

أثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين نمط الملكية وعدم
تماثل المعلومات في البيئة المصرية "دراسة إمبريقية"

إعداد

محمد محمود سليمان عوض

معيد بقسم المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

• مقدمة ومشكلة الدراسة :

تعد ظاهرة عدم تماثل المعلومات من الظواهر الأساسية التي تواجه أسواق الأوراق المالية في ظل ما تتسم به الشركات من انفصال الملكية عن الإدارة وسيادة تعارض المصالح بين المتعاملين في هذه السوق ، حيث يظهر عدم تماثل في المعلومات عندما يكون لدى الأطراف المرتبطة بالشركة اختلاف في المعرفة عن قيمة الشركة، وهي تعاني منها جميع أسواق الأوراق المالية المتقدمة منها والناشئة ووجودها يترك تأثيرا سلبيا على حجم التداول والسيولة وتكلفة رأس المال مما يترك تأثيرا واضحا على معدلات التنمية الاقتصادية.

وقد ترتب على انفصال الملكية عن الإدارة في الشركات المساهمة ظهور مشكلات الوكالة، ومن أهمها مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وإزاء خطورة تلك المشكلة بدأ البحث عن حلول للحد منها، مما دفع الباحثين للإهتمام بالحوكمة والتي تلعب دورا هاما في علاج مشاكل الوكالة، ويعتبر هيكل الملكية من أهم آليات الحوكمة والتي من خلالها يمكن فرض رقابة على تصرفات وممارسات الإدارة والضغط عليها من أجل المزيد من الشفافية للقضاء على مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث يعتبر هيكل الملكية الركيزة الرئيسية لحماية المساهمين وحقوقهم من انتهازية الإدارة، وكذلك ضمان معاملة متساوية لجميع المساهمين بما في ذلك صغار المساهمين.

ولكن هناك جدل مثار فيما يتعلق بدور هيكل الملكية في التخفيف من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات، حيث أنه قد يكون أحد أهم أسباب مشكلة عدم تماثل المعلومات امتلاك فئات معينة من حملة الأسهم معلومات خاصة تستخدمها في تحقيق منافع شخصية مباشرة أو غير مباشرة على حساب مستثمرين آخرين لم تصل إليهم تلك المعلومات، وبذلك توجد مشكلة عدم تماثل المعلومات بين المساهمين بعضهم البعض عندما يكون لفئة من حملة الأسهم القدرة على الوصول إلى معلومات داخلية عن الشركة دون الفئات الأخرى وغالبا ما يحدث هذا النوع من عدم تماثل المعلومات عندما يكون هناك اتفاق في المصالح بين الإدارة وبين أحد فئات المساهمين، أو أن تكون هذه الفئة لديها من الخبرة أو الإمكانيات أو النفوذ التي من خلالها تستطيع أن تصل إلى هذه المعلومات وأن تستخدمها في تحقيق مصالحها

الخاصة على حساب مصالح الفئات الأخرى من حملة الأسهم (الأقلية)، مما يضر في النهاية بحقوقهم.

ونجد أن بعض الدراسات السابقة مثل (Bhattacharya et al., 2000) أشارت إلى شيوع ظاهرة تسريب المعلومات الخاصة للفئات التي ترتبط بعلاقة قوية مع الإدارة وذلك قبل نشر التقارير المالية الخاصة بالشركات. وبالتالي يمكن القول بأن هوية الملاك أو نمط الملكية يعكس هذه الحالة من عدم تماثل المعلومات بسبب اختلاف مصالح كل فئة عن الأخرى مما يدفعها للبحث عن معلومات خاصة تمتاز بها عن الفئات الأخرى لتحقيق أهدافها بينما يعكس تركيز الملكية القوى والنفوذ للوصول لهذه المعلومات الخاصة.

يوجد أنماط مختلفة لهياكل الملكية يمكن تصنيفها وفقاً لمدى تركيز أو تشتت الملكية، أو يمكن تصنيفها وفقاً لهوية المساهمين أنفسهم، وتتمثل مشكلة الدراسة في تحديد دور هذه الأنماط المختلفة لهيكل الملكية فيما يتعلق في الحد من أو تفاقم ظاهرة عدم تماثل المعلومات داخل السوق، ومما يعنى أنه قد يوجد وجهان لمشكلة عدم تماثل المعلومات. الوجه الأول ناتج عن تعارض المصالح بين المساهمين والمديرين، أما الوجه الثانى فهو ناتج عن تعارض المصالح بين كبار المساهمين وصغار المساهمين نتيجة لمحاولة كبار المساهمين الوصول للمعلومات الداخلية وحجبها عن بقية المساهمين، وقد تختلف فرصة كبار المساهمين في تحقيقهم لتفوق معلوماتي على حساب السوق باختلاف هوياتهم وذلك نتيجة لاختلافهم فيما يتعلق بأهدافهم وثرواتهم وكفاءاتهم وعلاقتهم مع المنشأة.

ونظراً لأنه من الصعب على صغار المستثمرين مراقبة أداء الإدارة وقراراتها بصفة مستمرة، وكذلك عدم قدرتهم على معرفة نوايا كبار الملاك واقتقادهم للوسائل والإمكانيات التي تجعلهم على قدم المساواة معلوماتياً داخل السوق، فإنهم قد يفقدون الثقة في الشركات المتداولة والانسحاب من السوق، نجد أن الشركات تهتم بالإفصاح الاختيارى لتضيق الفجوة في المعلومات بين الأطراف الداخلية مثل الإدارة وكبار المساهمين وبين صغار المساهمين مما يمكنهم من القرارات السليمة، حيث يعكس الإفصاح الاختيارى صورة عن الهيكل الداخلي للمنشأة وسياسات المديرين مما يؤدي إلى تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين.

