



الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح

الإختياري والقيمة السوقية للشركة

"دراسة إمبريقية على الشركات المساهمة المصرية"

إعداد

د. دينا محمود عبد الله طه

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

abdallahdina106@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السابع - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٦

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

طه، دينا محمود عبد الله. (٢٠٢٦). الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح الإختياري والقيمة السوقية للشركة: دراسة إمبريقية على الشركات المساهمة المصرية، **المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية**، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٧(١)، ٥٥٣-٥٥٧.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح

الإختياري والقيمة السوقية للشركة

"دراسة إمبريقية على الشركات المساهمة المصرية"

د. دينا محمود عبد الله طه

ملخص

يستهدف البحث الحالي دراسة الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح الإختياري والقيمة السوقية للشركة في الشركات المساهمة المصرية، وذلك من خلال دراسة الأثر المباشر Direct effect، والأثر غير المباشر Indirect effect، والأثر الكلي Total effect للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية للشركة، وذلك في إطار نموذج تحليل الوساطة البسيط Mediation analysis، تمّ البحث الإمبريقي على عينة من الشركات المساهمة المصرية عددها (١١١) شركة، في الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٩ بواقع (٦٣١) مشاهدة. وجد البحث أنه يوجد أثر مباشر معنوي موجب للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية للشركة، كما يوجد أثر غير مباشر معنوي موجب للإفصاح الإختياري عليها، وأخيراً وجد البحث أثر كلي معنوي موجب للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية للشركة، وبالتالي شارك المتغير الوسيط (عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط ناقل للأثر) في تفسير تلك العلاقة، كما قام نموذج الوساطة البسيط الموجود ضمن مجموعة نماذج تحليل العمليات الشرطية بحساب تلك الآثار ومعنوية تلك العلاقة في خطوة واحدة وفي آن واحد وليس دراسة معنوية كل مسار في العلاقة على حدة كما اتجهت الدراسات السابقة في المحاسبة، كما تدعم نتائج البحث الحالي مميزات تحليل العمليات الشرطية من حيث دقة النتائج ووضوحها والمساهمة في حل بعض المشاكل الإحصائية لنموذج الإختبار.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح الإختياري، عدم تماثل المعلومات، القيمة السوقية للشركة، نموذج الوساطة البسيط، الآثار المباشرة وغير المباشرة.

١. مقدمة ومشكلة البحث:

يحظى الإفصاح المحاسبي بمكانة فريدة في الأدب المحاسبي لكونه الوظيفة الثانية للمحاسبة بعد وظيفة القياس، نظراً لما يوفره من معلومات لمستخدمي التقارير المالية لدعم قراراتهم الاستثمارية (Sorter, 1983)، إلا أنه في الفترة الأخيرة كثرت المشاكل والأزمات المالية نتيجة عدم كفاية المعلومات المفصّل عنها إجبارياً، لذا حازت المعلومات غير المالية على إهتمام غير مسبوق من قبل المؤسسات الأكاديمية والمهنية نتيجة حدوث العديد من الأزمات والإنهيارات المالية مثل التي حدثت في كبرى الشركات الأمريكية وأهمها إنهيار شركة Enron للطاقة عام ٢٠٠١، وإنهيار شركة WorldCom عام ٢٠٠٢ مما أثار الشكوك حول مهنة المحاسبة وفقدان ثقة المستثمرين والمساهمين وجميع مستخدمي القوائم المالية، وخاصةً أن المعلومات المالية لا تلبى دائماً كافة إحتياجات المستخدمين لصنع القرارات الاقتصادية وهذا يعتبر قصور في حد ذاته، لذلك ظهرت الحاجة إلى الإفصاح عن المعلومات غير المالية إلى جانب المعلومات المالية لقياس مدى نجاح الشركة في تحقيق أهدافها الاقتصادية والاجتماعية (Abd Alrahman et al., 2011).

هذا ما دعا المهنيين الى الإتجاه نحو ما يُسمى بالإفصاح الاختياري Voluntary Disclosure، ويتمثل الإفصاح الاختياري في الإفصاح عن أي معلومات تزيد عن المعلومات التي يتم الإفصاح عنها إجبارياً، ويعد الإفصاح الإختياري عن المعلومات المالية وغير المالية من أهم الإفصاحات التي تهدف إلى ضرورة حماية المستثمرين من خلال تحسين مستوى الإفصاح وتقديم معلومات ذات جودة عالية، وقد تكون هذه المعلومات كمية أو وصفية، وقد تتعلق بالماضي أو الحاضر أو المستقبل (عفيفي، ٢٠١٥؛ سليمان، ٢٠١٨). وبالتالي يُسهم هذا الإفصاح في زيادة الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات (Dhaliwal et al., 2011)، لما لذلك من تأثير إيجابي على قيمة الشركة في السوق (Firm Market Value) (أحمد، ٢٠١٦).

تمثل قضية عدم تماثل المعلومات إحدى أهم العوامل المتسببة في مشاكل الوكالة Agency problems، وهي التي حظت ومازالت بدراسات عديدة، حيث يُقصد بعدم تماثل المعلومات: "إمتلاك الإدارة والأطراف الداخلية معلومات عن الأداء الإقتصادي الحالي والمستقبلي للشركة بشكل يفوق حيازة الأطراف الخارجية (الملاك والمستثمرين) وذلك بهدف تحقيق عوائد غير عادية" (Paprocki, 2004, p. 8). وبالتالي فقد تزايد إهتمام المنظمات المهنية والأدبيات المحاسبية بالمعلومات المحاسبية المفصح عنها في التقارير المالية سواء كانت معلومات مالية أو غير مالية، حيث أشارت دراسة (Akindayomi, 2010) إلى أن تعارض المصالح بين الإدارة وأصحاب المصالح يُشكل دافعاً لدى الإدارة لتحقيق مكاسب على حساب بقية الأطراف مستفيدة من عدم تماثل المعلومات، ولكن الإفصاح الاختياري قد يُسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، من خلال الإفصاح عن قدر كبير من المعلومات المالية وغير المالية عن الوضع الاقتصادي والإجتماعي للشركة.

تدعم نظرية الوكالة Agency Theory العلاقة بين الإفصاح الإختياري والقيمة السوقية للشركة Market value، حيث يُعد الإفصاح الاختياري هو بداية التوسع في الإفصاح المحاسبي نتيجة لدوره الفعال في زيادة كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح بالشركة.

ففي ضوء نظرية الوكالة والمشاكل التي نتجت بسبب فصل الملكية عن الإدارة، فإن الوكيل والموكل (الأصيل) يسعى كل منهما إلى تعظيم منفعته الخاصة، وإذا تعارضت مصلحة الوكيل مع مصلحة الموكل، فإن الوكيل يُقدّم مصلحته على مصلحة الموكل وإلا ما كان له أن يتسم بالرُشد الإقتصادي، فالوكيل قد يكون لديه دوافع للتقرير عن رقم ربح غير حقيقي (إعداد تقارير مالية إنتهازية)، ومن أهم هذه الدوافع (الحوافز والمكافآت، وتعهّدات المديونية). فالوكيل قد يُخفي مستوى جهده أو مهارته الحقيقي، ويقدّم نفسه للموكل على أنه يتمتع بمستوى مهارة أعلى (مشكلة الإختيار العكسي Adverse Selection)، كما أنه قد يترأخى في بذل الجهد مُعتمداً على عدم معرفة الموكل بحالة الطبيعة والبيئة الإنتاجية والتسويقية ومستوى الجهد الفعلي للوكيل (مشكلة المخاطر الأخلاقية Moral Hazard)، وهذه الفجوة في المعلومات – إن صحَّ التعبير – تُعرف بعدم تماثل المعلومات، وبالتالي فإن هذا السلوك للوكيل، مع عدم قدرة الموكل على متابعة نشاط الشركة، يقود إلى مشاكل الوكالة السابقة والتي قد تؤدي بدورها إلى اتخاذ الوكيل قرارات في غير صالح المستثمرين، وهذا يُترجم في النهاية إلى تكاليف تُعرّف بتكاليف الوكالة Agency costs والتي تؤدي إلى إرتفاع تكلفة رأس المال وإنخفاض القيمة السوقية للشركة (أبولعز، ٢٠١٩؛ Jensen and Meckling, 1976).

كما تدعم نظرية الإشارة Signaling Theory هذه العلاقة حيث، استخدمت دراسة (Ross, 1977) مفاهيم نظرية الإشارة لتفسير هيكل رأس المال الذي تشكله الإدارة، حيث تقوم النظرية على افتراض عدم تماثل المعلومات في السوق، وتستند هذه النظرية إلى فكرتين: الأولى: امتلاك الإدارة لمعلومات خاصة مع إمكانها الإفصاح عنها، والثانية: أن معلومات التقارير المالية لا تُدرك بنفس الأسلوب عند جميع الأطراف، وتُشير نظرية الإشارة إلى أنه في ظل عدم تماثل المعلومات في السوق، قد يلجأ الطرف الذي لديه معلومات أكثر إلى إرسال إشارات تُفصح عن جانب من المعلومات التي لديه (تفسير عدم تماثل المعلومات) إذا كان هذا الإفصاح سيعود بالنفع عليه.

كما أنه في ضوء نظرية الإشارة تقوم الإدارة بالإفصاح الاختياري بهدف تقليل عدم التأكد بشأن الأداء المستقبلي للشركة وبالتالي تحسين سيولة الأسهم وتقليل التقلبات في أسعار الأسهم وخفض تكاليف التمويل إما من خلال انخفاض تكلفة المعاملات أو زيادة الطلب على أسهم الشركة، كما أن الشركات ذات الأداء الجيد لديها حافز للإفصاح عن مزيد من المعلومات من أجل الإشارة إلى نتائجها الإيجابية للمشاركين في سوق الأوراق المالية، وذلك لإثبات نجاحها وتعزيز سمعتها وموقعها في السوق، وتخفيض تكلفة رأس المال أيضاً، علاوة على أن الشركات ذات الأداء الضعيف ربما توفر المزيد من المعلومات المتعلقة بالمستقبل لجذب المستثمرين (حسين، ٢٠٢٠).

كما تقترح النظرية الاقتصادية أن التوسع في الإفصاح عن المعلومات يجب أن يخفض من عدم تماثل المعلومات كعنصر أساسي مؤثر على تكلفة رأس مال الشركة ومن ثم زيادة قيمتها السوقية (عطية، ٢٠١٣). ومن ثم يعتبر التوسع في الإفصاح من خلال زيادة مستوى الإفصاح الاختياري من أهم الحلول العملية للحد وبشكل واضح من ظاهرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية (Frankel & Li, 2004 ; Petersen & Plenborg, 2006).

ذكرت دراسات (Lopatta et al., 2016; Martinez- Ferrero et al., 2016; Diebecker & Sommer, 2017; Michaels & Gruning, 2017) أن الإفصاح الاختياري عن المعلومات غير المالية سوف يقلل من ظاهرة عدم تماثل المعلومات، حيث يوفر الإفصاح الاختياري عن هذه المعلومات فهماً أفضل للمخاطر الاقتصادية للمستثمرين والدائنين، كما يوفر معلومات عن أهداف الشركة الاقتصادية والاجتماعية وما حققته من هذه الأهداف، وبالتالي فإنه يقلل من تكلفة رأس المال بالشركة، الأمر الذي قد يساعد على تنشيط سيولة الأسواق المالية وتحسين سمعة وصورة الشركة في السوق مما يزيد من قيمتها السوقية.

مما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلات البحثية التالية:

- ١) هل يوجد أثر مباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة؟
 - ٢) هل يوجد أثر غير مباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة (من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات)؟
 - ٣) هل يوجد أثر كلي للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة؟
٢. هدف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأساسي للبحث الحالي في: اختبار الأثر غير المباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة من خلال عدم تماثل المعلومات.

٣. أهمية البحث:

ترجع أهمية البحث الحالي إلى عدة اعتبارات لعل من أهمها:

- (١) يمثل البحث الحالي مساهمة في الدراسات المحاسبية المتعلقة بالإفصاح الاختياري، والذي يُعد واحداً من أهم مجالات البحث المحاسبي المعاصر، وذلك من خلال دراسة تأثيره على عدم تماثل المعلومات، ومن ثمّ تأثير عدم تماثل المعلومات على قيمة الشركة في السوق.
- (٢) قد توفر نتائج البحث الحالي بعض المعلومات الهامة التي من شأنها توجيه انتباه الشركات المساهمة المصرية نحو المنافع المنتظرة من الإفصاح الاختياري عن بعض المعلومات المالية وغير المالية نظراً لحاجة أصحاب المصالح إلى مثل هذه المعلومات لتقييم الأداء المستقبلي للشركة، كما أن فهم المستثمرين لتوقعات الشركة قد يساعدهم في اتخاذ قرارات أكثر واقعية.
- (٣) الإهتمام الأكاديمي المتزايد بموضوع الإفصاح الإختياري خلال السنوات القليلة الماضية، ومع ذلك توجد ندرة في الدراسات الأجنبية التي تناولت الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة، كما أنه – في حدود علم الباحثة – لم يتم إختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة في البيئة المصرية.

٤. خطة البحث:

في ضوء مشكلة البحث، وتحقيقاً لأهدافه، تنقسم خطة البحث إلى:

القسم الأول: العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة.

القسم الثاني: التأثير غير المباشر للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية للشركة من خلال عدم تماثل المعلومات.

القسم الثالث: الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث.

القسم الرابع: الدراسة الإمبريقية.

القسم الخامس: مناقشة النتائج وحدودها والدراسات المستقبلية وخلاصة الدراسة.

القسم الأول

العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة

١. ماهية الإفصاح الاختياري:

توجه العديد من المنظمات الأكاديمية والمهنية إهتماماً بالغاً بتحسين جودة المعلومات المُفصح عنها في التقارير المالية، وذلك بالمطالبة بالتوسع في الإفصاح المحاسبي من خلال قرار الإفصاح الاختياري من قبل الشركات، والذي قد يساهم في توفير معلومات مكملّة لما تمّ الإفصاح عنه طبقاً للمتطلبات الإلزامية، وما يترتب عليه من تحسين في كمية ونوعية المعلومات المفصح عنها، الأمر الذي دعى الباحثة لمحاولة التوصل إلى مفهوم أكثر تحديداً ووضوحاً للإفصاح الاختياري، والجوانب المرتبطة به كما يلي:

١/١ مفهوم الإفصاح الاختياري:

يميز الباحثون بين نوعين من الإفصاح، وهما (Healy & Palepu, 2001):

- النوع الأول: الإفصاح الإجباري أو الإلزامي: وهو الإفصاح عن المعلومات في إطار الحدود الدنيا التي لا تتعدى المتطلبات الإجبارية والمعايير الإلزامية.
- النوع الثاني: الإفصاح الاختياري: وهو الإفصاح عن المعلومات التي تزيد عن معلومات الإفصاح الإلزامي ودون أي طلب قانوني بل يقدم بصورة اختيارية حسب حرية الإدارة ورغبتها في تقديم المعلومات.

