقدة ودعم هذه الحجة من خلال إظهار أن حجم الملف يرتبط بعلاقة موجبة بمخاطر الانهيار اللاحقة (Kim et al., 2019: 1186). إذا كان عدم المقروئية مصدراً لمخاطر المعلومات التي تزيد تكلفة رأس المال الخارجي، فلن يواجه المساهمون في الشركة صعوبة استخراج المعلومات المتعلقة بالتقييم فحسب، بل سيتحملون في نهاية المطاف تكلفة متزايدة للتمويل الخارجي (Ertugrul et al., 2017: 812). أشارت دراسة (Hasan and Habib, 2020: 2) إلى أن الإفصاحات الأقل مقروئية تؤدي إلى زيادة قيود التمويل ومخاطر إعادة التمويل (Ertugrul et al., 2017). أشارت دراسة (Xu et al., 2020: 346-347) إلى أن الشركات التي لديها تقارير سنوية أقل مقروئية تعاني من ارتفاع تكلفة الديون ورأس المال (Rjiba et al., 2021). التقارير المالية الأكثر مقروئية تؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال حيث تشير هذه التقارير إلى انفتاح المدير على مشاركة المعلومات مما يؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل (Ertugrul et al., 2017).

تصميم البحث

عينة وفترة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في عينة عشوائية من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري وذلك بعد استبعاد البنوك والشركات المالية وشركات التأمين نظراً لطبيعتها الخاصة، وتتمثل العينة في عدد ١١٠ شركة مقيدة في سوق الأوراق المصري وذلك عن الفترة من عام ٢٠١٥ إلى عام ٢٠١٩.

متغيرات الدراسة

المتغير التابع (تكاليف الوكالة)

يميل المديرون أصحاب المصالح الذاتية إلى تعظيم فائدتهم من خلال السلوك الانتهازي بما في ذلك الاستثمار غير الفعال والاستهلاك المفرط للامتيازات الممنوحة لهم، لذلك تستخدم الدراسة منهج دراسة (Ang et al., 2000)، واستخدام نسبة تكاليف التشغيل، المشار إليها Agency_cost₁ لقياس تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين. هذا يمكن أن يجسد استهلاك الامتيازات الإدارية وبالتالي يعكس الكفاءة في التحكم في تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين. نسبة تكاليف التشغيل تساوي نسبة مجموع التكاليف الإدارية وتكلفة المبيعات إلى الإيرادات. فكلما ارتفعت النسبة، ارتفعت تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين. من خلال دراسة (Jiang et al., 2010)، تقيس الدراسة الحالية تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية من خلال نسبة الحسابات المدينة الأخرى إلى إجمالي الأصول، والمشار إليها Agency_cost₂. يميل كبار المساهمين إلى مصادرة مصالح الأقلية من المساهمين من خلال السيطرة على أموال الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية. عادة ما تكون هذه المصادرة في شكل مبيعات مستحقة وحسابات مدينة أخرى في القوائم المالية، وتعتبر الحسابات المدينة الأخرى هي الوسيلة الرئيسية لكبار المساهمين لمصادرة حصة مساهمي الأقلية (Jiang et al., 2010). لذلك، فإن حجم الحسابات المدينة الأخرى يمكن أن يعكس مدى قيام كبار المساهمين بمصادرة حصة مساهمي الأقلية. بمعنى آخر، كلما ارتفعت نسبة الحسابات المدينة الأخرى، ارتفعت تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين ومساهمي الأقلية (Luo et al., 2018: 193).

المتغيرين المستقلين

يمكن قياس مقروئية التقرير السنوي من خلال عدد الجمل ومتوسط طول الجملة ونسبة الكلمات المعقدة (Hwang and Kim, 2017; Li, 2008; Lo et al., 2017). ومع ذلك، أشار (Loughran and McDonald, 2014a) إلى أن هذه المقاييس قد تفشل في مقروئية مستندات الأعمال (مثل القوائم المالية) لأن متوسط طول الجملة ونسبة الكلمات المعقدة ليست من العوامل المهمة للمقروئية في العديد من المواقف، وبالتالي فإن النتائج

المستددة إلى هذه المقاييس تكون نتائج متحيزة. وبناءً على ذلك، يوصي الباحثون بأن حجم ملف التقارير يجب أن يكون مقياساً أفضل يعبر عن مقروئية التقارير السنوية، ويمكن قياس مقروئية التقارير من خلال طول التقارير السنوية (Loughran and McDonald, 2014a; Li, 2008; De Franco et al., 2015).

تعتمد كفاءة نقل المعلومات إلى حد كبير على مدى إمكانية حصول المستخدمين على المعلومات. ينعكس حجم المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في التقارير بشكل مباشر من خلال طول هذه التقارير. كلما تم الإفصاح عن المزيد من المعلومات في التقارير السنوية، زادت صعوبة استخراج المعلومات ذات القيمة المضافة للمستخدمين. إن محتوى التقارير السنوية ممل نسبياً ويصعب فهمه، فمن غير المحتمل أن تثير التقارير السنوية الطويلة اهتمام المستخدمين للقراءة، خاصة مع التوافر الحالي للمعلومات بشكل كبير جداً مما يسبب القراءة السطحية. يمكن إنشاء متغير مستقل يتمثل في الصفحات لقياس طول التقارير السنوية. من أجل فهم وتفسير أفضل، يتم حساب اللوغاريتم الطبيعي للمتغير المستقل ليتم الحصول على $Readability_1$ & $Readability_2$ كمقياس لمقروئية التقرير السنوي. تمثل القيمة الأكبر مقروئية أعلى للتقارير السنوية (Luo et al., 2018: 194).

المتغير المنظم

لاختبار الفرض الثاني للدراسة الحالية، يمكن بناء متغير منظم يتمثل في جودة المراجعة الخارجية وتقاس من خلال متغير وهمي BIG_4 يأخذ "واحد" إذا كان المراجع الخارجي للشركة من المراجعين الأربعة الكبار ويأخذ "صفر" بخلاف ذلك (Becker et al., 1998; Francis and Yu, 2009). يمكن تحسين مقروئية التقارير المتكاملة بشكل أفضل عندما يتم مراجعة الشركات من خلال مكاتب المراجعة من الأربعة الكبار (Pavlopoulos et al., 2019: 27).

المتغيرات الضابطة

من خلال الدراسات السابقة (على سبيل المثال: Jiang et al., 2010)، توجد مجموعة من العوامل التي قد تتعلق بشكل منهجي بتكاليف الوكالة للشركات. على وجه

التحديد، تشمل المتغيرات الضابطة حجم الشركة، الرافعة المالية، وكثافة رأس المال، ونمو المبيعات، وفترة قيد الشركة، وتركز الملكية، وهيكل المساهم الكبير المتعدد، وحجم مجلس الإدارة، واستقلالية مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي (Luo et al., 2018: 194; Ahmad and Maochun, 2019: 19).

التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

يمكن عرض التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة وقياسها من خلال الجدول التالي:

م	المتغير	التصنيف	مصطلح المتغير	القياس الكمي للمتغير
١	تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين	متغيرين	Agency_cost _{t+1}	نسبة تكاليف التشغيل (نسبة مجموع التكاليف الإدارية وتكلفة المبيعات إلى الإيرادات في السنة t+1).
٢	تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية		Agency_cost _{2t+1}	نسبة الحسابات المدينة الأخرى إلى إجمالي الأصول في السنة t+1.
٣	طول التقرير المالي السنوي	متغيرين	Readability _{1t}	اللوغاريتم الطبيعي لمجموع صفحات التقرير السنوي في السنة t.
٤	حجم ملف التقرير المالي السنوي		Readability _{2t}	اللوغاريتم الطبيعي لحجم ملف التقارير السنوية في السنة t.
٥	جودة المراجعة الخارجية	متغير	BIG _{4t}	متغير وهمي يأخذ "واحد" إذا كان المراجع الخارجي للشركة من المراجعين الأربعة الكبار ويأخذ "صفر" بخلاف ذلك السنة t.
٦	حجم الشركة	متغيرات ضابطة	SIZE _t	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في السنة t.
٧	الرافعة المالية		LEVERAGE _t	نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول في السنة t.
٨	كثافة رأس المال		TANGIBLE _t	نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول في السنة t.
٩	نمو المبيعات		GROWTH _t	معدل نمو المبيعات بين السنة t-1 والسنة t.
١٠	عمر قيد الشركة		LISTAGE _t	عدد سنوات قيد الشركة بسوق الأوراق المالية المصري حتى السنة t.
١١	تركز الملكية		TOP _{1t}	نسبة أسهم أكبر مساهم إلى إجمالي الأسهم في السنة t.

متغير وهمي يأخذ "واحد" إذا كانت المساهمة التي يملكها ثاني أكبر مساهم أكبر من ٥ ٪ ويأخذ "صفر" بخلاف ذلك في السنة t.	BLOCKS _t	هيكل المساهم الكبير المتعدد	١٢
اللوغاريتم الطبيعي لعدد أعضاء مجلس الإدارة في السنة t.	Bsize _t	حجم مجلس الإدارة	١٣
نسبة المديرين المستقلين في مجلس الإدارة في السنة t.	INDBOARD _t	استقلالية مجلس الإدارة	١٤
متغير وهمي يأخذ "واحد" إذا كان شخص واحد يشغل منصب رئيس المجلس والعضو المنتدب وتأخذ "صفر" بخلاف ذلك في السنة t.	DUALITY _t	ازدواجية الرئيس التنفيذي	١٥

نتائج اختبارات فروض الدراسة

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (المتغيرين التابعين والمتغيرين المستقلين والمتغير المنظم)

	AGENCY_COST ₁	AGENCY_COST ₂	PAGES_R	SIZE_R	BIG4
Mean	0.887530	0.027896	46.70000	7439.048	0.318182
Median	0.875381	0.005479	44.50000	5839.500	0.000000
Maximum	4.173749	1.278981	167.0000	31857.00	1.000000
Minimum	0.000000	0.000000	12.00000	358.0000	0.000000
Std. Dev.	0.476793	0.078062	17.86793	5999.611	0.466301
Skewness	2.763009	10.37415	2.296756	1.269512	0.780720
Kurtosis	17.06043	154.2145	12.92919	4.565742	1.609524
Jarque-Bera	4184.265	427099.0	2194.302	163.1335	80.14452
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	390.5133	12.27415	20548.00	3273181.	140.0000
Sum Sq. Dev.	99.79859	2.675114	140156.4	1.58E+10	95.45455
Observations	440	440	440	440	440

يوضح الجدول السابق الإحصاءات الوصفية للمتغيرين التابعين

AGENCY_COST₁, AGENCY_COST₂ والمتغيرين المستقلين PAGES_R,

SIZE_R (بالاعتماد على القيم الأصلية قبل تحويلها إلى اللوغاريتم الطبيعي سواء بالنسبة

لمجموع صفحات التقرير السنوي أو حجم ملف التقرير السنوي) والمتغير المنظم BIG4 كما

يتضح من الجدول أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث أن قيمة Probability لاختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera أقل من ٥٪. وبالتحديد توضح الإحصاءات الوصفية أن متوسط صفحات التقارير السنوية لشركات عينة الدراسة الحالية بلغ ٤٦.٧ صفحة بينما بلغ متوسط حجم ملفات التقارير السنوية لشركات عينة الدراسة ٧٤٣٩.٠٤٨ KB.

الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة

يوضح الجدول التالي الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة SIZE, LEVERAGE, TANGIBLE, GROWTH, LISTAGE, TOP₁, BLOCKS, BSIZE, INDBOARD, DUALITY كما يتضح من الجدول أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث أن قيمة Probability لاختبار التوزيع الطبيعي Jarque-Bera أقل من ٥٪ عدا متغير SIZE يتبع التوزيع الطبيعي حيث أن قيمة Probability= 0.151497 وهي أكبر من ٥٪.

	SIZE	LEVERAG E	TANGIBL E	GROWT H	LISTA GE	TOP ₁	BLOCK S	BSIZE	INDBOAR D	DUALI TY
Mean	8.84596 1	0.136616	0.205363	0.575225	22.6181 8	0.42841 5	0.74545 5	0.87250 2	0.701384	0.6750 00
Median	8.78797 3	0.028189	0.151436	0.134045	21.0000 0	0.40000 0	1.00000 0	0.84509 8	0.769230	1.0000 00
Maximum	10.7371 5	4.106461	0.948786	86.20975	60.0000 0	0.91700 0	1.00000 0	1.23044 9	1.000000	1.0000 00
Minimum	7.40136 3	0.000000	0.000000	-1.000000	3.00000 0	0.00000 0	0.00000 0	0.60206 0	0.000000	0.0000 00
Std. Dev.	0.63534 8	0.268236	0.197718	4.411585	7.38462 6	0.25413 1	0.43610 1	0.13896 8	0.200996	0.4689 08
Skewness	0.21503 1	8.199442	1.373629	17.08416	1.87552 1	0.34462 5	- 1.126958	0.17038 3	-1.111823	- 0.7472 65
Kurtosis	2.85535 7	112.7013	4.737435	325.7497	9.78545 1	2.13404 6	2.27003 5	2.51114 8	3.738575	1.5584 05
Jarque-Bera	3.77438 2	225560.3	193.7120	1931139.	1102.06 6	22.4572 8	102.904 8	6.51011 9	100.6518	79.049 95
Probability	0.15149 7	0.000000	0.000000	0.000000	0.00000 0	0.00001 3	0.00000 0	0.03857 9	0.000000	0.0000 00
Sum	3892.22 3	60.11105	90.35957	253.0989	9952.00 0	188.502 5	328.000 0	383.900 7	308.6089	297.00 00
Sum Sq. Dev.	177.209 6	31.58624	17.16162	8543.855	23939.8 5	28.3518 2	83.4909 1	8.47799 9	17.73528	96.525 00
Observations	440	440	440	440	440	440	440	440	440	440

نماذج الدراسة

يقوم الباحث في هذا القسم بعرض كل نموذج من النماذج الأربعة للدراسة يليه مباشرة

عرض نتائج النموذج ثم التعليق عليه كما يلي:

نتائج النموذج الأول لاختبار الفرض الأول للدراسة

$$\text{Agency_cost}_{1t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Readability}_{1t} + \alpha_2 \text{Readability}_{2t} + \alpha_3 \text{SIZE}_t + \alpha_4 \text{LEVERAGE}_t + \alpha_5 \text{TANGIBLE}_t + \alpha_6 \text{GROWTH}_t + \alpha_7 \text{LISTAGE}_t + \alpha_8 \text{TOP1}_t + \alpha_9 \text{BLOCKS}_t + \alpha_{10} \text{B_SIZE}_t + \alpha_{11} \text{INDBOARD}_t + \alpha_{12} \text{DUALITY}_t + \varepsilon (1)$$

Dependent Variable: AGENCY_COST1				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Sample: 2015 2018				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 110				
Total panel (balanced) observations: 440				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.135841	0.542545	-0.250377	0.8025
READABILITY1	0.031939	0.059737	0.534658	0.5933
READABILITY2	0.021971	0.014602	1.504677	0.1334
SIZE	0.215227	0.069871	3.080351	0.0022
LEVERAGE	0.040501	0.071629	0.565422	0.5722
TANGIBLE	-0.297151	0.089341	-3.326020	0.0010
GROWTH	-0.006132	0.004704	-1.303563	0.1933
LISTAGE	-0.057537	0.006792	-8.471839	0.0000
TOP1	0.342430	0.162427	2.108210	0.0358
BLOCKS	0.044237	0.194241	0.227741	0.8200
B_SIZE	0.467353	0.098178	4.760279	0.0000
INDBOARD	-0.231134	0.071697	-3.223748	0.0014
DUALITY	0.055150	0.018735	2.943674	0.0035
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.915597	Mean dependent var	4.626533	
Adjusted R-squared	0.883481	S.D. dependent var	3.763237	

S.E. of regression	0.661079	Sum squared resid	138.97 43
F-statistic	28.50928	Durbin-Watson stat	2.0382 65
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.382473	Mean dependent var	1.0041 40
Sum squared resid	268.9077	Durbin-Watson stat	2.1797 01

يلاحظ من الجدول السابق أن النموذج ككل له دلالة إحصائية حيث أن قيمة Prob(F-statistic)= 0.000000 وهي أقل من ٥٪ وبالتحديد لا توجد علاقة بين المتغيرين المستقلين (طول التقرير المالي السنوي أو حجم ملف التقرير المالي السنوي) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين) حيث أن قيمتي Prob. للمتغيرين المستقلين 0.5933 ؛ 0.1334 على التوالي وهما أكبر من ٥٪ لكن توجد علاقة بين المتغيرات الضابطة (حجم الشركة؛ كثافة رأس المال؛ فترة قيد الشركة؛ تركيز الملكية؛ حجم مجلس الإدارة؛ استقلالية مجلس الإدارة؛ ازدواجية الرئيس التنفيذي) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين) حيث أن جميع قيم Prob. لهذه المتغيرات الضابطة أقل من ٥٪ كما يلاحظ عدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل بين الأخطاء حيث أن قيمة Durbin-Watson stat= 2.038265 حيث أنها قريبة جداً من ٢.

نتائج النموذج الثاني لاختبار الفرض الأول للدراسة

$$\text{Agency_cost}_{2t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Readability}_{1t} + \alpha_2 \text{Readability}_{2t} + \alpha_3 \text{SIZE}_t + \alpha_4 \text{LEVERAGE}_t + \alpha_5 \text{TANGIBLE}_t + \alpha_6 \text{GROWTH}_t + \alpha_7 \text{LISTAGE}_t + \alpha_8 \text{TOP1}_t + \alpha_9 \text{BLOCKS}_t + \alpha_{10} \text{B_SIZE}_t + \alpha_{11} \text{INDBOARD}_t + \alpha_{12} \text{DUALITY}_t + \varepsilon \quad (2)$$

Dependent Variable: AGENCY_COST2				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Sample: 2015 2018				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 110				
Total panel (balanced) observations: 440				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob.
C	0.136274	0.039326	3.465203	0.0006

READABILITY1	0.017270	0.006187	2.791612	0.0056
READABILITY2	-0.003409	0.001050	-3.246736	0.0013
SIZE	-0.015040	0.004673	-3.218691	0.0014
LEVERAGE	0.003389	0.002689	1.260363	0.2085
TANGIBLE	0.005372	0.004566	1.176591	0.2402
GROWTH	1.66E-05	3.94E-05	0.419796	0.6749
LISTAGE	0.000555	0.000230	2.409006	0.0166
TOP1	-0.001323	0.007954	-0.166354	0.8680
BLOCKS	-2.74E-05	0.002055	-0.013315	0.9894
B_SIZE	0.000563	0.007171	0.078509	0.9375
INDBOARD	-0.005443	0.005759	-0.945140	0.3453
DUALITY	-0.001921	0.001680	-1.143762	0.2536
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.873051	Mean dependent var	0.078049	
Adjusted R-squared	0.824746	S.D. dependent var	0.097387	
S.E. of regression	0.045758	Sum squared resid	0.665841	
F-statistic	18.07388	Durbin-Watson stat	1.866185	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.538432	Mean dependent var	0.027895	
Sum squared resid	1.234751	Durbin-Watson stat	2.328094	

يلاحظ من الجدول السابق أن النموذج ككل له دلالة إحصائية حيث أن قيمة $Prob(F-statistic) = 0.000000$ وهي أقل من ٥٪ وبالتحديد توجد علاقة بين المتغيرين المستقلين (علاقة موجبة لطول التقرير المالي السنوي أو علاقة سالبة لحجم ملف التقرير المالي السنوي) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية) حيث أن قيمتي $Prob.$ للمتغيرين المستقلين 0.0056 ؛ 0.0013 على التوالي وهما أقل من ٥٪ كما توجد علاقة بين المتغيرين الضابطين (حجم الشركة؛ فترة قيد الشركة) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية) حيث أن قيمتي $Prob.$ لهذين المتغيرين الضابطين أقل من ٥٪. كما يلاحظ عدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل بين الأخطاء حيث أن قيمة $Durbin-Watson stat = 1.866185$ حيث أنها تقترب من ٢.

العلاقة الموجبة لطول التقرير المالي السنوي تتفق مع ما هو متوقع حيث أن زيادة طول التقرير المالي السنوي يؤدي إلى وجود مقروئية تقارير مالية أقل مما يعمل على زيادة

تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية وهذا يعني وجود علاقة سالبة بين مقروئية التقارير المالية وتكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية. أما العلاقة السالبة لحجم ملف التقرير المالي السنوي تختلف عما هو متوقع حيث أن زيادة حجم ملف التقرير المالي السنوي يؤدي إلى وجود مقروئية تقارير مالية أقل مما يعمل على تخفيض تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية وهذا يعني وجود علاقة موجبة بين مقروئية التقارير المالية وتكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية وهذا بخلاف المتوقع.

