



جامعة الزقازيق  
كلية التجارة  
قسم المحاسبة

## أثر مستوى الإفصاح الاختياري على قرار الاستثمار في أسهم الشركات المصرية

إعداد

**السيد جمال محمد علي**

مدرس مساعد بقسم المحاسبة  
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

١٤٣٩هـ - ٢٠١٨م

## مقدمة ومشكلة الدراسة:

يعتبر الاستثمار جوهر عملية التنمية الاقتصادية لما يحققه من زيادة في الطاقة الإنتاجية واستغلال للموارد المادية والبشرية، إلا أن بعض المستثمرين في سوق الأوراق المالية، خاصة في الدول النامية يواجهون مشكلة عدم القدرة على اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وذلك إما لعدم فهم المستثمر للمعلومات المفصّل عنها، أو لعدم كفاية تلك المعلومات لاتخاذ القرار المناسب، الأمر الذي يجعل المستثمر يعتمد على خبرته الشخصية أو على مصادر خارجية في اتخاذ قراره الاستثماري، مما قد يؤثر سلباً على القرار الاستثماري باختيار البديل غير المناسب. (البحيصي، ٢٠٠٩).

ويسعى المستثمرون دائماً من خلال استثماراتهم في الشركات إلى تحقيق المكاسب المادية وبالتالي فهم في حاجة إلى معلومات كافية عن الشركة حتى يتم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب وذلك لأن قرار الاستثمار إن لم يحقق أهداف المستثمر فإنه يحمل المستثمر خسائر نتيجة لاتخاذ القرار غير الصحيح (سويسي، ٢٠٠٧).

وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية كأحد الأنماط الاستثمارية يحتاج إلى تدفق مستمر من المعلومات الملائمة حتى يتمكن المستثمر من دراسة وتقييم البدائل المتاحة أمامه واختيار البديل المناسب ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ، وتعد القوائم المالية التي تعدها الشركات من أهم المصادر التي توفر المعلومات للمستخدمين (المستثمرون، الداننون،... الخ) وهذا هو الهدف الأول من أهداف القوائم المالية (حمزة، ٢٠٠٧).

إلا أنه يمكن القول أن عدم كفاية تلك المعلومات التي توفرها القوائم المالية لاتخاذ القرار المناسب من قبل المستثمرين خصوصاً في ظل أن معيار العرض العام (معيار رقم ١) يقتصر على المعلومات ذات الاستخدام العام فقط مما أدى إلى الحاجة إلى معلومات أخرى، فكلما كان هناك توسع في الإفصاح عن المعلومات كان لذلك دوراً في اتخاذ المستثمر للقرار الاستثماري المناسب. (زيود، ٢٠٠٧).

ويقصد بالإفصاح المحاسبي (Accounting Disclosure) وفقاً لأدبيات المحاسبة بأنه التقرير عن أي مفردة من مفردات المعلومات أو رقم معين. (الشيرازي، ١٩٩٠)، ويطلق على الإفصاح عن المعلومات في إطار الحدود الدنيا الإفصاح الإلزامي (Mandatory Disclosure) (Agca and Onder, 2007).

بينما الإفصاح الاختياري (Voluntary Disclosure) هو الإفصاح الذي يتم عن معلومات زائدة عن معلومات الإفصاح الإلزامي ودون أي متطلب قانوني (Michael and Hagerty, 1997).

ويعد الإفصاح الاختياري بمثابة خيارات حرة من قبل إدارة الشركة لتوفير معلومات محاسبية ومعلومات أخرى في التقارير السنوية للشركة تبدو ملائمة للمستخدمين (المستثمرون، الدائنون،... الخ) لاتخاذ قراراتهم المختلفة (Meek et al., 1995).

وقد أشارت العديد من الدراسات (عبدالكريم، ٢٠٠٣ / Bostosan, 1997 / Akhtaruddin and Hossien, 2008) إلى أن الإفصاح الاختياري يساعد على تخفيض المخاطر المتعلقة بدرجة عدم التأكد المرتبط بالمستقبل، ومن ثم يتجه المستثمرون إلى الشركات التي تقوم بالتوسع في الإفصاح عن المعلومات لأن هذا يساعدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة وفي الأوقات المناسبة.

ولذلك ظهرت الآراء التي تطالب بمزيد من الإفصاح عن معلومات أخرى بخلاف تلك الواردة بالقوائم المالية التقليدية. حيث أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية (في ظل الإفصاح الإلزامي) يعانون دائماً من عدم كفاية المعلومات وبالتالي تقابلهم درجة من عدم التأكد مما يؤثر سلباً على قراراتهم، ومن ثم فإن المزيد من الإفصاح عن المعلومات (من خلال الإفصاح الاختياري) يتوقع أن يكون له أثراً إيجابية على كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن هنا تنعكس تلك الكفاءة على قرارات المستثمرين (الحيزان، ٢٠٠٧).

ولقد حظى الإفصاح الاختيارى باهتمام كبير من الباحثين لدراسة جوانبه المختلفة خاصة فيما يتعلق بالأبعاد المختلفة لتأثيراته والتي من أهمها:

• أثر الإفصاح الاختيارى على درجة السيولة فى سوق الأوراق المالية.  
(Haddad et al., 2009)

• أثر الاختلافات النسبية فى درجة الإفصاح الاختيارى على تكلفة رأس المال.  
(الفولى، ٢٠٠٥)

• أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية على قرار الاستثمار فى الأوراق المالية.  
(الحيزان، ٢٠٠٧)

• أثر الإفصاح عن المسؤولية البيئية والاجتماعية للشركة على قرار الاستثمار.  
(كامل، ٢٠٠٤)

غير أن الدراسات التى اهتمت بدراسة أثر الإفصاح الاختيارى على قرار الاستثمار قد لوحظ عليها أن كل دراسة منها اقتصر على دراسة محور واحد فقط من محاور الإفصاح الاختيارى على قرار الاستثمار حيث اهتمت دراسة (الحيزان، ٢٠٠٧) بدراسة أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية للشركة - أحد بنود الإفصاح الاختيارى- على قرار الاستثمار .

وكذلك اهتمت دراسة (كامل، ٢٠٠٤) بدراسة أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية - أحد بنود الإفصاح الاختيارى - على قرار الاستثمار. بينما لم يلق مستوى الإفصاح الاختيارى (نسبة ما تفصح عنه الشركة من بنود الإفصاح الاختيارى إلى إجمالى البنود التى يتضمنها الإفصاح الاختيارى) نفس القدر من الاهتمام وهذا ما دفع الباحث نحو الاهتمام بتلك المشكلة .

ويمكن التعبير عن مشكلة الدراسة بالتساؤل البحثى التالى :

هل هناك أثر لمستوى الإفصاح الاختيارى الذى تقوم به الشركات المصرية على قرار الاستثمار فى أسهم تلك الشركات ؟

## هدف الدراسة :

تهدف الدراسة لقياس أثر مستوى الإفصاح الاختياري على قرار الاستثمار في أسهم الشركات المصرية ومن خلاله :

- ١- تقديم إطار عام للإفصاح الاختياري.
- ٢- تكوين مؤشر للإفصاح الاختياري يستخدم لقياس مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المصرية المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية.
- ٣- تقييم مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المصرية على مستوى القطاعات المختلفة وعلى مستوى كل محور من محاور المؤشر المستخدم في الدراسة.