١/٢ أهداف الإفصاح الاختياري:

من خلال مراجعة الأدبيات السابقة التي تناولت موضوع الإفصاح الاختياري، ترى الباحثة أن الهدف الأساسي للإفصاح الاختياري يتمثل في الإفصاح عن المعلومات التي لا يتم الإفصاح عنها في صلب القوائم المالية ولا في الإيضاحات المتممة لها مثل الإفصاح عن رأس المال البشري وكذلك الإفصاح عن الأداء الاجتماعي والبيئي للشركة وأنشطة البحوث والتطوير وذلك من أجل توفير المعلومات اللازمة للمستخدمين الخارجيين كالمقرضين والمستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح، وذكرت دراسات (سالم، ٢٠٠٢؛ عبد الكريم، ٢٠٠٣؛ Petersen & Plenborg, 2006) أنه من أهم الأهداف التي يسعى الإفصاح الاختياري إلى تحقيقها ما يلي:

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

١/٣ النظريات المفسرة للإفصاح الاختياري:

(١) نظرية الوكالة:

في ضوء نظرية الوكالة ينتج عن الفصل بين الملكية والإدارة تكاليف لا تظهر عندما يكون المالك هو المدير، حيث أن المديرين وحملة الأسهم لديهم مصالح واهتمامات متعارضة، فحملة الأسهم يسعون لرقابة سلوكيات وتصرفات المديرين من خلال تقييد ومراقبة الأنشطة التي يقومون بها، بينما يكون لدى المديرين الحافز نحو محاولة تفسير وإقناع حملة الأسهم بتلك السلوكيات والتصرفات (عفيفي، ٢٠٠٨).

ويعتبر الإفصاح الاختياري من أهم الطرق الممكنة لتقليل تكاليف الوكالة وذلك بنشر معلومات عن تصرفات المديرين وعن حقيقة الوضع الاقتصادي للشركة وبهذه المعلومات يكون حملة الأسهم قادرين على مراقبة تصرفات المديرين وبالتالي تقييم أدائهم (A'lvarez et al., 2008)، ومن ثم فإن الإفصاح الاختياري يعمل على خفض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وحملة الأسهم وبالتالي يعتبر آلية لخفض التكاليف الناتجة عن علاقات الوكالة مما قد يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة في السوق.

(٢) نظرية الإشارة:

يمكن تعريف إشارات السوق بأنها تغيير اعتقاد أو فكرة لمجموعات معينة في السوق، وقد تم استخدام هذا المنظور في تفسير دوافع الإدارة للإفصاح الاختياري، حيث أن المديرين سوف يتوافر لديهم الحافز للإفصاح عن المعلومات الخاصة لأنهم يتوقعون بأن ذلك يعتبر إشارة جيدة عن الشركة من ناحية، ومن ناحية أخرى حتى يتم تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات، حيث أن الشركات عالية الأداء تتوسع في الإفصاح من أجل إرسال إشارات للأطراف المهتمة وتحاول من خلالها إقناع تلك الأطراف بنجاحها وتميزها عن الشركات الأخرى، أما الشركات ذات الأداء المنخفض فمن خلال زيادة مستوى الإفصاح الاختياري يمكنها تحسين المعتقدات بشأنها وإرسال إشارات بتحسين أدائها والخطوات المتبعة لإجراء هذا التحسين (Premuroso, 2008).

ومن ثم عندما تريد الشركات أن تتميز عن منافسيها فإن الإفصاح الاختياري يعتبر من أهم الوسائل الممكنة لتحقيق ذلك، حيث أنه سيؤدي إلى تقييم أفضل للشركة وبالتالي زيادة الفرص الخاصة بها في سوق رأس المال، كما أن إخفاق الشركة في الإفصاح عن المعلومات يُعد تهديداً للشركة في سوق رأس المال لأنه يعتبر إشارة لأخبار سيئة (إبراهيم، ٢٠١٢).

(٣) نظرية الشرعية Legitimacy theory:

ترى نظرية الشرعية أن المعلومات المفصح عنها اختياريًا تستخدم كأداة للشركات لكي تظهر أنها تعمل بما يتفق مع القيم المجتمعية وأنها تقوم بمسؤوليتها تجاه المجتمع وأصحاب المصلحة (Patten, 2002)، ومن هذا المنطلق يمكن تفسير ممارسات الشركات للإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية لتحسين سمعتها في المجتمع واكتساب شرعيتها منه، مما يؤكد أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية للشركات من أهم الاستراتيجيات التي يمكن للشركات أن توظفها لمواجهة تهديدات أصحاب المصلحة أو المجتمع (Deegan, 2002).

١/٤ محتوى الإفصاح الاختياري:

١/٤/١ الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية (CSR) Corporate Social Responsibility (CSR) :Disclosure

يُعد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات أمراً أساسياً لتوليد مناخ ملائم للاستثمارات الأجنبية وخاصة في الدول النامية، ويمكن للشركة تحسين صورتها والحصول على ميزة تنافسية من خلال الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالبيئة والنواحي الاجتماعية التي تقوم بها، وبذلك يمكن النظر للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على أنه إمتداد للإفصاح المالي والذي يعكس دور الشركة المجتمعي في الاقتصاد التي تعمل فيه (Bayoud et al., 2012).

كما يؤدي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات إلى توفير معلومات أكثر شفافية تساعد على جذب المستثمرين وطمأنتهم عن الجوانب المختلفة لعمليات الشركة وأدائها البيئي والاجتماعي مما يساعدهم على ترشيد قراراتهم، وتخفيض درجة عدم التأكد التي تحيط بالشركة، وإنخفاض مخاطر الأسهم، مما قد يؤدي إلى إقبال المستثمرين على الأسهم، وزيادة السيولة في سوق الأوراق المالية، مما قد يُخفض تكلفة رأس المال وينعكس إيجابياً على القيمة السوقية للشركة (Suto & Takehara, 2016 ; Dhaliwal, 2011 ; Armstrong et al., 2012).

١/٤/٢ الإفصاح عن الأداء البيئي Environmental Performance Disclosure

في ظل تزايد الاهتمام العالمي بالقضايا البيئية، أصبح الإفصاح عن الأداء البيئي من العناصر الجوهرية في تقارير الشركات، ويُقصد به: قيام الشركات بالإفصاح عن المعلومات الكمية والنوعية المتعلقة بتأثير أنشطتها على البيئة، ومدى التزامها بالتشريعات البيئية، وجهودها نحو تحقيق الاستدامة، وتزايد إهتمام الشركات بالإفصاح عن المعلومات البيئية نتيجة لعدة عوامل أهمها إدراك الشركات للمسؤولية البيئية التي تتحملها وضرورة إفصاحها عن أدائها البيئي. بالإضافة إلى الاستجابة إلى قوانين حماية البيئة التي تصدرها غالبية الدول، بالإضافة إلى متطلبات المستثمرين وغيرهم من اصحاب المصلحة نتيجة خوفهم من العقوبات التي قد تفرض على الشركة في حالة التأثير السلبي للشركة على البيئة مما قد يعرضها لخسائر مالية أو انخفاض في القيمة السوقية (عبدالكريم، ٢٠١٣).

١/٤/٣ الإفصاح عن التنبؤات المالية Financial forecasts disclosure

في إطار سعي الشركات نحو تعزيز الشفافية وتوفير المعلومات الملائمة للمستثمرين، برز الإفصاح عن تنبؤات الإدارة كأحد الجوانب المهمة في التقارير المالية، وذكر (Hirst et al. 2008) أن: الإفصاح عن التنبؤات المالية يتضمن تقديم الإدارة – بشكل إختياري – لتوقعاتها بشأن النتائج المالية المستقبلية، بما في ذلك الأرباح، والمبيعات، وغيرها من المؤشرات الرئيسية، وذلك بهدف تقليل الفجوة في المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ومساعدة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم، ويُعتبر هذا النوع من الإفصاح أداة فعالة لتوجيه توقعات السوق، وتعزيز ثقة المستثمرين في الشركة.

مما سبق يمكن القول أن الإفصاح عن التنبؤات المستقبلية قد يساعد في تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات ومن ثم تخفيض تكلفة المعاملات والتي تتضمن تلك التكاليف التي يتحملها المستثمرون للحصول على المعلومات الخاصة الداخلية، وبالتالي القضاء على ما يحققه بعض المستثمرين من عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين نتيجة المضاربة بالمعلومات الداخلية، مما يؤدي في النهاية إلى زيادة سيولة الأسهم وتخفيض درجة عدم التأكد المحيطة بالشركة وزيادة ثقة المستثمرين. وبالتالي يمكن لأى شركة في هذه الحالة أن تحصل على التمويل اللازم لها بأقل تكلفة لرأس مال، مما قد ينعكس إيجابياً في النهاية على قيمة الشركة في السوق.

٢. العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة:

القيمة السوقية للشركة هي التقدير الذي يمنحه السوق للشركة في لحظة معينة، ويعتبر الإفصاح الاختياري من أهم العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للشركة (Verrecchia, 2001)، حيث أظهرت العديد من الدراسات السابقة أن هناك علاقة إيجابية بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة، فكلما قامت الشركة بمزيد من الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية (البينية أو الاجتماعية وغيرها) أدى ذلك إلى زيادة ثقة المستثمرين بالشركة وبالتالي تتخفض تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية (Healy & Palepu, 2001; Verrecchia, 2001; Graham et al., 2005).

وفي دراسة نظرية قامت بها (موسى وآخرون، ٢٠٢٢)، والتي اختبرت العلاقة بين الإفصاح الاختياري وقيمة الشركة، من خلال عينة من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية خلال السنوات المالية ٢٠١٧، ٢٠١٨، ٢٠١٩، تمثلت في (٥٢) شركة ضمن أنشط (١٠٠) شركة مدرجة في مؤشر EGX100، وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية، حيث ذكرت أنه كلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري أدى ذلك إلى تحسين قيمة الشركة، وأوصت الشركات بزيادة مستوى الإفصاح الاختياري لتقليل الفجوة في المعلومات بين الإدارة والمستثمرين.

القسم الثاني

التأثير غير المباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة من خلال عدم تماثل المعلومات

١. ماهية عدم تماثل المعلومات:

١/١ مفهوم ظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين:

يرى (Mankiw, 2011) أن عدم تماثل المعلومات يمثل تملك أحد الأطراف لمعلومات أكثر من أطراف آخرين قبل إتمام صفقة ما، ويلاحظ أن:

- أن التفوق المعلوماتي لبعض الأطراف على حساب أطراف أخرى يمكن أن يتحقق من خلال التحكم بحجم المعلومات المعلنة أو المفصح عنها من خلال حجب هذه المعلومات جزئياً أو كلياً، أو الإفصاح عنها لأطراف بعينها دون الأطراف الأخرى، أو من خلال الاستفادة من توقيت توفير تلك المعلومات حيث قد يتم الحصول على المعلومات واستخدامها قبل نشرها.
- أنه لا بد من التمييز بين نوعية المعلومات ومدى إمكانية كل طرف من الأطراف المختلفة في الوصول إليها، وفي هذا الصدد يمكن تصنيف المعلومات إلى (خليفة، ٢٠١٢):
 - أ) معلومات داخلية: المعلومات التي تُستخدم من قبل المديرين لتساعد في اتخاذ القرارات ومباشرة المهام الإدارية، وبالتالي فإن الإدارة في مواجهة المستثمرين تكون في وضع معلوماتي أفضل، الأمر الذي يزيد من خطورة استغلال المعلومات الداخلية وما يترتب عليها من مشكلة عدم تماثل معلومات بين الإدارة والمستثمرين.
 - ب) معلومات عامة: تتمثل في كل المعلومات المتاحة لجميع الأطراف سواء كانت معلومات تم الإفصاح عنها من قبل الشركة أو المعلومات المتاحة عن حالة السوق.

- أنه يوجد اختلاف بين كل فئة من فئات متخذى القرار (الإدارة - حملة الأسهم- بقية المستثمرين فى السوق) حول كمية المعلومات المتاحة لدي كل فئة وتوقيت الحصول على هذه المعلومات, بالإضافة إلى قدرتهم على قراءة وفهم وتحليل هذه المعلومات للوصول إلى نتائج معينة عن أداء الشركة وبناء توقعات عن الربح المستقبلى. كما أن هناك بعض الأطراف الخارجية مثل كبار المستثمرين من الأفراد والمؤسسات المالية تتوافر لديهم الامكانيات لتكوين قاعدة من المعلومات الخاصة سواء كانت عن طريق تسريب بعض المعلومات الداخلية من قبل الإدارة, أو عن طريق تحليل وتشغيل المعلومات العامة بشكل أكثر دقة من غيرهم, مما يتيح لهم الفرصة كذلك لتحقيق عوائد غير عادية على حساب بقية المستثمرين.

١/٢ مقاييس عدم تماثل المعلومات:

تجدر الإشارة إلى أنه يوجد نوعان من عدم تماثل المعلومات, وهما:

١/٢/١ عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وبعضهم البعض.

١/٢/٢ عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين (وهو محل اهتمام الدراسة الحالية).

النوع الأول: عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وبعضهم البعض, ويتم قياسه من خلال: مقياس هامش سعري العرض والطلب (Bid-Ask- spread), (على سبيل المثال Wang, 2013, p. 37):

$$\text{Bid-Ask spread} = \text{annually average of } \frac{A_{i,t} - B_{i,t}}{(A_{i,t} + B_{i,t})/2}$$

حيث:

$A_{i,t}$: أعلى سعر طلب للشركة i في اليوم t .

$B_{i,t}$: أدنى سعر عرض للشركة i في اليوم t .

النوع الثاني: عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين, ويتم قياسه من خلال عدة مقاييس تناولتها دراسة (Boujelbene & Besbes, 2012), عند دراستها للعوامل المؤثرة على عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين, وأهم هذه المقاييس هو:

معدل التعاملات الداخلية على أسهم الشركة insiders' Trading Ratio: حيث ذكرت دراسات (Boujelbene & Besbes, 2012; Kyle, 1985) أن تعاملات الإدارة في شراء وبيع أسهم شركاتهم تعكس معلوماتها الداخلية التي تتميز بها عن المستثمرين, وأنه كلما زاد معدل تعاملات الإدارة تزداد درجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين, والعكس.

وسوف تستخدم الباحثة هذا المقياس لقياس عدم تماثل المعلومات في الشركات عينة البحث نظراً لأن هذا المقياس يعكس مدى استخدام الإدارة للمعلومات الداخلية, ويتم قياس عدم تماثل المعلومات من خلال معدل التعاملات الداخلية على أسهم الشركة (تعاملات الإدارة في شراء وبيع أسهم الشركة), ويتم قياس معدل التعاملات الداخلية كما يلي:

$$\text{معدل التعاملات الداخلية} = \frac{\text{تعاملات الإدارة في بيع وشراء أسهم الشركة خلال السنة}}{\text{إجمالي حجم التداول على أسهم الشركة خلال السنة}}$$

٢. التأثير غير المباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة من خلال عدم تماثل المعلومات:

في ضوء ما ذكرته الدراسات السابقة بوجود علاقة إيجابية بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة (Olagunju, & Ajiboye, 2022; Shamki & Abdul Rahman, 2013; Aladwan & Shatnawi, 2019)، وتفسر الدراسات هذه العلاقة الإيجابية بما ينتج عن هذا الإفصاح من تقليل درجة عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين، الأمر الذي يؤدي إلى تسعير أعلى لأسهم الشركة (Healy & Palepu, 2001). وهنا يُطرح سؤالاً جوهرياً:

كيف تحدث هذه العلاقة الإيجابية؟، أي: كيف ينتقل الأثر من الإفصاح الاختياري (كمتغير مستقل) إلى القيمة السوقية لأسهم الشركة (كمتغير تابع)؟.