نتائج النموذج الثالث لاختبار الفرض الثاني للدراسة

$$\text{Agency_cost}_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Readability}_{1t} + \beta_2 \text{Readability}_{2t} + \beta_3 \text{Readability}_{1t} * \text{BIG4}_t + \beta_4 \text{Readability}_{2t} * \text{BIG4}_t + \beta_5 \text{BIG4}_t + \beta_6 \text{SIZE}_t + \beta_7 \text{LEVERAGE}_t + \beta_8 \text{TANGIBLE}_t + \beta_9 \text{GROWTH}_t + \beta_{10} \text{LISTAGE}_t + \beta_{11} \text{TOP1}_t + \beta_{12} \text{BLOCKS}_t + \beta_{13} \text{B_SIZE}_t + \beta_{14} \text{INDBOARD}_t + \beta_{15} \text{DUALITY}_t + \varepsilon \quad (3)$$

Dependent Variable: AGENCY_COST1				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Sample: 2015 2018				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 110				
Total panel (balanced) observations: 440				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.406630	0.550444	-0.738731	0.4606
READABILITY1	-0.057687	0.080788	-0.714046	0.4757
READABILITY2	0.006513	0.015366	0.423887	0.6719
READABILITY1*BIG4	1.108782	0.308432	3.594899	0.0004
READABILITY2*BIG4	0.072381	0.040659	1.780170	0.0760
BIG4	-2.088979	0.485095	-4.306327	0.0000
SIZE	0.251116	0.066718	3.763825	0.0002
LEVERAGE	0.074739	0.067827	1.101903	0.2713
TANGIBLE	-0.227296	0.097002	-2.343216	0.0197
GROWTH	0.000888	0.005487	0.161750	0.8716
LISTAGE	-0.058448	0.007506	-7.787229	0.0000
TOP1	0.251740	0.245796	1.024186	0.3065
BLOCKS	0.060359	0.181489	0.332578	0.7397
B_SIZE	0.585263	0.097844	5.981582	0.0000
INDBOARD	-0.110307	0.075846	-1.454348	0.1468

DUALITY	0.030409	0.020074	1.514885	0.1308
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.911545	Mean dependent var	3.937411	
Adjusted R-squared	0.876725	S.D. dependent var	2.991136	
S.E. of regression	0.613076	Sum squared resid	118.3966	
F-statistic	26.17864	Durbin-Watson stat	2.077040	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.384893	Mean dependent var	1.004140	
Sum squared resid	267.8537	Durbin-Watson stat	2.164815	

يلاحظ من الجدول السابق أن النموذج ككل له دلالة إحصائية حيث أن قيمة $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000000$ وهي أقل من ٥٪ وبالتحديد لا توجد علاقة بين المتغيرين المستقلين (طول التقرير المالي السنوي أو حجم ملف التقرير المالي السنوي) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين) حيث أن قيمتي Prob. للمتغيرين المستقلين 0.4757 ؛ 0.6719 على التوالي وهما أكبر من ٥٪ ولكن في ظل وجود المتغير المنظم (جودة المراجعة الخارجية) أصبح هناك علاقة بين المتغير المستقل (طول التقرير المالي السنوي) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين) حيث أن قيمة Prob. لهذا المتغير المستقل 0.0004 وهي أقل من ٥٪ وهي علاقة موجبة بما يتفق مع ما هو متوقع حيث أن زيادة طول التقرير المالي السنوي يؤدي إلى وجود مقروئية تقارير مالية أقل مما يعمل على زيادة تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين وهذا يعني وجود علاقة سالبة بين مقروئية التقارير المالية وتكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين في ظل وجود جودة المراجعة الخارجية.

كما توجد علاقة بين المتغيرات الضابطة (حجم الشركة؛ كثافة رأس المال؛ فترة قيد الشركة؛ حجم مجلس الإدارة) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين) حيث أن جميع قيم Prob. لهذه المتغيرات الضابطة أقل من ٥٪ كما يلاحظ عدم وجود ارتباط ذاتي

متسلسل بين الأخطاء حيث أن قيمة Durbin-Watson stat= 2.077040 حيث أنها تقترب من ٢.

نتائج النموذج الرابع لاختبار الفرض الثاني للدراسة

$$\text{Agency_cost}_{2t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{Readability}_{1t} + \beta_2 \text{Readability}_{2t} + \beta_3 \text{Readability}_{1t} * \text{BIG}_{4t} + \beta_4 \text{Readability}_{2t} * \text{BIG}_{4t} + \beta_5 \text{BIG}_{4t} + \beta_6 \text{SIZE}_{t} + \beta_7 \text{LEVERAGE}_{t} + \beta_8 \text{TANGIBLE}_{t} + \beta_9 \text{GROWTH}_{t} + \beta_{10} \text{LISTAGE}_{t} + \beta_{11} \text{TOP}_{1t} + \beta_{12} \text{BLOCKS}_{t} + \beta_{13} \text{BSIZE}_{t} + \beta_{14} \text{INDBOARD}_{t} + \beta_{15} \text{DUALITY}_{t} + \varepsilon \quad (4)$$

Dependent Variable: AGENCY_COST2				
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)				
Sample: 2015 2018				
Periods included: 4				
Cross-sections included: 110				
Total panel (balanced) observations: 440				
Linear estimation after one-step weighting matrix				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.133801	0.041874	3.195316	0.0015
READABILITY1	0.014957	0.006827	2.190692	0.0292
READABILITY2	-0.004096	0.001365	-3.001665	0.0029
READABILITY1*BIG4	0.012402	0.012801	0.968808	0.3334
READABILITY2*BIG4	0.003937	0.002252	1.748742	0.0813
BIG4	-0.036586	0.022181	-1.649401	0.1001
SIZE	-0.013057	0.004773	-2.735618	0.0066
LEVERAGE	0.004238	0.002756	1.537608	0.1251
TANGIBLE	0.003563	0.005338	0.667504	0.5049
GROWTH	2.46E-05	4.31E-05	0.570518	0.5687
LISTAGE	0.000247	0.000167	1.474958	0.1412
TOP1	-0.000145	0.007143	-0.020249	0.9839
BLOCKS	0.000169	0.001859	0.090803	0.9277
B_SIZE	0.000413	0.008413	0.049135	0.9608
INDBOARD	-0.007607	0.006061	-1.255202	0.2103
DUALITY	-0.001960	0.001588	-1.234596	0.2179
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.878765	Mean dependent var	0.073513	
Adjusted R-squared	0.831040	S.D. dependent var	0.089657	
S.E. of regression	0.045088	Sum squared resid	0.640377	
F-statistic	18.41330	Durbin-Watson stat	1.842640	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Unweighted Statistics			
R-squared	0.538829	Mean dependent var	0.027895
Sum squared resid	1.233689	Durbin-Watson stat	2.331859

يلاحظ من الجدول السابق أن النموذج ككل له دلالة إحصائية حيث أن قيمة $\text{Prob}(F\text{-statistic}) = 0.000000$ وهي أقل من ٥٪ وبالتحديد توجد علاقة بين المتغيرين المستقلين (طول التقرير المالي السنوي أو حجم ملف التقرير المالي السنوي) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية) حيث أن قيمتي Prob. للمتغيرين المستقلين 0.0292 ؛ 0.0029 على التوالي وهما أقل من ٥٪.

ولكن في ظل وجود المتغير المنظم (جودة المراجعة الخارجية) تلاشت هذه العلاقة وهذا بخلاف المتوقع. كما توجد علاقة بين المتغير الضابط (حجم الشركة) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية) حيث أن قيمة Prob. لهذا المتغير الضابط أقل من ٥٪ كما يلاحظ عدم وجود ارتباط ذاتي متسلسل بين الأخطاء حيث أن قيمة $\text{Durbin-Watson stat} = 1.842640$ حيث أنها تقترب من ٢.