## أهمية الدراسة :

تتبع أهمية الدراسة من النقاط التالية:

- التعرف على أهم المعلومات التي يجب أن يتضمنها الإفصاح الاختياري للشركات وذلك من حيث تأثيرها على متخذ قرار الاستثمار ومن ثم تتوافر بها خاصية الملاءمة (أن يكون لتلك المعلومات دور في اتخاذ قرار الاستثمار).
- تعتبر الدراسة إحدى المحاولات لتوفير معلومات ملائمة لمتخذ قرار الاستثمار في الأسهم من خلال الإفصاح الاختياري للشركات ومن ثم زيادة درجة الاعتماد على المعلومات التي يتضمنها الإفصاح بنوعيه الإلزامي والاختياري مما يجنب السوق خطر الاعتماد على الشائعات.
- قلّة الدراسات التي اهتمت بعلاقة الإفصاح الاختياري بمحاوره المختلفة من جهة وقرار الاستثمار من جهة أخرى كما أن كل دراسة من تلك الدراسات إقتصرت على دراسة محور واحد فقط من محاور الإفصاح الاختياري فتناولت بعضها الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركة على قرار الاستثمار وتناول البعض الآخر أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية على قرار الاستثمار في الأسهم. ولم تتناول تلك الدراسات أثر مستوى الإفصاح الاختياري في مجمله العام على قرار الاستثمار.

## الإفصاح الاختياري:

أولاً: مفهوم الإفصاح الاختياري وأهميته:

يقصد بالإفصاح المحاسبي (Accounting Disclosure) وفقاً لأدبيات المحاسبة بأنه الإعلان والتعبير عن أي مفردة من مفردات المعلومات أو رقم معين. (الشيرازي، ١٩٩٠)، ويطلق على الإفصاح عن المعلومات في إطار الحدود الدنيا الإفصاح الإلزامي (Mandatory Disclosure) (Agca and Onder, 2007). بينما الإفصاح الذي يتم عن معلومات زيادة عن معلومات الإفصاح الإلزامي ودون أي تطلب قانوني (Michael and Hagerty, 1997). يسمى بالإفصاح الاختياري (Voluntary Disclosure).

وتعددت الدراسات التي تناولت مفهوم الإفصاح الاختياري فقد أشارت دراسة (Plumlee, et al., 2010) إلى أن المقصود بالإفصاح الاختياري هو حرص الإدارة على تقديم معلومات مالية وغير مالية مادامت تلك المعلومات لها علاقة بمستخدمي التقارير المالية وأصحاب القرار. في حين أشارت دراسة (الرشيدي، ٢٠٠٩) إلى أن الإفصاح الاختياري هو ذلك الإفصاح الذي يقدم بصورة اختيارية حسب حرية الإدارة ورغبتها في تقديم المعلومات التي تعتقد الإدارة أن لها دور في اتخاذ القرارات من جانب المتعاملين مع الشركة، وعرفت دراسة (النجار، ٢٠١١) الإفصاح الاختياري بأنه الإفصاح المكمل للإفصاح الإلزامي وأنه تزداد الحاجة للإفصاح الاختياري من أجل تقليل درجة عدم التأكد التي تحيط بالشركة بسبب عدم كفاية المعلومات التي يوفرها الإفصاح الإلزامي.

ويرى (عبدالكريم، ٢٠٠٣) أن الإفصاح الاختياري يهدف إلى التحقيق الفعال لأهداف الإفصاح الإلزامي وبالتالي لا يوجد اختلاف بين الإفصاح الاختياري والإفصاح الإلزامي في الهدف، ولكن الاختلاف الوحيد في أن ما يتم الإفصاح عنه في إطار المتطلبات الإلزامية والمعايير الإلزامية يسمى بالإفصاح الإلزامي، بينما ما يتم الإفصاح عنه دون تلك المتطلبات الإلزامية

والمعايير الإلزامية فهذا ما يسمى بالإفصاح الاختياري، ويتم الإفصاح الاختياري بناء على قرار من إدارة الشركة. (المطيري، ٢٠١٢)

وقد تناول الأدب المحاسبي ثلاثة أنواع من الإفصاح وعرضها (الفولي، ٢٠٠٥) كما يلي :

#### أ- الإفصاح الكافي (Adequate disclosure)

ويعنى توفير المعلومات الواجب توافرها لما تحدده القوانين والتشريعات والمعايير والجهات المعنية. أى أنه يمثل الحد الأدنى للإفصاح أو الإفصاح عن حد أدنى من المعلومات والذي من شأنه أن يجعل القوائم المالية غير مضللة.

#### ب- الإفصاح العادل (Fair disclosure)

ويعنى ذلك أن يتم الإفصاح عن المعلومات بطريقة تضمن وصول تلك المعلومات بنفس القدر إلى كافة المستفيدين دون تحيز إلى جهة معينة، بمعنى أنه يتضمن هدفاً أو قيماً أخلاقياً، هو تحقيق المعاملة المتكافئة أو المتساوية بين كافة مستخدمي القوائم المالية من خلال معلومات يتم الإفصاح عنها لا تتضمن أى قدر من التحيز لأى فئة، كما أنه يتم الإفصاح عن نفس القدر من المعلومات وفى ذات التوقيت لكافة الأطراف، ولكن نظراً لصعوبة وجود معايير يمكن استخدامها للحكم على مدى توافر العدالة فى التقارير المقدمة للأطراف الخارجية فإن الإفصاح العادل قد يصعب تحقيقه فى بعض الأحيان.

#### ج- الإفصاح الكامل (الشامل) (Full disclosure)

ويعنى توفير كافة المعلومات الملزمة المتاحة للشركة لكافة المستخدمين داخل أو خارج الشركة، وقد يبدو أن هذا الإفصاح يعنى تقديم معلومات غير ضرورية وزائدة قد تخفى فى طياتها معلومات جوهرية وهامة مما قد يؤدي لصعوبة فهم وتفسير القوائم المالية ومن ثم أرباك مستخدمي القوائم المالية والتأثير على قراراتهم عند اتخاذها وكذلك قد يؤدي إلى نشر معلومات تنافسية هامة للشركة تؤدي فى المستقبل إلى الإضرار بالقدرة التنافسية للشركة. إلا أنه يمتاز بأنه يوفر معلومات شاملة لكافة مستخدمي

القوائم المالية داخل وخارج الشركة مما يؤدي إلى تقليل عدم التماثل بينهما وتقليل درجة عدم التأكد واتخاذ قرارات رشيدة على أسس سليمة، ولكنه من جانب آخر يؤدي إلى زيادة التكاليف التي تتحملها الوحدة الاقتصادية.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن الإفصاح الاختياري هو إفصاح عن معلومات تزيد عن المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في ظل الإفصاح الإلزامي، وأن الإفصاح الاختياري يتوقف على رغبة الإدارة في التوسع في الإفصاح من عدمه، كما أن الإفصاح الاختياري يساعد في الحد من محاولات الاستفادة غير المشروعة من المعلومات الداخلية، ويساعد أيضا في تقليل درجة عدم التأكد التي تحيط بالشركة. ومن هنا ظهرت الحاجة إلى التوسع في الإفصاح وبالتالي تظهر أهمية الإفصاح الاختياري.