لذا فسوف تركز الباحثة على محاولة تفسير تلك العلاقة (كيفية حدوثها؟) من خلال الإجابة عن السؤال: "هل يوجد دور لعدم تماثل المعلومات (كمتغير وسيط) في نقل الأثر من الإفصاح الاختياري (كمتغير مستقل) إلى القيمة السوقية لأسهم الشركة (كمتغير تابع)؟"، حيث ذكرت دراسة (Healy & Palepu, 2001) أنه توجد علاقة سلبية بين عدم تماثل المعلومات والقيمة السوقية للشركة، فكلما زادت درجة عدم تماثل المعلومات تقل ثقة المستثمرين في أسهم الشركة وبالتالي تنخفض قيمتها في السوق والعكس بالعكس. وكما ذكرتُ طبقاً لبعض الدراسات السابقة أن الإفصاح الاختياري يقلل درجة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي قد يُجيب تخفيض عدم تماثل المعلومات عن كيفية انتقال الأثر من الإفصاح الاختياري إلى القيمة السوقية، وهو ما ستقوم الباحثة باختباره من خلال هذا البحث على عينة من الشركات المساهمة المصرية.

القسم الثالث

الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث

في هذا القسم سيتم عرض أهم الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة إلى، وتُؤب هذه الدراسات إلى:

- (١) دراسات تناولت العلاقة المباشرة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية.
 - (٢) دراسات تناولت العلاقة بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات.
 - (٣) دراسات تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والقيمة السوقية.
 - (٤) التعليق على الدراسات السابقة.
١. دراسات تناولت الأثر المباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية:

استهدفت العديد من الدراسات اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة، حيث أن الإفصاح الاختياري قد يعزز سمعة الشركة في السوق، مما يعزز ثقة أصحاب المصالح في أدائها المستقبلي ويساعد في بناء علاقات قوية معهم، وبالتالي قد ينعكس ذلك إيجاباً على قيمتها السوقية.

قامت دراسة (Tan and et al., 2015) باختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المعلومات غير المالية المتعلقة بالمستقبل وكفاءة الإستثمار وانعكاس ذلك على قيمة الشركة بالإعتماد على أسلوب تحليل المحتوى لعينة من ٩٢٦ شركة من الشركات المقيدة في بورصة الصين خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١١، وذلك بما يعادل ٦٤٨٢ مشاهدة. وقد خلصت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمستقبل وكفاءة الإستثمار بما يزيد من كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال، وهذا بدوره يؤثر على قيمة الشركة في السوق.

كما قامت دراسة (Assidi, 2020) باختبار العلاقة بين كل من الإفصاح الاختياري وحوكمة الشركات (كمتغيرين مستقلين) والقيمة السوقية للشركة (كمتغير تابع)، وذلك بالتطبيق على عينة من ١٠٠١ ملاحظة لشركات فرنسية مدرجة في SBF 120 من عام ٢٠٠٦ إلى عام ٢٠١٦، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح الاختياري وقيمة الشركة في السوق، كما أن التفاعل بين حوكمة الشركات (من خلال تطبيق أفضل ممارسات للحوكمة) والإفصاح الاختياري (من خلال زيادة مستوى الإفصاح) يعزز من جودة المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية السنوية، مما ينعكس إيجابياً على تحسين قيمة الشركة في السوق.

٢. دراسات تناولت أثر الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات:

هدفت دراسة (Petersen & Plenborg, 2006) إلى بحث أثر الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات بين الشركات الصناعية المدرجة في سوق كوبنهاجن للأوراق المالية حيث تنسم هذه السوق بضعف قوانين حماية المستثمرين وارتفاع تركيز ملكية الشركات، وذلك على عينة من ٣٦ شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٧ حتى عام ٢٠٠٠، وقد قام الباحثان بإعداد مؤشر لقياس الإفصاح الاختياري يتكون من ٦٢ بنداً تم تقسيمهم إلى ٥ مجموعات هي (معلومات عن الشركة واستراتيجيتها- توقعات الإدارة- معلومات عن الإنتاج- معلومات عن السياسة التسويقية للشركة- رأس المال البشري) بينما تم قياس مستوى عدم تماثل المعلومات من خلال مدى السعر النسبي ومعدل دوران السهم، وقد أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات مما يلفت الانتباه إلى ضرورة توجيه الشركات لإمكانياتها نحو تحسين وسائل الاتصال بينها وبين المستثمرين.

كما قامت دراسة (Hamrouni & Solonandrasana, 2013) باختبار أثر التوسع في الإفصاح الاختياري على خفض مستوى عدم تماثل المعلومات والتخفيف من حدة مشكلة الاختيار العكسي في سوق الأوراق المالية، وقد استخدمت الدراسة عينة من ١٥٩ شركة فرنسية خلال الفترة ما بين عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٩، وقد تم بناء مؤشر للإفصاح الاختياري يتكون من ١٠٢ بند مقسم إلى ٤ فئات هي: (المعلومات الاستراتيجية، المعلومات غير المالية، المعلومات المالية، معلومات عن هيكل الحوكمة الخاص بالشركة) بينما تم قياس عدم تماثل المعلومات من خلال مدى سعر السهم، ووجدت الدراسة علاقة عكسية بين حجم الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية للشركات ومستوى عدم تماثل المعلومات.

واستهدفت دراسة (Van-Brandenburg, 2013) معرفة أثر مستوى الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات المرتبط بالشركات المدرجة في سوق المال الهولندية، بالتطبيق على عينة من ١٠٤ من الشركات الهولندية لعام ٢٠١٢، واستخدمت مؤشر لقياس الإفصاح الاختياري يشبه إلى حد كبير المؤشر المستخدم في دراسة (Petersen & Plenborg, 2006) السابق ذكرها، وذلك لتشابه بيئة التطبيق في كلتا الدراستين واستخدمت كذلك مدى سعر السهم لقياس عدم تماثل المعلومات، وقد أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أنه كلما ازداد مستوى الإفصاح الاختياري للشركات كلما انخفض مستوى عدم تماثل المعلومات في السوق، مما ساعد على خفض تكلفة رأس المال بتلك الشركات، وجذب إليها مستثمرين جدد، وهذا يشجع الشركات على خفض حالة عدم الشفافية المحيطة و يدفعها إلى الإفصاح عن معلومات أكثر في السوق.

وفي دراسة حديثة قام بها (Abu Afifa & Saadeh, 2023) لدراسة العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال كعلاقة مباشرة وغير مباشرة يتوسطها عدم تماثل المعلومات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأردنية (كإقتصاد نامي) خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٩، وأشارت النتائج إلى أنه توجد علاقة سالبة بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، وعلاقة إيجابية بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس، مما قد يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة في السوق.

٣. دراسات تناولت أثر عدم تماثل المعلومات على القيمة السوقية للشركة:

قامت دراسة (Huynh et al., 2020) باختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وقيمة الشركة في السوق في الشركات الفيتنامية، وذلك بالتطبيق على ٢٥٠ شركة غير مالية بواقع ٢٥٠٠ مشاهدة في الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٧، وإستخدمت الدراسة مقياس تشتت توقعات المحللين الماليين *The dispersion of analysts' forecasts* كمقياس لعدم تماثل المعلومات، وبررت الدراسة استخدام هذا المقياس بأنه كلما زادت درجة عدم تماثل المعلومات أدى ذلك إلى زيادة درجة تشتت تنبؤات المحللين الماليين، كما تم قياس قيمة الشركة في السوق من خلال معدل القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية للأصول، وتوصلت الدراسة إلى أن عدم تماثل المعلومات في الشركات الفيتنامية يؤثر تأثيراً سلبياً على قيمة الشركة.

كما قامت دراسة (Nguyen et al., 2021) باختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وقيمة الشركة في سوق الأوراق المالية الرئيسيين في فيتنام، وذلك بالتطبيق على ٢٠٢ شركة غير مالية بواقع ٦٠٦ مشاهدة في الفترة من ٢٠١٧ إلى ٢٠١٩، وقامت الدراسة بقياس عدم تماثل المعلومات من خلال مقياسين هما: (١) مقياس تشتت توقعات المحللين الماليين، (٢) مقياس خطأ توقعات المحللين الماليين *The error of analysts' forecasts*، كما تم قياس قيمة الشركة من خلال مقياس *TOBINQ*، وأشارت نتائج الدراسة إلى أن المقياسين اللذان يقيسان عدم تماثل المعلومات يؤثران تأثيراً سلبياً على قيمة الشركة.

٤. التعليق على الدراسات السابقة:

وبتحليل الدراسات السابقة يتضح للباحثة أن:

- الدراسات السابقة اختبرت جزئيات متفرقة من العلاقة غير المباشرة الكاملة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة (بوساطة عدم تماثل المعلومات)، فهناك دراسات (كما عرضتها الباحثة بالتفصيل) اختبرت العلاقة المباشرة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية، ودراسات أخرى اختبرت العلاقة بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، ودراسات ثالثة اختبرت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والقيمة السوقية، ولكن لا توجد دراسة عربية أو أجنبية – على حد علم الباحثة – اختبرت تلك العلاقة غير المباشرة الكاملة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية (بوساطة عدم تماثل المعلومات)، وبالتالي قد يقدم هذا البحث تفسيراً جديداً في تلك العلاقة.
- الدراسات السابقة استخدمت نموذج الوساطة البسيط لإختبار جزئيات تلك العلاقة غير المباشرة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية (من خلال عدم تماثل المعلومات)، وذلك من خلال إختبار كل مرحلة من تلك العلاقة على حدة، لذا سوف تستخدم الباحثة "نموذج العمليات الشرطية Conditional Process Model" وهو منهجية جديدة نسبياً تُستخدم لتقدير المسارات المباشرة وغير المباشرة التي من خلالها ينقل المتغير المستقل أثره للمتغير التابع، وبالتالي فإنه يهدف إلى فهم واستكشاف وتقدير الآلية التي تؤثر بها بعض المتغيرات السببية المقترضة على نتائجها من خلال متغير وسيط واحد على الأقل (Hayes & Preacher, 2013). كما أن الاستدلال الإحصائي لتحليل العمليات الشرطية منهجية جديدة لدراسة العلاقات السببية في المحاسبة لتوسيع نطاق تفسير وتحليل تلك العلاقات.

مما سبق يمكن للباحثة صياغة فرضيات البحث كما يلي:

- **الفرضية الأولى:** تتعلق بالأثر المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع:

ف١: لا يوجد أثر مباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركات المساهمة المصرية.

ويمكن التعبير عن هذه الفرضية في صورة إحصائية كما يلي:

$$H0_1: \epsilon = 0$$

$$Ha_1: \epsilon \neq 0$$

حيث: ϵ هي مقياس الأثر المباشر ونحصل عليها من المعادلة رقم (٢) ص ٢٦.

- **الفرضية الثانية:** تتعلق بالأثر غير المباشر للمتغير المستقل على المتغير التابع.

ف٢: لا يوجد أثر غير مباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركات المساهمة المصرية (عدم تماثل المعلومات متغير وسيط ناقل للأثر).

^١ سوف تعرض الباحثة في القسم الرابع الخاص بتصميم الدراسة الإمبريقية الإنتقادات الموجهة لنماذج الإختبار التقليدية (البسيطة)، ومزايا الإعتماد على منهجية نموذج العمليات الشرطية.

ويمكن التعبير عن هذه الفرضية في صورة إحصائية كما يلي:

$$H_{02}: ab_1 = 0$$

$$H_{a2}: ab_1 \neq 0$$

حيث: ab_1 : هي مقياس الأثر غير المباشر ونحصل عليها من المعادلتين رقم (١, ٢) في نماذج ومعادلات البحث في القسم الرابع., كما أن (a): هو معامل تأثير الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات في المعادلة (١) في نماذج ومعادلات البحث, (b₁) هو معامل تأثير عدم تماثل المعلومات على القيمة السوقية في المعادلة (٢).

• الفرضية الثالثة: تتعلق بالأثر الكلي للمتغير المستقل على المتغير التابع.

ف٣: لا يوجد أثر كلي للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركات المساهمة المصرية.

ويمكن التعبير عن هذه الفرضية في صورة إحصائية كما يلي:

$$H_{03}: c = 0$$

$$H_{a3}: c \neq 0$$

حيث: c : هي مقياس الأثر الكلي ونحصل عليها من خلال مجموع الأثرين المباشر وغير المباشر الشرطي ($ab_1 + \hat{c}$), أو من خلال نموذج رقم (٤) الموجود في نماذج تحليل العمليات الشرطية مباشرة, كما سيتضح في الجزء الخاص بنتائج البحث.

القسم الرابع الدراسة الإمبريقية

يهدف هذا القسم إلى بيان منهج الدراسة الإمبريقية الذي ستتبعه الباحثة، للإجابة على تساؤل البحث الحالي وتحقيق أهدافه، لذا سيناقدش هذا القسم:

- (١) تصميم الدراسة الإمبريقية.
- (٢) نتائج التحليل الإحصائي واختبار فرضيات البحث.

١. تصميم الدراسة الإمبريقية:

يتمثل تصميم الدراسة الإمبريقية في تحديد مجتمع وعينة البحث، ومصادر الحصول على بيانات البحث، ونماذج البحث، والتعريف الإجرائي لمتغيرات البحث، والاستدلال الإحصائي للنموذج، كما يلي:

١ / ١ مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع الدراسة الحالية في شركات المساهمة المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الفترة من ٢٠١٤ م إلى ٢٠١٩ م (وتم إختيار هذه الفترة لأنها فترة مستقرة نسبياً وخالية من أي أزمات أو ظروف طارئة، حيث لم تأخذ الباحثة السنوات من ٢٠٢٠ إلى ٢٠٢٢ لتوقعها تأثير أزمة كورونا بشكل كبير على أداء الشركات وقيمتها السوقية)، وتعتمد الباحثة بشأن إتمام الدراسة الحالية على عينة مُيسرة من تلك الشركات يبلغ حجمها ١١ شركة (ملحق رقم ١) موزعة على ستة عشر قطاعاً^٢، مع استبعاد قطاع البنوك وشركات الخدمات المالية لإختلاف طبيعة ممارساتها المحاسبية مقارنة بالقطاعات الأخرى، ويوضح الجدول رقم (١) العينة النهائية للدراسة مصنفة وفقاً للتوزيع القطاعي للبورصة المصرية خلال فترة البحث.

وبالنظر إلى جدول (١) نجد أن العينة تمثل كل القطاعات المدرجة في بورصة الأوراق المالية مما يساعد على تعميم نتائج الدراسة الحالية.

^٢ عدد شركات العينة ١١١ شركة، وعدد سنوات الدراسة ٦ سنوات، وعدد المشاهدات ٦٣١ مشاهدة، وهو غير مكافئ لحاصل ضرب عدد الشركات * عدد السنوات نظراً لأنه تم حذف بعض السنوات (سنة أو سنتان) لبعض الشركات بسبب عدم توافر بياناتها المالية في تلك السنوات.

جدول رقم (١): التوزيع القطاعي لشركات عينة الدراسة

م	القطاع	عدد شركات القطاع	عدد شركات القطاع في العينة	النسبة المئوية من العينة
١	الموارد الأساسية	١٧	١٣	١١
٢	الرعاية الصحية والأدوية	١٩	١٠	٩
٣	الخدمات و المنتجات الصناعية والسيارات	١١	٦	٥
٤	العقارات	٣٦	١٩	١٨
٥	السياحة والترفيه	١٢	٩	٨
٦	المرافق	١	١	١
٧	الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا	٨	٤	٣
٨	الأغذية والمشروبات والتبغ	٢٧	١٧	١٥
٩	الطاقة والخدمات المساندة	٤	٢	٢
١٠	التجارة والموزعون	٤	٣	٣
١١	خدمات النقل والشحن	٤	٣	٣
١٢	الخدمات التعليمية	٥	٣	٣
١٣	المقاولات والإنشاءات الهندسية	٨	٤	٤
١٤	المنسوجات والسلع المعمرة	٩	٥	٤
١٥	مواد البناء	١٥	١١	١٠
١٦	الورق ومواد التعبئة والتغليف	٢	١	١
	الإجمالي	١٨٢	١١١	٪١٠٠

١/٢ مصادر الحصول على بيانات الدراسة:

اعتمدت الباحثة في الحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية على المصادر التالية:

- (١) شركة مصر لنشر المعلومات (EGID) Egypt for Information Dissemination، وذلك للحصول على التقارير المالية السنوية لشركات عينة الدراسة في الفترة من ٢٠١٤م إلى ٢٠١٩م.
- (٢) موقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg).
- (٣) برنامج التحليل الفني (Meta Stock) وذلك للحصول على أسعار الأسهم وإجمالي حجم التداول لشركات العينة.
- (٤) موقع مدونة مباشر مصر للحصول على التعاملات الداخلية للإدارة في بيع وشراء الأسهم.