ومن الجدير بالذكر أيضا أنه لا بد أن يحقق الإفصاح الاختياري مزيد من الشفافية، وذلك من خلال الإفصاح الملائم في الوقت المناسب عن الأداء التشغيلي والمالي للمنشأة بشكل صادق وغير مضلل، حيث أن زيادة درجة الشفافية تعالج أى متناقضات معلوماتية بين المستثمرين، وبالتالي جنى مكاسب إيجابية من تعزيز الإفصاح الاختياري في التقارير المالية حتى تساهم في علاج مشكلة عدم تماثل المعلومات.

مما سبق يمكن صياغة مشكلة البحث في التساولين التاليين:

التساؤل الأول: هل هناك علاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات في شركات المساهمة المصرية؟

التساؤل الثاني: هل يوجد أثر لمستوى الإفصاح الاختياري على علاقة نمط الملكية بعدم تماثل المعلومات في شركات المساهمة المصرية؟

• **هدف الدراسة:**

من خلال مشكلة البحث يمكن تحديد الهدف الرئيسي للبحث في دراسة العلاقة بين نمط الملكية وظاهرة عدم تماثل المعلومات في شركات المساهمة المصرية، واختبار دور الإفصاح الاختياري كمتغير منظم لتلك العلاقة.

• **أهمية الدراسة :**

ترجع أهمية هذه الدراسة لعدة عوامل أو اعتبارات لعل أهمها مايلي:

1. التعرف على الآثار السلبية الناتجة عن مشكلة عدم تماثل المعلومات وأسبابها والمسئولين عنها، وكذلك العمل على الحد من هذه المشكلة بما يكفل معاملة عادلة لكافة المستثمرين، مما يؤدي إلى رفع كفاءة سوق رأس المال ونموه وتحقيق التوزيع الأمثل للموارد.
2. إلقاء الضوء على أنواع وأنماط هياكل الملكية السائدة وأى منها أكثر ارتباطا بظاهرة عدم تماثل المعلومات داخل السوق.
3. توجيه الإنتباه إلى حاجة الشركات للعمل على زيادة مستوى الشفافية داخل تقاريرها المالية حتى تستطيع أن تتغلب على مشكلة عدم تماثل المعلومات ومن ثم تستطيع أن تحصل على رأس المال بتكلفة منخفضة.

4. تعزيز دور شفافية الإفصاح بما يمكن من حماية المستثمرين من الخسارة والحد من تضارب المصالح بين الأطراف المختلفة المرتبطة بالمنشأة.
5. أغلب الدراسات التي تناولت هذا الموضوع كانت فى أسواق مالية متقدمة تتسم بانخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات، وفى نفس الوقت قابلها اهتمام محدود من قبل الباحثين داخل الأسواق الناشئة التى تعانى من تفاقم حدة هذه المشكلة.
6. حاولت هذه الدراسة الربط بين آلية محورية من آليات الحوكمة وهى هيكل الملكية وبين أحد أهم الممارسات التى يمكن من خلالها للمنشأة تحقيق مبدأ الإفصاح والشفافية من أجل تقديم علاج لمشكلة من أهم مشاكل أسواق المال وهى عدم تماثل المعلومات.

● فرضيات الدراسة:

- ف1:** لا توجد علاقة بين تركز الملكية وعدم تماثل المعلومات .
- ف2:** لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية ومستوى عدم تماثل المعلومات.
- ف3:** لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى عدم تماثل المعلومات.
- ف4:** لا توجد علاقة بين الملكية الحكومية ومستوى عدم تماثل المعلومات.
- ف5:** لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين تركز الملكية وعدم تماثل المعلومات.
- ف6:** لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات.
- ف7:** لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات.
- ف8:** لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات.

• حدود الدراسة:

1. ركزت الدراسة على عدم تماثل المعلومات الذى بين المساهمين المسيطرين وبين صغار المساهمين.
2. قامت الدراسة بتناول العلاقة بين نمط الملكية ومستوى عدم تماثل المعلومات فقط ولم تهتم ببحث علاقة الآليات الأخرى للحوكمة بعدم تماثل المعلومات.
3. اقتصرت الدراسة فقط على بعض أنماط هيكل الملكية (تركز الملكية- ملكية إدارية- ملكية مؤسسية- ملكية حكومية).
4. تناولت الدراسة دور الإفصاح الاختيارى فقط كعامل منظم للعلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات المحاسبية ولم تهتم بالعوامل الأخرى مثل دور المحللين الماليين أو دور المراجع الخارجى.
5. يخرج عن نطاق الدراسة مستوى الإفصاح الاختيارى عبر الإنترنت.
6. اقتصرت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة المسجلة فى بورصة الأوراق المالية المصرية بعد استبعاد قطاعى البنوك والخدمات المالية نظرا لخضوع هذين القطاعين لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة.

• خطة الدراسة :

أولاً: الدراسات السابقة.

ثانياً: العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات.

ثالثاً: العلاقة بين الإفصاح الاختيارى وعدم تماثل المعلومات.

رابعاً: نتائج و خلاصة الدراسة.

