مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية
قسم المحاسبة والمراجعة

العدد الأول – يناير ٢٠٢٢ -المجلد السادس

علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي: هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين؟

(منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية)

د. هيام فكري أحمد أحمد حماد [1]
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

د. السيد جمال محمد علي [2]
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة الزقازيق

ملخص البحث

في ضوء دلالة المعلومات المحاسبية في الأسواق المالية اهتمت العديد من الأدبيات المحاسبية بالعوامل المُحَدِدَة لِدرجة تمَاثُلها بين المستخدمين؛ ورغم ما أُشير فيها لممارسات لإدارة الربح كأحد هذه العوامل، إلا أن تباين نتائجها في هذا الشأن، قد يعني احتمالية تَوَقُّفْ هذا التأثير ـ ممارسات إدارة الربح على عدم تماثل المعلومات ـ على متغيرات أخرى مُنَظِمة له؛ وهو ما اقترح معه البحث الحالي "تغطية المحللين الماليين" كأحد المتغيرات المُنَظِمة والمُحدِدَة لهذا التأثير، وذلك في ضوء أدوارها الرقابية والمستحْدَثَة في الآونة الأخيرة، والتي على أساسها يمكن تصنيف الممارسات الفعلية لإدارة الربح في الشركات لأحد حالتين: أولهما، الممارسات المعلوماتية ـ أي المفيدة للمساهمين ـ بينما تمثل الممارسات الانتهازية الحالة الأخرى ـ الضارة طبعًا للمساهمين ـ ومن ثم اختلاف التأثير لتلك الممارسات على عدم التماثل المعلوماتي ليكون التأثير ـ المحتمل طبعًا ـ بالنقص للحالة المعلوماتية وبالزيادة للحالة الأخرى؛ وإمبريقيًا استخدم البحث نموذج (Jones) المعدل لقياس درجة إدارة الربح؛ ومتغيري "حجم التداول، ومدى السعر" لقياس عدم التماثل بثلاثة قياسات مختلفة، أولها: في يوم الإعلان عن التقارير المالية، ثانيها: نافذة ثلاثة أيام، وتمثل الفرق بين يومٍ تالٍ للإعلان عن التقارير عن يوم سابق له، وثالثها: نافذة إحدى عشر يومًا، وتمثل الفرق بين متوسط خمسة أيام تالية للإعلان عن نظيرتها قبل الإعلان؛ وذلك لعينة من ٦٠ شركة مساهمة مصرية خلال الفترة ٢٠١٢ ـ ٢٠١٩؛ وباستخدام الانحدار التفاعلي وبالاختبارات الإحصائية المناسبة، توصل البحث في نماذجه المختلفة لصدق تفاعل تغطية المحللين الماليين وإدارة الربح في التأثير على عدم التماثل المعلوماتي مقيسًا بحدم التداول يوم النشر فقط، وبمدى السعر في القياسات الثلاث؛ ليعني ذلك معنوية التأثير المنظم لتغطية المحللين على علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل بالقياسات المذكورة؛ كما نفى البحث معنوية التفاعل في نافذتي حجم التداول، ليعني ذلك ضرورة الرجوع للأثر الأساسي لمتغيري التفاعل في هذه الحالة، والتي اتضح من خلالها معنوية إدارة الربح في التأثير على مدى السعر يوم النشر وبنافذة ثلاثة أيام، ومعنوية تغطية المحللين في التأثير على حجم التداول ومدى السعر بالقياسات الثلاث باستثناء نافذة إحدى عشر يومًا لمدى السعر؛ وهو ما استَدَلَ منه الباحثان على فعالية الدور الرقابي للمحللين في البيئة المصرية، بل واحتمالية مساهمتهم في عملية اختيار الإدارة للسياسات المحاسبية إلى درجة تحكمهم في الهدف من ممارسات إدارة الربح لتتسم تلك الممارسات بالمعلوماتية مع ارتفاع التغطية، والانتهازية مع انخفاضها، ومن ثم تباين تأثير إدارة الربح على عدم التماثل حسب مستوى تغطية المحللين حسبما أشارت نتائج البحث الحالي.

المصطلحات الأساسية: ***عدم التماثل المعلوماتي، تغطية المحللين الماليين، إدارة الربح، متغيرات مُنَظِمة، الممارسات المعلوماتية، الممارسات الانتهازية.***

[1] - ***E-mail: Hayam_Fekrey@ yahoo.com.***
[2] - ***E-mail: drelsaedelgazaz1986@gmail.***

Relationship of Earnings Management to Information Asymmetry: is there an Impact of Financial Analyst Coverage?

"An Empirical Study

Abstract

In light of the significance of accounting information in the financial markets, there are many of accounting literature has been concerned with the factors determining the degree of similarity among users; although practices of earnings management were mentioned as one of these factors, the variation in their results in this regard may mean this influence –practices of earnings management on the information asymmetry- on other variables that can moderate it, and this is what the current research can suggest "financial analyst coverage" as one of the moderating and determining variables for this effect. This is in light of its recently developed and supervisory roles, on the basis of which the actual practices of profit management in companies can be classified into one of two cases: firstly, informational practices - that is, beneficial to shareholders - while opportunistic practices represent the other case - harmful to shareholders - and then the impact of these practices differs on the information asymmetry, the effect -of course- is likely to be a decrease in the informational case and an increase in the other case. Empirically, the current research used the modified (Jones) model to measure the degree of profit management; and the "volume and price range" variables to measure asymmetry in three different measures. The first: on the day of announcing the financial reports, the second: a three-day window, which represents the difference between a day following the announcement of the reports from a previous day, and the third: the eleven-day window, which represents the difference between the average of five days following the announcement of its counterpart before the announcement; This is for a sample consisting of 60 Egyptian joint stock companies during the period 2012 – 2019. Using interactive regression and appropriate statistical tests, the research found in its various models the validity of the interaction of financial analyst coverage and earnings management in affecting information asymmetry measured by the trading volume on the day of publication only, and by the price range in the three measurements; this means the significance of the moderating effect of analyst coverage on the relationship of earnings management with the asymmetry in the mentioned measurements; the current research also denied the significance of the interaction in the two trading volume windows, which means that it is necessary to refer to the basic effect of the interaction variables in this case, through which it became clear that the earnings management may be significant in influencing the price range on the day of publication and in the three-day window, and the significance of analyst coverage in affecting the trading volume and price range. In all three measurements except for an eleven-day window of price range. This is what the researchers inferred on the effectiveness of the oversight role of analysts in the Egyptian environment, and even the possibility of their contribution to the management's selection of accounting policies to the extent that they control the goal of practices of earnings management because those practices are characterized by informatics with high coverage, and opportunism with its low, and then the impact of earnings management varies on the asymmetry by the level of analyst coverage, as indicated by the results of the current research.

Key words: ***Information Asymmetry, Analyst Coverage, Earnings Management, Moderating Variables*.**

قائمة اختصارات وتعريفات

بعض الاختصارات		
المصطلح	الاختصار	Terminology
عدم التماثل المعلوماتي	INAS	Information Asymmetry
إدارة الربح	EM	Earning Management
الاستحقاقات الاختيارية	DAC	Discretionary Accruals
مدى السعر	BA	Bid-ask-spread
حجم التداول	TV	Trade Volume
طريقة المربعات الصغرى	OLS	Ordinary Least Squares
طريقة لتقدير معالم نموذج التأثيرات العشوائية	GLS	Generalized Least Square
معامل تضخيم التباين	VIF	Variance Inflation Factor

بعض التعريفات

المنهج الإمبريقي: *Emprical Methodology*

هي إحدى المناهج المتعارف عليها- بل أقدمها- في محيط العلوم الاجتماعية والتي تعتمد بشكل أساسي على فهم وتفسير الواقع من خلال تجميع مشاهدات فعلية؛ ووفقاً لذلك فإن أي مزاعم لا معنى لها مالم يتم توضيح الطريقة التي يتم اتباعها للتأكد من صدقها من خلال الرجوع للمشاهدات الفعلية...وهي تعد ترجمة لمصطلح Emprical؛ وهي ترجمة أدق من مصطلح "اختبارية" والتي تشتمل على مناهج أخرى بخلاف الإمبريقية (سمعان، ٢٠١٨).