١ / ٣ نماذج البحث:

لإختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية للشركة بشكل متكامل، يتم استخدام تحليل العمليات الشرطية Conditional process analysis وخاصة نموذج تحليل الوساطة Mediation analysis, وهو (Model N. 4, p. 585) في (PROCESS v3.5 by Andrew Hayes), وهو النموذج (F. Hayes) من الـ (٩٢) نموذجاً لتحليل وتفسير العلاقات السببية (Hayes, 2018), وهو النموذج المناسب للبحث الحالي، وذلك لأن البحث الحالي يتناول تأثير متغير مستقل (VD) (الإفصاح الاختياري) على متغير تابع (MV) (القيمة السوقية للشركة) من خلال متغير وسيط (IA) (عدم تماثل المعلومات)، ويتوقف الإختبار من بين هذه النماذج على وجود نظرية تدعم العلاقة السببية المراد إختبارها (كما تدعم نظريات الوكالة والإشارة والشرعية العلاقة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية)، ويتم إجراء تحليل الوساطة من خلال منهجية نموذج العمليات الشرطية باستخدام حزمة SPSS بمساعدة PROCESS³ وهي Macro متكامل مع SPSS.

١ / ٣ / ١ أسباب استخدام تحليل العمليات الشرطية لإختبار العلاقة التي يتناولها البحث الحالي: (الإختلافات بين تحليل العمليات الشرطية ونماذج الإختبار التقليدية):

ذكرت دراسة (Cole et al., 2008) أنه قبل استخدام نماذج (تحليلات) نموذج العمليات الشرطية كان يتم إختبار معنوية الأثر غير المباشر لمتغير مستقل (X) على آخر تابع (Y) من خلال متغير وسيط (M)، عن طريق إختبار معنوية كل مسار على حدة (على خطوات)، وذلك بإختبار ما إذا كان معامل تأثير (X) على (M) $(\theta_{X \rightarrow M})$ وهو (a) معنوي أم لا، ثم إختبار ما إذا كان معامل تأثير (M) على (Y) $(\theta_{M \rightarrow Y})$ وهو (b) معنوي أم لا، ولا يتم إختبار الأثر غير المباشر نفسه (ab)، ولكن بعد الإستناد إلى تحليلات الوساطة من خلال نموذج العمليات الشرطية إختلفت منهجية الإختبار حيث أنه يتم إختبار معنوية تأثير (X) على (Y) من خلال (M)، عن طريق إختبار معنوية الأثر غير المباشر (ab) مباشرة وفي خطوة واحدة (Preacher & Hayes, 2004).

وكما ذكرت دراسة (Baron & Kenny, 1986) أنه في نماذج الإختبار التقليدية يتم إختبار معنوية تأثير متغير مستقل على آخر تابع من خلال متغير وسيط عن طريق ٣ خطوات متتالية وهي: (١) إختبار معنوية العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، ثم (٢) إختبار معنوية العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير الوسيط، ثم (٣) إختبار معنوية العلاقة بين المتغير الوسيط والمتغير التابع، وذلك من خلال نموذج إحداد لكل خطوة على حدة، وتتوقف معنوية الأثر غير المباشر على معنوية العلاقة بين المستقل والتابع (خطوة ١)، حيث أنه إذا لم تكن العلاقة بينهما معنوية يكون النموذج بالكامل غير معنوي ولا يتم إستكمال باقي الخطوات، وبالتالي تتمثل أوجه القصور (الانتقادات) الموجهة إلى الإختبار من خلال النماذج التقليدية في الآتي: (Hayes, 2009; Cole et al., 2008)

١ - أن النماذج التقليدية (أو نماذج التسلسل السببي) تُزيد من احتمالية عدم إكتشاف وتفسير معنوية الدور الوسيط بسبب أن عدم قدرة الباحث على رفض فرضية العدم في الخطوة (٢) أو الخطوة

³ PROCESS: برنامج متاح على: www.processmacro.org ويتم تثبيته من قائمة الأدوات المساعدة أو الإمتدادات (إعتماداً على إصدار SPSS)، وبمجرد التثبيت بنجاح، سيظهر كعنصر قائمة جديد في برنامج الـ SPSS ضمن قائمة Analyze→Regression.

(٣) سيؤدي إلى رفض وجود الأثر غير المباشر، وذلك على عكس نموذج العمليات الشرطية الذي يختبر معنوية الأثر غير المباشر لمتغير مستقل على آخر تابع من خلال متغير وسيط في خطوة واحدة مباشرة بصرف النظر عن معنوية العلاقة في الخطوة (٢) والخطوة (٣).
 ٢- أن النماذج التقليدية هي الأقل قوة بين عدة أساليب أخرى تم إختبارها عن طريق دراسات متعددة منها دراسة (MacKinnon et al., 2002).
 ٣- أن النماذج التقليدية لا تقيس الأثر غير المباشر كمياً، بل تستدل فقط على وجود الأثر غير المباشر عبر سلسلة من الفرضيات في الخطوة (٢) والخطوة (٣).
 ٢/٣ / ١ نماذج ومعادلات البحث الحالي: (نموذج تحليل الوساطة) والذي يُجيب عن سؤال «كيف ينتقل الأثر من الإفصاح الاختياري إلى القيمة السوقية»:
 يمكن تمثيل تحليل الوساطة مفاهيمياً كما بالشكل (١) الجزء (A)، وتمثيله إحصائياً كما بالشكل (١) الجزء (B):
 وتتمثل نماذج ومعادلات البحث فيما يلي:

$$IA_{i,t} = \alpha_0 + aVD_{i,t} + \varepsilon_{IA} \quad (1)$$

$$MV_{i,t} = b_0 + c'VD_{i,t} + b_1IA_{i,t} + b_2F.Size_{i,t} + b_3LEV_{i,t} + b_4ROA_{i,t} + \varepsilon_{MV} \quad (2)$$

حيث:

$IA_{i,t}$: تمثل عدم تماثل المعلومات للشركة i في الفترة t .

$VD_{i,t}$: تمثل الإفصاح الاختياري للشركة i في الفترة t .

$MV_{i,t}$: القيمة السوقية للشركة i في الفترة t .

$FSize_{i,t}$: حجم الشركة i في الفترة t .

$Lev_{i,t}$: الرافعة المالية للشركة i في الفترة t .

$ROA_{i,t}$: معدل العائد على الأصول للشركة i في الفترة t .

ε_{IA} : المتبقي إحصائياً من تقدير المعادلة (١) (الخطأ العشوائي).

EMV : المتبقي إحصائياً من تقدير المعادلة (٢) (الخطأ العشوائي).

ومن خلال النموذجين السابقين (١)، (٢) يمكن الحصول على الأثر المباشر والأثر غير المباشر والأثر الكلي للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية كما يلي:

(١) الأثر المباشر *Direct Effect* للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية هو ($\hat{C}$) (من المعادلة ٢).

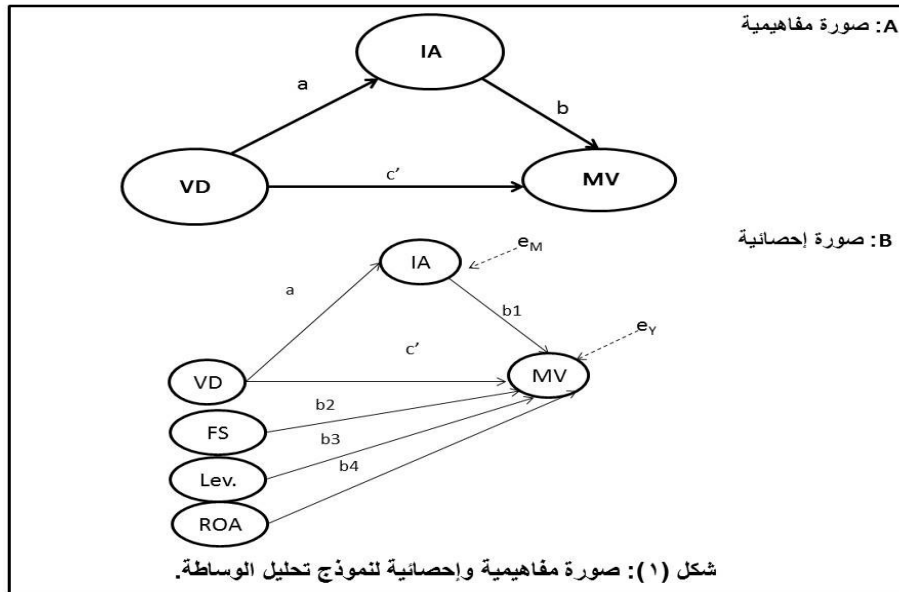
٢) الأثر غير المباشر *Indirect Effect* للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية من خلال عدم تماثل المعلومات هو $(ab_1)^4$ (من المعادلتين ١ و ٢). $\theta_{VD} \rightarrow \theta_{IA} \rightarrow MV = ab_1$

٣) الأثر الكلي *Total Effect* للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية هو (c) وهو $(ab^1 + c')$ ، وهذا النموذج من تحليل العمليات الشرطية (نموذج ٤) يقوم بحساب الأثر الكلي مباشرة.

١ / ٤ الاستدلال الإحصائي *Statistical inference* لنموذج البحث (تحليل الوساطة):

يتم اختبار الأثر غير المباشر (ab_1) للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية وفقاً لنموذج العمليات الشرطية دون الاعتماد على افتراض التوزيع الطبيعي (منهج النظرية الاعتدالية Normal theory approach)، لأن هذه الطريقة نتائجها غير دقيقة إحصائياً لأنها تفترض أن توزيع المعاينة للأثر غير المباشر يتبع التوزيع الطبيعي، وقد تم رفض هذا الافتراض في دراسات عديدة، كما أن منهج النظرية الاعتدالية هو الأضعف من حيث القوة الإحصائية. قدرة الاختبار على رفض فرض عدم غير صحيح (أبو العز، ٢٠٢٢).

لذا يستخدم تحليل العمليات الشرطية ما يُعرف بمنهجية فترة الثقة من المعاينة المتكررة Bootstrap CI (Bootstrap Confidence Intervals)، وهو اختبار إعادة المعاينة مع الإرجاع Repeated sampling with replacement وهي منهجية بديلة لمنهج النظرية الاعتدالية لإختبار الفرضيات بقوة إحصائية أعلى وتُعطى إستنتاجات أكثر دقة لأنها لا تفترض أن تتبع المعاينة التوزيع الطبيعي (أبو العز، ٢٠٢٢; Wood, 2005).



⁴ الأثر غير المباشر ab_1 لأن هناك متغيرات ضابطة أخرى تم ترميز معاملات تأثيرها على المتغير التابع بـ (b_4, b_3, b_2) .

وتتم إعادة المعاينة مع الإرجاع من خلال الخطوات التالية (Hayes, 2018):

- ١) سحب عينة عشوائية حجمها (n) من مفردات العينة الأصلية (وحجمها n أيضاً) مع الإرجاع وتسمى هذه العينة بعينة السحب المتكرر Bootstrap sample.
 - ٢) يتم تقدير الأثر غير المباشر (ab) للعينة.
 - ٣) تكرار الخطوات (١) و (٢) لعدد (K) من المرات (يُفضَّل ١٠٠٠٠ مرة).
 - ٤) يتم ترتيب قيم (ab) المقدرة من الخطوات السابقة تصاعدياً.
 - ٥) بناء فترة ثقة، وتقدير الحدين الأعلى والأدنى لفترة الثقة، حيث أن الحد الأدنى لفترة الثقة التي ترغبها للأثر غير المباشر (ab) من التوزيع المكون من عدد (k) من التقديرات هو القيمة التي تتناظر {٠,٥ - (١٠٠ - c %)} من توزيع المعاينة لفترة ثقة ٩٥٪.
 - ٦) الحد الأعلى لفترة الثقة التي ترغبها للأثر غير المباشر (ab) من التوزيع المكون من عدد (k) من التقديرات هو القيمة التي تتناظر {١٠٠ - (١٠٠ - c %)} من توزيع المعاينة.
- إذا كان هناك اتفاق بين إشارتي الحدين الأعلى والأدنى "أي: (- ، -) أو (+ ، +)" كان هذا يعني أن فترة الثقة لا تحتوي على الصفر، وأن الأثر غير المباشر (ab) معنوي، أما إذا كان هناك اختلاف في الإشارات كان الأثر غير معنوي (فترة الثقة تحتوي على الصفر).

يتم تقدير فترة ثقة من المعاينة المتكررة Bootstrap (CI) وكذلك معاملات نموذج العمليات الشرطية باستخدام برنامج PROCESS وهو برنامج (Macro) به العديد من النماذج المبرمجة التي تجمع بين المتغيرات المنظمة والوسيطية. بالإضافة إلى إجراء جميع تحليلات الانحدار المطلوبة، وتقدير حجم التأثيرات المباشرة وغير المباشرة (الشرطية وغير الشرطية)، والأخطاء المعيارية، والقيمة الاحتمالية (p-value)، وذلك باستخدام تطبيق قَدَّمَه (Preacher & Hayes, 2004) يُسمى (SPSS Macro).

١ / ٥ متغيرات البحث وتعريفاتها الإجرائية:

في ضوء فرضية البحث يمكن تحديد المتغيرات الرئيسية وكيفية قياسها إجرائياً كما يتضح من الجدول رقم (٢):

جدول رقم (٢): التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

(١) المتغير التابع: القيمة السوقية (MV) Market value		
رمز المتغير	وصف المتغير	التعريف الإجرائي للمتغير
MV	وهو المتغير المستهدف قياس كيفية تأثيره بالمتغير المستقل.	يتم قياسه من خلال: اللوغاريتم الطبيعي ل (عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم بعد ٩٠ يوم من إنتهاء السنة المالية).

(٢) المتغير المستقل: الإفصاح الاختياري (VD) Voluntary disclosure		
رمز المتغير	وصف المتغير	التعريف الإجرائي للمتغير
VD	هو المتغير المستهدف قياس آلية تأثيره على المتغير التابع.	يتم قياسه من خلال: بناء مؤشر غير مرجح من خلال الاستعانة بدراسات سابقة فى هذا المجال (عفيفى، ٢٠٠٨؛ عفيفى، ٢٠١٤؛ عطية، ٢٠١٣؛ محمد، ٢٠١٢؛ Hassan, 2015). ويكون المؤشر غير مرجح وذلك لتجنب التحيز والذاتية عند تقدير الأوزان الترجيحية لبنود المؤشر، وقد راعت الباحثة عدم وجود بنود من محتويات هذا المؤشر ضمن متطلبات قواعد الإفصاح الإلزامى، وسوف يتم حساب مستوى الإفصاح الاختياري عن طريق: يأخذ البند رقم (١) إذا كانت الشركة تُفصح عنه و (صفر) بخلاف ذلك، ثم قسمة عدد البنود الإختيارية التى أفصحت عنها الشركة على إجمالى عدد البنود التى يمكن الإفصاح عنها (إجمالى بنود المؤشر)، وقد تم تقسيم تلك البنود (٧٠ بنداً) إلى خمسة محاور كالتالى: ■ معلومات عامة عن الشركة (١٦ بنداً). ■ النسب والمعلومات المالية (٩ بنود). ■ مناقشات وتحليلات الإدارة (٢١ بنداً). ■ معلومات عن المسؤولية البيئية والاجتماعية ورأس المال البشرى (١٤ بنداً). ■ المعلومات المتعلقة بالمسقبل (١٠ بنود).