أولاً: الدراسات السابقة:

(1) دراسة (Atting et al., 2006):

هدفت هذه الدراسة التي إلى بحث أثر السيطرة على الشركات من خلال هياكل ملكية مركزة غير مباشرة مثل الهياكل الهرمية والهياكل المتداخلة على مستوى عدم تماثل المعلومات ومن ثم سيولة أسهم هذه الشركات في سوق الأوراق المالية، وقد استخدمت الدراسة عينة من الشركات الكندية التي تتسم بمثل هذا النوع من هياكل الملكية واعتمدت الدراسة على مقياس مدى السعر Bid-Ask Spread لقياس عدم تماثل المعلومات. وقد توصلت هذه الدراسة إلى نتائج تدل على أن السيطرة على الشركات من خلال هياكل ملكية مركزة غير مباشرة لها تأثير غير مرغوب فيه يزيد من حدة مشكلة عدم تماثل المعلومات في السوق، حيث أن الملاك المسيطرين لهم مصالح وأجندات خاصة يسعون إلى تحقيقها على حساب قيمة الشركة وحقوق بقية المساهمين، وفي سبيل تحقيق هذه الأجندات الخاصة فإنهم سوف يقومون بالضغط على إدارة الشركات لتقديم إفصاحات غير كافية للسوق، مما يعنى زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وبالتالي انخفاض سيولة سوق الأوراق المالية. وقد طالبت الدراسة القائمين على وضع القوانين والتشريعات وأنظمة حوكمة الشركات بتوجيه اهتمامهم نحو هذا النوع من هياكل الملكية المركزة الذي ينتج عنه العديد من المشاكل، كما طالبت بزيادة متطلبات الإفصاح من أجل خفض مستوى عدم تماثل المعلومات في الأسواق ومن ثم تعزيز سيولتها.

(2) دراسة (Byun et al., 2011):

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين بعضهم البعض وفي نفس الوقت سعت إلى اكتشاف آليات ووسائل تخفف من آثار هذه العلاقة، وفي سبيل ذلك فقد تم الاعتماد على عينة كبيرة من الشركات الكورية التي تتصف بتركز ملكية عالي وذلك خلال الفترة بين عامي 2001 إلى 2004، وقد استخدمت الدراسة نسبة أكبر مساهم لقياس تركيز الملكية واستخدمت لقياس مستوى عدم تماثل المعلومات نموذج يسمى باحتمالية تداول المعلومات الخاصة ويعرف اختصاراً بـ (PIN)، وقد أشارت الدراسة إلى أن الصراع بين المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية يكون شديداً في الدول التي تعاني من ضعف قوانين حماية المستثمر مما يولد في هذه البلدان نوع

جديد من مشاكل عدم تماثل المعلومات يكون بين المستثمرين وبعضهم البعض وليس بين الإدارة و المستثمرين.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن مستوى عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين يزداد في وجود تركيز عالي للملكية، كما توصلت إلى أن المحللين الماليين من خلال تتبعهم لمثل هذه الشركات يساهمون في التخفيف من حدة هذا النوع من عدم تماثل المعلومات بينما على العكس وجدت الدراسة أنه كلا من أنظمة الحوكمة الداخلية أو المستثمرين من المؤسسات المالية لا يساعدان في حل مثل هذه المشكلة.

(3) دراسة (Alvez, 2011):

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين بعض آليات حوكمة الشركات الإفصاح الاختياري والدور الذي تلعبه في تخفيض عدم تماثل المعلومات في السوق، وذلك من خلال بحث العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين حوكمة الشركات والإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الإسبانية والبرتغالية، وقد تضمنت آليات الحوكمة آليتي هيكل الملكية وهيكل مجلس الإدارة وقد تم قياس عدم تماثل المعلومات من خلال مدى السعر ومعدل دوران السهم، وقد افترضت الدراسة أن الشركات التي تتسم بالفعالية والكفاءة عند تطبيق الحوكمة تميل أكثر للإفصاح اختياريًا داخل تقاريرها المالية مما يؤدي إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات.

أشارت نتائج الدراسة إلى أنه على الرغم من أن زيادة الإفصاح الاختياري يترتب عليها انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات إلا أنه في الشركات التي تتميز بتركز الملكية يزداد مدى السعر الخاص بها وينخفض التداول على أسهمها. مما يعني أن زيادة الإفصاح الاختياري لم يكن علاج جيد لمشكلة عدم تماثل المعلومات بين كبار المستثمرين والأقلية منهم.

(4) دراسة (Jiang etal, 2011):

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات مع الأخذ في الاعتبار دور الإفصاح الاختياري في تحديد طبيعة هذه العلاقة، وقد تم الاعتماد على عينة من الشركات في نيوزيلندا خلال الفترة (2001-2005)، حيث افترضت أن السوق سوف يلحظ حيافة الملاك المسيطرين سواء كانوا من الإدارة أو المؤسسات

لمعلومات خاصة مما سيدفع الأقلية من المساهمين لزيادة مدى السعر لحماية حقوقهم، ومع ذلك فإن زيادة مستوى الإفصاح الاختيارى يعتبر أحد الأدوات الهامة لخفض عدم تماثل المعلومات الناتج عن تركيز الملكية. وقد قامت الدراسة ببناء مؤشر للإفصاح الاختيارى يتكون من 5 مجموعات (معلومات أساسية عن الشركة، ملخص عن نتائج الأعمال لفترات سابقة، معلومات غير مالية، معلومات مستقبلية، تحليلات ومناقشات الإدارة).

كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات وتركز الملكية وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحا فى حالة تركيز الملكية المرتفع إذا كان مؤسسيا أو ملكية إدارية، وعند أخذ الإفصاح الاختيارى فى الحسبان تجد الدراسة أنه يضعف من خطر عدم تماثل المعلومات المرتبط بتركز الملكية وبالأخص فى حالة تركيز الملكية الإدارية.

(5) دراسة (Ben Saanoun et al., 2013):

هدفت هذه الدراسة إلى بحث أثر مستوى الإفصاح الاختيارى الذى تقوم به الشركات الفرنسية عن الحوكمة على حجم المنافع الخاصة التى يحصل عليها المساهمون المسيطرون والمديرون عن طريق توسيع فجوة عدم تماثل المعلومات بينهم وبين صغار المساهمين، وقد اعتمدت الدراسة على عينة من 84 شركة خلال الفترة (2001-2011)، وقد استخدمت الدراسة نفس المؤشر المستخدم من قبل فى دراسة (Cormier et al, 2010) لقياس مستوى الإفصاح الاختيارى عن الحوكمة.