المتغير التفاعلي:

حاصل ضرب المتغير المنظم بالمتغير المستقل، ليعني أن تأثير أحدهما يتوقف على حالة الآخر. بخلاف المتغير الوسيط الذي يُستخدم في تفسير العلاقة بين المتغير المستقل والتابع.

الأثر المنفصل:

يمثل أثر المتغير المنظم والمستقل - كل على حدة - على المتغير التابع، ويتم الرجوع لهذا الأثر في حالة عدم معنوية المتغير التفاعلي.

Winsorizing Measure:

عملية تحويل الإحصائيات للحد من القيم المتطرفة في البيانات الإحصائية لتقليل التأثير الزائف الناتج عنها، حيث يمكن أن يتأثر توزيع العديد من الإحصائيات بشدة بالقيم المتطرفة، وتم تسميتها بهذا الاسم نسبة إلى المهندس (1895– P. Winsor") "(1951؛ ويقوم هذا الاسلوب في تعيين جميع القيم المتطرفة إلى نسبة مئوية محددة من البيانات، فيقوم اسلوب Winsorizing عند مستوى 5% على تحويل جميع القيم الاقل من المئين الخامس الى قيمه المئين الخامس وكذلك القيم الاكبر من المئين 95 (95th percentile) يقوم بتحويلها الى قيمه المئين 95 ، أما Winsorizing عند مستوى ١% فيقوم على تحويل جميع القيم الاقل من المئين الاول الى قيمه المئين الاول وكذلك القيم الاكبر من المئين 99 99th percentile يقوم بتحويلها الى قيمه المئين 99 .

مشكلة البحث:

تلعب الأسواق المالية دورًا هامًا في تجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات، وخاصة ممن ليس لديهم الخبرة الفنية الكافية أو الوقت اللازم لإدارة استثماراتهم، كما تعمل على تقديمها - أي المدخرات - للشركات والمؤسسات الإنتاجية والخدمية لإنشاء المشروعات الجديدة أو التوسع بالمشروعات القائمة، ولكي تؤدي الأسواق المالية دورها بكفاءة وفاعلية بشكل يعكس أسعار التوازن للأسهم فإنه يجب توافر قدر ملائم، وبجودة مرتفعة للمعلومات المحاسبية عن الشركات والتي قد تنعكس بالإيجاب على زيادة عدد المتعاملين في السوق وتخفيض تكلفة العمليات ومن ثم زيادة العائد من التعاملات وتحقيق التنمية الاقتصادية إذا ما تم توفيرها بشكل متماثل بين جميع الأطراف (عوض، ٢٠١١).

وتُعتبر مشكلة عدم تماثل المعلومات المحاسبية من المشكلات الأساسية التي تواجه الأسواق المالية في ضوء انفصال ملكية الشركات عن إدارتها وتعارض المصالح بين المتعاملين في هذه الأسواق؛ وقد تنشأ هذه المشكلة نتيجة حصول بعض المشاركين داخل السوق الواحد دون غيرهم على معلومات ذات تأثير جوهري على قرارتهم؛ ليعني ذلك أنها قد تمثل تعمد حجب معلومات معينة عن المستثمرين من جانب الإدارة أو تسريب بعض المعلومات الخاطئة لتحقيق عوائد غير طبيعية قبل إتمام عملية النشر (Bloomfield and Fischer, 2011)؛ وقد يتحقق عدم التماثل بين المستثمرين وبعضهم البعض حسبما أشار (Ravi and Hong, 2014) .

وينجم عن مشكلة عدم تماثل المعلومات العديد من الآثار السلبية؛ حيث:

- تؤثر بالسلب على كفاءة الأسواق المالية، حيث تكون دافعًا لإحجام المتعاملين داخل السوق عن القيام بالمعاملات سواء الشراء أو البيع خوفاً من الخسارة بسبب الأطراف الأخرى التي تستحوذ على المعلومات؛ وبالتالي انسحاب صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم المعلومات من الاتجار في أسهم بعض الشركات أو الانسحاب من السوق ككل (Brown *et al.*, 2008) ليؤثر ذلك سلبًا على أحجام التداول حسبما أشارت دراسات (Webster, 2014: Gregoriou *et al.*, 2005; Yu *et al.*, 2020).
- ارتفاع تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون، اللتان ترتبطان بمستويات عدم التأكد المحيطة بالشركة والتي تزداد بزيادة مستوى عدم تماثل المعلومات (Derrien *et al.*, 2016)؛ ومن ثم انخفاض العائد على الأموال المستثمرة (السيد، ٢٠٠٥).
- لجوء المتعاملين غير المستحوِذين على المعلومات للمحللين الماليين والسماسرة بغرض إجراء التحليلات اللازمة، ليؤدي ذلك الي ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات (السيد، ٢٠٠٥).
- تؤثر سلبًا على أداء الشركة وذلك لتراجع الكثير من المستثمرين عن التعامل على أسهم الشركة، ليعني ذلك فَقْدْ الشركة لمصدر هام من مصادر التمويل (Khatali, 2018)؛ ومن ثم التأثير السلبي على قيمة الشركة (Huynh *et al.*, 2020).
- التوجيه الخاطئ للاستثمارات، وعدم التخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب المستثمر؛ وكذلك خلق فجوة بين الإدارة وأصحاب المصالح لعدم تماثل المعلومات بين الطرفين (كريمة، ٢٠١١).
- تمثل أحد دوافع ممارسة إدارة الأرباح من قبل إدارة الشركة لتبنى استراتيجيات غير مثالية للتحوط ضد المخاطر التي تواجه الشركة (Cohen and Dean, 2005).

مما سبق يتضح مدي خطورة ظاهرة عدم تماثل المعلومات المحاسبية على الأسواق المالية وانعكاس ذلك بالطبع على كفاءة التعاملات داخل السوق، مما تؤثر سلبًا على الاقتصاد القومي ككل، ومن هنا جاء اهتمام الدراسات بالعوامل الحاكمة لتلك الظاهرة؛ فقد كان الإفصاح الاختياري أحد عوامل الحد من هذه الظاهرة في دراسات (Alves, 2011; Petersen and Plenborg, 2006)، بينما أشارت دراسات (Goh *et al.*, 2016; Salehi *et al.*, 2014; Ajina *et al.*, 2013; Cormier *et al.*, 2010) إلى حوكمة الشركات كأحد المحددات الهامة في هذا الشأن؛ وكانت عوائد الأسهم وأحجام التداول مُحَدِدَيْن في دراسة (Boujelbene and Besbes, 2012).

وفي هذا السياق، واستمرارًا للبحث في محددات عدم تماثل المعلومات المحاسبية، فقد أرجعت دراسات عدة زيادة حِدَتِهَا - أي عدم التماثل - إلى ممارسات إدارة الربح، لتصبح معه تلك الممارسات أحد العوامل الهامة والمُفَسِّرة لتباين درجة عدم التماثل المعلوماتي لدى العديد من الأدبيات المحاسبية؛ وهو ما توصلت معه دراسة (Abad *et al.*, 2018) إلى أن أنشطة إدارة الأرباح الحقيقية تُحدث نوعًا من الغموض لدى المستثمرين نتيجة زيادة المعلومات الداخلية على حساب المعلومات العامة، وبالتالي زيادة مخاطر الاختيار العكسي بين المستثمرين، وبالتالي عدم التماثل؛ وهو ما أكدت عليه دراسة (Cormier *et al.*, 2013) من وجود علاقة إيجابية بين إدارة الأرباح و تقلبات سعر السهم، ومدى السعر كمقياسين لعدم تماثل المعلومات، من خلال تأثيرها على درجة عدم التأكد؛ وبالتالي وجود تأثير عكسي لجودة الأرباح على عدم تماثل المعلومات حسبما أشارت دراسة (Bhattacharya *et al.*, 2008).