#### ثانياً: أهداف الإفصاح الاختياري:

ينظر إلى الإفصاح الاختياري على أنه نوع من أنواع الإفصاح الإضافي الذي برزت الحاجة اليه بسبب قصور الإفصاح الإلزامي عن مقابلة كافة الاحتياجات. ولذلك فإن الإفصاح الاختياري يهدف إلى التحقيق الفعال لأهداف الإفصاح التي طرحتها التوصية رقم ١٠٥ الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية وهي (نقلا عن: عبد الكريم، ٢٠٠٣).

١- وصف المفردات التي لم يتم الاعتراف بها في القوائم المالية وتوفير مقاييس هامة وصالحة لهذه المفردات بخلاف المقاييس المنشورة في القوائم المالية.

٢- توفير معلومات لمساعدة المستثمرين والدائنين لتقدير المخاطر والاحتمالات حول ما تم الاعتراف به وما لم يتم الاعتراف به من عناصر القوائم المالية.

٣- توفير معلومات هامة في التقارير الفترية وأى أمور محاسبية أخرى مما تستلزم دراسة أعمق، وقد أضافت دراسة كل من (Mary and Murphy, 1994) بعضاً من التفصيل في أهداف الإفصاح حيث حددا أن عمليات الإفصاح يمكن أن توضع في ثلاثة مجموعات:



أ- الإفصاح العام General Disclosure

ب- الإفصاح المتعلق بهيكل الوحدة المحاسبية Entity Structure Disclosure

ج- الإفصاح المتعلق بالأحداث المتخصصة Specialized Transaction

والإفصاح المتعلق بالوحدة المحاسبية يشمل أمور الاندماج والقوائم المالية الموحدة وتغيير الشكل القانوني للشركة والعمليات الأجنبية والتقارير المالية القطاعية، أما الأحداث المتخصصة فإنها تشمل أمور مثل: التغييرات المحاسبية والعمليات غير المستمرة والمحاسبة عن البنود غير العادية وعمليات إعادة تنظيم الشركة ومشاكل ومعلومات عن موقف الديون والالتزامات المحتملة، وفيما عدا ذلك من إفصاح فإنه يندرج تحت ما يسمى بالإفصاح العام الذي يشمل الأمور الاستراتيجية والبيئية والاجتماعية والتي تعتبر من عناصر الإفصاح الاختياري وقد توصلت الدراسة إلى أنه عند مواجهة تلك المجموعات التي تضم عمليات الإفصاح مع الأهداف السابقة فإنه يبدو واضحا أن هذه الأهداف لاتغطي كافة مجالات وغايات الإفصاح ولذلك فترى الدراسة أن أهداف الإفصاح الاختياري يمكن أن تندرج تحت المجموعات التالية:

- ١- وصف المفردات التي يتم الاعتراف بها في القوائم المالية وتوفير مقاييس لهذه المفردات بخلاف المقاييس الواردة بالقوائم المالية.
- ٢- توفير المعلومات الدورية لمساعدة المستثمرين والداننين في تقدير المخاطر والاحتمالات حول البنود التي يتم الاعتراف بها وتلك التي لم يتم الاعتراف بها.
- ٣- توفير المعلومات التي تساعد مستخدمى القوائم المالية في مقارنة الأرقام مع مثيلاتها لشركات أخرى وكذلك المقارنة لنفس الشركة عبر السنوات المختلفة.
- ٤- توفير معلومات عن التدفقات النقدية المستقبلية الداخلة والخارجة وتوفير المعلومات اللازمة للتنبؤ بتلك التدفقات.
- ٥- مساعدة المستثمرين في تقييم العائد على الاستثمار في الشركة والتنبؤ بهذا العائد مستقبلا.

كما يرى (عبد الكريم، ٢٠٠٣) أن الإفصاح الاختياري لا يختلف عن الإفصاح الإلزامي من حيث الهدف والخلاف الوحيد فقط أن ما يتم الإفصاح عنه في ضوء المتطلبات القانونية والإلزامية هو إفصاح إجباري أما ما يتم الإفصاح عنه اختياريا من خلال قرار تتخذه إدارة الشركة هو إفصاح اختياري، وأنه عندما تتخذ إدارة الشركة قرار بالإفصاح الاختياري من عدمه هنا يتم اتخاذ هذا القرار من خلال المفاضلة بين استراتيجيتين :

**الاستراتيجية الأولى: استراتيجية الإفصاح مسبقا. (الإفصاح الموجه)**

وهنا تفاضل الشركة بين بديلين الإفصاح وعدم الإفصاح وذلك حسب المركز التنافسي لها وإمكانية تأثير الإفصاح عن تلك المعلومات عليه سواء بالسلب أو الإيجاب.

**الاستراتيجية الثانية: استراتيجية الإفصاح بعد ظهور الحقائق.**

وهنا تفاضل الشركة بين بديلين الإفصاح وعدم الإفصاح وذلك حسب النتائج التي توصلت إليها الشركة فإذا كانت نتائج جيدة يكون القرار بالإفصاح وإذا كانت نتائج غير جيدة يكون القرار بعدم الإفصاح.

ويرى الباحث أن الهدف الأساسي للإفصاح الاختياري يتمثل في الإفصاح عن المعلومات التي لا يتم الإفصاح عنها في صلب القوائم المالية ولا في الإيضاحات المتممة مثل الإفصاح عن الأصول البشرية الموجودة بالشركة وكذلك الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية للشركة وذلك من أجل توفير المعلومات اللازمة للمستخدمين الخارجيين كالمقرضين والمستثمرين وغيرهم من المتعاملين.

كما أن الإفصاح الاختياري يجب أن يكون في أعلى مستوياته في الشركات التي تلوث البيئة بسبب نشاطها مثل شركات الأسمدة والكيماويات وذلك لتحسين صورتها أما المستخدم الخارجى خاصة المستثمر الذى قد يفكر فى عدم الاستثمار فى أسهم الشركة وذلك لان تلك الشركات تكون أكثر عرضة للعقوبات والغرامات.

ثالثاً: العوامل المؤثرة في الإفصاح الاختياري: (محددات الإفصاح الاختياري):

من خلال دراسة قام بها (Ross, 1977) تم فيها إجراء العديد من المقابلات مع مجموعة من المديرين التنفيذيين أفادوا جميعاً أنه عند اتخاذهم قراراً بالإفصاح الاختياري فإنهم يقومون بإجراء الموازنة بين منافع الإفصاح الاختياري وتكاليف ومساوئ ذلك الإفصاح، وكذلك أيضاً فإن الكثير من الدراسات التي أجريت في ذلك الموضوع وتناولت العوامل المؤثرة على الإفصاح الاختياري أو محدثات الإفصاح الاختياري كما يلي:

#### ١- حجم الشركة:

حيث أن أغلب الدراسات مثل دراسة (Singhvi and Desai 1971) و (Cooke, 1992) تشير إلى أن الشركات الأكبر حجماً تكون أكثر استعداداً لمزيد من الإفصاح الاختياري وذلك لكثرة المنافع الناتجة من الإفصاح الاختياري لهذه الشركات في مقابل التكاليف التي لا تكون كبيرة بالنسبة لها.