وقد أشارت الدراسة إلى أن الإفصاح الاختيارى التى تقوم به الشركات عن آليات الحوكمة يعد من أهم الوسائل التى تعمل على تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المساهمين المسيطرين ومساهمي الأقلية ومن ثم تخفيض تحويل الثروة من صغار المساهمين إلى كبار المساهمين والإدارة، مما يعنى زيادة مستوى الإفصاح الاختيارى يودى إلى وخفض مشاكل الوكالة وتكاليف الرقابة داخل الشركات وبالتالي زيادة قيمة هذه الشركات.

(6) دراسة (Hassan, 2015):

هدفت هذه الدراسة إلى بحث العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات والإفصاح الاختيارى، وذلك على اعتبار الإفصاح الاختيارى أحد أهم الأدوات التى من خلالها يمكن خفض مستوى عدم تماثل المعلومات بين كبار الملاك وصغار المستثمرين فى

الشركات ذات هياكل الملكية المركزة، وقد اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات المصرية المدرجة في سوق الأسهم خلال الفترة ما بين عامي 2009 و 2013. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة موجبة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات بغض النظر عن هوية المالك المسيطر، حيث أشارت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين هوية المالك المسيطر وعدم تماثل المعلومات، وقد توصلت الدراسة عند أخذ الإفصاح الاختياري في الحسبان أنه يساهم في خفض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المساهمين المسيطرين والأقلية من المستثمرين في الشركات التي تتسم بتركز الملكية.

ثانياً: العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات:

إن اختلاف أنماط هيكل الملكية في الشركات يترتب عليه اختلاف في قدرة المساهمين على الرقابة على الإدارة و إمكانية حصولهم على المعلومات اللازمة لتقييم أداء الإدارة وتقييم أداء محفظة الأوراق المالية لديهم (خضر، 2014). ومن خلال التحليل السابق لهذه الأنماط يمكن بلورة العلاقة بين هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات من خلال اتجاهين متعارضين:

- الإتيان الأول (تأثير إلتقاء المصالح **Alignment Effect**): ويقوم على افتراض أن هيكل الملكية باعتباره أحد أهم آليات حوكمة الشركات يساهم في علاج مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين داخل السوق.
 - الإتيان الثاني (تأثير الحصانة **Entrenchment Effect**): ويقوم على افتراض أنه قد يساهم في تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات داخل السوق نتيجة أسبقية بعض المساهمين في الحصول على المعلومات ورغبتهم في الاحتفاظ بها لأنفسهم فقط دون بقية المستثمرين، وبالتالي تتحول مشكلة عدم تماثل المعلومات لتصبح بين المستثمرين بعضهم البعض، بدلا من أن تكون بين الإدارة والمستثمرين.
- وتتوقف العلاقة بين هيكل الملكية ومشكلة عدم تماثل المعلومات على العوامل التالية:

(1) مدى التوافق أو التعارض في أهداف ومصالح حملة الأسهم:

حيث أن في حالة تعارض المصالح بين المساهمين بعضهم البعض سعت كل فئة للحصول على معلومات خاصة بها تميزها عن الفئات الأخرى وتمكنها من تحقيق مصلحتها مما يؤدي إلى زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات، بينما على العكس إذا كان الهدف

الرئيسى للفئات المختلفة من حملة الأسهم هو تعظيم قيمة المنشأة فإن ذلك سوف يؤدي إلى خفض عدم تماثل المعلومات.

(2) درجة تشتت أو تركيز هيكل الملكية:

ففى ظل الملكية المشتتة تكون مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وحملة الأسهم حيث تستغل الإدارة إمكانية حصولها على معلومات لا يستطيع المساهمين الوصول إليها فى تحقيق مصالحها الذاتية، أما فى ظل الملكية المركزة فإن المستثمر الرئيسى قد يساهم فى علاج مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ولكن على الرغم من ذلك قد تتحول مشكلة عدم تماثل المعلومات لتصبح بين كبار وصغار المساهمين، حيث يسعى كبار المساهمين للحصول على المعلومات وحجبها عن باقى المستثمرين من أجل تحقيق منفعتهم الخاصة.

ويرتبط سلوك كبار المساهمين نحو الحث على المزيد من الشفافية أو العمل على اتساع فجوة عدم تماثل المعلومات بمدى الانفصال بين حقوق التدفقات النقدية وحقوق التصويت لهؤلاء المستثمرين، حيث أن زيادة حقوق التصويت لكبار المساهمين مقابل حقوق التدفقات النقدية الخاصة بهم تعنى منح هؤلاء المساهمين السيطرة والتحكم فى مقدرات الشركة، ومن ثم فسوف يسعون نحو تحصين هذه السلطة من خلال خلق حالة من التعظيم وعدم تماثل المعلومات، وبالتالي تتسنى لهم الفرصة لتحقيق مصالحهم الشخصية حتى وإن أدى ذلك الأمر إلى الإضرار بالمنشأة وتآكل أموال الأقلية.

(3) مدى توافر الامكانيات والقدرات والموارد للمستثمرين:

فعلى سبيل المثال أن المستثمر المؤسسى لديه امكانيات وخبرات أفضل من المستثمر الفرد وبالتالي فالمؤسسات المالية تقوم بدور أكثر فعالية فى علاج مشكلة عدم تماثل المعلومات.