نتائج الدراسة

بناء على النتائج السابقة للنموذجين الأول والثاني يمكن قبول الفرض الأول للدراسة والذي ينص على: "من المتوقع وجود علاقة سالبة بين مقروئية التقارير السنوية وتكاليف الوكالة" ولكن هذه النتيجة مقيدة عندما يكون مقياس مقروئية التقارير السنوية طول التقرير المالي السنوي وأيضاً عندما يكون مقياس تكاليف الوكالة من النوع الثاني وهو تكاليف الوكالة بين كبار المساهمين والأقلية.

أيضاً، بناء على النتائج السابقة للنموذجين الثالث والرابع يمكن قبول الفرض الثاني للدراسة والذي ينص على: "من المتوقع أن تؤثر جودة المراجعة الخارجية على العلاقة السالبة بين مقروئية التقارير السنوية وتكاليف الوكالة". ففي النموذج الثالث وفي ظل وجود المتغير المنظم (جودة المراجعة الخارجية) أصبح هناك علاقة بين المتغير المستقل (طول التقرير المالي السنوي) والمتغير التابع (تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين) وهي علاقة موجبة

بما يتفق مع ما هو متوقع حيث أن زيادة طول التقرير المالي السنوي يؤدي إلى وجود مقروئية تقارير مالية أقل مما يعمل على زيادة تكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين وهذا يعني وجود علاقة سالبة بين مقروئية التقارير المالية وتكاليف الوكالة بين المساهمين والمديرين في ظل وجود جودة المراجعة الخارجية.

تشير هذه النتائج إلى أن مقروئية التقرير السنوي لها تأثير على تخفيض تكاليف الوكالة للشركات إذا تم مراجعة التقارير السنوية للشركات من خلال المراجعين من الأربعة الكبار. بشكل عام، تشير هذه النتائج إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين مقروئية التقرير السنوي وتكاليف الوكالة للشركات المصرية المقيدة، وأيضاً توجد هذه العلاقة السالبة في الشركات المصرية التي تتمتع بجودة مراجعة خارجية مرتفعة.

الدراسة الحالية تمت في بيئة الأعمال المصرية وتتفق نتائجها المقيدة (كما سبق بيانه أعلاه) مع تلك النتائج التي تم التوصل إليها من خلال دراسة (Luo et al., 2018) التي تمت في بيئة الأعمال الصينية، ودراسة (Ahmad and Maochun, 2019) التي تمت في باكستان إلا أن البحث يزال مستمراً في بيئة الأعمال المصرية خاصة فيما يتعلق بمقروئية التقارير المالية السنوية وإمكانية قياسها سواء من خلال طول/أو حجم التقارير المالية السنوية.

مراجع الدراسة

- Abernathy, J. L., Guo, F., Kubick, T. R. and Masli, A., 2019, Financial statement footnote readability and corporate audit outcomes, *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 38(2): 1-26.
- Adelberg, A. H., 1982, An empirical evaluation of the communication of authoritative pronouncements in accounting, *Accounting & Finance*, 22(2): 73-94.
- Ahmad, M., and Maochun, Z., 2019, Readability of annual reports and the agency problem of corporation in the context of Pakistan, *International Journal of Tax Economics and Management*, 2(5): 13-27.
- Ajina, A., Laouiti, M. and Msolli, B., 2016, Guiding through the fog: Does annual report readability reveal earnings management?, *Research in International Business and Finance*, July, 38: 509-516.
- Anderson, M. J., 1988, A comparative analysis of information search and evaluation behavior of professional and non-professional financial analysts, *Accounting, Organizations and Society*, 13(5): 431-446.
- Ang, J. S., Cole, R. A. and Lin, J. W., 2000, Agency costs and ownership structure, *The Journal of Finance*, February, 55(1): 81-106.
- Antweiler, W., Frank, M. Z., 2004, Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards, *The Journal of Finance*, 59(3): 1259-1294.
- Asay, H. S., Elliott, W. B. and Rennekamp, K., 2017, Disclosure readability and the sensitivity of investors' valuation judgments to outside information, *The Accounting Review*, 92(4): 1-25.
- Ascioglu, A., Hegde, S., Krishnan, G. and McDermott, J., 2012, Earnings management and market liquidity, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 38(2): 257-274.
- Asthana, S., Balsam, S. and Sankaraguruswamy, S., 2004, Differential response of small versus large investors to 10-K filings on EDGAR, *The Accounting Review*, 79(3): 571-589.
- Barron, O. E., Byard, D. and Enis, C. R., 2004, Leveling the informational playing field, *Review of Accounting and Finance*, 3(4): 21-46.
- Bar-Yosef, S. and Prencipe, A., 2013, The impact of corporate governance and earnings management on stock market liquidity in a highly concentrated ownership capital market, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28: 292-316.

- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J. and Subramanyam, K. R., 1998, The effect of audit quality on earnings management, *Contemporary Accounting Research*, Spring, 15(1): 1-24.
- Bedard, J. C. and Johnstone, K. M., 2004, Earnings manipulation risk, corporate governance risk, and auditors' planning and pricing decisions, *The Accounting Review*, 79(2): 277-304.
- Bhardwaj, A. and Imam, S., 2019, The tone and readability of the media during the financial crisis: Evidence from pre-IPO media coverage, *International Review of Financial Analysis*, 63: 40-48.
- Bhattacharya, N., Desai, H. and Venkataraman, K., 2013, Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs, *Contemporary Accounting Research*, 30(2): 482-516.
- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S., 2009, How does financial reporting quality relate to investment efficiency?, *Journal of Accounting and Economics*, 48(2): 112-131.
- Blanco, B. and Dhole, S., 2017, Financial statement comparability, readability and accounting fraud, *Working Paper*, University of Adelaide.
- Blanco, B., Coram, P., Dhole, S. and Kent, P., 2021, How do auditors respond to low annual report readability?, *Journal of Accounting and Public Policy*, 40: 1-14.
- Bloomfield, R. and Fischer, P. E., 2011, Disagreement and the cost of capital, *Journal of Accounting Research*, 49(1): 41-68.
- Bloomfield, R. J. and Wilks, T. J., 2000, Disclosure effects in the laboratory: Liquidity, depth, and the cost of capital, *The Accounting Review*, 75(1): 13-41.
- Bloomfield, R. J., 2002, The "Incomplete Revelation Hypothesis" and financial reporting, *Accounting Horizons*, September, 16(3): 233-243.
- Bloomfield, R., 2008, Discussion of annual report readability, current earnings, and earnings persistence, *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3): 248-252.
- Bloomfield, R., Libby, R. and Nelson, M. W., 1996, Communication of confidence as a determinant of group judgment accuracy, *Organizational Behavior and Human Decision Process*, 68(3): 287-300.