ويتفق الباحث مع ماسبق حيث أن الشركات كبيرة الحجم أكثر استعداداً للتوسع في الإفصاح لأن تلك الشركات يكون لديها القدرات المادية والتكنولوجية الهائلة كما أنها تسعى بالتأكيد إلى تخفيض درجة عدم التأكد عن طريق تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات والتي تنتج نتيجة لنقص المعلومات وعدم توافرها لدى كافة الجهات بنفس الكم وفي نفس التوقيت

#### ٢- ربحية الشركة:

من الطبيعي أن تتجه الشركات التي تحقق أرباحاً مرتفعة إلى الإفصاح الاختياري لتظهر تميزها عن غيرها من الشركات، ويرى (Petersen and Plenborg, 2006) أن هناك علاقة ارتباط بين الأرباح والإفصاح الاختياري للشركات، فكلما زادت ربحية الشركات كلما كان ذلك دافعا قويا لها للإفصاح عن أداها لتحسين صورتها أمام المجتمع مادامت تحقق أرباحاً عالية.

ويتفق رأي الباحث مع الآراء السابقة لأن الشركات ذات الربحية العالية ستكون أكثر الشركات إفصاحاً، وذلك لأن تلك الشركات تخشى من

التعرض لمخاطر في المستقبل نتيجة لعدم تماثل المعلومات ووجود حالة من عدم التأكد لدى مستخدمي القوائم المالية لذلك فإنها ستتوسع في الإفصاح عن المعلومات بطريقه تمكن مستخدمي تلك المعلومات من اتخاذ القرار السليم وكذلك ايضا لان تلك الشركات تكون لديها المقدرة على تحمل تكاليف ذلك الإفصاح.

### ٣- نوع الصناعة:

تعد طبيعة الصناعة من أهم العوامل التي يتوقف عليها الإفصاح الاختياري والمعلومات المفصّح عنها وذلك لأن هناك صناعات معينة يتوجب على الشركات التي تعمل بها أن تتوسع في الإفصاح مثل صناعات الكيماويات والأسمدة والمنظفات وتكرير البترول وخاصة بالإفصاح البيئي لتحديد تأثير تلك الصناعات على البيئة ومدى قدرة الشركة على مواجهة تلك المشاكل وما هي الخطوات التي تتخذها الشركة لمواجهة المشكلات البيئية ( Eng and Mak, 2003 )

ويرى (مقلد، ٢٠٠٨) أن الشركات ذات الحساسية البيئية يكون لديها الاستعداد للتوسع في إفصاحها البيئي عن كافة الالتزامات والتكاليف البيئية ومبرر ذلك أن تلك الشركات قد اكتسبت الخبرات في طرق علاج وتخفيض معدلات التلوث خاصة في ظل وجود لجان للمسؤولية الاجتماعية تراجع وتراقب تلك المعدلات للوقوف على مدى توافقها مع المعدلات المنصوص عليها بالقوانين والتشريعات البيئية.

ويرى الباحث ضرورة قيام الشركات التي تعمل في المجالات ذات الحساسية البيئية بالإفصاح عن الأداء البيئي لها وذلك لأن هذا يعد بمثابة الإشارة إلى نزاهة التقارير المحاسبية لتلك الشركة والتي تعكس نزاهة الشركة نفسها في التعامل مع الجهات التي تستخدم تلك التقارير وذلك يحسن من صورة الشركة أمام المجتمع ويزيد من قدرتها التنافسية وبالتالي تعظيم ربحيتها.

#### ٤- الرفع المالي :

اختلفت آراء الباحثين حول ما إذا كان هناك تأثيراً للرفع المالي على مستوى الإفصاح الاختياري من عدمه. فيرى (الفولى، ٢٠٠٥) أن الشركات التي ترتفع فيها نسبة الرفع المالي يزداد فيها مستوى الإفصاح عن المعلومات وذلك لأن هذه الشركات تعتمد بدرجة كبيرة على مصادر خارجية فى تمويل هيكل رأس المال الخاص بها وبالتالي تتحمل بتكاليف وكالة مرتفعة، لذلك تقوم برفع مستوى الإفصاح وذلك للتأكيد على أنها قادرة على سداد الديون ولخفض تكاليف الوكالة.

ويتفق رأى الباحث مع رأى (الفولى، ٢٠٠٥) حيث أنه يجب على الشركات التي تكون بها نسبة الرفع المالي مرتفعة أن تزيد من إفصاحها الاختياري وذلك لتوضيح قدرتها على سداد ديونها، وإن كانت بها نسبة افتراض مرتفعة فإن الإفصاح الاختياري هنا يخلق موقف دفاعى عن الشركة .

#### ٥- التشريعات والقوانين المحلية والعالمية :

حيث يعد أحد العوامل التي تؤثر على الإدارة عند اتخاذها قرار الإفصاح الاختياري، فمثلاً كلما زاد خطر احتمال مواجهة الشركة لتشريعات أو قوانين تحد من تلوث البيئة فإن هذا يزيد من استعداد إدارة الشركة للإفصاح عن الجهود الموجهة لمكافحة تلوث البيئة وكان بمثابة الدافع لها للإفصاح عن ذلك (نصر، ١٩٩٦).

ويتفق رأى الباحث مع ماسبق فإذا كانت هناك قوانين وتشريعات يمكن من خلالها أن تتعرض الشركة للعقاب هنا ستلجأ الشركة إلى الإفصاح عن المعلومات التي تكون بمثابة الحماية لها من تلك التشريعات والقوانين.

#### ٦- حجم مكتب المراجعة :

ترى بعض الدراسات كدراسة (Leventis and Pauline, 2004) ودراسة (عفيقى، ٢٠٠٨) أن هناك علاقة موجبة فيما بين حجم مكتب المراجعة ومستوى الإفصاح الاختياري كما أكدت دراسة ( Lambert and

Verrecchia, 2006) أن مكاتب المراجعة الكبرى غالباً ما تتمتع بالاستقلال وبالتالي فهي تطالب بالمزيد من الإفصاح عن المعلومات لإشباع احتياجات المستخدمين .

### قرار الاستثمار في الأسهم:

أولاً: مفهوم الاستثمار في الأسهم :

تناول العديد من الباحثين مفهوم الاستثمار من عدة جوانب يمكن توضيحها فيما يلي :

يعرف (الخطوف، ٢٠٠١) الاستثمار بأنه التخلي عن مبلغ حاضر وأكيد على أمل الحصول على عوائد مستقبلية ويرى الباحث في هذا التعريف جانبين أساسيين هما:

- التحكم بين الحاضر والمستقبل (عامل الزمن).

- رهان مرتبط بحالة عدم التأكد (عامل المخاطرة).

ويعرفه آخر (عبد البديع، ٢٠٠١) على أنه تبادل ورهان في أن واحد، فهو وضع سيولة في مشروع بأعتقاده أنه سيسمح للمستثمر باستعادة السيولة في وقت آخر كما يعنى أيضا المراهنة على أن الأرباح المستقبلية ستكون أكبر من الأموال المستثمرة في هذا المشروع.