(4) البيئة القانونية والمؤسسية:

حيث أنه فى ظل غياب أو قصور القوانين والتشريعات التى توفر الحماية لحقوق المستثمرين وكذلك غياب آليات السوق التى تحقق انضباط سلوك الإدارة وتحارب الفساد الإدارى، فإن تركيز الملكية سوف يمثل ضرورة يفرضها الواقع للحفاظ على ثروات المستثمرين وضمان حصولهم على عائد مرضى على استثماراتهم، ولكن فى الوقت ذاته

فإن الملاك المسيطرين سوف يقومون بتوسيع فجوة المعلومات بينهم وبين بقية المستثمرين مستغلين ضعف النظم القانونية .

(5) تحسين شفافية التقارير المالية :

وذلك من خلال عرض المعلومات فى التقارير المالية بصدق ووضوح وفى توقيت واحد، بما يحقق تكافؤ فرص الحصول على المعلومات بين جميع المستثمرين دون تمييز وبالتالي لا يتم تحقيق مكاسب غير عادية لبعض الفئات مثل الإدارة والمساهمين المسيطرين على حساب الفئات الأخرى.

ثالثاً: العلاقة بين الإفصاح الاختيارى وعدم تماثل المعلومات:

تعتبر ظاهرة عدم تماثل المعلومات من الظواهر الأساسية التى تواجه أسواق رأس المال (السيد، 2005؛ عطية، 2013). ويرجع السبب فى وجود هذه الظاهرة إلى وجود ميزة معلوماتية لدى بعض الأطراف دون الآخرين حيث أن هناك بعض الأطراف مثل الإدارة أو كبار الملاك أو بعض أنواع المستثمرين مثل المؤسسات المالية يكون لديها معلومات تفوق مالدى بقية المستثمرين الموجودين فى السوق، وبالتالي فهم يستطيعون استغلال هذه المعلومات قبل الإفصاح عنها مما سيترتب عليه وجود درجة من عدم التأكد سوف تحيط بالشركة.

وبالتالى سوف تسعى الأطراف التى ليس لديها معلومات كافية للحصول على المعلومات من أى مصادر أخرى مثل المحللين الماليين والسماسرة بغرض إجراء التحليلات اللازمة حتى يتساوى الجميع، ولا شك فى أن ذلك سوف يؤدى إلى ارتفاع تكلفة المعلومات ومن ثم الانسحاب من سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى انخفاض كفاءة سوق الأوراق المالية وعدم تحسنه، كما سيترتب على مشكلة عدم تماثل المعلومات مشكلة الاختيار العكسى بين البائعين والمشتريين لأسهم الشركة، الأمر الذى سيؤدى إلى انخفاض مستوى سيولة أسهم الشركة مما يخفض من قيمة الأموال التى يمكن أن تحصل عليها الشركة (Petersen & Plenborg, 2006).

كما أوضح (Lev, 1988) أن عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين فى السوق يؤدى إلى عدم تساوى الفرص بينهم والذى يؤدى بدوره إلى عدم تساويهم فى العوائد المحققة مما يؤدى إلى ارتفاع تكلفة المعاملات وانخفاض السيولة وضيق حجم السوق، مما يعنى أن

شروع تلك الظاهرة يؤدي إلى عدم التخصيص الكفاء للموارد ومن ثم صعوبة جذب استثمارات جديدة للسوق والتأثير سلبي على عملية التنمية الاقتصادية (عطية، 2013).

وتقترح النظرية الاقتصادية أن التوسع في الإفصاح عن المعلومات يجب أن يخفض من عدم تماثل المعلومات كعنصر أساسي لتكلفة رأس مال الشركة (عطية، 2013). 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 (Petersen & Plenborg, 2006; Frankel & Li, 2004). ويرجع ذلك للأسباب التالية:

(1) أن الإفصاح عن معلومات إضافية عن متطلبات الإفصاح الإلزامي سوف يؤدي إلى انخفاض التباين للمعلومات المتاحة للمتعاملين في السوق (عطية، 2013).

(2) كما أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري داخل التقارير المالية سيؤدي إلى تحسين جودة تلك التقارير وذلك من خلال التوسع في كمية ونوعية المعلومات المفصح عنها بالإضافة إلى تحسين توقيت الإفصاح عن تلك المعلومات (عبدالنبي، 2012). الأمر الذي يحسن من بيئة المعلومات وبالتالي ينخفض الحافز لحيازة المعلومات الخاصة ومن ثم يطمئن المتعاملين دون المعلومات (برهام، 2014).

(3) الإفصاح الاختياري الفعال يوفر المزيد من الشفافية والفهم لإستراتيجية الشركة لدى المستثمرين وبالتالي يعمل على تخفيض عدم التأكد (Healy & Palepu, 2001). مما يساعدهم على تعديل وتحديث توقعاتهم السابقة بناء على المعلومات التي تم الإفصاح عنها وربطها بالمعلومات التي يتم استنتاجها من تعاملات الداخلين في السوق.

(4) الإفصاح الاختياري يتيح لكافة المستثمرين فرصة الحصول على المعلومات في وقت واحد تقريبا مما يترتب عليه عدم تحقيق ميزة لبعض المستثمرين على حساب غيرهم، وبالتالي فإن غياب الإفصاح الاختياري قد يخلق سوقا للمعلومات لا يستفيد منها سوى هؤلاء المستثمرين القادرين على تحمل البحث عن المعلومات (خليل، 2003).

(5) الإفصاح الاختياري يساهم في تعديل سلوك المستثمرين حيث أن المستثمرون ذوي المعلومات الأقل يفضلون الاستثمار في الشركات التي يعرفونها فقط نتيجة لنقص معلوماتهم عن الشركات الأخرى، ولكن مع زيادة مستوى الإفصاح داخل التقارير تزداد معرفة

المستثمرين بتلك الشركات وبالتالي يقبلون على مزيد من عمليات التداول داخل السوق
(عبيد، 2008).