(٣) المتغير الوسيط: عدم تماثل المعلومات (Information asymmetry (IA)		
رمز المتغير	وصف المتغير	التعريف الإجرائي للمتغير
IA	الآلية التي تنتقل تأثير المتغير المستقل إلى المتغير التابع.	ويتم قياسه من خلال معدل التعاملات الداخلية على أسهم الشركة (تعاملات الإدارة في شراء وبيع أسهم الشركة) insiders' trading, ويتم قياس معدل التعاملات الداخلية كما يلي: معدل التعاملات الداخلية = تعاملات الإدارة في بيع وشراء أسهم الشركة خلال السنة إجمالي حجم التداول على أسهم الشركة خلال السنة

(٤) المتغير الضابط الأول: حجم الشركة Firm size		
رمز المتغير	مبرر إضافته	التعريف الإجرائي للمتغير
F.Size	أن الشركات الأكبر حجمًا غالبًا ما تكون أكثر تنوعاً واستقراراً، وتمتلك موارد أكبر، وعلاقات أوسع في السوق، ويُنظر إليها على أنها أقل عرضة للمخاطر، كما أن كبر حجم الشركة يعزز من قدرتها على الوصول إلى التمويل وزيادة حجم عملياتها، مما يرفع من جاذبيتها للمستثمرين ويزيد من قيمتها السوقية (Chung & Pruitt, 1994).	يتم قياسه من خلال: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
(٥) المتغير الضابط الثاني: الرافعة المالية Financial leverage		
رمز المتغير	مبرر إضافته	التعريف الإجرائي للمتغير
Lev.	أن زيادة الرافعة المالية يرافقتها تحمل مخاطر أكبر من قبل حملة الأسهم، وبالتالي سيطلبون بمعدل عائد أعلى كما أن المقرضين سيطلبون بفائدة أعلى، مما يقلل من ثقة المستثمرين ويؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة (Baral, 2004; Abor, 2005).	يتم قياسه من خلال: نسبة إجمالي الإلتزامات إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
(٦) المتغير الضابط الثالث: معدل العائد على الأصول return on assests		
رمز المتغير	مبرر إضافته	التعريف الإجرائي للمتغير
ROA	أن الشركة التي لديها أرباح عالية، يكون لديها أموال داخلية كافية تساعد على دفع إلتزاماتها المالية في الوقت المناسب، ومن ثم تصبح جديرة بثقة المقرضين والمستثمرين (Khan, 2016)، كلما أن العائد المرتفع على الأصول يعني غالباً أن الشركة ذات أداء تشغيلي قوي، وهو عامل رئيسي في رفع القيمة السوقية (Almajali et al., 2012).	يتم قياسه من خلال: نسبة صافي الربح إلى إجمالي أصول الشركة في نهاية العام.

٢. تحليل النتائج واختبار فرضيات البحث:

٣. ٢ / ١ الإحصاءات الوصفية:

يعرض الجدول رقم (٣) أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث والتي تتضمن أعلى وأدنى قيمة والمتوسط الحسابي والانحراف المعياري، وذلك بهدف التعرف على خصائص متغيرات الدراسة على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة.

جدول رقم (٣): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

متغيرات الدراسة	عدد المشاهدات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
المتغير التابع: القيمة السوقية (MV).	٦٣١	١٣,٨١٦	٢٤,٦٨	١٩,٨٥	١,٨١
المتغير المستقل: الإفصاح الاختياري (VD).	٦٣١	٠,١٧	٠,٩٨	٠,٦٣	٠,٢٤
المتغير الوسيط: عدم تماثل المعلومات (IA)	٦٣١	٠	١	٠,٠٨	٠,١٩٧
حجم الشركة (FSize)	٦٣١	١٢,٨	٢٤,٩	٢٠,٤٣	١,٥
الرافعة المالية (LEV)	٦٣١	٠,٠٠٥	٠,٩٣	٠,٤	٠,٢
معدل العائد على الأصول (ROA)	٦٣١	٠,٠٠٠٠٥	٠,٤٨	٠,٠٨	٠,٠٧

بالنظر إلى جدول رقم (٣) نجد أن:

(١) هناك مدى واسع بين شركات العينة بالنسبة للقيمة السوقية خلال فترة البحث، حيث يتراوح لوغاريتم القيمة السوقية بين (١٣,٨ , ٢٤,٦٨)، وذلك بمتوسط يبلغ ١٩,٨٥ وانحراف معياري قدره ١,٨.

(٢) وجود تفاوت كبير بين شركات العينة بالنسبة للمعلومات التي تُفصح عنها اختياريًا في تقاريرها المالية حيث كانت أعلى قيمة للإفصاح الاختياري ٩٨٪، وكانت أدنى قيمة ١٧٪، بينما بلغ المتوسط ٦٣٪، والانحراف المعياري ٤٢٪، مما يعني دقة بيانات هذا المتغير وعدم وجود قيم متطرفة بسبب تقارب المتوسط والانحراف المعياري.

(٣) معدل التعاملات الداخلية والذي يقيس عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين ويوضح مدى قيام الإدارة والمتعاملين الداخليين باستخدام ما لديهم من معلومات داخلية لبيع وشراء الأسهم، والذي يتراوح بين (صفر %، ١٠٠٪) والصفر وهو الحد الأدنى لعدم تماثل المعلومات والذي يعني أنه لا توجد تعاملات داخلية من الإدارة في بيع وشراء الأسهم، أما الحد الأقصى فبلغ ١٠٠٪ وهذا يعني أن التعاملات الداخلية للإدارة في بيع وشراء الأسهم تكفي إجمالي حجم التداول، وهذا يشير إلى زيادة درجة عدم تماثل المعلومات. وكان متوسط معدل التعاملات الداخلية على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة ٠,٠٨، والانحراف المعياري ٠,١٩٧٤.

(٤) فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة، كان حجم الشركة (مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام) على مستوى شركات العينة خلال فترة الدراسة يتراوح بين (١٢,٨ , ٢٤,٩)، وذلك بمدى واسع يبلغ (١٢,٨) ومتوسط يبلغ ٢٠,٤ وانحراف معياري قدره ١,٥، كما بلغ الحد الأدنى لمعدل العائد على الأصول ٠,٠٠٠٠٥، بينما بلغ الحد الأقصى ٠,٤٨، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٨ وانحراف معياري قدره ٠,٧، مما يعني دقة البيانات وعدم وجود قيم متطرفة، وبلغ الحد الأدنى للرافعة المالية ٠,٠٠٥، بينما بلغ الحد الأقصى ٠,٩٣، وذلك بمتوسط يبلغ ٠,٤ وانحراف معياري قدره ٠,٢، وهذا المتوسط يعني أن نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في نهاية العام (الالتزامات + حقوق الملكية) يساوي ٤٠٪ مما يعني أن متوسط نسبة حقوق الملكية إلى إجمالي هيكل التمويل تساوي ٦٠٪. وتنعكس تلك النسبة ميل الشركات بشكل أكبر للاعتماد على حقوق الملكية مقارنةً بالديون عند تحديد التشكيلة التي تتكون منها مصادر التمويل.

٢ / ٢ تحليل الارتباط بين متغيرات البحث:

يعرض الجدول رقم (٤) مصفوفة الارتباط بين جميع متغيرات الدراسة، ويظهر من خلال مصفوفة ارتباط بيرسون أن معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والضابطة أقل كثيراً من 0.9، وبالتالي لا توجد علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة أي لا توجد مشكلة ازدواج خطي.

ويُلاحظ من خلال الجدول أنه توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين القيمة السوقية (MV) والمتغيرات (الإفصاح الاختياري، وحجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول)، بينما توجد علاقة سلبية ومعنوية بين القيمة السوقية و(معدل التعاملات الداخلية، والرافعة المالية). كما توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين الإفصاح الإختياري (VD) والمتغيرات (حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول)، بينما توجد علاقة سلبية ولكنها غير معنوية بين الإفصاح الإختياري والمتغير الوسيط (معدل التعاملات الداخلية).

توجد أيضاً علاقة إيجابية ومعنوية بين معدل التعاملات الداخلية والمتغيرات (حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول)، كما توجد علاقة إيجابية ومعنوية بين حجم الشركة و المتغيرين (معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية). وأخيراً توجد علاقة سلبية ومعنوية بين معدل العائد على الأصول والرافعة والمالية.

هذه الارتباطات تتسق بشكل عام مع فرضيات البحث، ولكنها بذاتها لا تقدم دليلاً مقبولاً يدعم هذه الفرضيات، لذا سيتم إختبار تلك الفرضيات كما سيتم توضيحه وتحليله.

جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات الدراسة

م	المتغيرات	١	٢	٣	٤	٥	٦
١	القيمة السوقية (MV)	١					
٢	الإفصاح الإختياري (VD)	*٠,١٤١	١				
٣	معدل التعاملات الداخلية (IA)	*٠,٠١٤-	٠,٠٥١-	١			
٤	حجم الشركة (F. Size)	**٠,١٨٤	**٠,١٤٣	*٠,٠١٥	١		
٥	الرافعة المالية (Leverage)	**٠,٠٩٥-	**٠,٠٦٧	**٠,٠١٤	**٠,٢٩١	١	
٦	معدل العائد على الأصول (ROA)	**٠,٣٢٦	**٠,٠٦٥	*٠,٠٢٩	**٠,١٣٤	**٠,١٥١-	١

** الارتباط دال عند مستوى معنوية ١٪.

* الارتباط دال عند مستوى معنوية ٥٪.

٢/٣ اختبارات التحقق من صحة نماذج البحث:

تقوم آلية عمل نموذج العمليات الشرطية بالتخلص تلقائياً من بعض المشاكل الإحصائية كما سيتم توضيحه فيما يلي:

٢/٣/١ مشكلة عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality:

إن الأخطاء العشوائية (البواقي) يجب أن تتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط (صفر) وتباين ثابت في جميع معادلات الدراسة، ويقوم تحليل العمليات الشرطية تلقائياً بالتخلص من القيم الشاذة والمتطرفة، بمعنى أن الأخطاء العشوائية في معادلات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أو قريبة منه (Hayes, 2018).

٢/٣/٢ مشكلة الارتباط الذاتي التسلسلي بين الأخطاء Autocorrelation (عدم إستقلالية الأخطاء Independence of the Errors), ومشكلة التحقق من عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity):

إن تحليل العمليات الشرطية يعتمد في معادلاته على طريقة المربعات الصغرى وهذه الطريقة تشترط خلو معادلات الانحدار من هاتين المشكلتين، ولحل المشكلتين قامت الباحثة من خلال تحليل العمليات الشرطية باستخدام Clustered robust standard errors وهو أسلوب إحصائي يمكن من استخدام طريقة المربعات الصغرى وفي نفس الوقت تصحيح الأخطاء المعيارية أوتوماتيكياً من أثر مشكلتي الارتباط الذاتي التسلسلي بين الأخطاء، وعدم ثبات التباينات (Hoechle, 2007; Holzhaecker et al., 2015).

٢/٣/٣ مشكلة الإزدواج الخطي Multicollinearity:

يظهر الإزدواج الخطي من خلال مصفوفة ارتباط بيرسون جدول (٤) فإن معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والضابطة أقل كثيراً من 0.9، وبالتالي لا توجد علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة أي لا توجد مشكلة إزدواج خطي (Gujarati, 2022).

مما سبق يعتبر النموذج الذي سيتم استخدامه في اختبار معادلات البحث خالي من المشاكل الإحصائية.

٢/٤ نتائج التحليل الإحصائي واختبار فرضيات البحث:

يقوم تحليل العمليات الشرطية (وتحديداً النموذج (٤) في قائمة Hayes) الخاص بتحليل الوساطة، والذي يختبر ٣ فرضيات أساسية: فرضية خاصة بالأثر المباشر، وفرضية خاصة بالأثر غير المباشر، والفرضية الأخيرة خاصة بالأثر الكلي للمتغير المستقل على المتغير التابع، بتقسيم نتائج الدراسة (ملحق رقم "٤") إلى خمسة أجزاء رئيسية كما يلي:

(١) المسار الأول من العلاقة (IA $\rightarrow$ VD θ): خاص بتفسير أثر المتغير المستقل (الإفصاح الاختياري) (VD) مقاساً بنسبة عدد البنود الاختيارية المفصح عنها إلى إجمالي عدد البنود الاختيارية) على المتغير الوسيط (عدم تماثل المعلومات) (IA) مقيساً بمعدل التعاملات الداخلية (Insider trading ratio)، وكانت نتائجه كما بالجدول (٥):

جدول (٥) معنوية أثر الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات (المسار الأول من النموذج).

	coeff	se(HC0)	T	P	LLCI	ULCI
constant	-9.2119	.1463	-3.0203	.0349	-120.2996	-2.7435
VD	-2.4073	.5464	-6.3302	.0000	-132.6301	-2.0045
R² = .1733						
F statistics = 25.403						
P- value = .0000						

- النموذج معنوي حيث (P-Value= 0000 ,F= 25.403), وبلغ R^2 (0.1733) وهذا يعني أن ١٧,٣٣٪ من التغير في المتغير الوسيط (عدم تماثل المعلومات) يرجع إلى التغير في الإفصاح الاختياري.

- الإفصاح الاختياري يؤثر تأثيراً معنوياً على عدم تماثل المعلومات حيث:

($a = -2.4073$, $t = -6.3302$, $P\text{-Value} = .0000$,وحدا فترة الثقة الأعلى والأدنى سالبا الإشارة) أي فترة الثقة لا تحتوي على (الصفر) ← النموذج معنوي.

٢) المسار الثاني من العلاقة ($\theta_{IA} \rightarrow \theta_{MV}$): خاص بتفسير أثر المتغير المستقل (الإفصاح الاختياري VD), والمتغير الوسيط (عدم تماثل المعلومات INF. A), والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة FSIZE, والرافعة المالية LEV, ومعدل العائد على الأصول ROA) على المتغير التابع (القيمة السوقية MV), وتظهر نتائجه كما بالجدول (٦):

جدول (٦) معنوية أثر الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات والمتغيرات الضابطة على القيمة السوقية (المسار الثاني من النموذج).

	Coeff	se(HC0)	T	P	LLCI	ULCI
constant	-1.923	.0246	-23.8135	.0000	-.2240	-.1587
VD	.1753	.0109	5.9132	.0000	.0068	.3318
Inf. A	-2.2161	.0045	-4.6324	.0000	-.3453	-.0947
F.Size	.9727	.0273	12.0190	.0000	.9291	1.0363
LEV	-1.326	.1882	-7.0451	.0000	-1.6952	-.9562
ROA	4.6245	.5325	8.6849	.0000	3.5788	5.6701
R² = .4187						
F statistics = 33.6342						
P- value = .0000						

- النموذج معنوي حيث (P-Value= .0000 ,F= 33.6342), وبلغ R^2 (0.4187) وهذا يعني أن ٤١,٨٧٪ من التغير في المتغير التابع (القيمة السوقية) يرجع إلى الإفصاح الاختياري.