- Blume, M. E., Lim, F. and Mackinlay, A. C., 1998, The declining credit quality of U.S. corporate debt: Myth or reality?, *The Journal of Finance*, 53(4): 1389-1413.
- Bonsall IV, S. B., Leone, A. J., Miller, B. P., and Rennekamp, K., 2017, A plain English measure of financial reporting readability, *Journal of Accounting and Economics*, 63: 329-357.
- Bonsall, S. B. and Miller, B. P., 2017, The impact of narrative disclosure readability on bond ratings and the cost of debt, *Review of Accounting Studies*, 22(2): 608-643.
- Boubaker, S., Gounopoulos, D. and Rjiba, H., 2019, Annual report readability and stock liquidity, *Financial Markets, Institutions, and Instruments*, 28: 159-186.
- Bouwman, M. J., Frishkoff, P. A. and Frishkoff, P., 1987, How do financial analysts make decisions? A process model of the investment screening decision, *Accounting, Organizations and Society*, 12(1): 1-29.
- Bozanic, Z. and Thevenot, M., 2015, Qualitative disclosure and changes in sell-side financial analysts' information environment, *Contemporary Accounting Research*, 32(4): 1595-1616.
- Brown, S. and Hillegeist, S. A., 2007, How disclosure quality affects the level of information asymmetry, *Review of Accounting Studies*, 12: 443-477.
- Bushee, B. J., Gow, I. D. and Taylor, D. J., 2018, Linguistic complexity in firm disclosures: Obfuscation or information?, *Journal of Accounting Research*, 56(1): 85-121.
- Casey, C., 1980, Variation in accounting information load: The effect on loan officers' predictions of bankruptcy, *The Accounting Review*, 55(1): 36-49.
- Chung, H., Sheu, H.-J. and Wang, J.-L., 2009, Do firms' earnings management practices affect their equity liquidity?, *Finance Research Letters*, 6(3): 152-158.
- Clarkson, P. M., Kao, J. L. and Richardson, G. D., 1994, The voluntary inclusion of forecasts in the MD&A section of annual reports, *Contemporary Accounting Research*, 11(1): 423-450.
- Clatworthy, M. and Jones, M. J., 2001, The effect of thematic structure on the variability of annual report readability, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 14(3): 311-326.

- Clinch, G., Fuller, D., Govendir, B. and Wells, P., 2012, The accrual anomaly: Australian evidence, *Accounting and Finance*, 52(2): 377-394.
- Core, J. E., 2001, A review of the empirical disclosure literature: discussion, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3): 441-456.
- Courtis, J. K., 1998, Annual report readability variability: tests of the obfuscation hypothesis, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 11(4): 459-471.
- Courtis, J. K., 2004, Corporate report obfuscation: artefact or phenomenon?, *The British Accounting Review*, 36(3): 291-312.
- Cready, W. M. and Hurtt, D. N., 2002, Assessing investor response to information events using return and volume metrics, *The Accounting Review*, 77(4): 891-909.
- Cui, X. C., 2016, Calisthenics with Words: The Effect of Readability and Investor Sophistication on Investors' Performance Judgment, *International Journal of Financial Studies*, 4(1): 1-14.
- Daily, C. M., Dorsey, R. W. and Kumar, G., 2010, Readability of tax court opinions, *Advances in Taxation*, 19: 171-183.
- De Franco, G., Hope, O.-K., Vyas, D. and Zhou, Y., 2015, Analyst report readability, *Contemporary Accounting Research*, 32(1): 76-104.
- DeFond, M. L., 2010, Earnings quality research: Advances, challenges and future research, *Journal of Accounting and Economics*, 50(2): 402-409.
- DeFond, M. L., Lim, C. Y. and Zang, Y., 2016, Client conservatism and auditor-client contracting, *The Accounting Review*, 91(1): 69-98.
- Dey, A., 2008, Corporate governance and agency conflicts, *Journal of Accounting Research*, December, 46(5): 1143-1181.
- Diamond, D. W. and Verrecchia, R. E., 1991, Disclosure, liquidity, and the cost of capital, *The Journal of Finance*, 46(4): 1325-1359.
- Doyle, J. T., Ge, W. and McVay, S., 2007a, Accruals quality and internal control over financial reporting, *The Accounting Review*, 82(5): 1141-1170.
- Doyle, J., Ge, W. and McVay, S., 2007b, Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2): 193-223.
- Eisenhardt, K. M., 1989, Agency Theory: An Assessment and Review, *Academy of Management Review*, 14(1): 57-74.

- Elliott, W. B., 2006, Are investors influenced by pro forma emphasis and reconciliations in earnings announcements?, *The Accounting Review*, 81(1): 113-133.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J. and Wan, C., 2017, Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2): 811-836.
- Farber, D. B., 2005, Restoring trust after fraud: does corporate governance matter?, *The Accounting Review*, 80(2): 539-561.
- Francis, J. R. and Yu, M. D., 2009, Big 4 office size and audit quality, *The Accounting Review*, 84(5): 1521-1552.
- Frederickson, J. R. and Miller, J. S., 2004, The effects of pro forma earnings disclosures on analysts' and nonprofessional investors' equity valuation judgments, *The Accounting Review*, 79(3): 667-686.
- Guay, W., Samuels, D. and Taylor, D., 2016, Guiding through the fog: financial statement complexity and voluntary disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 62(2): 234-269.
- Hancock, J. T., Curry, L. E., Goorha, S. and Woodworth, M., 2007, On lying and being lied to: a linguistic analysis of deception in computer-mediated communication, *Discourse Processes*, 45(1): 1-23.
- Harjoto, M. A., Laksmana, I. and Lee, W. E., 2020, Female leadership in corporate social responsibility reporting: Effects on writing, readability and future social performance, *Advances in Accounting*, 49: 1-14.
- Hart, O., 1995, *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University Press, New York, USA.
- Hasan, M. M. and Habib, A., 2020, Readability of narrative disclosures, and corporate liquidity and payout policies, *International Review of Financial Analysis*, 68: 1-15.
- Healy, P. M., Palepu, K. G., 2001, Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3): 405-440.
- Heflin, F., Shaw, K. W. and Wild, J. J., 2005, Disclosure policy and market liquidity: Impact of depth quotes and order sizes, *Contemporary Accounting Research*, 22(4): 829-865.
- Henry, E., 2008, Are investors influenced by the way earnings press releases are written?, *Journal of Business Communication*, 45(4): 363-407.

- Hirshleifer, D. and Teoh, S. H., 2003, Limited attention, information disclosure, and financial reporting, *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3): 337-386.
- Hirst, D. E. and Hopkins, P. E., 1998, Comprehensive income reporting and analysts' valuation judgments, *Journal of Accounting Research*, 36: 47-75.
- Hong, H. G. and Kubik, J. D., 2003, Analyzing the analysts: Career concerns and biased earnings forecasts, *The Journal of Finance*, 58(1): 313-351.
- Hooghiemstra, R., Kuang, Y. and Qin, B., 2017, Does obfuscating excessive CEO pay work? The influence of remuneration report readability on say-on-pay votes, *Accounting and Business Research*, 47(6): 695-729.
- Hope, O. K., Kang, T., Thomas, W. B. and Yoo, Y. K., 2008, Culture and auditor choice, A test of the secrecy hypothesis, *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(5): 357-373.
- Hopkins, P. E., 1996, The effect of financial statement classification of hybrid financial instruments on financial analysts' stock price judgments, *Journal of Accounting Research*, 34: 33-50.
- Hu, N., Liu, L. and Zhu, L., 2018, Credit default swap spreads and annual report readability, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 50(2): 591-621.
- Huang, P. and Zhang, Y., 2012, Does enhanced disclosure really reduce agency costs? Evidence from the diversion of corporate resources, *The Accounting Review*, 87(1): 199-229.
- Hunton, J. E. and McEwen, R. A., 1997, An assessment of the relation between analysts' earnings forecast accuracy, motivational incentives, and cognitive information search strategy, *The Accounting Review*, October, 72(4): 497-515.
- Hutton, A. P., Marcus, A. and Tehranian, H., 2009, Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk, *Journal of Financial Economics*, 94(1): 67-86.
- Hwang, B. H., Kim, H. H., 2017, It pays to write well, *Journal of Financial Economics*, 124(2): 373-394.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.