(6) كما أن الإفصاح الاختياري سيؤدي إلى إحداث تغيير أو تعديل في توزيع المعلومات الخاصة والعامة، بالإضافة إلى إضفاء صفة العمومية على المعلومات الخاصة من خلال إتاحتها لكل المتعاملين في الوقت المناسب، مما يجعل من عملية إنتاج المعلومات الخاصة والبحث عنها تكلفة دون عائد (الرشيدى، 2009).

(7) كما أن زيادة مستوى الإفصاح تؤدي إلى سهولة حصول المحللين الماليين على المعلومات المفصح عنها (Chang et al., 2008). مما يساهم في انخفاض التكاليف المرتبطة بفهم وتحليل المعلومات.

وعلى الرغم من الدور المنتظر الذي يمكن أن يحققه الإفصاح الاختياري في علاج مشكلة عدم تماثل المعلومات إلا أنه توجد بعض المعوقات التي قد تحد من فاعلية هذا الدور ومن أهمها:

- الإفصاح الانتقائي والذي يعنى الإفصاح بشكل خاص عن معلومات جوهرية غير عامة لمجموعة منتقاة من محترفي الأسواق المالية مثل المحللين الماليين أو كبار المستثمرين أو المؤسسات المالية وذلك قبل عمل إفصاح عام لنفس المعلومات إلى المستثمرين جميعا أو عدم الإفصاح عن هذه المعلومات نهائيا والاكتفاء فقط بهذه المجموعة مما ينتج عنه تحقيق ربح غير عادى أو تفضى بعض الخسائر لفئات دون أخرى (عبدالنبى، 2012).

- صفقات الداخلين والتي تعتبر إحدى صور السلوك الإنتهازي للأطراف الداخلية (وهم أعضاء مجلس الإدارة والمساهمون الذين يملكون 5% فأكثر من أسهم الشركة) حيث تعبر تلك الصفقات عن تعامل هذه الأطراف على أسهمهم داخل البورصة من خلال الشراء والبيع لهذه الأسهم، وقد يستغل هؤلاء الداخلون الإفصاح الاختياري كوسيلة لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب الأطراف الأخرى من خلال تأثيرهم في نوع وكمية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها وأيضا توقيت هذا الإفصاح بالشكل الذى يخدم صفقاتهم (Cheng & Lo, 2006).

وللتحقق من مدى مصداقية وفعالية الإفصاح الاختيارى فى التخفيف من آثار مشكلة عدم تماثل المعلومات داخل السوق ليس فقط بين الإدارة والمستثمرين ولكن أيضا بين المجموعات المختلفة من المساهمين والمستثمرين لابد وأن يتلازم مع تحقيق الشفافية، بحيث يساهم الإفصاح الاختيارى فى إظهار الحقائق المرتبطة بالمركز المالى للشركة بوضوح شديد، وأن تكون متاحة لكل الأطراف بدون تمييز وفى أى وقت تكون مطلوبة فيه، وهذا يعنى ضرورة أن تحتوى المعلومات المفصح عنها اختياريا على أى معلومات داخلية أو خاصة يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم، حتى لا يتم تحقيق مكاسب غير عادية لبعض فئات المساهمين على حساب الفئات الأخرى.

حيث أن فشل الإفصاح الاختيارى الذى تقوم به الشركات فى تعزيز الشفافية يعنى أن المعلومات التى تصل لمجتمع المستثمرين من خلال الإفصاح الاختيارى غير كافية لهم، مما يدل على أنه لاتزال توجد حالة من عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المطلعة مثل الإدارة وكبار المساهمين وبين بقية الأطراف وأهمهم وأكثرهم تضررا صغار المساهمين. ويمكن القول أن الإفصاح الاختيارى يمكنه تحقيق الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات فقط عندما تكون المعلومات المفصح عنها اختياريا ذات مصداقية وذات فائدة بالنسبة لمستخدميها(عبدالنبى،2012)،ولكى تكون هذه المعلومات ذات مصداقية وفائدة لابد أن تتصف بالسمات التالية:

- أن تكون ذات صلة وذلك عندما تؤثر على قرارات المستثمرين عن طريق مساعدتهم على تقييم ماضى وحاضر ومستقبل الشركة والبيئة المحيطة بها.
- أن تتصف بالموثوقية والخلو من التحيز، حيث أن إخفاء حقائق جوهرية يمكن أن يجعل المعلومات غير حقيقية ومحرفة وغير موضوعية، ومن ثم تستطيع بعض الأطراف مثل الإدارة أو المساهمين المسيطرين فى التأثير على بقية الأطراف لتحقيق نتائج مخطط لها مسبقا.
- أن تتصف بالقابلية للمقارنة سواء داخل الشركة أو عبر الشركات.
- يمكن الحصول عليها فى الوقت المناسب، الأمر الذى يساعد المساهمين والمستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة فى الوقت الملائم.

- القابلية للفهم بحيث أن تتسم بالبساطة واليسر فى عرض المعلومات ولكن مع عدم الإخلال بمبادئ القياس والعرض المحاسبى الصحيحة، الأمر الذى يسهل للمساهمين والمستثمرين الأفراد عديمى الخبرة استخدام هذه المعلومات.
- القدرة على إشباع احتياجات كافة الملاك والمستثمرين من المعلومات داخل السوق.
- تحقيق المساواة بين جميع الأطراف بحيث لا تتميز فئة من المستثمرين على حساب الفئات الأخرى.
- الشفافية فى التعبير عن الحقائق والواقع الاقتصادى للشركة بالشكل الذى يساهم فى حماية الملاك والمستثمرين من التشويش والإرباك والتضليل.