- الإفصاح الاختياري يؤثر تأثيراً معنوياً موجباً على القيمة السوقية حيث:

($c = .1753$, $t = 5.9132$, $P\text{-Value} = .0000$,وحدا فترة الثقة الأعلى والأدنى موجبا الإشارة).

- عدم تماثل المعلومات يؤثر تأثيراً معنوياً سالباً على القيمة السوقية حيث:

($b^1 = -2.2161$, $t = -4.6324$, $P\text{-Value} = .0000$,وحدا فترة الثقة الأعلى والأدنى سالبا الإشارة).

- حجم الشركة (المتغير الضابط الأول) يؤثر تأثيراً معنوياً موجباً على القيمة السوقية، حيث: $b^2 = .9727$, $t = 12.0190$, $P\text{-Value} = .0000$, وحدا فترة الثقة الأعلى والأدنى موجبا الإشارة).
 - الرافعة المالية (المتغير الضابط الثاني) يؤثر تأثيراً معنوياً سالباً على القيمة السوقية، حيث: $b^3 = -1.326$, $t = -7.0451$, $P\text{-Value} = .0000$, وحدا فترة الثقة الأعلى والأدنى سالبا الإشارة).
 - معدل العائد على الأصول (المتغير الضابط الثالث) يؤثر تأثيراً معنوياً موجباً على القيمة السوقية، حيث: $b^4 = 4.6245$, $t = 8.6849$, $P\text{-Value} = .0000$, وحدا فترة الثقة الأعلى والأدنى موجبا الإشارة).
- ٣) **الأثر المباشر (Direct effect (ع)** للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية، وتظهر نتائجه كما بالجدول (٧):

جدول (٧) الأثر المباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية.

Effect	se(HC0)	T	P	LLCI	ULCI
.1753	.0109	5.9132	.0000	.0068	.3318

من نتائج الجدول يتم رفض فرض عدم الأول ($H_0: \epsilon = 0$)، وقبول الفرض البديل ($H_a: \epsilon \neq 0$) بأنه يوجد أثر مباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة، حيث $\epsilon = .1753$ ، والحددين الأدنى والأعلى لفترة الثقة على الترتيب $(.0068 / .3318)$ ، وهذا الأثر معنوي لأن فترة الثقة لا تتضمن الصفر.

٤) **الأثر غير المباشر (Indirect effect (ab₁)** للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية (VD $\rightarrow$ Inf.A $\rightarrow$ MV)، وتظهر نتائجه كما بالجدول (٨):

جدول (٨) الأثر غير المباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية.

	Effect (ab ₁)	BootSE	BootLLCI	BootULCI
Inf.A	.0398	.0118	.0016	.0554

من نتائج الجدول يتم رفض فرض عدم الثاني ($H_0: ab_1 = 0$)، وقبول الفرض البديل ($H_a: ab_1 \neq 0$) بأنه يوجد أثر غير مباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة من خلال عدم تماثل المعلومات، حيث $ab_1 = .0398$ ، والحددين الأدنى والأعلى لفترة الثقة على الترتيب $(.0016$ و $.0554)$ ، وهذا الأثر معنوي لأن فترة الثقة لا تتضمن الصفر.

٥) **الجزء الخامس: خاص بالأثر الكلي Total effect** للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية، والأثر الكلي يتم حسابه بطريقتين: إما عن طريق جمع الأثرين المباشرين (ع) وغير المباشر (ab_1)، أو في النموذج رقم (٤) الخاص بتحليل العمليات الشرطية، تظهر نتائجه مباشرة ضمن التحليل الإحصائي للنموذج، كما بالجدول رقم (٩):

جدول (٩) الأثر الكلي للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية.

Effect	se(HC0)	T	P	LLCI	ULCI
.2151	.0308	2.8078	.0000	.0084	.3872

إذن يتم رفض فرض عدم الثالث ($H_0: c = 0$), وقبول الفرض البديل ($H_a: c \neq 0$) بأنه يوجد أثر كلي للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة، حيث ($c = 0.2151$) وهو الأثر الكلي للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية من نتائج تحليل العمليات الشرطية (ملحق رقم ٤)، (وهو نفسه مجموع الأثرين المباشر، وغير المباشر).

ملخص القسم الرابع:

قامت الباحثة من خلال هذا القسم بعرض منهج الدراسة الإمبريقية الذي إتبعته لاختبار فرضيات البحث، حيث تناولت في الجزء الأول من هذا القسم تصميم الدراسة الإمبريقية، وعرضت من خلاله: (مجتمع وعينة البحث، مصادر الحصول على البيانات، متغيرات البحث وتعريفاتها الإجرائية، نماذج ومعادلات البحث، الاستدلال الإحصائي للنموذج).

كما تناولت في الجزء الثاني من هذا القسم تحليل النتائج وإختبار فرضيات البحث، وعرضت من خلاله: (الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث، مصفوفة ارتباط بيرسون بين متغيرات البحث، التحقق من صحة النموذج المستخدم وخلوه من المشاكل الإحصائية، وعرض نتائج اختبار فرضيات البحث).

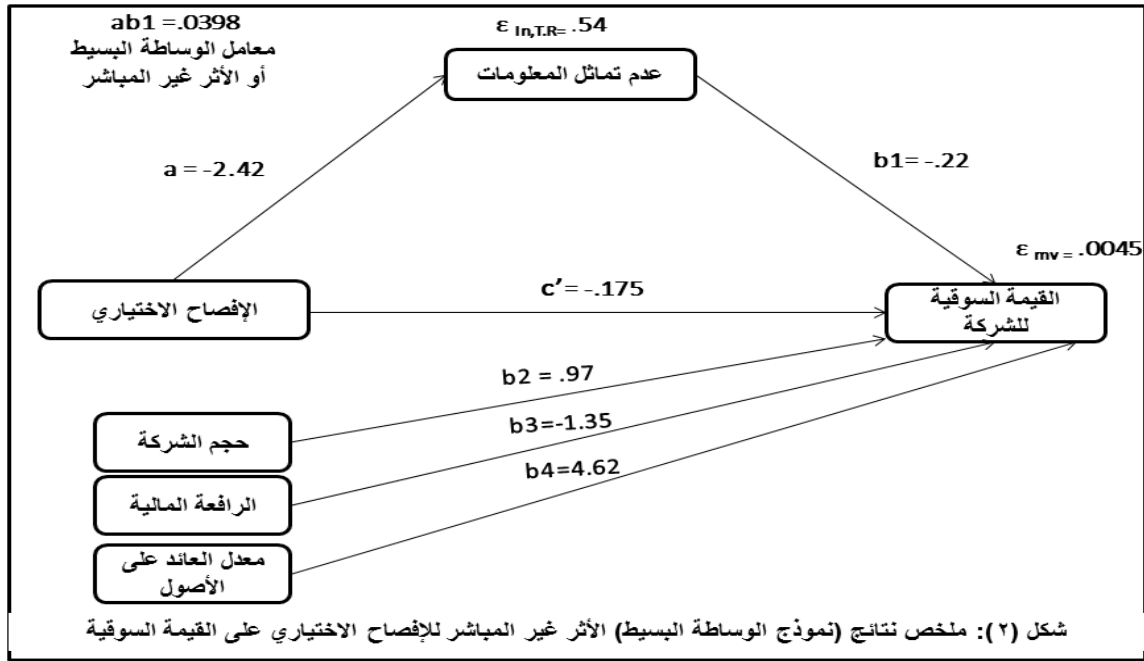
في القسم الخامس سيتم: مناقشة نتائج البحث، وحدود تلك النتائج، والدراسات المستقبلية، وخلاصة البحث.

القسم الخامس

مناقشة النتائج وحدودها والدراسات المستقبلية وخلاصة البحث

١. مناقشة النتائج:

قامت الباحثة من خلال هذا البحث بإختبار ثلاث فرضيات لأثر الإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة، هي: (فرضية خاصة بالأثر المباشر، وفرضية خاصة بالأثر غير المباشر، و فرضية خاصة بالأثر الكلي)، وجاءت نتائج إختبار تلك الفرضيات من خلال نموذج الوساطة البسيط الموجود ضمن نماذج تحليل العمليات الشرطية كما بالشكل (٢):



يوضح الشكل (٢) التأثير المباشر وغير المباشر والتأثير الكلي للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة، وذلك من خلال تحليل الوساطة البسيط الذي يقوم بإختبار تلك العلاقة السببية في خطوة واحدة، على عكس الدراسات السابقة التي إختبرت معنوية كل مسار / علاقة جزئية في السلسلة السببية على حدة، كما يقوم نموذج الوساطة البسيط بحساب قيمة التأثير المباشر وقيمة التأثير غير المباشر للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة، على عكس الدراسات السابقة التي إكتفت بذكر إذا كان هناك أثر من عدمه، وكانت نتائج ذلك التحليل كما يلي:

- رفض فرض عدم الأول، وقبول الفرض البديل بأنه يوجد أثر مباشر موجب للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة.
- رفض فرض عدم الثاني، وقبول الفرض البديل بأنه يوجد أثر غير مباشر موجب للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة.
- رفض فرض عدم الثالث، وقبول الفرض البديل بأنه يوجد أثر كلي موجب للإفصاح الاختياري على القيمة السوقية للشركة.

كما لخصت الباحثة نتائج اختبار تلك الفرضيات بالجدول (١٠) كما يلي:

جدول (١٠) العلاقات المباشرة وغير المباشرة في السلسلة السببية لتأثير الإفصاح الاختياري على القيمة السوقية.

Direct relationships العلاقات المباشرة	Unstandardized coefficient معامل التأثير	P. Value	Confidence intervals Low, High حدود فترة الثقة
VD → MV	.1753	.0000	.0068, .3318
Indirect relationships العلاقات غير المباشرة	Unstandardized coefficient معامل التأثير	P. Value	Confidence intervals Low, High حدود فترة الثقة
VD → Inf. A → MV	.0398	.0000	.0016, .0554

٢. الاتفاق والاختلاف مع الدراسات السابقة:

اتفقت نتائج الدراسة الحالية مع نتائج دراسات (Kiamehr et al. 2024; Tan and et al., 2015; Assidi, 2020) التي وجدت علاقة موجبة بين الإفصاح الاختياري والقيمة السوقية، حيث أن زيادة عدد البنود الاختيارية المُفصح عنها يعزز من جودة معلومات التقارير المالية السنوية، مما يعكس إيجابياً على تحسين قيمة الشركة في السوق، وإختلفت الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة (على سبيل المثال: Kiamehr et al. 2024; Tan and et al., 2015; Assidi, 2020; Huynh et al., 2020; Nguyen et al., 2021; Khatali, 2020) في أنها اختبرت تلك العلاقة بشكل كامل وفي خطوة واحدة من خلال تحليل العمليات الشرطية، لكن تلك الدراسات اختبرت كل علاقة جزئية على حدة.

كما تؤيد الدراسة الحالية ما ذكره Hayes (2018) عن مميزات نموذج العمليات الشرطية

حيث:

- يختبر تحليل العمليات الشرطية فرضيات الدراسة بقوة إحصائية أعلى ولا يُشترط فيه أن تتبع عينة الأثر غير المباشر شكل التوزيع الطبيعي، لذا فهي تُعطي نتائج أكثر دقة.
- يختبر تحليل العمليات الشرطية صحة فرضية الأثر غير المباشر في خطوة واحدة دون الإكتفاء باختبار معنوية كل مسار جزئي على حدة، كما يقوم النموذج بحساب قيمة الأثر غير المباشر ولا يكتفي بالاستدلال فقط على وجوده كما بالدراسات السابقة. لذا إختلفت الدراسة الحالية مع منهجية الاختبار في الدراسات السابقة.
- يقوم تحليل العمليات الشرطية بمعالجة بعض المشاكل الإحصائية تلقائياً بمجرد استخدامه من خلال تقنية Clustered robust standard errors والتي تحل أهم وأكبر مشكلتين تعاني منهما البيانات الإحصائية في أغلب الدراسات وهما (مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation، ومشكلة عدم ثبات التباينات Heteroscedasticity).

٣. حدود النتائج Limitations:

استند البحث الحالي إلى عينة غير عشوائية، ويعتبر هذا هو أهم محددات النتائج، والذي قد يحد من قابلية النتائج للتعميم، حيث قامت الباحثة بإختيار عينة تستوفي الشرط المطلوب (الشركة التي تقصح عن بنود إختيارية ضمن تقاريرها المالية).

٤. البحوث المستقبلية Future research:

تفتح الدراسة الحالية المجال للعديد من الأفكار البحثية منها:

- تطوير النموذج الحالي إلى نموذج آخر ضمن نماذج تحليل العمليات الشرطية ولكنه أكثر تعقيداً بإدخال أكثر من متغير وسيط ضمن الآليات الناقلة لأثر الإفصاح الإختياري إلى القيمة السوقية، مثل (جودة الأرباح المحاسبية، درجة كثافة الإستحقاقات).
- إدخال متغيرات منظمة كشرط لإنتقال الأثر من الإفصاح الإختياري إلى القيمة السوقية مثل (فرص النمو).
- إعادة دراسة العلاقات السببية المختلفة في الأدبيات المحاسبة من منظور تحليل العمليات الشرطية، وذلك بالجمع بين المتغيرات الوسيطة (الآليات الناقلة للأثر/ العلاقة) والمتغيرات المنظمة (شروط إنتقال الأثر/ العلاقة) التي تؤثر في السلسلة السببية بين متغير مستقل وآخر تابع، حيث يفتح ذلك المجال إلى العديد من الأفكار البحثية والدراسات المستقبلية.

٥. خلاصة البحث:

يعتبر البحث الحالي ذو أهمية على مستويين (الأكاديمي والعملي):

على المستوى الأكاديمي وجد البحث الحالي أنه:

- يوجد أثر مباشر موجب للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية للشركة.
- يوجد أثر غير مباشر موجب للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية للشركة.
- يوجد أثر كلي موجب للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية للشركة.

على المستوى الأكاديمي أيضاً أضاف هذا البحث أن: التأثير الموجب للإفصاح الإختياري على القيمة السوقية كان من خلال تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين، أى أن تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات آلية ناقلة للأثر (أو أجابت عن سؤال كيف ينتقل الأثر من الإفصاح الإختياري إلى القيمة السوقية للشركة).

لذا فإن نتائج البحث الحالي على المستوى الأكاديمي سوف تفتح المجال أمام الباحثين لإعادة دراسة العلاقة السببية بين الإفصاح الإختياري والقيمة السوقية بشكل متكامل من خلال الجمع بين المتغيرات الوسيطة والمنظمة التي تؤثر في تلك العلاقة، وليس مجرد دراسة كل علاقات جزئية على حدة وذلك من منظور تحليل العمليات الشرطية، متى توافرت النظريات التي تدعم تلك العلاقة.

وعلى المستوى العملي تُعد نتائج الدراسة ذات أهمية للشركات التي لا تقصح عن البنود الإختيارية، أو التي تُقصح عن عدد بنود قليل، لما لذلك الإفصاح من تأثير إيجابي على قيمتها السوقية.

ملخص القسم الخامس:

قامت الباحثة من خلال هذا القسم بمناقشة نتائج البحث وعرض ملخص توضيحي لها، كما ذكرت الباحثة حدود نتائج البحث، وبعض الأفكار البحثية المستقبلية كإمتداد لتلك البحث، وخلاصة البحث.