ورغم دلالة التأثيرات الموجبة لإدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي كما ذُكِر آنفاً، إلا أن البعض الآخر كان نافيًا لهذه الدلالة، بل ونافيًا لنوع التأثير أيضًا؛ فقد توصلت دراسة (Salimi and Naslmosavi, 2015) لعلاقة سلبية بين إدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي مقيسًا بمدى السعر؛ بينما توصلت دراسة (Arar *et al.*, 2018) لعدم وجود علاقة بين إدارة الربح وسيولة الأسهم (كمقياس بديل Proxy لعدم التماثل)؛ في حين توصلت دراسة (Khan, 2013) إلى أن أسهم الشركات التي تتلاعب بالأرباح أكثر سيولة، وبالتالي أقل في عدم التماثل.

وهو ما أشارت معه دراسة (Cormier *et al.*, 2013) إلى أن العلاقة محل الاهتمام - إدارة الربح وعدم التماثل - ليست علاقة ذات دلالة في كل الأحوال، وبَيَّنْت أنها تَضْعُف للشركات ذات التقلبات المرتفعة في المبيعات وتلك التي تستثمر بشكل مكثف في البحوث والتطوير، وهو ما يعني صعوبة تقييم المستثمرين لإدارة الأرباح في ظل تدني البيئة المعلوماتية؛ لتقلل تطبيق المعايير الدولية IFRS من عتامة إدارة الربح وبالتالي تباين تأثر عدم التماثل المعلوماتي بإدارة الربح متوقف على مدى تطبيق المعايير الدولية، وأن إدارة الربح قد تُزيد - أو تقلل - من عدم يقين المستثمرين بشأن توزيع التدفقات النقدية المستقبلية حسبما أشارت دراسة (Abad *et al.*, 2018).

في هذا السياق، يرى الباحثان أن التباين المشار إليه في الأدبيات المحاسبية - تباين دلالة بل ونوع تأثير ممارسات إدارة الربح على عدم التماثل - يجعل من تكرار إخضاع تلك الفرضية - فرضية علاقة إدارة الربح بعدم التماثل سواء في الاتجاه الموجب أو السالب في السوق المصرية - للاختبار أمرًا غير ذات دلالة مالم يُقْترن بدراسة المتغيرات الحاكمة لهذا التأثير؛ لتكون معه فكرة المعلوماتية لممارسات إدارة الربح - كأحد الأمور المستحدثة في الأدبيات المحاسبية - هي المحك الأساسي التي يعتمد عليها البحث الحالي في دراسة تلك العلاقة.

فقد أشارت العديد من الدراسات إلى منظور مختلف لإدارة الربح بخلاف المنظور الانتهازي الذي تسعى الإدارة من خلاله لتضليل المستثمرين في التقارير المالية، حيث قد تكون ممارسات إدارة الربح معلوماتية[٣] من خلال إشارات تقدمها للأسواق المالية تُمَكِن المستخدمين من التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة (Badertscher *et al.*, 2012; Ronen and Yaari, 2008; Noronha *et al.*, 2008; Parfet, 2000).

وبالتالي إذا ـ وفقط إذا ـ ما تمت إدارة الأرباح بهدف معلوماتي ـ تُدير الإدارة الأرباح لزيادة المحتوى المعلوماتي وتعظيم ثروة الملاك ـ، فإن ذلك يمثل إشارة مُرسلة للسوق بمصداقية ممارساتهم؛ وهو ما دللت بالفعل عليه العديد من الأدبيات المحاسبية من استجابة السوق لتلك الممارسات، بل وزيادة الثقة بين المشاركين في السوق (Louis and Robinson, 2005; Jiraporn *et al.*, 2008; Subramanyam, 1996)؛ ليقترح البحث الحالي أن يكون تأثير ممارسات إدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي أمرًا متوقفًا على نوع تلك الممارسات ـ معلوماتية أم انتهازية ـ.

في ضوء ما سبق يشير الباحثان إلى أن التساؤل الأحرى بالتحليل والدراسة ليس عن تأثير إدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي؛ بقد ما هو عن ماهية المتغيرات الحاكمة والمُنَظِمة[٤] التي قد يكون لها أثرٌ ما على طبيعة العلاقة محل الاهتمام، والتي تكون بشكل أو بآخر مُوَجِهة ومحددة لنوع إدارة الربح ـ انتهازية أو معلوماتية ـ ليؤدي ذلك في النهاية إلى زيادة ـ طبعًا أو تقليل ـ عدم التماثل المعلوماتي حسب نوع ممارسات إدارة الربح؛ وهو ما أوصت معه دراسة (Cormier *et al.*, 2012) بضرورة دراسة تأثير المتغيرات الرقابية كمتغير منظم لتلك العلاقة، ليقدم البحث الحالي متغير" تغطية المحللين" كأحد المتغيرات الرقابية المُوَجِهَة لممارسات إدارة الربح، والتي من شأنها أن تؤثر على علاقة إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي؛ لذا فإن البحث الحالي يهدف في ثاني أهدافه إلى استخدام تغطية المحللين الماليين كمتغير مُنَظِم يمكن أن يؤثر على طبيعة علاقة إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي.

وجدير بالذكر في هذا الصدد، أن تغطية المحللين الماليين للشركات تمثل أحد المتغيرات المستخدمة من قبل العديد من الأدبيات المحاسبية كمتغير رقابي على ممارسات الإدارة (انظر على سبيل المثال Shi *et al.*, 2017; Irani and Oesch, 2016; Marhfor *et al.*, 2015; Nouri and Abaoub, 2015; Degeorge *et al.*, 2013; Sun and Liu, 2011)، وذلك استنادًا إلى اعتماد معظم قرارات المستثمرين على توصيات المحللين الماليين، نظرًا لكفاءة متابعاتهم المتواترة للشركات، وتأثيراتهم على البيئة المعلوماتية للشركة.

وتجدر الإشارة إلى أن وجود تغطية المحللين الماليين كمتغير منظم للعلاقة الحالية يرجع لسببين:

- اولهما: تأثيره على نوع ممارسات إدارة الربح، وبالتالي تباين عدم التماثل المعلوماتي وفقًا لنوع تلك الممارسات، حيث:
  - عمق عملية التحليل المحاسبي ـ كمرحلة سابقة للتحليل المالي ـ التي يقوم بها المحللون الماليون، والتي تمتد لتشمل معظم العوامل التي تؤثر الأوضاع المستقبلية للشركة، من تحليل لأوضاع المنافسين، والحالة الاقتصادية والتصرفات الحكومية، وغيرها؛ وهو ما يجعل المحللين الماليين على

٣ ـ كأن تعمل إدارة الشركة على تغيير في التقدير المحاسبي للعمر الافتراضي لبعض الأصول، رغبةً منها في تمكين السوق من حقيقية وضع الأصول لديها، من حيث درجة تقادمها أو زيادة قدرتها الإنتاجية. (سمعان، ٢٠١٨)

٤ـ راجع قائمة الاختصارات والتعريفات.

اطلاع دائم بكافة تفاصيل الممارسات الإدارية، ليعطيهم المَقْدِرَة على التمييز بين العديد من الممارسات المختلفة كتلك الناتجة عن الغش وغيرها الناتج عن الأخطاء حسبما أشارت دراسة (Ye and Yu, 2017)، وهو ما يساهم في الحد من الممارسات الانتهازية للإدارة، بل وإضفاء المعلوماتية على تلك الممارسات.