رابعاً: نتائج وخلصاءة الدراسة:

يتركز اهتمام هذه الدراسة فى تحديد أثر مستوى الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات، وفى سبيل تحقيق ذلك الهدف قام الباحث باختبار نموذجين للانحدار.

(1) نتائج النموذج الأول وهو يستخدم لاختبار الأربعة فرضيات الأولى التى تتعلق بالعلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات:

• بالنسبة للفرضية الأولى:

أوضحت نتائج تحليل الانحدار وجود علاقة موجبة ذات دلالة إحصائية بين تركيز الملكية ومستوى عدم تماثل المعلومات، بمعنى أنه كلما زادت نسبة تركيز الملكية لأسهم شركة ما زادت درجة عدم تماثل المعلومات المحيطة بها، ويمكن إرجاع هذه النتيجة إلى أن الفئات المسيطرة من الملاك تستغل المزايا التى تتمتع بها لتحقيق مصالحها الخاصة على حساب بقية المستثمرين والسوق، وبالتالي فهى سوف تسعى للإستحواذ على المعلومات وحجبها عن بقية الأطراف مما يخلق حالة من عدم تماثل المعلومات تكون لصالحها على حساب هذه الأطراف، مما يدفع بهذه الأطراف إلى الإحجام عن أسهم هذه الشركات مما يؤدي إلى انخفاض لحجم التداول. وتعتبر هذه النتيجة متفقة مع النتائج التى توصلت إليها كل من الدراسات (Byun et al., 2011 ; Atting et al., 2006; Chu & Song, 2010; Chiang & Venkatesh, 1988; Nekounam et al., 2012;

Varasteh&Abbasi, 2014; Heflin & Show, 2000; Jiang et al. , 2011; Hassan, 2015).

لذا الباحث يرفض ف1: لا توجد علاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات.

• أما بالنسبة للفرضيات الثانية والثالثة والرابعة:

فقد أوضحت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كلا من الملكية الإدارية والملكية المؤسسية والملكية الحكومية وعدم تماثل المعلومات. وهو ما يعنى قبول الباحث صحة هذه الفروض:

ف2: لا توجد علاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات.

ف3: لا توجد علاقة بين الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات.

ف4: لا توجد علاقة بين الملكية الحكومية وعدم تماثل المعلومات.

ويمكن تفسير هذه النتائج بأن العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات تعتمد بصورة جوهرية على مدى تركيز أو تفتت هيكل الملكية ولا تعتمد على هويات الملاك، حيث أن تركيز الملكية يعطى للمالك القوى والنفوذ على الشركات ومن ثم التدخل فى السياسات المختلفة للشركات مثل سياسات الإفصاح والشفافية، وعلى الرغم من أن هوية المساهمين تعبر عن كفاءاتهم وتفضيلاتهم و أهدافهم سواء كانت تتفق مع تعظيم قيمة المنشأة ومن ثم تحقيق النفع لجميع الأطراف أو أن لهم أهداف شخصية يسعون إلى تحقيقها على حساب بقية الأطراف، لكنها لا تكفى وحدها فى الوصول للمعلومات التى تساعدهم فى تحقيق هذه المصالح والأهداف.

(2) بالنسبة لنتائج النموذج الثانى وهو يستخدم لاختبار الأربعة فرضيات من الخامسة إلى الثامنة التى تتعلق بأثر مستوى الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات:

وقد أوضحت نتائج تحليل الانحدار عدم معنوية متغير الإفصاح الاختيارى وكذلك المتغيرات التفاعلية لمستوى الإفصاح الاختيارى وأنماط الملكية (تركز، إدارية، مؤسسية، حكومية)، مما يعنى عدم وجود أثر لمستوى الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات، حيث ظلت العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات علاقة سالبة كما أن العلاقة بين الأنماط الأخرى وعدم تماثل المعلومات ظلت كما هى غير

معنوية وذلك رغم الأخذ في الاعتبار مستوى الإفصاح الاختياري كمتغير ضمن متغيرات النموذج. وهى نتائج جاءت متفقة مع دراسة (Alvez, 2010) ولا تتفق مع دراسات (Hassan, 2015; Jiang et al., 2011; Ben Saanoun, et al., 2013).

ولذا فإن الباحث يقبل صحة الفرضيات من الخامسة إلى الثامنة:

ف5: لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات.
ف6: لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين الملكية الإدارية وعدم تماثل المعلومات.

ف7: لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين الملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات.

ف8: لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري على العلاقة بين الملكية الحكومية وعدم تماثل المعلومات.

ويمكن ارجاع هذه النتائج الى أن ضعف البيئة القانونية والرقابية فى دولة نامية مثل مصر بالإضافة إلى الظروف الاقتصادية غير المستقرة تمنح المساهمين المسيطرين سلطة على الشركات تتيح لهم التحكم فى كمية ونوعية المعلومات التى يتم الإفصاح عنها وتوقيت ذلك الإفصاح، الأمر الذى يفقد المعلومات المفصح عنها اختياريا منفعتها لدى المستثمرين. أو قد يكون السبب فى عدم فعالية الإفصاح الاختياري فى التخفيف من حدة تماثل المعلومات بين كبار المساهمين والأقلية راجع إلى تسريب المعلومات قبل الإفصاح عنها لهؤلاء المساهمين الكبار مما يعطيهم الفرصة لاستخدام هذه المعلومات قبل باقى المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية على حساب الأقلية.