ويعرفه ثالث (سويسي، ٢٠٠٧) على أنه قرار تعبئة للأموال فهو قرار يدفع للإنفاق من أجل تحقيق أرباح بعد ذلك.

ويعرفه رابع (البحيصى، ٢٠٠٩) على أنه هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة زمنية معينة و لفترة من الزمن بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة، وعن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم وذلك مع توفير عائد مقبول مقابل تحمل عنصر المخاطرة المتمثل في احتمال عدم تحقق هذه التدفقات.

ويرى الباحث أن الاستثمار في الأسهم في حالة الشراء هو قرار بالتخا عن مبلغ حاضر واستثماره في شراء أسهم شركة معينة أو مجموعة ه الشركات وذلك إذا كانت قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية وفي حا البيع يكون هو قرار يتخذه المستثمر ببيع الاسهم وذلك إذا كانت قيمت السوقية أكبر من قيمتها الحقيقية. بينما القرار الثالث من قرارات الاستث في الأسهم هو قرار الاحتفاظ.

ثانياً: دوافع الاستثمار في الأسهم:

تناولت بعض الدراسات كدراسة (الحصان، ٢٠٠٤) ودراسة (شما الدين، ٢٠٠٤) اهم العوامل التي تدفع المستثمرين للاستثمار في الأسهم دو غيرها ولعل من أهم تلك العوامل هي:

- ١- محدودية الحاجة إلى الإشراف الشخصي المكثف مقارنة بالاستثمارات الأخر
- ٢- خلو السوق من التعاملات الربوية.
- ٣- سهولة التحويل إلى سيولة عند الحاجة إلى ذلك.
- ٤- يعد الاستثمار في سوق الأسهم من أقل أنواع الاستثمار تعرضا للمخاطر.
- ٥- تعاضم الأرباح المحققة مقارنة بالاستثمارات الأخرى.

ثالثاً: أنواع القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية :

كل قرار استثماري يتخذه المستثمر يكون الهدف الأساسي منه ، تعظيم الأرباح أو تدنية الخسائر ومن أجل تحقيق هذه الغاية يواجه المستث ثلاثة انواع من القرارات الاستثمارية كما تناولتها دراسة (نشنش، ٢٠٠٩)

١- قرار الشراء :

يتمثل هذا القرار في الرغبة في حيازة أصل مالي ، ويلجأ المستثمر ا هذا القرار عندما يرى بأن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، (مع الأ بعين الاعتبار المخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية)، تفوق القب السوقية الحالية للأصل المالي محل التداول، فهذه المعادلة تكون الرء والحافز لدى المستثمر لاتخاذ قرار الشراء.

## ٢- قرار عدم التداول:

في هذا النوع من القرارات الاستثمارية يكون المستثمر أمام أصل مالي تكون قيمته السوقية الحالية تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة ، وفي خضم هذه الوضعية لا تكون هناك عوائد ينتظرها المستثمر، وبالتالي لا يقوم بأى قرار سواء الشراء أو البيع.

## ٣- قرار البيع:

يلجأ المستثمر إلى هذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأصل المالي الذي بحوزته أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة وبالتالي في هذه الحالة يرى المستثمر بأن الفرصة مواتية لتحقيق أرباح، وعندما يتخذ قرار البيع وينتظر الوضعيات الجديدة التي تفرزها قوى العرض والطلب في السوق، ليعيد من جديد اتخاذ قرار الشراء من عدمه، وهكذا تدور الدورة الاستثمارية .

من المعروف أنه كلما زادت المخاطرة زاد العائد، وتبعاً لهذا هناك مستثمر يقبل بعائد منخفض ومخاطرة متدنية بينما مستثمر آخر لا يهاب المخاطرة يذهب إلى أبعد الحدود فيتخذ قرار استثماري ذو مخاطرة عالية مقابل عائد مغري وعليه فإن المستثمرين يصنفون إلى عدة أنواع تتمثل فيما يلي: (النمروطي والعويسي، ٢٠١٢):

### ١- المستثمر المتحفظ:

هذا النوع من المستثمرين يهاب المخاطرة وبالتالي فهو لا يسعى لاتخاذ قرارات استثمارية ذات مخاطر عالية ويقبل دائماً بالاستثمارات ذات المخاطر المتدنية على الرغم من عوائدها المنخفضة بمعنى أنه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة ويرجع هذا التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر.



## ٢- المستثمر المضارب :

على العكس من المستثمر المتحفظ فهناك نوع آخر من المستثمرين يهابون المخاطرة ويفضلون اتخاذ القرارات الاستثمارية ذات المخاطر المرتفعة وذلك بهدف الحصول على العوائد المرتفعة بمعنى أن هذا النوع من المستثمرين يعطى الأولوية للعائد وليس للمخاطرة فهو يسعى دائما خلف العائد المرتفع مهما كانت المخاطر المرتبطة بقرار الاستثمار.

## ٣- المستثمر المتوازن:

وهو المستثمر الرشيد الذى يأخذ بالحل الوسط، فيوجه اهتمامه لعنصرى العائد والمخاطرة بقدر من التوازن ، فهو شخص لايقبل بالربح المرتفعة على حساب الأمان ولا العكس، وبالتالي فدائما مايكون القرا الاستثمارى الذى يتخذه هذا النوع من المستثمرين يتمتع بقدر كاف ومعقوف من العائد والمخاطرة.

مما سبق عرضه نجد أن العامل الأساسى فى التفرقة بين الأنواع الثلاثة للمستثمرين هو درجة المخاطرة التى يقبلها كل مستثمر.

## الدراسة الاختبارية:

أولاً: صياغة فرضية الدراسة :

إنطلاقاً من أن هناك دراسات سابقة توصلت إلى أن الإفصاح عن التنبؤات المالية له تأثير على قرار الاستثمار (الحيضان، ٢٠٠٧) وأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية والبيئية له تأثير على قرار الاستثمار (نصر ١٩٩٦) ومن ثم يعتقد الباحث أن يكون لمستوى الإفصاح الاختيارى تأثير على قرار الاستثمار حيث أن لذلك الإفصاح دور فى تقليل درجة عدم التأكد التى تحيط بالشركة حيث يتوقع أنه كلما زاد نطاق أو مستوى ذلك الإفصاح كلما قلت درجة عدم التأكد التى تحيط بالشركة وبالتالي صحة القرا الاستثمارى الذى يتم اتخاذه (Haddad et al., 2009).

وعليه يكون الفرض الأساسى الواجب اختباره هو:  
"هناك أثر لمستوى الإفصاح الاختيارى بالشركات المصرية على قرار  
الاستثمار فى أسهم تلك الشركات"

ثانياً: توصيف متغيرات الدراسة وقياسها:

أ- المتغير التابع:

المتغير التابع فى هذه الدراسة هو قرار الاستثمار فى أسهم الشركات  
والذى تم قياسه عن طريق حجم التداول على أسهم الشركات مرجحاً بمتوسط  
سعر السهم خلال العام، ونظراً لأن حجم التداول كان بقيم كبيرة لا تتناسب مع  
نموذج الانحدار لذلك تم استخدام اللوغاريتم الطبيعى لهذه القيم حتى تظهر  
بقيم متوافقة مع النموذج.