المراجع

مراجع باللغة العربية:

- إبراهيم, محمد مخيمر حسن (٢٠١٢). دراسة للعوامل المؤثرة في درجة الإفصاح الاختياري عبر الإنترنت مع التطبيق على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية. رسالة ماجستير غير منشورة, كلية التجارة, جامعة الإسكندرية.
- أبو العز, محمد السعيد, ٢٠١٩, "موضوعات في المحاسبة الإدارية", كلية التجارة, جامعة الزقازيق.
- أبو العز, محمد السعيد, ٢٠٢٢, "مناهج وطرق البحث في العلوم الاجتماعية", كلية التجارة, جامعة الزقازيق, الطبعة الثالثة.
- أحمد, منى سعيد محروس . ٢٠١٦. دراسة العلاقة بين الإفصاح عن الأداء الاجتماعي وبين القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية بمنشآت الأعمال. رسالة ماجستير غير منشورة . كلية التجارة . جامعة عين شمس.
- حسين, محمود محمد عبد الرحيم, ٢٠٢٠, "تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبى الإختياري عن المعلومات المستقبلية فى التقارير السنوية وقيمة الشركة - دليل تطبيقي فى بيئة الأعمال المصرية", مجلة الدراسات والبحوث المحاسبية, ع ٢, ص ص ٦٧: ٢٧.
- خليفة, محمد يوسف عبدالرحيم, ٢٠١٢, قياس آثار عدم تماثل المعلومات المحاسبية على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرى. رسالة ماجستير غير منشورة, كلية التجارة, جامعة جنوب الوادى.
- سالم, أحمد محمد كامل, ٢٠٠٢, دور الإفصاح المحاسبى فى خدمة قرارات الاستثمار فى الأوراق المالية فى مصر فى ظل سياسة التحرر الاقتصادى, رسالة دكتوراة غير منشورة, كلية التجارة, جامعة الإسكندرية.
- سليمان, يحيى محمد أبو طالب, ٢٠١٨, "الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية بالتقارير السنوية", مجلة المال والتجارة, ع ٥٩١, ص ص ١٨: ٢٦ مسترجع من: <https://0810gqmw7-1104-y-https-search-mandumah-com.mplbci.ekb.eg/Record/911656>
- عطية, ياسر محمد, ٢٠١٣, محددات مستوى الإفصاح الاختياري فى التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة المصرية- دراسة اختبارية. رسالة ماجستير غير منشورة, كلية التجارة, جامعة الزقازيق.
- عفيفي, هلال عبدالفتاح, ٢٠٠٨, العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري فى التقارير السنوية: دراسة اختبارية فى البيئة المصرية. مجلة البحوث التجارية, كلية التجارة, جامعة الزقازيق, العدد الأول, ٢٥٧-٣١٢.

عفيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١٥، المحاسبة البيئية بين النظرية والتطبيق. كلية التجارة. جامعة الزقازيق. بدون ناشر.

عفيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١٤، العلاقة بين إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات: هل هناك تأثير للإفصاح الاختياري؟ - دراسة تحليلية اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٣٦(١)، ٢٦٥ : ٣٤٤.

محمد، سارة أحمد عبد الفتاح، ٢٠١٢، نموذج مقترح لقياس وتفسير محددات مستوى الإفصاح الاختياري بالتقارير المالية - دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة عين شمس.

موسى، مني السيد إبراهيم، خليل، علي محمود مصطفى، و الملاح، شيرين شوقي السيد. (٢٠٢٢). قياس أثر الإفصاح الاختياري في الحد من مخاطر عدم تماثل المعلومات بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية. مجلة الدراسات والبحوث التجارية، ٣٤، ٣٤، ص ٨٣ : ١٠٣، مسترجع من: <http://search.mandumah.com/Record/140521>

مراجع باللغة الأجنبية:

- Abd Alrahman, N., M. Zain, and N. Al-haj. 2011. CSR disclosures and its determines: Evidence from Malaysian government link companies. *Social Responsibility Journal* 7 (2): 181-120.
- Abor, J. (2005). The effect of capital structure on profitability: an empirical analysis of listed firms in Ghana. *The journal of risk finance*, 6(5), 438-445.
- Abu Afifa, M. M., & Saadeh, M. (2023). Does information asymmetry mediate the relationship between voluntary disclosure and cost of capital? Evidence from a developing economy. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, available on Emerald Insight at: <https://www.emerald.com/insight/1985-2517.htm>.
- Akindayomi, A. (2010). The dynamics of the informational contents of accounting numbers. In *Handbook On Business Information Systems*, 639-652.
- Aladwan, M., & Shatnawi, Y. (2019). The association between accounting disclosures and stock market price: an empirical study on Jordanian commercial banks. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, 11(1), 73-92.
- Almajali, A. Y., Alamro, S. A., & Al-Soub, Y. Z. (2012). Factors affecting the financial performance of Jordanian insurance companies listed at Amman Stock Exchange. *Journal of Management research*, 4(2), 266.

-
-
- Álvarez, I. G., Sanchez, I. M. G., & Dominguez, L. R. (2008). Voluntary and compulsory information disclosed online: The effect of industry concentration and other explanatory factors. *Online Information Review*, 32(5), 596-622.
- Anne Khatali. (2020). Identifying Effects of Information Asymmetry on Firm Performance. *International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, 8(2), 75-83. <https://doi.org/10.11648/j.ijefm.20200802.12>.
- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., & Verrecchia, R. E. (2011). When does information asymmetry affect the cost of capital?. *Journal of accounting research*, 49(1), 1-40.
- Assidi, S. (2020). The effect of voluntary disclosures and corporate governance on firm value: a study of listed firms in France. *International Journal of Disclosure and Governance*, 17(2), 168-179.
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51(6), 1173-1182.
- Bayoud, N. S., Kavanagh, M., & Slaughter, G. (2012). Factors influencing levels of corporate social responsibility disclosure Libyan firms: A mixed study. *International Journal of Economics and Finance*, 4(4), 13-29.
- Boujelbene, Y., & Besbes, L. (2012). The determinants of information asymmetry between managers and investors: a study on panel data. *IBIMA Business Review*, available at: <https://ibimapublishing.com/articles/IBIMABR/2012/818936/818936.pdf>.
- Chung, K. H., & Pruitt, S. W. (1994). A simple approximation of Tobin's q. *Financial management*, 70-74.
- Cole, M. S., Walter, F., & Bruch, H. (2008). Affective mechanisms linking dysfunctional behavior to performance in work teams: a moderated mediation study. *Journal of Applied Psychology*, 93(5), 945.
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, auditing & accountability journal*, 15(3), 282-311.
- Dhaliwal, D. S., Radhakrishnan, S., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The accounting review*, 87(3), 723-759.
- Dhaliwal, D., O. Zhen, and A. Tsang. (2011). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 86 (1): 59-100.

-
-
- Diebecker, J., & Sommer, F. (2017). The impact of corporate sustainability performance on information asymmetry: the role of institutional differences. *Review of Managerial Science*, 11(2), 471-517.
- Frankel, R., & Li, X. (2004). Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 229-259.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1-3), 3-73.
- Gujarati, D. N. (2022). *Basic econometrics*. Prentice Hall, USA.
- Hamrouni, A., & Solonandrasana, B. (2013). *A study of the relationship between the extent of voluntary disclosure and information asymmetry in stock exchange market, from: <http://www.academia.edu>*.
- Hassan, A. B. A. (2015). Investigating The Role of Voluntary Disclosure in Mitigating Information Asymmetry among Equity Investors in Concentrated Ownership Structures: An Empirical Study. *Unpublished Master's Thesis*, Faculty of Commerce, Suez Canal University.
- Hayes, A. F. (2009). Beyond Baron and Kenny: Statistical Mediation analysis in new Millennium. *Communication Monographs*, 76 (4), 408–420.
- Hayes, A. F. (2018). *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. Guilford publications.
- Hayes, A. F. (2018). Partial, conditional, and moderated moderated mediation: Quantification, inference, and interpretation. *Communication Monographs*, 85(1), 4-40.
- Hayes, A. F., & Preacher, K. J. (2013). Conditional process modeling: Using structural equation modeling to examine contingent causal processes, available at: http://quantpsy.org/pubs/hayes_preacher_2013.pdf.
- He, J., Plumlee, M. A., & Wen, H. (2019). Voluntary disclosure, mandatory disclosure and the cost of capital. *Journal of business finance & accounting*, 46(3-4), 307-335.
- 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.
- Hirst, D. E., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008). Management earnings forecasts: A review and framework. *Accounting horizons*, 22(3), 315-338.
- Hoechle, D. 2007. Robust standard errors for panel regressions with crosssectional dependence. *Stata Journal* 7 (3): 281–312.

-
- Holzhaecker, M., Krishnan, R., & Mahlendorf, M. D. (2015). The impact of changes in regulation on cost behavior. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 534-566.
- Huynh, T. L. D., Wu, J., & Duong, A. T. (2020). Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different?. *The Journal of Economic Asymmetries*, 21, e00147.
- 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.
- Kiamehr, M., Kermani, E., & Norouzi, A. (2024). Forward-looking disclosure and corporate reputation as mechanisms to reduce stock return volatility. *Journal of Accounting & Financial Transparency*, 1(2), 109-132.
- Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 1315-1335.
- Lee, D., Lee, S., & Cho, N. E. (2019). Voluntary disclosure and market valuation of sustainability reports in Korea: The case of chaebols. *Sustainability*, 11(13), 3577.
- Lopatta, K., Buchholz, F., & Kaspereit, T. (2016). Asymmetric information and corporate social responsibility. *Business & society*, 55(3), 458-488.
- Lu, C. W., Chen, T. K., & Liao, H. H. (2010). Information uncertainty, information asymmetry and corporate bond yield spreads. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2265-2279.
- MacKinnon, D. P., Lockwood, C. M., Hoffman, J. M., West, S. G., & Sheets, V. (2002). A comparison of methods to test mediation and other intervening variable effects. *Psychological Methods*, 7(1), 83.
- Mankiw, N. G. (2011). *Principles of economics*. New York: South-Western College Pub, 6th ed.
- Martínez-Ferrero, J., Ruiz-Cano, D., & García-Sánchez, I. M. (2016). The causal link between sustainable disclosure and information asymmetry: The moderating role of the stakeholder protection context. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(5), 319-332.
- Michaels, A., & Grüning, M. (2017). Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital. *Journal of Management Control*, 28, 251-274.
- Nguyen, H. T., Do Ngoc, P., & Nguyen, T. H. (2021). The relation between information asymmetry and firm value: Empirical evidence from Vietnamese listed firms. *VNU Journal Of Economics And Business*, 1(4).
- Olagunju, A., & Ajiboye, O. O. (2022). Environmental Accounting Disclosure and Market Value of Listed Non Financial Firms in Nigeria. *International Journal of Management, Accounting & Economics*, 9(7).

-
-
- Paprocki, C., & Stone, M. S. (2004). Is the Quality of Critical Accounting Policy Disclosures Lower for Companies with High Information Asymmetry?, Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=594202.
- Patten, D. M. (2002). Give or take on the internet: an examination of the disclosure practices of insurance firm web innovators. *Journal of Business Ethics*, 36, 247-259.
- Petersen, C., & Plenborg, T. (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(2), 127-149.
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of accounting and public policy*, 34(4), 336-361.
- Preacher, K. J., & Hayes, A. F. (2004). SPSS and SAS procedures for estimating indirect effects in simple mediation models. *Behavior Research Methods, Instruments, & Computers*, 36(4), 717-731.
- Premuroso, R. F. (2008). *An analysis of voluntary annual report disclosures of outsourcing: Determinants and firm performance*. Florida Atlantic University.
- Shamki, D., & Abdul Rahman, A. (2013). Does financial disclosure influence the value relevance of accounting information?. *Education, Business and Society: Contemporary Middle Eastern Issues*, 6(3/4), 216-232.
- Sorter, G. H. (1983). Hendriksen, "Accounting Theory", (Book Review). *The Accounting Review*, 58(3), 654.
- Suto, M., & Takehara, H. (2016). Corporate social responsibility and the cost of capital: Evidence from Japanese firms. In *Asian Finance Association (AsianFA) 2016 Conference*.
- Tan, Y., Xu, N., Liu, X., & Zeng, C. (2015). Does forward-looking non-financial information consistently affect investment efficiency?. *Nankai business review international*, 6(1), 2-19.
- Van-Brandenburg, W. H. J. M. (2013). Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in The Netherlands. *Master's Thesis*, University of Tilburg, Netherlands.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180.
- Wang, J. L. (2013). Accounting conservatism and information asymmetry: Evidence from Taiwan. *International Business Research*, 6(7), 32.
- Wood, M. (2005). Bootstrapped confidence intervals as an approach to statistical inference. *Organizational Research Methods*, 8(4), 454-470.

ملحق رقم (١): شركات عينة الدراسة

م	الشركة	القطاع
١	اسيك للتعيين - اسكوم	الموارد الأساسية
٢	مصر للألومنيوم	الموارد الأساسية
٣	مصر لصناعة الكيماويات	الموارد الأساسية
٤	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما	الموارد الأساسية
٥	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات	الموارد الأساسية
٦	المالية والصناعة المصرية	الموارد الأساسية
٧	حديد عز	الموارد الأساسية
٨	العز الدخيلة للصلب - الاسكندرية	الموارد الأساسية
٩	الألومنيوم العربية	الموارد الأساسية
١٠	ابوقير للأسمدة والصناعات الكيماوية	الموارد الأساسية
١١	سماد مصر (ايجيقرت)	الموارد الأساسية
١٢	البويات والصناعات الكيماوية - باكين	الموارد الأساسية
١٣	سيدي كرير للبتروليكيماويات - سيدبك	الموارد الأساسية
١٤	مستشفى النزهة الدولي	الرعاية الصحية والأدوية
١٥	الاسكندرية للخدمات الطبية - المركز الطبي الجديد	الرعاية الصحية والأدوية
١٦	الاسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية	الرعاية الصحية والأدوية
١٧	ممفيس للأدوية والصناعات الكيماوية	الرعاية الصحية والأدوية
١٨	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية	الرعاية الصحية والأدوية
١٩	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية	الرعاية الصحية والأدوية
٢٠	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية	الرعاية الصحية والأدوية
٢١	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية	الرعاية الصحية والأدوية
٢٢	المصرية الدولية للصناعات الدوائية - ابييكو	الرعاية الصحية والأدوية
٢٣	جلاكسو سميثكلين	الرعاية الصحية والأدوية
٢٤	الكابلات الكهربائية المصرية	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٢٥	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف (SMPP)	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٢٦	دلنا للطباعة والتغليف	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٢٧	الأهرام للطباعة والتغليف (EPPK)	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٢٨	السويس للأكراس	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٢٩	العربية للصناعات الهندسية	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٣٠	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية	العقارات
٣١	دلنا للإنشاء والتعمير	العقارات
٣٢	مينا للاستثمار السياحي والعقاري	العقارات
٣٣	المجموعة المصرية العقارية	العقارات
٣٤	مصر الجديدة للإسكان والتعمير	العقارات
٣٥	العربية لاستصلاح الأراضي	العقارات
٣٦	الشمس للإسكان والتعمير	العقارات
٣٧	التعمير والاستشارات الهندسية	العقارات
٣٨	المتحدة للإسكان والتعمير	العقارات
٣٩	اوراسكوم للتنمية مصر	العقارات
٤٠	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية	العقارات
٤١	مدينة نصر للإسكان والتعمير	العقارات
٤٢	السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار - سوديك	العقارات
٤٣	العالمية للاستثمار والتنمية	العقارات
٤٤	زهراء المعادي للاستثمار والتعمير	العقارات
٤٥	الخليجية الكندية للاستثمار العقاري العربي	العقارات