وقد يرجع السبب كذلك إلى ضعف خبرة معظم المستثمرين، وبالتالي فإن زيادة مستوى الإفصاح يقابله عدم قدرة هؤلاء المستثمرين على الاستفادة من هذه المعلومات الإضافية نتيجة ضعف قدرتهم على التحليل والتنبؤ، وهو ما يترك الفرصة للأطراف الداخلية مثل الإدارة والمساهمين المسيطرين لتحقيق أرباح غير عادية على حساب بقية المستثمرين

(3) خلاصة الدراسة:

استهدفت الدراسة تحديد تأثير الإفصاح الاختيارى على العلاقة بين نمط الملكية وعدم تماثل المعلومات وفى سبيل تحقيق ذلك قام الباحث بتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، وقد جاءت نتائج هذه الدراسات متفقة حول وجود علاقة إيجابية بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات، ولكن فى حين اتفقت الدراسات على أهمية دور الإفصاح الاختيارى فى خفض عدم تماثل المعلومات الناتج عن ارتفاع تركيز الملكية اختلفت دراسة (Alvez, 2011) عن هذه الدراسات وأيدت عدم أهمية الإفصاح الاختيارى فى علاج هذا النوع من عدم تماثل المعلومات، ثم تناول الباحث العلاقة بين هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات والعوامل التى تحدد طبيعة هذه العلاقة، وكذلك تناول الباحث محتوى الإفصاح الإختيارى ودوره فى علاج مشكلة عدم تماثل المعلومات.

وقد خلص الباحث فى هذا الفصل إلى عدم وجود علاقة بين (الملكية الإدارية- الملكية المؤسسية- الملكية الحكومية) وعدم تماثل المعلومات، بالإضافة إلى وجود علاقة موجبة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات، كما توصل الباحث أن الإفصاح الاختيارى لا يؤثر على العلاقة بين تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات.

قائمة المراجع

أولا المراجع العربية:

الرشيدى، ممدوح صادق محمد (2009). الإفصاح المحاسبى عبر الإنترنت وحوكمة الشركات: دراسة نظرية وميدانية. **مجلة البحوث التجارية المعاصرة**، كلية التجارة، جامعة سوهاج، العدد الأول، المجلد الثالث والعشرون، 1-64.

السيد ، صفا محمود (2005). التوسع فى الإفصاح المحاسبى وعدم تماثل المعلومات فى البورصة المصرية. **مجلة البحوث التجارية المعاصرة**، كلية التجارة، جامعة سوهاج، العدد الأول، المجلد التاسع عشر، 1-49.

خضر، هنا عبدالحميد (2014). أثر هيكل الملكية على مستوى التحفظ المحاسبى فى القوائم المالية دراسة ميدانية على الشركات المصرية المقيدة بالبورصة. **رسالة ماجستير غير منشورة**، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

خليل، محمد محمد محمود (2003). أثر الإعلان عن تنبؤات أرباح الشركة على أسعار الأسهم فى بورصة الأوراق المالية المصرية- دراسة تجريبية. **رسالة ماجستير غير منشورة**، كلية التجارة، جامعة طنطا .

عبدالنبى، محمود تغيان حسنين (2012). دور الإفصاح الاختيارى فى تدعيم جودة التقرير المالى بالبورصة المصرية. **رسالة ماجستير غير منشورة**، كلية التجارة، جامعة سوهاج .

عبيد، ابراهيم السيد (2008). دور التقارير المالية المنشورة فى تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات فى سوق رأس المال : دراسة نظرية و ميدانية على السوق المصرى. **مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين**، كلية التجارة، جامعة القاهرة ، العدد السابعون ، الجزء الأول، 213-277 .

عطية، ياسر محمد (2013). محددات مستوى الإفصاح الاختيارى فى التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة المصرية- دراسة اختبارية. **رسالة ماجستير غير منشورة**، كلية التجارة، جامعة الزقازيق .

ثانيا المراجع الأجنبية:

- Alves, H. S. A. (2011). Corporate Governance determinants of voluntary disclosure and its effects on information asymmetry: an analysis for Iberian Peninsula listed companies. *Unpublished Doctoral Dissertation*, Faculty of Economics, University of Coimbra, Portugal.
- Attig, N., Fong, W. M., Gadhoun, Y., & Lang, L. H. (2006). Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking & Finance*, 30(10), 2875-2892.
- Ben Saanoun, I., Othmani, S., & Ben Arab, M. (2013). Empirical Evidence of the Relation Between Private Benefits of Control and Asymmetric Information: The Case of French Listed Firms. *Journal of Business Studies Quarterly*, 5(2), 141-159.
- Byun, H. Y., Hwang, L. S., & Lee, W. J. (2011). How Does Ownership Concentration exacerbate Information Asymmetry Among Equity Investors?. *Pacific-Basin Financial Journal*, 19.511-534.
- Bhattacharya, U., Daouk, H., Jorgenson, B., & Kehr, C. H. (2000). When an event is not an event: the curious case of an emerging market. *Journal of Financial Economics*, 55(1), 69-101.
- Chang, M., D'Anna, G., Watson, I., & Wee, M. (2008). Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?. *Australian Journal of management*, 33(2), 375-390.
- Cheng, Q., & Lo, K. (2006). Insider trading and voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 815-848.
- Cormier, D., Ledoux, M. J., Magnan, M., & Aerts, W. (2010). Corporate governance and information asymmetry between managers and

- investors. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 10(5), 574-589.
- 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.
- 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.
- 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), 405-440.
- Jiang, H., Habib, A., & Hu, B. (2011). Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand. *The British Accounting Review*, 43(1), 39-53.
- Lev, B. (1988). Toward a theory of equitable and efficient accounting policy. *Accounting Review*, 63(1), 1-22.
- Petersen, C., & Plenborg, T. (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15(2), 127-149.