- مقدرة المحللين الماليين على الفحص والتدقيق المستمر للتقارير المالية، وبالتالي المتابعة المستمرة لأداء الإدارة، بل والتفاعل مع الإدارة (Marhfor *et al.*, 2015)، وذلك بحكم مواكبتهم المستمرة للمتغيرات المعلوماتية بشكل أكثر من المستثمرين المؤسسين Instituional Investors ومن الأطراف الداخلية Insiders حسبما أشارت دراسة (Piotroski and Roulstone, 2004)، ليحد ذلك من انتهازية استغلال المرونة المحاسبية للإدارة (Knyazeva, 2007).
- يُقيد تواتر تتابع المحللين الماليين للشركات المديرين في تنفيذ الأنشطة غير المضيفة للقيمة (Doukas *et al.*, 2004)؛ مما يُعزز من البيئة المعلوماتية للشركة من خلال شفافية تقاريرهم؛ ليساهم ذلك في اكتشاف الأسواق المالية لمدى انتهازية ـ أو معلوماتية ـ الممارسات.

- ثانيهما: تأثيره بشكل مباشر على عدم التماثل المعلوماتي كمتغير تابع في البحث الحالي، وهو ما يظهر جليًا في تباين ردود الأفعال السوقية من حيث تحركاتها السعرية وعوائد أسهمها وزيادة في أحجام تداولها وفقًا لتباين التغطية (Murg *et al.*, 2016; Jegadeesh and Kim, 2010; Doukas *et al.*, 2004).

وجدير بالذكر أن العديد من الدراسات قد أيدت استخدام تغطية المحللين الماليين كمتغير منظم للعديد من العلاقات الإمبريقية، فقد توصلت دراسة (Du and Osmonbekov, 2020) إلى دلالة التغطية كمتغير منظم في علاقة مصروفات الإعلان بقيمة الشركة، كما توصلت دراسة (Insiawati *et al.*, 2018)، إلى دلالة تأثير التغطية على علاقة التحفظ المحاسبي بعدم التماثل، من خلال دوره في إضفاء المزيد من المصداقية على البيانات؛ وتشير دراسة (Degeorge *et al.*, 2013) إلى أن تغطية المحللين الماليين تلعب دور منظم وفاعل في علاقة إدارة الأرباح بالتنمية الاقتصادية وذلك من خلال دراسة دولية تمت على ٢١ دولة.

في هذا السياق، وفي ضوء التأصيل النظري السابق، والتباين الإمبريقي لنتائج الأدبيات المحاسبية التي تناولت العلاقة محل اهتمام البحث الحالي ـ إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي ـ، وفي ضوء ما أُشير من دراسات عدة من اعتبار المحللين الماليين أداة رقابية هامة من خلال تتابعهم للشركات، فإن البحث الحالي يقترح أن تكون تغطية المحللين الماليين متغيرًا منظمًا لتلك للعلاقة ، لا سيما بعد ما توصلت العديد من الدراسات إلى صدق تفاعله في العديد من العلاقات؛ ليمثل التساؤل البحثي في:

هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين للشركات على العلاقة بين إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية؟

هدف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل هدف البحث في اختبار تغطية المحللين الماليين كمتغير منظم لعلاقة إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات في السوق المالية المصرية، في محاولة لتفسير التناقض في نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن من ناحية، والتحقق من فعالية الدور الرقابي من عدمه لمتغير التغطية في البيئة المصرية من ناحية أخرى.

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من النقاط التالية:

- اهتمت معظم الدراسات السابقة بالأثر الأساسي لإدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي، دون الاهتمام بالعوامل المُنَظِمة لتلك العلاقة، رغم الدوافع التي تدفع الدراسات إلى تناول تلك العوامل؛ وهو ما يعمل البحث الحالي على اختباره، لاسيما في ظل تباين نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن، ليمثل ذلك بعدًا إضافيًا للبحث الحالي يميزه عن الدراسات السابقة.
- في ضوء النقطة السابقة يُعد هذا البحث من أوائل الأبحاث في البيئة المصرية ـ على حد علم الباحِثَيْنِ- التي عملت على دراسة متغير تغطية المحللين كمتغير منظم لعلاقة إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي، وإنْ كان دراسة (عفيفي، ٢٠١٤) عملت على تحليل الآثار المباشرة وغير المباشرة لإدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي، من خلال استخدام الإفصاح الاختياري كمتغير وسيط[٥] من خلال تحليل المسار Path Analysis، وهو ما يختلف عن منطق البحث الحالي الذي يعمل على دراسة التفاعل بين متغيري "التغطية وإدارة الربح" في التأثير على عدم التماثل المعلوماتي.
- يُسهم البحث في توعية الشركات بالعوامل التي من شأنها أن تحدد نوع إدارة الربح ـ معلوماتية أم انتهازية ـ بهدف تقليل تباين المعلومات وبالتالي زيادة منافع المستخدمين؛ فلم يتوصل الباحثان إلى أي دراسة عربية تناولت تلك النقطة سوى دراسة (سمعان، ٢٠١٨) والتي عملت على استخدام متغيري "الحوكمة والتحصين الإداري" كمحددين لنوع تلك الممارسات، ليختلف عن البحث الحالي في استخدام تغطية المحللين الماليين للاستدلال على نوع تلك الممارسات.

خطة البحث:

لتحقيق أهداف البحث، سوف يقوم الباحثان بتقسيم المتبقي من البحث كما يلي:

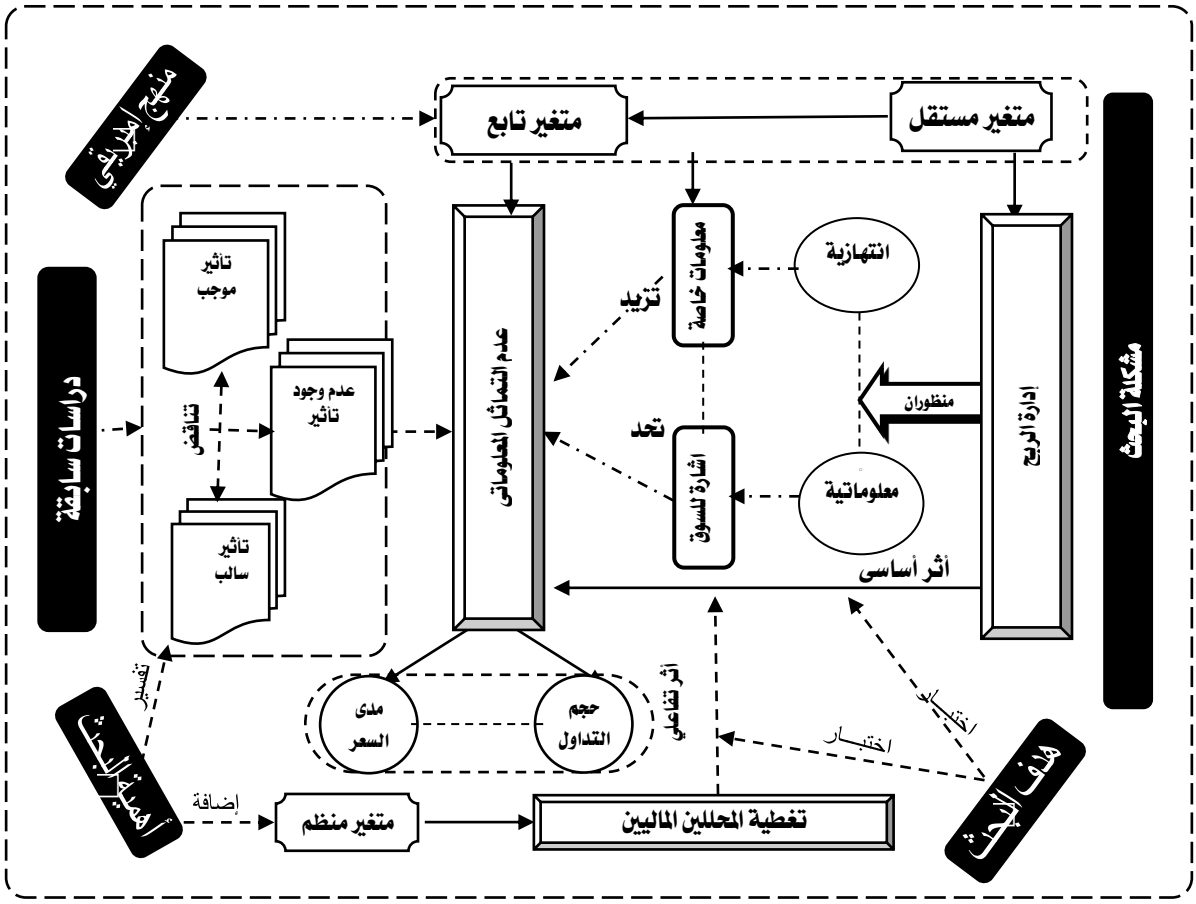
القسم الأول: الإطار النظري للبحث.