- Jiang, G., Lee, C. and Yue, H., 2010, Tunneling through intercorporate loans: the China experience, *Journal of Financial Economics*, 98(1): 1-20.
- Jin, L., and Myers, S. C., 2006, R2 around the World: New Theory and New Tests, *Journal of Financial Economics*, 79(2): 257-292.
- Jones, M. J. and Shoemaker, P. A., 1994, Accounting narratives: a review of empirical studies of content and readability, *Journal of Accounting Literature*, 13: 142-185.
- Kim, C., Wang, K., and Zhang, L., 2019, Readability of 10-K Reports and Stock Price Crash Risk, *Contemporary Accounting Research*, 36(2): 1184-1216.
- Kim, J. B., and Zhang, L., 2016, Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence, *Contemporary Accounting Research*, 33(1): 412-441.
- Kim, J., Kim, Y. and Zhou, J., 2017, Languages and earnings management, *Journal of Accounting and Economics*, 63(2): 288-306.
- Kim, O., and Verrecchia, R. E., 1991, Trading volume and price reactions to public announcements, *Journal of Accounting Research*, 29(2): 302-321.
- Kothari, S. P., Shu, S. and Wysocki, P. D., 2009, Do managers withhold bad news?, *Journal of Accounting Research*, 47(1): 241-276.
- Kuang, Y. F., Lee, G. and Qin, B., 2020, Does government report readability matter? Evidence from market reactions to AAERs, *Journal of Accounting and Public Policy*, 39: 1-20.
- Kumar, G., 2014, Determinants of Readability of Financial Reports of U.S.-Listed Asian Companies, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6(2): 1-18.
- Lakshmana, I., Tietz, W., Yang, Y. W., 2012, Compensation discussion and analysis (CD&A): readability and management obfuscation, *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(2): 185-203.
- Lang, M. and Stice-Lawrence, L., 2015, Textual analysis and international financial reporting: Large sample evidence, *Journal of Accounting and Economics*, 60(2): 110-135.
- Lawrence, A., 2013, Individual investors and financial disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 56(1): 130-147.
- Lee, Y.-J., 2012, The Effect of Quarterly Report Readability on Information Efficiency of Stock Prices, *Contemporary Accounting Research*, 29(4): 1137-1170.

- Lehavy, R., Li, F. and Merkley, K., 2011, The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts, *The Accounting Review*, 86(3): 1087-1115.
- Lei, Q., Lin, B. X., Wei, M., 2013, Types of agency cost, corporate governance and liquidity, *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(3): 147-172.
- Leuz, C. and Verrecchia, R. E., 2000, The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research*, 38: 91-124.
- Leuz, C., Nanda, D. and Wysocki, P. D., 2003, Earnings management and investor protection: an international comparison, *Journal of Financial Economics*, 69(3): 505-527.
- Li, F., 2008, Annual report readability, current earnings, and earnings persistence, *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3): 221-247.
- Li, Y., and Zhang, L., 2015, Short selling pressure, stock price behavior, and management forecast precision: Evidence from a natural experiment, *Journal of Accounting Research*, 53(1): 79-117.
- Libby, R. and Emett, S. A., 2014, Earnings presentation effects on manager reporting choices and investor decisions, *Accounting and Business Research*, 44(4): 410-438.
- Libby, R., Bloomfield, R. and Nelson, M. W., 2002, Experimental research in financial accounting, *Accounting, Organizations and Society*, 27(8): 775-810.
- Lo, K., Ramos, F. and Rogo, R., 2017, Earnings management and annual report readability, *Journal of Accounting and Economics*, 63(1): 1-25.
- Loughran, T. and McDonald, B., 2011, When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks, *The Journal of Finance*, 66(1): 35-65.
- Loughran, T. and McDonald, B., 2014a, Measuring readability in financial disclosures, *The Journal of Finance*, 69 (4): 1643-1671.
- Loughran, T. and McDonald, B., 2014b, Regulation and financial disclosure: The impact of plain English, *Journal of Regulatory Economics*, 45(1): 94-113.
- Lundholm, R. J., 1991, Public signals and the equilibrium allocation of private information, *Journal of Accounting Research*, 29(2): 322-349.

- Luo, J-h, Li, X. and Chen, H., 2018, Annual report readability and corporate agency Costs, *China Journal of Accounting Research*, 11(3): 187-212.
- MacGregor, D. G., Slovic, P., Dreman, D. and Berry, M., 2000, Imagery, affect, and financial judgment, *Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(2): 104-110.
- Maines, L. A. and McDaniel, L. S., 2000, Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial-statement presentation format, *The Accounting Review*, 75(2): 179-207.
- Mikhail, M. B., Walther, B. R. and Willis, R. H., 1999, Does forecast accuracy matter to security analysts?, *The Accounting Review*, 74(2): 185-200.
- Miller, G. S., 2002, Earnings performance and discretionary disclosure, *Journal of Accounting Research*, 40(1): 173-204.
- Miller, B. P., 2010, The effects of reporting complexity on small and large investor trading, *The Accounting Review*, 85(6): 2107-2143.
- Nelson, K. K. and Pritchard, A. C., 2016, Carrot or stick? The shift from voluntary to mandatory disclosure of risk factors, *Journal of Empirical Legal Studies*, 13(2): 266-297.
- Ng, J., 2011, The effect of information quality on liquidity risk, *Journal of Accounting and Economics*, 52(2): 126-143.
- Pavlopoulos, A., Magnis, C. and Iatridis, G. E., 2019, Integrated reporting: An accounting disclosure tool for high quality financial reporting, *Research in International Business and Finance*, 49: 13-40.
- Petty, R. E., Schumann, D. W., Richman, S. A. and Strathman, A. J., 1993, Positive mood and persuasion: Different roles for affect under high- and low-elaboration conditions, *Journal of Personality and Social Psychology*, 64(1): 5-20.

- Plumlee, M. A., 2003, The effect of information complexity on analysts' use of that information, *The Accounting Review*, 78(1): 275-296.
- Rennekamp, K., 2012, Processing fluency and investors' reactions to disclosure readability, *Journal of Accounting Research*, 50(5): 1319-1354.
- Rjiba, H., Saadi, S., Boubaker, S. and Ding, X. S., 2021, Annual report readability and the cost of equity capital, *Journal of Corporate Finance*, 67: 1-25.
- Sengupta, P., 1998, Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, *The Accounting Review*, 73(4): 459-474.
- Shah, A. K. and Oppenheimer, D. M., 2007, Easy does it: The role of fluency in cue weighting, *Judgment and Decision Making*, 2(6): 371-379.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W., 1997, A survey of corporate governance, *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Simnett, R., 1996, The effect of information selection, information processing and task complexity on predictive accuracy of auditors, *Accounting, Organizations and Society*, 21(7-8): 699-719.
- Smith, D. and Richardson, G., 1999, The readability of Australia's taxation laws and supplementary materials: An empirical investigation, *Fiscal Studies*, 20(3): 321-349.
- Smith, J. E. and Smith, N. P., 1971, Readability: A measure of the performance of the communication function of financial reporting, *The Accounting Review*, 46(3): 552-561.
- Smith, M. and Taffler, R., 1995, The incremental effect of narrative accounting information in corporate annual reports, *Journal of Business Finance and Accounting*, 22(8): 1195-1210.
- Sydserff, R. and Weetman, P., 1999, A texture index for evaluating accounting narratives: An alternative to readability formulae, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 12(4): 459-488.