ومن ثم يمكن التعبير عن هذا المتغير فى الجدول التالى:

جدول رقم ( ١ )

المتغير التابع	الرمز	التعريف الإجرائي
قرار الإستثمار	Y	اللوغاريتم الطبيعى لـ (قيمة التداول) وهى عبارة عن حجم المعاملات (التداول) للسهم خلال العام مرجح بمتوسط سعر السهم خلال هذا العام .

ب- المتغير المستقل:

وهو المتغير المستهدف قياس درجة تأثيره على المتغير التابع، وهو  
"مستوى الإفصاح الاختيارى" ولقياس هذا المتغير اتبع الباحث الخطوات التالية:

١- يتم قياس المتغير المستقل (مستوى الإفصاح الاختيارى) عن طريق عدد  
البنود الاختيارية التى أفصحت عنها الشركة مرجحة بالأوزان النسبية لكل  
بند من تلك البنود بالنسبة لإجمالى عدد البنود التى يمكن الإفصاح عنها  
(إجمالى بنود المؤشر) مرجحة بأقصى وزن نسبي (٥).

٢- سيتم قياس مستوى الإفصاح الاختياري عن طريق عدد البنود المفص عنها مرجحة بالأوزان النسبية لكل بند من البنود مقسوما على إجمالي عدد البنود مرجحة بأقصى وزن نسبي وذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$v = \frac{\sum_{i=1}^{78} m_i r_i}{5n}$$

حيث أن:

- V : مستوى الإفصاح الاختياري .
  - $m_i : m$  : هي البند المفص عنه حيث ; (من ١ الى ٧٨) .
  - $r_i : r$  : الوزن النسبي للبند المفص عنه حيث ; (من ١ الى ٥) .
  - 5 : أقصى وزن يمكن أن يحصل عليه أى بند من البنود المفص عنها اختيارا .
  - n : إجمالي عدد البنود التي يمكن الإفصاح عنها .
- ٣- هناك اختلاف بين الدراسات السابقة حول استخدام الأوزان النسبية للبند فبعض الدراسات السابقة اعتمدت على البنود غير المرجحة مثل (Nasir and Abdullah, 2004)، (عفيفى، ٢٠٠٨)، (ernando and santos, 2010) .

والبعض الآخر اعتمد على البنود المرجحة مثل (ancock et al., 2006)، (Gul and Leung, 2004) وتقوم هذه الدراسات على فكر إعطاء وزن ترجيحي لكل بند من البنود عن طريق إرسال قائمة بينود الإفصاح الاختياري لبعض المستخدمين (المقرضين، المستثمرين، المحللين الماليين... الخ). للحصول على وزن ترجيحي لكل بند من تلك البنود لاستخدامها في قياس مستوى الإفصاح الاختياري.

وفي هذه الدراسة سيتم الاعتماد على المنهج الثانى وهو البند المرجحة وللباحث مبرراته التي دفعته لاستخدام هذا المنهج .

وذلك لأنه من الممكن أن تفصح الشركة عن عدد قليل من البنود (خمس بنود مثلا) وشركة أخرى تفصح عن (عشرين بند) ولكن الخمسة بنود التي

أفصحت عنها الشركة الأولى يكون لها دلالة وأهمية عند المستثمر أكثر من العشرين بند التي أفصحت عنها الشركة الثانية.

وبالتالى فلا بد من إعطاء أوزان نسبية لكل بند من البنود وذلك من خلال توزيع قائمة بتلك البنود على المحللين الماليين للحصول على ترجيحات لتلك البنود من حيث درجة الأهمية بالنسبة للمستثمر عند اتخاذ القرار الاستثمارى.

وقد قام الباحث بتوزيع تلك القائمة على عينة من المحللين الماليين (٢٢ محلل مالى) وتم الحصول على آراء المحللين حول أهمية كل بند من البنود وتم إعطاء كل بند وزن ترجيحي يساعد ذلك فى قياس مستوى الإفصاح الاختيارى بالشركات بدقة.

• ومن ثم يمكن التعبير عن هذا المتغير فى الجدول التالى :

جدول رقم (٢)

التعريف الاجرائى	الرمز	المتغير
عدد بنود الإفصاح الاختيارى التى تم الإفصاح عنها مرجحة بالأوزان النسبية مقسوما على إجمالى عدد البنود التى يمكن الإفصاح عنها مرجحة بأقصى وزن نسبي.	X1	المتغير المستقل (مستوى الإفصاح الاختيارى)

جـ - المتغيرات الضابطة :

جدول رقم (٣)

التعريف الاجرائى	الرمز	المتغير
اللوغاريتم الطبيعى لإجمالى أصول الشركة فى نهاية العام.	X2	١ - حجم الشركة
معدل العائد على الأصول	X3	٢ - الأرباح
نسبة إجمالى الالتزامات الى إجمالى الأصول.	X4	٣ - الرافعة المالية

### ثالثاً: مجتمع الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المصرية المسجلة في سوق الأوراق المالية (البورصة) والتي تتداول أسهمها في البورصة لعامي ٢٠٠٩ ، ٢٠١٠ والبالغ عددها ١٤٨ شركة.

### رابعاً: عينة الدراسة:

تم الاعتماد على عينة من الشركات التي تنتمي لقطاعات مختلفاً والمسجلة وتتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية وذلك عن عامي ٢٠٠٩ ، ٢٠١٠ حيث تم مشاهدة مستوى الإفصاح الاختياري في عام ٢٠٠٩ ومشاهد آثاره ونتائجه في عام ٢٠١٠ وبلغت العينة (٦٨) شركة من تلك الشركات وهي ماتمثل (٤٦%) من مجتمع الدراسة.

### خامساً: نموذج الانحدار:

اعتمد الباحث في اختبار فرض البحث علي نموذج للانحدار، والذي يبني علي أن قرار الاستثمار دالة في مستوى الإفصاح الاختياري، الرافع المالية، الأرباح، حجم الشركة من خلال العلاقة التالية:

وبذلك يمكن صياغة نموذج الانحدار علي النحو التالي :

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \varepsilon$$

حيث:

Y : هي المتغير التابع (قرار الاستثمار)

$\beta_0$  : ثابت الانحدار .

B1 : معامل الانحدار للمتغير المستقل (الإفصاح الاختياري).

$\beta_2$ :  $\beta_4$ : معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة.

$\varepsilon$  : الخطأ العشوائي .