القسم الثاني: الدراسة الإمبريقية.

القسم الثالث: تفسيرات النتائج.

٥ ـ راجع قائمة المصطلحات.

ويمكن للباحثين التعبير عن الإطار السابق في الشكل التالي:



شكل (١) الإطار العام للبحث

المصدر: الباحثان.

القسم الأول
الإطار النظري للبحث

مقدمة:

تعد ظاهرة عدم تماثل المعلومات المحاسبية من الظواهر الهامة والتي لها انعكاسات هامة على جودة العديد من القرارات في الأسواق المالية؛ وهو ما كان دافعًا للعديد من الأدبيات بدراسة العوامل المُحَدِدة لهذه الظاهرة؛ وفي ضوء التباين الإمبريقي لنتائج الدراسات السابقة حول متغير "إدارة الربح" كأحد تلك المحددات، فإن البحث الحالي يُفسر ذلك باحتمالية تَأثر النتائج بالأهداف الإدارية لتلك الممارسات، وما إذا كانت انتهازية ـ لتحقيق الأغراض الذاتية ـ أم معلوماتية ـ لتعظيم ثروة الملاك ـ، وهو ما قدم معه الباحثان متغير "تغطية المحللين الماليين" كأحد المتغيرات ـ المحتملة طبعًا ـ المُحَدِدَة لنوع تلك الممارسات، ليصبح معه بالتبعية ذلك المتغير منظمًا لعلاقة ممارسات إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي؛ وفي ضوء ذلك فقد عمل البَاحِثَانِ على تقسيم هذا القسم كما يلي:

أولاً: عدم تماثل المعلومات ـ ماهية وتفسيرات:

يمكن تناول سلوك عدم تماثل المعلومات، من خلال تناول العديد من النقاط كما يلي:

١ـ مفهوم عدم تماثل المعلومات:

اكتسب مفهوم عدم التماثل المعلوماتي اهتمامًا شديدًا باعتباره أحد المتغيرات المؤَثِرَة على الأسواق المالية، بل والمحددة لجودة العديد من القرارات؛ وتُعد دراسة **(Akerlof, 1970)** أول من أشارت لتلك المشكلة بسوق الولايات المتحدة للسيارات المستعملة، ويمكن تناول ذلك المفهوم من خلال شِقَّيْن كما يلي:

أـ المفهوم النظري لعدم التماثل المعلوماتي:

يمكن استعراض بعض مفاهيم عدم التماثل المعلوماتي بالجدول التالي:

جدول(١) مفاهيم عدم التماثل المعلوماتي

المصدر	المفهوم
سمعان، ٢٠١٨	الحالة التي يتباين فيها المحتوى المعلوماتي لبند ما لدى الأطراف المختلفة المُشارِكة في المعاملة الواحدة قبل و/أو بعد نشر التقرير المالي، مما يُزيد من درجة عدم التأكد في سوق الأوراق المالية، ليسمح للبعض بتجنب خسارة معينة أو تحقيق عائد غير عادي دون آخرون، وهو ما ينعكس سلبًا على السوق
جمعة، ٢٠١٧	اختلاف المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية من جهة وبين الأطراف الخارجية وبعضهم البعض من جهة أخرى.
Shen, 2014	امتلاك الداخليين لمعلومات عن قيمة الشركة الحقيقية بشكل أكثر من الخارجيين مما يُزيد من مقدرتهم على تحقيق الربح، وعلى التنبؤ بوضع الشركة المستقبلي.
Ravi and	حجب إدارة الشركة و/أو بعض المستثمرين لمعلومات داخلية عن غيرهم من المستثمرين،

Hong, 2014	والأطراف الأخرى.
Bloomfield and Fischer, 2011	حجب المعلومات ذات التأثير الجوهري عن المستثمرين بشكل مُتعمد من جانب الإدارة أو تسريب بعض المعلومات الخاطئة لتحقيق عوائد غير طبيعية قبل عملية نشر التقارير.
Lu *et al.*, 2010	ظاهرة عدم تناسق وتكافؤ المعلومات في السوق بشكل يشير إلى أن بعض المستثمرين لديهم المزيد من المعلومات والمعرفة عن قيمة الشركة الأساسية، وعدم وصولهما لمستثمرين آخرين؛ مما قد يؤثر على مقدرتهم على اليقين بالمحتوى الاقتصادي لتلك المعلومات
عياد، ٢٠١٠	امتلاك البعض لمعلومات خاصة تفوق المعلومات العامة المتاحة لمشاركي السوق، مما ينشأ عنه بعض الفوائد المعلوماتية سواء في تجنب خسارة أو تحقيق ربح في صورة عوائد غير عادية لمشاركي السوق الحائزين على تلك المعلومات الخاصة.
السيد، ٢٠٠٥	عدم المساواة بامتلاك معلومات معينة بين الإدارة والأطراف الداخلية من جهة والأطراف الخارجية من جهة أخرى، وبالتالي تحقيق الإدارة عائد غير عادي نتيجة امتلاكها ميزة معلوماتية.

في ضوء المفاهيم السابقة يُشير الباحثان إلى تحقق حالة عدم التماثل المعلوماتي عند مَقْدِرَة بعض الأطراف ـ داخلية كانت أو خارجية ـ دون غيرهم على حيازة بعض المعلومات ـ الخاصة طبعًا ـ عن الشركة بشكل يُحقق لتلك الأطراف ميزة ـ قد تكون معلوماتية و/أو توقيتية ـ لتسمح لهم بتحقيق أهدافهم الذاتية من أرباح غير طبيعية أو تجنب خسائر كانت ستنال من استثماراتهم.

من المفهوم السابق يمكن استخلاص النقاط التالية:

- هناك ثلاث صور لعدم التماثل المعلوماتي، تتمثل في:
  - أولها: حيازة الأطراف الداخلية لمعلومات دون الأطراف الخارجية من مستثمرين ودائنين وغيرهم.
  - ثانيها: حيازة بعض الأطراف الخارجية لمعلومات بشكل أكثر من غيرهم.
  - ثالثها: حصول بعض الأطراف ـ داخلية كانت أم خارجية ـ لبعض المعلومات بشكل يسبق غيرهم من الأطراف والتي يمثل نشر التقارير مصدر معلوماتها.
- ترجع تلك المشكلة في جوهرها لانفصال الملكية عن الإدارة، والتي تتعلق بضعف عملية الرقابة على الإدارة التنفيذية؛ ليسع من خلالها المديرون إلى تحقيق مآربهم الذاتية على حساب غيرهم.
- تتعلق حالة عدم التماثل المعلوماتي بعملية تسريب معلومات معينة دون غيرها بشكل يسمح للأطراف معينة بتحقيق ميزة معلوماتية على حساب الآخرين؛ ليؤثر ذلك على حركة بعض المتغيرات السوقية والتي اعتبرتها بعض الأدبيات أحد مؤشرات الاستدلال على تلك الحالة من عدمه، وهو ما سيوضحها الباحثان في النقطة التالية.