العقارات	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري (SCCD)	٤٦
العقارات	المصريين للاسكان والتنمية والتعمير	٤٧
العقارات	القاهرة للاسكان والتعمير	٤٨
السياحة والترفيه	رواد السياحة - رواد	٤٩
السياحة والترفيه	المصرية للمشروعات السياحية العالمية	٥٠
السياحة والترفيه	الوادي العالمية للاستثمار والتنمية	٥١
السياحة والترفيه	رواد مصر للاستثمار السياحي	٥٢
السياحة والترفيه	رمكو لانشاء القرى السياحية	٥٣
السياحة والترفيه	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية - بيراميزا	٥٤
السياحة والترفيه	المصرية للمنتجات السياحية	٥٥
السياحة والترفيه	عبر المحيطات للسياحة	٥٦
السياحة والترفيه	مصر للفنادق	٥٧
المرافق	غاز مصر	٥٨
الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي	٥٩
الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	المصرية للأقمار الصناعية (نايل سات)	٦٠
الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	اوراسكوم للاستثمار القابضة	٦١
الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات	المصرية للاتصالات	٦٢
الأغذية والمشروبات والتبغ	الدلتا للسكر	٦٣
الأغذية والمشروبات والتبغ	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز (ESGI)	٦٤
الأغذية والمشروبات والتبغ	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة (SCFM)	٦٥
الأغذية والمشروبات والتبغ	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	٦٦
الأغذية والمشروبات والتبغ	مطاحن ومخابز الاسكندرية	٦٧
الأغذية والمشروبات والتبغ	مطاحن وسط وغرب الدلتا	٦٨
الأغذية والمشروبات والتبغ	مطاحن مصر الوسطي	٦٩
الأغذية والمشروبات والتبغ	القاهرة للدواجن	٧٠
الأغذية والمشروبات والتبغ	العربية لمنتجات الالبان " أراب ديرى - باندا"	٧١
الأغذية والمشروبات والتبغ	الاسماعيلية مصر للدواجن	٧٢
الأغذية والمشروبات والتبغ	المنصورة للدواجن	٧٣
الأغذية والمشروبات والتبغ	المصرية للدواجن	٧٤
الأغذية والمشروبات والتبغ	الشرقية - ايسترن كومباني	٧٥
الأغذية والمشروبات والتبغ	مطاحن ومخابز شمال القاهرة	٧٦
الأغذية والمشروبات والتبغ	مطاحن شرق الدلتا	٧٧
الأغذية والمشروبات والتبغ	مطاحن مصر العليا	٧٨
الأغذية والمشروبات والتبغ	العامة للصوامع والتخزين	٧٩
الطاقة والخدمات المساندة	الاسكندرية للزيوت المعدنية - اموك	٨٠
الطاقة والخدمات المساندة	الخدمات الملاحية والبترولية - ماريديف	٨١
التجارة والموزعون	الدولية للمحاصيل الزراعية	٨٢
التجارة والموزعون	اسيوط الاسلامية الوطنية للتجارة والتنمية	٨٣
التجارة والموزعون	مصر للأسواق الحرة	٨٤
خدمات النقل والشحن	القناة للتوكيلات الملاحية	٨٥
خدمات النقل والشحن	الاسكندرية لتداول الحاويات والبضائع	٨٦
خدمات النقل والشحن	المصرية لخدمات النقل (ايجيترانس)	٨٧
الخدمات التعليمية	المصرية لنظم التعليم الحديثة	٨٨
الخدمات التعليمية	القاهرة للخدمات التعليمية	٨٩
الخدمات التعليمية	قناة السويس لتوطين التكنولوجيا	٩٠
المقاولات والإنشاءات الهندسية	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري	٩١
المقاولات والإنشاءات الهندسية	شركة النصر للأعمال المدنية	٩٢
المقاولات والإنشاءات الهندسية	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير - ايكون	٩٣
المقاولات والإنشاءات الهندسية	المصرية لتطوير صناعة البناء (ليفيت سلاب مصر)	٩٤
المنسوجات والسلع المعمرة	العربية لحليج الأفطان	٩٥
المنسوجات والسلع المعمرة	النساجون الشرقيون للسجاد	٩٦

د. دينا محمود عبد الله طه

المنسوجات والسلع المعمرة	النصر للملابس والمنسوجات - كابو	٩٧
المنسوجات والسلع المعمرة	دايس للملابس الجاهزة	٩٨
المنسوجات والسلع المعمرة	جولدن تكس للاصواف	٩٩
مواد البناء	العز للسيراميك والبورسلين - الجوهرة	١٠٠
مواد البناء	السويس للأسمنت	١٠١
مواد البناء	مصر بني سويف للأسمنت	١٠٢
مواد البناء	أكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية	١٠٣
مواد البناء	رويكس العالمية لتصنيع البلاستيك والاكريلك	١٠٤
مواد البناء	العامية لمنتجات الخزف والصيني	١٠٥
مواد البناء	ليسيكو مصر	١٠٦
مواد البناء	العربية للمحابس	١٠٧
مواد البناء	مصر للأسمنت - قنا	١٠٨
مواد البناء	جنوب الوادي للأسمنت	١٠٩
مواد البناء	الشركة العربية للخزف - سيراميك ريماس	١١٠
الورق ومواد التعبئة والتغليف	يونيفرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف والورق - يونيباك	١١١

ملحق رقم (٢):
محاور وبنود الإفصاح الاختياري

م	المحور	البنود التي يتضمنها
١	معلومات عامة عن الشركة <i>General Information about the Company</i>	١. ملخص عن نشأة وتطور الشركة. ٢. الطاقة الانتاجية في شكل كمى أو وصفي. ٣. بيان بالاستراتيجية والاهداف العامة. ٤. بيان محدد بالاستراتيجية والاهداف (مالية/ تسويقية/ اجتماعية). ٥. أثر الاستراتيجية على النتائج الحالية والمستقبلية. ٦. الصعوبات والمخاطر التي تواجه الشركة في تحقيق أهدافها وكيفية مواجهتها. ٧. مشاركة الشركة في الاقتصاد القومى. ٨. الأسواق الرئيسية للشركة. ٩. منتجات/خدمات الشركة الرئيسية. ١٠. السيرة الذاتية ومؤهلات أعضاء مجلس الادارة. ١١. مهارات وخبرات المديرين. ١٢. تحليل لبيئة الشركة الاقتصادية والسياسية. ١٣. معلومات متعلقة بالمنافسة في الصناعة. ١٤. الإفصاح عن هيكل الرقابة الداخلية وأوجه القصور به. ١٥. الإفصاح عن مدى الالتزام بتطبيق حوكمة الشركات. ١٦. معلومات متعلقة بكبار ملاك الأسهم.
٢	النسب والمعلومات المالية <i>Financial Ratios and Information</i>	١. نسبة السيولة. ٢. نسبة الربحية. ٣. نسبة الاقتراض. ٤. القيمة السوقية للسهم في نهاية العام. ٥. معدل العائد على حقوق الملكية. ٦. معدل العائد على الأصول. ٧. معدل النمو. ٨. سعر بيع الوحدة. ٩. نسب مالية أخرى.
٣	مناقشات وتحليلات الادارة <i>Management Discussions and Analyses</i>	١. الوحدات المباعة. ٢. تحليل الحصة السوقية للشركة. ٣. الإفصاح في شكل رسوم/ صور. ٤. مقارنة البيانات المالية عن ثلاث سنوات أو أكثر. ٥. معلومات عن سعر السهم خلال السنتين الماضيتين. ٦. تطورات القيمة المضافة. ٧. تصنيف المبيعات/الخدمات حسب (القطاع الجغرافى -المنتجات- العملاء). ٨. تصنيف الانتاج/الخدمات حسب (القطاع الجغرافى-المنتجات - العملاء). ٩. معلومات عن تكاليف البيع والتسويق. ١٠. وصف لشبكات التسويق للمنتجات/والخدمات. ١١. نسب تطور/تغير الانتاج. ١٢. نسب تطور/تغير المبيعات. ١٣. تفسيرات عن نسب تطور/تغير الانتاج. ١٤. تفسيرات عن نسب تطور/تغير المبيعات.

١٥. تفسيرات للتغير في مجمل الربح. ١٦. تفسيرات للتغير في تكلفة النشاط. ١٧. مقارنة الانتاج الفعلى بالمستهدف. ١٨. مقارنة المبيعات الفعلية بالمستهدفة. ١٩. تعليقات على هيكل التمويل. ٢٠. النمو فى الاستثمار (خطط التوسع- إضافة خطوط جديدة- عدد المنافذ). ٢١. تحليلات للمشروعات الاستثمارية.		
١. تطور نفقات البحوث والتطوير. ٢. تصنيف للعمال وفقا (الجنس-الوظيفة-العمر-مستوى التعليم). ٣. توفير المزايا والرعاية الصحية والترفيهية للعمال. ٤. الدورات والبرامج التدريبية للموظفين والعاملين. ٥. متوسط الانفاق على تدريب العمال. ٦. عدد العمال المتدربين. ٧. معدل الاحتفاظ بالعمال. ٨. انتاجية العامل. ٩. انتاجية الجنيه. ١٠. ملخص لتكلفة العمالة. ١١. أمان وجودة المنتجات. ١٢. وصف للعملاء (مثل عدد العملاء- معدل الاحتفاظ بالعملاء- رضا العملاء). ١٣. حصول الشركة على شهادات الجودة والبيئة. ١٤. برامج حماية البيئة.	معلومات عن المسئولية البيئية والاجتماعية ورأس المال البشرى <i>Information on Environmental and Social Responsibility and Human Capital</i>	٤
١. التنبؤ بالمبيعات المتوقعة. ٢. التدفقات النقدية المتوقعة. ٣. التنبؤ بالأرباح. ٤. نفقات البحوث والتطوير المتوقعة. ٥. توقعات مرتبطة بالصناعة. ٦. الحصة السوقية المتوقعة. ٧. المشروعات الاستثمارية المتوقعة. ٨. ربحية السهم المتوقعة. ٩. عوامل اقتصادية أو سياسية يمكن أن تؤثر على الاداء المستقبلى. ١٠. تنبؤات أخرى.	المعلومات ذات التوجه المستقبلي <i>Forward-Looking Information</i>	٥

ملحق رقم (٣):

١ - الإحصاءات الوصفية

Descriptive Statistics

	MV	VD	In.T.R	F. size	LEV	ROA
N Valid	631	631	631	631	631	631
Missing	0	0	0	0	0	0
Mean	19.853384404	.630325301	.0755789991	20.43541655	.4047740103	.0815479143
Std. Deviation	1.814136468	.248002201	.1963088832	1.536302128	.2201792869	.0758280562
Minimum	.13.815510557	.171011321	.0000000000	12.82072571	.0049885251	.0000516216
Maximum	24.68175535	.984230054	1.000000000	24.90216273	.9373120264	.4828375776

٢ - تحليل الارتباط

Correlations

		MV	VD	Inf. A	F SIZE	LEV	ROA
MV	Pearson Correlation	1	.141**	-.014*	.184**	-.095**	.326**
	Sig. (2-tailed)		.000	.028	.000	.099	.000
	N	631	631	631	631	631	631
VD	Pearson Correlation	.141**	1	-.051-	.143**	.067**	.065**
	Sig. (2-tailed)	.000		.024	.000	.090	.012
	N	631	631	631	631	631	631
Inf. A	Pearson Correlation	-.014*	-.051-	1	.015**	.014**	.029*
	Sig. (2-tailed)	.058	.024		.007	.002	.046
	N	631	631	631	631	631	631
F SIZE	Pearson Correlation	.184**	.143**	.015**	1	.291**	.134**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.007		.000	.001
	N	631	631	631	631	631	631
LEV	Pearson Correlation	-.095**	.067**	.014**	.291**	1	-.151-**
	Sig. (2-tailed)	.049	.090	.002	.000		.000
	N	631	631	631	631	631	631
ROA	Pearson Correlation	.326**	.065**	.029*	.134**	-.151-**	1
	Sig. (2-tailed)	.000	.012	.046	.001	.000	
	N	631	631	631	631	631	631

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ملحق رقم (٤):

١- نتائج اختبار فرضية البحث من خلال تحليل العمليات الشرطية باستخدام SPSS تحديداً:

(PROCESS v3.5 by Andrew F. Hayes)

Matrix

Run MATRIX procedure:

*****PROCESS Procedure for SPSS Version

3.5*****

Written by Andrew F. Hayes, Ph.D. www.afhayes.com

Documentation available in Hayes (2018). www.guilford.com/p/hayes3

Model : 4

Y : MV

X : VD

M : Inf.A

Covariates:

FSIZE LEV ROA

Sample

Size: 631

OUTCOME VARIABLE:(The Firt path) تأثير الإفصاح الإختياري على عدم تماثل

(المعلومات)

Inf.A

Model Summary

R	R-sq	MSE	F	df1	df2	p
-.4162	.1733	.0375	25.403	4.0000	626.0000	.0000

Model

	coeff	se	t	p	LLCI	ULCI
constant	-9.2119	.1463	-3.0203	.0349	-120.299	-2.7435
VD	-2.4073	.5464	-6.3302	.0000	-132.6301	-2.0045

.....

OUTCOME VARIABLE:(The second path)

تأثير عدم تماثل المعلومات والمتغيرات الضابطة على القيمة السوقية

MV

Model Summary

R	R-sq	MSE	F	df1	df2	p
.6478	.4187	.9360	33.6342	5.0000	625.0000	.0000

Model

	coeff	se	t	p	LLCI	ULCI
constant	-.1923	.0246	-23.8135	.0000	-.2240	-.1587
VD	.1753	.0109	5.9132	.0000	.0068	.3318
Inf.A	-.2161	.0045	-4.6324	.0000	-.3453	-.0947
FSIZE	.9727	.0273	12.0190	.0000	.9291	1.0363
LEV	-1.3257	.1882	-7.0451	.0000	-1.6952	-.9562
ROA	4.6245	.5325	8.6849	.0000	3.5788	5.6701

***** TOTAL, DIRECT, AND INDIRECT EFFECTS OF X ON Y

Total effect of X on Y

Effect	se	t	p	LLCI	ULCI
.2151	.0308	2.8078	.0000	.0084	.3872

Direct effect of X on Y

Effect	se	t	p	LLCI	ULCI
.1753	.0109	5.9132	.0000	-.0068	.3318

Indirect effect(s) of X on Y:

	Effect	BootSE	BootLLCI	BootULCI
Inf.A	.0398	.0118	.0016	.0554

***** ANALYSIS NOTES AND ERRORS ***

Level of confidence for all confidence intervals in output:

95.0000

Number of bootstrap samples for percentile bootstrap confidence intervals: 10000

NOTE: A heteroscedasticity consistent standard error and covariance matrix estimator was used.

----- END MATRIX -----

The Mediating Role of Information Asymmetry in the Relationship Between Voluntary Disclosure and Firm Market Value

An Empirical Study on Egyptian Listed Companies

Abstract

The current research aimed to study the mediating role of information asymmetry in the relationship between voluntary disclosure and firm market value in Egyptian companies. This was by examining the direct effect, indirect effect, and total effect of voluntary disclosure on market value, through a simple mediation analysis. The empirical study was conducted on a sample of 111 companies over the period from 2014 to 2019, with a total of 631 observations. The research found that there is a significant positive direct effect of voluntary disclosure on firm market value, as well as a significant positive indirect effect of voluntary disclosure on it. Finally, the research found a significant positive total effect of voluntary disclosure on market value. Thus, the mediating variable (information asymmetry as an intermediary variable transmitting the effect) played a role in explaining this relationship. Additionally, the mediation model calculated these effects and the significance of the relationship in a single step, rather than studying the significance of each path in the relationship separately, as previous studies in accounting have done. The results of the current research support the advantages of conditional process analysis in terms of the accuracy and clarity of results and its contribution to solving some statistical problems in the testing model.

Keywords: Voluntary Disclosure, Information Asymmetry, firm Market Value, Mediation Model, Direct and Indirect Effects.