#### سادساً: نتائج نموذج الانحدار:

- ١- أن نموذج الانحدار دال عند مستوي معنوية ٥ % حيث أن هناك معنوية لاختبار  $F$  حيث بلغت قيمة دلالة ( $F = 0.002$ ).
  - ٢- فيما يتعلق بنتائج اختبارات فرض الدراسة نجد أن مستوى الإفصاح الاختياري ، الرافعة المالية، حجم الشركة هي أفضل المتغيرات المفسرة والأقوى في تحديد العلاقة حيث أظهرت نتيجة اختبارها أنها معنوية إحصائياً بناءً على اختبار  $t$  حيث قيمة الدلالة لاختبار " $T$ " أقل من ٠.٠٥ وبلغ معامل التحديد ( $R^2$ ) = 0.235 أي أن المتغيرات المفسرة التي أظهرت معنوية في نموذج الانحدار المقدر من العينة تحت البحث تفسر ما مقداره 23.5% من إجمالي التغيرات التي تحدث في اتجاه خطأ التنبؤ وهو ما يعني أهمية كلا من مستوى الإفصاح الاختياري، حجم الشركة، الرافعة المالية عند اتخاذ قرار الاستثمار
- ويخلص الباحث أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع موضحة في الجدول التالي :

جدول رقم (٤)

المتغيرات المستقلة	الأثر على المتغير التابع
مستوى الإفصاح الاختياري	يوجد أثر موجب
حجم الشركة	يوجد أثر موجب
الرافعة المالية	يوجد أثر سالب
الأرباح	لا يوجد أثر

وبناءً على نتائج تحليل الانحدار فقد تم قبول الفرض الأساسي للدراسة والمراد إختباره والذي ينص على أن هناك أثر لمستوى الإفصاح الاختياري على قرار الاستثمار في أسهم الشركات.

كما تم إجراء تحليل إضافي لمستوى الإفصاح عن كل محور من محاور الإفصاح الاختياري وكانت نتائج هذا التحليل كما يلي:

جدول رقم (٥)

الترتيب	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	المحور
٢	%٣٧	%٧٦	%١٨	معلومات عامة عن الشركة
٤	%٣١	%٧٠	%٧	دراسة وتحليلات الإدارة
٣	%٣٣	%٨٣	%٠	المسؤولية الإجتماعية والبيئية
١	%٤٥	%٩٢	%١٧	النسب والتحليلات المالية
٥	%٢٥	%٧٠	%٠	المعلومات المستقبلية

يمكن تفسير نتائج الجدول السابقة كالتالى:

- لا يوجد تباين (اختلاف معنوى) ذات دلالة إحصائية بين القطاعات من حيث الإفصاح عن معلومات محور المعلومات العامة عن الشركة.
  - يوجد تباين (اختلاف معنوى) ذو دلالة إحصائية بين القطاعات من حيث الإفصاح عن معلومات محور دراسة وتحليلات الإدارة.
  - يوجد تباين (اختلاف معنوى) ذو دلالة إحصائية بين القطاعات من حيث الإفصاح عن معلومات محور المسؤولية الإجتماعية والبيئية.
  - لا يوجد تباين (اختلاف معنوى) ذو دلالة إحصائية بين القطاعات من حيث الإفصاح عن معلومات محور النسب والتحليلات المالية.
  - لا يوجد تباين (اختلاف معنوى) ذو دلالة إحصائية بين القطاعات من حيث الإفصاح عن معلومات محور المعلومات المستقبلية.
- نتائج الدراسة:

يمكن تلخيص النتائج التى تم التوصل إليها على النحو التالى:

- ١- توصلت الدراسة إلى أن هناك أثر لمستوى الإفصاح الاختيارى على قرار الاستثمار فى الأسهم فقد بلغت قيمة الدلالة لاختبار "T" (٠.٠٠٤٢) و ٥ أقل من (٠.٠٥) ويرجع الباحث ذلك للأسباب التالية:

أ- أن الإفصاح الاختياري يساعد في تقليل درجة عدم تماثل المعلومات حيث يساعد الإفصاح الاختياري في توفير كافة المعلومات لكافة الأطراف المستخدمة لتلك المعلومات في وقت واحد مما يقلل من درجة عدم تماثل المعلومات.

ب- أن الإفصاح الاختياري يساعد في تقليل درجة عدم التأكد التي تحيط بالشركة مما يساعد المستثمر في اتخاذ القرار المناسب تجاه أسهم تلك الشركة.

٢- توصلت الدراسة إلى أنه هناك أثر لحجم الشركة على قرار الاستثمار في أسهم تلك الشركة حيث بلغت قيمة الدلالة لإختبار "T" (٠.٠٠١) وهي أقل من (٠.٠٥) ويتفق ذلك مع نتائج بعض الدراسات السابقة كدراسة (الخيال، ٢٠٠٩).

٣- توصلت الدراسة إلى أنه هناك أثر للرافعة المالية على قرار الاستثمار في أسهم تلك الشركة حيث بلغت قيمة الدلالة لإختبار "T" (٠.٠٤٧) وهي أقل من (٠.٠٥). ويتفق هذا مع نتائج بعض الدراسات السابقة كدراسة (Dey, 2004)

٤- توصلت الدراسة إلى أنه ليس هناك أثر لربحية الشركة على قرار الاستثمار في أسهمها حيث بلغت قيمة الدلالة لإختبار "T" (٠.٥٥٧) وهي أكبر من (٠.٠٥). ويتفق هذا مع نتائج بعض الدراسات السابقة كدراسة (الفولى، ٢٠٠٥) والتي ترى أن الربح لم يعد هو المعيار الوحيد لاتخاذ قرار الاستثمار من جانب المستثمر.



## قائمة المراجع

### أولاً : المراجع العربية :

- أبو العزم، فهيم، (٢٠٠٥)، معوقات الإفصاح البيئي في التقارير المالية: حالة جمهور مصر العربية، مجلة الإدارة العامة، المجلد ٤٥، العدد ١، ص ٤٢-٨٩.
- البحيصى، عصام محمد (٢٠٠٩)، "مدى إدراك المستثمرين فى سوق فلسطين للأور المالية لأهمية استخدام المعلومات المحاسبية لترشيد قراراتهم الاستثمارية مجلة الجامعة الإسلامية، فلسطين، المجلد السابع، العدد الثانى.
- الحصان، زايد بن فهد، (٢٠٠٤) "محددات ومعوقات الاستثمار فى سوق الاس السعودية" دراسة ميدانية فى منطقة القصيم، جامعة الملك سعود، الاقتصاد والإدارة. متاح على الموقع الإلكتروني: [www.google.com](http://www.google.com).
- حمزة، محى الدين (٢٠٠٧)، "دور المعلومات المحاسبية فى ترشيد قرار الاستثمار فى سوق عمان للأوراق المالية " مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، ص ١٤٥-١٧٤.
- الحيزان، أسامة بن فهد (٢٠٠٧)، " أثر الإفصاح عن التنبؤات المالية على قرار الاستثمار فى الأوراق المالية: دراسة تطبيقية"، جامعة الملك سعود، الأعمال. متاح على الموقع الإلكتروني: [www.google.com](http://www.google.com).
- الخيال، توفيق عبد المحسن "الإفصاح الإختياري ودوره فى ترشيد القرار الاستثمارية فى السوق المالى السعودى" "المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة كلية التجارة جامعة عين شمس (العدد الثالث، ٢٠٠٩). ص ١٠٥-١٥٧.
- الرشيدى، ممدوح صادق محمد، (٢٠٠٩)، "الإفصاح المحاسبى عبر الأنترنت وحواء الشركات: دراسة نظرية وميدانية"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، التجارة، جامعة سوهاج، المجلد ٢٣، العدد الأول، ص ١-٦٤.
- الشيرازى، عباس مهدى (١٩٩٠)، " نظرية المحاسبة " ، دار السلاسل ، الكويت الصطوف، محمد الحسين، (٢٠٠١) "أهم محددات الاستثمار واتجاهات استذ نماذج المدخلات والمخرجات لتخطيط الاستثمارات" "المجلة العلمية للتجار جامعة الازهر، العدد السابع والعشرون، ص ١-٥٥.