- Tan, H. T., Wang, E. Y. and Zhou, B. O., 2014, When the use of positive language backfires: The joint effect of tone, readability, and investor sophistication on earnings judgments, *Journal of Accounting Research*, 52(1): 273-302.
- Tan, H. T., Wang, E. Y. and Zhou, B., 2015, How does readability influence investors' judgments? Consistency of benchmark performance matters, *The Accounting Review*, 90(1): 371-393.
- Tetlock, P. C., 2007, Giving content to investor sentiment: the role of media in the stock market, *The Journal of Finance*, 62(3), 1139-1168.
- Twedt, B. and Rees, L., 2012, Reading between the lines: An empirical examination of qualitative attributes of financial analysts' reports, *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1): 1-21.
- Vafeas, N., 2005, Audit committees, boards, and the quality of reported earnings, *Contemporary Accounting Research*, 22(4): 1093-1122.
- Velte, P., 2018, Is audit committee expertise connected with increased readability of integrated reports: Evidence from EU companies, *Problems and Perspectives in Management*, 16(2): 23-41.
- Verrecchia, R., 2001, Essays on disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3): 97-180.
- Welker, M., 1995, Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets, *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 801-827.
- Xu, Q., Fernando, G. D. and Tam, K., 2018, Executive age and the readability of financial reports, *Advances in Accounting*, 43: 70-81.
- Xu, Q., Fernando, G., Tam, K. and Zhang, W., 2020, Financial report readability and audit fees: a simultaneous equation approach, *Managerial Auditing Journal*, 35(3): 345-372.
- You, H. and Zhang, X. J., 2009, Financial reporting complexity and investor underreaction to 10-K information, *Review of Accounting Studies*, 14(4): 559-586.

شركات عينة الدراسة الحالية

م	الشركة	م	الشركة	م	الشركة
١	الألومنيوم العربية	٣٨	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير	٧٥	مطاحن مصر العليا
٢	الحديد والصلب المصرية	٣٩	الوطنية للإسكان للنفابات المهنية	٧٦	مطاحن مصر الوسطى
٣	العز النخيلة للصلب - الإسكندرية	٤٠	مدينة نصر للإسكان والتعمير	٧٧	مطاحن وسط وغرب الدلتا
٤	حديد عز	٤١	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	٧٨	مطاحن ومخابز الإسكندرية
٥	العامه لصناعة الورق - راكتا	٤٢	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	٧٩	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة
٦	اسيك للتعددين - أسكوم	٤٣	وادي كوم امبو لاستصلاح الأراضي	٨٠	مطاحن ومخابز شمال القاهرة
٧	مصر للألومنيوم	٤٤	أسيوط الإسلامية الوطنية للتجارة والتنمية	٨١	اسمنت بورتلاند طرة المصرية
٨	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٤٥	العامه للصوامع والتخزين	٨٢	أكرو مصر للشدات والمقالات المعدنية
٩	الاهرام للطباعة والتغليف	٤٦	القاهرة للخدمات التعليمية	٨٣	الإسكندرية لأسمنت بورتلاند
١٠	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	٤٧	أبوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية	٨٤	البويات والصناعات الكيماوية
١١	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير - إيكون	٤٨	المالية والصناعية المصرية	٨٥	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري
١٢	العربية المتحدة للشحن والتفريغ	٤٩	سماد مصر - إيجيفرت	٨٦	الحديثة للمواد العازلة - مودرن بيتومود
١٣	العربية للصناعات الهندسية	٥٠	سيدي كرير للبتروكيماويات - سيديك	٨٧	السويس للأسمنت
١٤	القناة للتوكيلات الملاحية	٥١	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	٨٨	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري
١٥	الكابلات الكهربائية المصرية	٥٢	مصر لصناعة الكيماويات	٨٩	العربية للخزف - سيراميك ريماس
١٦	المصرية لخدمات النقل والتجارة - إيجيترانس	٥٣	الإسكندرية للغزل والنسيج - سبينالكس	٩٠	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة
١٧	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية	٥٤	الشرقية - إيسترن كومباني	٩١	المصرية لتطوير صناعة البناء - ليفت سلاب
١٨	المركز الطبي الجديد - الإسكندرية	٥٥	العامه لمنتجات الخزف والصيني	٩٢	النصر للأعمال المدنية
١٩	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	٥٦	العربية لحليج الاقطان	٩٣	جنوب الوادي للأسمنت
٢٠	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	٥٧	العربية ويولفارا للغزل والنسيج - يونيراب	٩٤	دلتا للإنشاء والتعمير

٢١	المصرية الدولية للصناعات الدوائية	٥٨	النساجون الشريون للسجاد	٩٥	روبكس لتصنيع البلاستيك
٢٢	النيل للأدوية والصناعات الكيميائية	٥٩	النصر للملابس والمنسوجات - كابو	٩٦	ليسيكو مصر
٢٣	جلاكسو سميثكلين	٦٠	النيل لحليج الاقطان	٩٧	مصر بني سويف للأسمنت
٢٤	مستشفى النزهة الدولي	٦١	جولدن تكس للأصواف	٩٨	مصر للأسمنت - قنا
٢٥	مفغيس للأدوية والصناعات الكيميائية	٦٢	دايس للملابس الجاهزة	٩٩	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
٢٦	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيميائية	٦٣	الإسماعيلية - مصر للدواجن	١٠٠	أوراسكوم للتنمية مصر
٢٧	التعمير والاستشارات الهندسية	٦٤	الدلتا للسكر	١٠١	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
٢٨	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	٦٥	الدولية للمحاصيل الزراعية	١٠٢	رمكو لإنشاء القرى السياحية
٢٩	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	٦٦	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	١٠٣	روداد السياحة - الرواد
٣٠	الشمس للإسكان والتعمير	٦٧	العربية لمنتجات الألبان - آراب ديري - باندا	١٠٤	روداد مصر للاستثمار السياحي
٣١	العالمية للاستثمار والتنمية	٦٨	القاهرة للدواجن	١٠٥	شارم دريمز للاستثمار السياحي
٣٢	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية والتعمير	٦٩	القاهرة للزيوت والصابون	١٠٦	عبر المحيطات للسياحة
٣٣	العربية لاستصلاح الأراضي	٧٠	المصرية للدواجن	١٠٧	مصر للفنادق
٣٤	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية - تعميم	٧١	المنصورة للدواجن	١٠٨	المصرية للاتصالات
٣٥	المتحدة للإسكان والتعمير	٧٢	شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي - نيوداب	١٠٩	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي
٣٦	القاهرة للإسكان والتعمير	٧٣	مصر للزيوت والصابون	١١٠	غاز مصر
٣٧	المجموعة المصرية العقارية	٧٤	مطاحن شرق الدلتا		