بـ التعريف الإجرائي لعدم التماثل المعلوماتي:

يعتبر الاستدلال الإجرائي لعدم التماثل المعلوماتي من الأمور التي نالت اهتمام العديد من الأدبيات المحاسبية من أجل دراسة التأثيرات الاقتصادية لها، وباستعراض تلك الأدبيات، لاحظ الباحثان أن من أهم تلك المؤشرات ما يلي:

- **حجم التداول: (Trading Volume)**

عدم وصول المعلومات الى كافة المتعاملين داخل سوق الأوراق المالية، يدفعهم الى خفض حجم التعاملات أو الانسحاب نهائيًا خوفًا من التعامل مع حملة المعلومات الخاصة، وهذا ينعكس بالسلب على حجم التداول (Chi and Wang, 2010: Karmani and Ajina, 2012)؛ ليمثل في النهاية عملية انخفاض حجم التداول أحد المقاييس الكمية والتي يُستدل منها على درجة عدم التماثل المعلوماتي؛ وإنْ كان دراسة (السيد، ٢٠٠٥) أشارت لصعوبة استخدامه في بعض الحالات كالشركات غير النشطة والتي يرجع فيها حجم التداول لأسباب أخرى خلاف عدم تماثل المعلومات.

- **مدى السعر: (Bid – Ask Spread)**

هو أحد المتغيرات الدالة على حالة عدم التماثل المعلوماتي، ويقصد به الفرق بين أعلى طلب وأدنى عرض لسعر شراء الأسهم، ففي ظل حيازة الإدارة لمعلومات خاصة واستخدامها لإصدار أحكام، مع عدم تأكد باقي الأطراف غير الحائزة لتلك المعلومات من معقولية تلك الأحكام والتقديرات، فإن ذلك يدعو هؤلاء المتعاملون لحماية أنفسهم من تصرفات الإدارة عن طريق تقديم أسعار أقل ومن ثم زيادة مدى السعر (السيد، ٢٠٠٥: Zhou, 2004)، ويتم ذلك من خلال المكونات التالية (Stoll, 1989):

- **تكلفة تشغيل الأمر: ويتحملها صناع السوق نتيجة ترتيب وتسجيل وتنظيم التعاملات التي تتم بينهم وبين كل المتعاملين في السوق.**
- **تكلفة الاحتفاظ بالمخزون من الاوراق المالية: حيث يحتفظ صناع السوق بمخزون من الاوراق المالية لسد الاحتياجات من الطلب، وبدون تحقيق خسائر مالية في ظل عدم اتخاذ الراغبين في الشراء والراغبين في البيع لقراراتهم في وقت واحد، وبالتالي فإن تكاليف الاحتفاظ بمخزون الاوراق المالية يتحملها صناع السوق، وأن العائد المطلوب للتعويض عن مخاطر صعوبة تسويق الورقة المالية يختلف من مستثمر لأخر باختلاف فترة الاحتفاظ بالورقة المالية.**
- **تكلفة الاختيار العكسي: يتحملها صناع السوق أو متعاملين أخرين نتيجة تعاملهم مع مستثمرين ذوي معلومات خاصة، ونتيجة لتحقيق هؤلاء المستثمرون أرباحاً غير عادية يقوم صناع السوق بزيادة مدى السعر لتجنب تلك الخسائر.**

إلا أن هذا المقياس وُجهت إلية الانتقادات وذلك لتركيزه في عملية التقييم على وجهة نظر صُناع السوق أو المنظمين وتجاهله لوجهة نظر المستثمرين بالرغم من اختلاف وجهتي النظر في ضوء المعلومات المتاحة لكل طرف من الأطراف، (السيد، ٢٠٠٥).

- **تشتت تنبؤات المحللين الماليين (Analyst Forecast Dispersion):**

في ضوء زيادة حالة عدم التأكد في السوق مع زيادة عدم التماثل المعلوماتي، فإن ذلك يترتب عليه اختلاف معتقدات المحللين الماليين بخصوص الأرباح المتوقعة للشركة، وهو ما يعني أن تباين تنبؤات المحللين الماليين يعد مؤشرًا على زيادة حالة عدم تماثل المعلومات داخل السوق (Lang and Lundholm, 2000)؛ إلا أن ذلك المقياس أيضاً وُجهت إليه الانتقادات خصوصاً في الأسواق الناشئة والتي لا تتوفر فيها معلومات كافية حول بتنبؤات المحللين الماليين (السيد، ٢٠٠٥).

- **تذبذب عوائد الأسهم (Returns Volatility):**

حيث يؤدي الاختلاف في تفسير وتحليل معلومات التقارير المالية من قبل المستثمرين إلى اختلاف تأثير تلك المعلومات على معتقدات المستثمرين وتوقعاتهم بشأن الأرباح المتوقعة، ومن ثم التدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي زيادة درجة تقلب أسعار وعوائد الأسهم في السوق، وهو ما يعني إمكانية اعتبار زيادة درجة تقلب عوائد الأسهم مؤشرًا على حالة عدم تماثل المعلومات في السوق (Osborne, 2020; Sadka, 2007).

في ضوء المؤشرات السابقة عكفت العديد من الأدبيات على دراسة تأثيرات ظاهرة عدم تماثل المعلومات على كافة المستويات في الأسواق المالية، وعلى الاقتصاد القومي...وهو ما سيوضحه الباحثان في البند التالي.

٢- الانعكاسات السلبية لعدم تماثل المعلومات على سوق الأوراق المالية:

لطالما يسعى المديرين لتحقيق مآربهم الذاتية على حساب غيرهم في ظل زيادة حالة عدم التماثل المعلوماتي، فإن ذلك يؤدي إلى مشكلتين أساسيتين حسبما أشارت دراسة (السيد، ٢٠٠٥):

- **أولهما: مشكلة التخلخل الأخلاقي (Moral Hazard):**

حيث يصعب رقابة أداء الإدارة بشكل مباشر من قبل الأطراف الخارجية مما يترتب عليه إتاحة فرصة للإدارة لتحقيق أهدافها الذاتية مما يترك تأثيراً خطيراً على باقي المستثمرين والمتعاملين وعلى السوق ككل.

- **ثانيهما: مشكلة الاختيار العكسي (Adverse Selection):**

حيث حيازة الأطراف الداخلية لمعلومات حول الأداء الحقيقي والمستقبلي للشركة دون الأطراف الخارجية يجعل اختيارات الأطراف غير الحائزة للمعلومات غير ملائمة (عكسية).

في ضوء ذلك، فإن النقاط التالية تمثل بعض الانعكاسات السلبية لعدم تماثل المعلومات على الأسواق المالية:

- **تكون دافعًا لإحجام المتعاملين داخل السوق عن القيام بالمعاملات سواء الشراء أو البيع خوفًا من الخسارة بسبب الأطراف الأخرى التي تستحوذ على المعلومات، مما يؤثر سلبًا على أحجام التداول وبالتالي على كفاءة السوق (Yu *et al.*, 2020; Webster, 2014; Gregoriou *et al.*, 2005)؛ مما ينعكس بالسلب أيضًا على سيولة سوق الأوراق المالية (Lakhal, 2008).**