الفولى، فايقة جابر حسن محمد (٢٠٠٥) "الاختلافات النسبية فى درجة الإفصاح الاختيارى بين الشركات المسجلة فى بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.

النجار، سامح محمد أمين، (٢٠١١)، "أثر الإفصاح عن تنبؤات الإدارة بالأرباح وعلاقته بقدرة الشركة على الاستمرار: دراسة ميدانية" رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة بنها.

النمروطى، خليل أحمد والعويسى، سمير عبد الدايم (٢٠١٢) "تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد فى سوق فلسطين للأوراق المالية" دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد فى قطاع غزة، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية بفلسطين، المجلد العشرين، العدد الاول، ص ٣٦-١.

المطيرى، غزأى سبيل (٢٠١٢) "العوامل المؤثرة فى مستوى الإفصاح عن المعلومات المالية على الانترنت فى القوائم المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الكويتية" رسالة ماجستير، كلية الأعمال، جامعة الشرق الأوسط.

زيود، لطيف (٢٠٠٧) "دور الإفصاح المحاسبى فى سوق الأوراق المالية فى ترشيد قرار الاستثمار" مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية، المجلد (٢٩)، العدد الاول، ص ١٧١-١٨٨.

سويسى، هوارى، (٢٠٠٧) "أهمية تقييم المؤسسات فى اتخاذ قرارات الاستثمار المالى" مجلة الباحث، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدى مرياح، العدد الخامس، ص ١٠٧-١١٩.

شمس الدين، اشرف، (٢٠٠٥) "اسس الاستثمار فى الاسهم واساليب الوقاية من مخاطر الاسواق المالية" هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، متاح على الموقع الإلكتروني [www.google.com](http://www.google.com).

عبد البديع، أشرف محمد، (٢٠٠١) "دور الإفصاح الفترى عن المعلومات وتقارير الفحص المحدود عليها فى تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية : دراسة اختيارية"، المجلة العلمية، كلية التجارة، جامعة أسيوط، العدد الثلاثون .

عبد الكريم، عارف عبد الله (٢٠٠٣)، "الإفصاح المحاسبي الاختياري مع دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الأول، ص ٢٥٠-٣١١*.

عفيفي، هلال عبد الفتاح (٢٠٠٨)، "العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية: دراسة اختبارية في البيئة المصرية" *مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، ص ٤٢٨-٤٩٨*.

كامل، احمد محمد (٢٠٠٤)، "تحليل دور المعلومات البينية في اتخاذ القرارات: دراسة نظرية وعملية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ١-٧٣*.

مقلد، محمد محسن عوض (٢٠٠٨) "نحو مؤشر للإفصاح المحاسبي البيني الاختياري: مع دراسة تطبيقية على الشركات المصرية المقيدة ببورصة الأوراق المالية" *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة طنطا*.

نشنش، سليمة، (٢٠٠٩) " دور المعلومات المحاسبية في اتخاذ قرار الاستثمار المالى " دراسة حالة بالجزائر، *مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير المدرسة العليا للتجارة، العدد التاسع، ص ٥٦-٧١*.

نصر، عبد الوهاب، (١٩٩٦) " أثر الإفصاح المحاسبي عن أداء الوحدات الاقتصادية في مجال مكافحة تلوث البيئة على سلوك متخذي قرار الإستثمار في الأسهم دراسة نظرية وتطبيقية"، *المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الثاني، ص ٣٩-٨٩*.

ثانياً: المراجع الأجنبية :

gca, A. and Onder, S., (2007), "Voluntary Disclosure in Turkey: A Study on Firms Listed in Istanbul Stock Exchange (ISE)", *Problem and Perspectives in Management*.

khtaruddin, M., and Hossian, M., (2008), "Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia", *Journal of Administration and Governance, Vol.3. No. 2*.

- Bostosan, Christine. A., (1997), " Disclosure Level and The Cost of Equity Capital", *The accounting Review*, Vol. 72 No. 3 July, PP323-349.
- Cooke, T. E., (1992), "Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies", *Accounting and Business Research* .
- Dey, A. (2004), "Income Smoothing and Sophisticated Investor Preferences" Available at <http://www.ssrn.com>.
- Eng, L.L., and Mak, Y. T., (2003)," Corporate Governance and Voluntary Disclosure", *Journal of Accounting and public policy*, Vol. 22, Issue4, July -August, pp325-345.
- Fernando, M. and Santos, A. D., (2010), "Determinants of Corporate Voluntary Disclosure in Brazil", Available at <http://www.ssrn.com>.
- Haddad, Ayman E., Elshattarat, Wasim. A., and Nobance, H., (2009), "Voluntary Disclosure and Stock Market Liquidity: Evidence From Jordanian Capital Market", *International Journal of Accounting, Auditing and performance Evaluation*
- Hancock, P., Barako, D., And Izan, H., (2006) "Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan", *Corporate governance*, 14 (2), PP.107-125.
- Lambert, R. Leuez, C., and Verrecchia, R., (2006) "Accounting Information, Disclosure, and cost of capital", *Journal of Accounting Research*, vol. 45, No. 2, pp.385-420.

- Leventis, S. and Pauline, W., (2004), "Voluntary Disclosures in an Emerging Capital Market: Some Evidence From the Athens Stock Exchange", *Advances of International Accounting*, vol. 17, pp.227-250.
- Mary, Barth. E., and Murphy, M., (1994), "Required Financial Statement Disclosures Purposes, Subject, Number and Trends" *Accounting Horizons*. Vol. 8, No. 4, December, pp1-22.
- Meek, G., Roberts, Clare. B., and Sidney, J., (1995), "Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporation", *Journal of international Business Studies*, vol. 26, pp. 555-572.
- Michael, F. and Hagerty, K. A., (1997), "Mandatory Vs Voluntary Disclosure in Market with Informed and Uninformed Customers", *The Journal Of Law, Economic & Organization*.
- Nasir, N. M. and Abdullah, S. N., (2004), "Voluntary Disclosure and Corporate Governance among Financially Distressed Firms in Malaysia" Available at <http://www.doc in .com>.
- Petersen C. and Plenborg, T., (2006), "Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Denmark" *Journal of International Accounting, Auditing and taxation*, vol. 15, pp. 127-149.

- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R., and Marshall, S., (2010), "Voluntary Environmental Disclosure Quality and Firm Value: Further Evidence", Available at <http://www.ssrn.com>.
- Ross, S. (1977), "The Determination of Financial Structure: the Incentive Signaling Approach" *The Bell Journal of Economics*, vol. 8, No 1, pp 23-40.
- Singhvi, S. and Desai, H., (1971), "An Empirical Analysis of The quality of Corporate Financial Disclosure", *The Accounting Review*, vol. 46, pp.621-632.
- Verrecchia, R., (1983), "Discretionary Disclosure" *Journal of Accounting and Economic*, vol. 29, pp.73-100.