- تدفع الإدارة إلى استغلال ما تملكه من معلومات داخلية لتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين في السوق الذين لا يمتلكون مثل هذه المعلومات حسبما توصلت دراسة[٦](Yassin *et al.*, 2015) ؛ وهو ما قد يعتبر دافعًا لقيام إدارة الشركة بعملية إدارة الأرباح، وذلك بإظهار ربح الشركة بقيمة أكبر من قيمته الحقيقية وهذا ما ينعكس في النهاية على قيمة الشركة (عياد، ٢٠١٠)؛ وبالتالي تبنى استراتيجيات غير مثالية للتحوط ضد المخاطر التي تواجه الشركة (Cohen and Dean, 2005).
- تؤثر سلبًا على أداء الشركة وذلك لتراجع الكثير من المستثمرين عن التعامل على أسهم الشركة؛ وهو ما يُفْقِد الشركة مصدرًا هامًا من مصادر التمويل (Khatali, 2018)؛ وبالتالي ارتفاع تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الديون، لارتباطهما بمستويات عدم التأكد المحيطة بالشركة والتي تزداد بزيادة مستوى عدم تماثل المعلومات (Derrien *et al.*, 2016).
- تلجأ الأطراف غير الحائزة للمعلومات للمحللين الماليين والسماسرة لإجراء التحليلات اللازمة، وهو ما يؤدى الي ارتفاع تكاليف الحصول على المعلومات (السيد، ٢٠٠٥)، ليُضِر ذلك صغار المستثمرين، وقد تكون النتيجة انخفاض عمليات تنفيذ المعاملات بكميات كبيرة تجنبًا للتعرض للخسارة، وقد يصل الأمر لانسحابهم من السوق (Chi and Wang, 2010: Karmani and Ajina, 2012)؛ مما يؤثر في النهاية سلبًا على قيمة الشركة حسبما أشارت دراسة (Huynh *et al.*, 2020).
- التوجيه الخاطئ للاستثمارات، وعدم التخصيص السليم للأموال المستثمرة من جانب المستثمر، وكذلك خلق فجوة بين الإدارة وأصحاب المصالح وتظهر تلك الفجوة عندما تكون المعلومات بين الطرفين غير متماثلة وكذلك عندما لا يتضح هدف الشركة من جانب الإدارة (كريمة، ٢٠١١)؛ مما يؤثر بالسلب على كفاءة الاستثمار [٧](Yu *et al.*, 2020) .

في هذا الصدد، كان لابد من الاهتمام بالعوامل الحاكمة لدرجة عدم التماثل المعلوماتي، وهو ما سيوضحه الباحثان في النقطة التالية.

٣- بعض العوامل الحاكمة لعدم التماثل المعلوماتي:

حيث المضاربة بالمعلومات الداخلية أو تسريب الإدارة لمعلومات التقارير المالية لبعض المستثمرين قبل نشرها على حساب باقي المستثمرين، من خلال قنوات اتصال غير رسمية، سواء استجابة لضغوط المستثمرين أو للحصول على مقابل لتلك المعلومات، و تحقيق عوائد غير عادية على حساب الأخرين؛ يدفع إلى حالة من عدم التماثل تنعكس على قرارات الطرف الذي يفتقد للمعلومات.

في ضوء دراسة الأدبيات المحاسبية لمحددات عدم التماثل المعلوماتي، فإن حوكمة الشركات تعتبر أحد تلك العوامل باعتبارها نظامًا يتم من خلاله إدارة الشركة والرقابة عليها، وتحديد العلاقات وتوزيع الحقوق والمسئوليات على أصحاب المصالح، وأحد آليات حل مشكلات الوكالة الناتجة عن انفصال الملكية عن الإدارة (Saltaji, 2013; Khan *et al.* 2006)، وبالتالي أحد أدوات الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات والتي تحدث نتيجة لتضارب المصالح بين الإدارة والمستثمرين أو لمقدرة بعض المستثمرين على الوصول للمعلومات الخاصة والداخلية أكثر من البعض الأخر؛ وإمبريقيًا أيدت العديد من الدراسات دور الحوكمة في الحد من عدم التماثل المعلوماتي (Goh *et al.*, 2016; Salehi *et al.*, 2014; Ajina *et al.*, 2013; Cormier *et al.*, 2010).

---

٦ - ضَعُفت العلاقة في ظل التحفظ المحاسبي كمتغير منظم لهذه الدراسة.

٧ - أظهرت الدراسة دلالة تفاعل متغيري عدم تماثل المعلومات والروابط السياسية في التأثير على كفاءة الاستثمار

وفي ذات الصدد، كان التحفظ المحاسبي أحد محددات عدم التماثل لدى بعض الأدبيات، حيث يشير التحفظ إلى أسبقية الإعلان عن الأنباء غير السارة بشكل أكثر من الأنباء السارة، بمعنى آخر، زيادة درجة التحقق من الإفصاح عن الأنباء السارة مقارنة بالأنباء غير السارة (Basu, 1997)، وتشير دراسة (سمعان، ٢٠١٥) أن عدم التزام الشركة بالتحفظ المحاسبي يُزيد من احتمال تعرض المستثمر لصدمات لعدم الاعتراف مسبقاً بالأنباء غير السارة، حيث تُعتبر تلك المعلومات في حوزة الإدارة، مما يعني وجود عدم تماثل معلومات، والذي يمكن تجنبه بمزيد من التحفظ المحاسبي؛ إمبريقيًا أيدت دراسة (Wang, 2013) التحفظ المحاسبي كمتغير مؤَثِر في عدم التماثل المعلوماتي.

ويُعتبر الإفصاح الاختياري أحد العوامل الهامة التي أشارت إليها الدراسات، باعتباره يمثل زيادة في حجم المعلومات المعلنة عن الإفصاح الإجباري، وهو ما يساعد في الحد من تسريب المعلومات ومحاولات الاستفادة غير المشروعة من المعلومات الخاصة، ومن ثم تقليل درجة عدم اليقين ودرجة عدم التماثل المعلوماتي، وإمبريقيًا أيدت العديد من الدراسات تأثير الإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي (Hassan, 2015; Suijs, 2013; Petersen and Plenborg, 2006).

وفي ذات السياق، وفي ضوء تَأَثُر عدم التماثل المعلوماتي بدرجة الثقة في المعلومات المحاسبية ـ ومن ثم بدرجة الاعتمادية على التقارير المالية المنشورة ـ من جانب الأطراف ذات العلاقة بالشركة، فإن ممارسات إدارة الربح ـ بما قد تسببه من تأثيرات مختلفة على المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية ـ مَثَّلَتْ أحد المحددات الهامة لدى العديد من الدراسات، إلا أن تباين تلك الدراسات دعت الباحِثيْنِ للتفكير في أسباب التباين، ولأن ذلك يمثل محل اهتمام البحث الحالي فإنه يمكن إبراز الدور التأثيري لإدارة الربح بالتفصيل في باقي هذا القسم كما يلي في ثانياً.

ثانياً: ممارسات إدارة الربح كمحدد لعدم التماثل المعلوماتي:

زاد الاهتمام في الآونة الأخيرة بقضية إدارة الأرباح، على إثَر حدوث العديد من الانهيارات المالية وحالات الفساد الإداري والمالي لشركات عدة؛ وفي ضوء تضارب نتائج الأدبيات المحاسبية في الحكم على تأثيرات تلك الممارسات ـ ما بين إيجابية التأثير وسلبيته ـ، تصبح قضية انتهازية ومعلوماتية تلك الممارسات أحد أبرز الفرضيات البحثية في الأدبيات الحديثة؛ ويمكن تناول ذلك في النقاط التالية:

١ـ إدارة الربح ـ مفاهيم مختلفة ـ:

ميزت دراسة (Ronen and Yaari, 2008) بين وجهات نظر مختلفة، أولها: الإدارة المفيدة للتقارير المالية، وأطلقت عليها "إدارة الأرباح البيضاء"، ثانيها: الإدارة غير المفيدة للتقارير المالية وهي "إدارة الأرباح السوداء" وهي بمثابة تحريف صريح للتقارير المالية، ثالثها: إدارة الأرباح الرمادية وهي تجمع ما بين وجهتي النظر الأولى والثانية وهي إما أن تكون انتهازية أو معلوماتية؛ ويوضح الجدول التالي بعض مفاهيم إدارة الربح من وجهتين:

جدول(٢) مفاهيم إدارة الربح

منظور انتهازي		
المفهوم	**محور الاهتمام**	**المصدر**
تلاعب الإدارة بالأداء المالي للشركة لتحقيق بعض الأهداف الخاصة، وتضليل أصحاب المصالح، سواء كان ذلك عن طريق إدارة الاستحقاقات، أو إدارة الأرباح الحقيقية، والتي يكون لها تأثير سلبي على الأداء المستقبلي للشركة.	التلاعب بالأداء المالي للشركة بالاستحقاقات أو الأنشطة الحقيقية	Widuri and Sutanto, 2019
مجموعة من الأنشطة والإجراءات المتخذة من إدارة الشركة، والتي تتم من خلال استغلال المرونة المحاسبية عن طريق التلاعب بالاستحقاقات أو الأنشطة الحقيقية للشركة بهدف تعظيم فوائد الإدارة.	استغلال المرونة المحاسبية لتحقيق مصالح الإدارة	التميمي والساعدي، ٢٠١٥
قيام الإدارة بممارسة بعض السلوكيات التي يكون لها تأثير سلبي على مصالح الملاك، وان كان يحقق مصلحة الإدارة في الأجل القصير، إلا أنه يتعارض مع مصلحة الشركة في الأجل الطويل.	تحقيق مصالح الإدارة في الأجل القصير	عيسى، ٢٠٠٨
إجراءات معقولة ومقبولة من الناحية القانونية بهدف تحقيق الثبات النسبي للأرباح مما يجعلها قابلة للتنبؤ	تحقيق الثبات النسبي للأرباح من خلال إجراءات معقولة	Mckee, 2005
تدخل إدارة الشركة في الحفاظ على مستوى ربح يتمتع بدرجة من الثبات وحرية اختيار السياسات المحاسبية بهدف الحد من تقلبات الارباح وذلك من خلال اختيار الطرق المحاسبية المناسبة للتأثير على مستوى الارباح المُفصح عنها وعادة ما يتم ذلك لتحقيق الاغراض التعاقدية للمنشأة.	تحقيق ثبات نسبي بالأرباح لتحقيق الأهداف التعاقدية للشركة.	جنيدي، ٢٠٠٤
التلاعب بالأرباح لتحقيق هدف محدد مسبقاً من الإدارة وكذلك لمقابلة توقعات المحللين.	تحقيق أهداف الإدارة وتوقعات المحللين	Mulford and Comiskey, 2002
منظور معلوماتي		
وسيلة للإفصاح عن المعلومات المحاسبية وتحسين جودتها، مما يؤدي إلى نظرة أفضل لأداء الشركة مما يجعلها مفيدة المستخدمين في اتخاذ القرارات.	وسيلة للإفصاح	(Arya *et al.*, 2003)
اعتبار التقديرات الإدارية وسيلة للمديرين للكشف عن توقعاتهم الخاصة للمستثمرين		(Beneish, 2001)
الاستفادة من المرونة المحاسبية واختيار الطرق المحاسبية المناسبة لتحقيق أداء مالي مستقر، والمساهمة في التنبؤ بالربح والأداء في المستقبل.	وسيلة لتحسين جودة التنبؤات	(Ronen and Yaari, 2008: Parfet, 2000)

من التعريفات السابقة يتضح للباحِثَيْنِ أن إدارة الأرباح تمثل "مجموعة من الممارسات الإدارية المتباينة وفقًا لمرونة المعايير المحاسبية؛ إما لتحقيق مصالحها الخاصة دون المساهمين نتيجة للتعارض في الأهداف بين أصحاب المصالح، وإما لتحقيق مصالح المساهمين لتكون تلك الممارسات إشارة لسوق الأوراق المالية عن بعض المعلومات الداخلية"...ليعني ذلك أن:

- لم تستقر الأدبيات المحاسبية على تحديد اتجاه معين لممارسات إدارة الربح؛ فهي ليست انتهازية في كل ممارساتها، وهو ما يتفق مع قطاع عريض من الأدبيات المحاسبية التي تمت في هذا الشأن (Badertscher *et al*., 2012;Ronen and Yaari, 2008: Noronha *et al*., 2008; Demski *et al*., 2004; Parfet, 2000) من أن تلك الممارسات الفعلية قد تُصَنَّف لأحد تصنيفين:
  - أولهما: التصنيف الانتهازي...وتُستخدم فيه الإدارة بعض الحيل من أجل تحريف الواقع الاقتصادي للشركة وتضليل بعض المشاركين في السوق لتحقيق بعض الأغراض الخاصة.
  - ثانيهما: التصنيف الجيد... وفيه تسعى الإدارة للاستفادة من المرونة المحاسبية في اختيار الطرق المحاسبية المناسبة للإبلاغ عن بعض توقعاتهم الخاصة بهدف تحقيق أداء مالي مستقر، والمساهمة في التنبؤ بالربح والأداء في المستقبل.
- في ضوء النقطة السابقة، فإن التأثيرات المختلفة لممارسات إدارة الربح تتوقف على طبيعة تلك الممارسات، وهو ما يعني ضرورة البحث عن المتغيرات التي يمكن أن تتحكم في طبيعة تلك الممارسات، ليكون التساؤلين التاليين محلاً للنقاش في النقطة التالية:

كيف يتباين تأثير ممارسات إدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي ما بين التأثير الموجب والسالب؟...تساؤل أول؛

كيف يمكن إجرائيًا الحكم على المنظورين المختلفين لممارسات إدارة الربح في تأثيرهما على عدم التماثل المعلوماتي؟... تساؤل آخر.

٢- إدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي - تأثير أساسي أم مُنْظَم؟ -

يمكن لممارسات إدارة الربح أن تؤثر على مستوى عدم التماثل المعلوماتي في اتجاهين، ويمكن للباحِثَيْنِ تبرير كل اتجاه كما يلي:

- أولهما: المنظور الكفء لإدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي:

من خلال هذا المنظور، فإن ممارسات إدارة الربح تُحِد - نظريًا طبعًا - من مستوى عدم التماثل المعلوماتي؛ فقد تسعى الشركة من خلال مرونة الاختيار بين البدائل المحاسبية إلى الكشف والإبلاغ عن بعض المعلومات الخاصة لسوق الأوراق المالية، وهو ما يجعل إدارة الربح بهذا الشكل مفيدة لحملة الأسهم، ليُحِد ذلك في النهاية من التباين المعلوماتي؛ هو ما أوضحته دراسة (Demski *et al*., 2004) في بحثهم ***"Efficient Manipulation in a Repeated Setting"*** والتي أشارت إلى أن الشركة يمكن أن تستفيد من تلك الممارسات لتحسين الأداء الحقيقي للمؤسسة، بدلا من تحقيق مصالحهم الخاصة؛ وهو ما أشارت معه دراسة (Badertscher *et al*., 2012) إلى أن تلك الممارسات قد تكون بقصد توفير معلومات عن الفرص المستقبلية

للشركة من خلال مساعدة مستخدمي القوائم المالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية؛ بل وقد تؤثر إيجابيًا في جوة الأرباح مما يجعلها مفيدة للمستخدمين عند اتخاذ القرارات (Arya *et al.*, 2003) بل وتحسن من القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية حسبما أشارت دراسة (Li *et al.*, 2011).

وقد تساءلت دراسة (Jiraporn *et al.*, 2008) عما إذا كانت إدارة الربح انتهازية أم معلوماتية في بحثهم *"Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial?"* وأشارت إلى أن تلك الممارسات قد تكون وسيلة فعالة في الإبلاغ عن أداء الشركة؛ إلى الدرجة التي يمكن أن يستخدم فيها المديرون تلك الاستحقاقات الاختيارية كإشارة مؤَثِرة لمشاركي السوق ببعض المعلومات الخاصة حسبما أشارت دراسة (Louis and Robinson, 2005)؛ كأن تعمل إدارة الشركة على تغيير في التقدير المحاسبي للعمر الافتراضي لبعض الأصول، رغبةً منها في تمكين السوق من حقيقية وضع الأصول لديها، من حيث درجة تقادمها أو زيادة مقدرتها الإنتاجية (سمعان، ٢٠١٨)؛ وبالتالي تكون التقديرات المحاسبية أداة للمديرين للكشف عن التوقعات الخاصة (Beneish, 2001).

في هذا الصدد يشير الباحثان، إلى أنه إذا ـ وفقط إذا ـ كانت الأرباح مُدارة بقصد معلوماتي ـ لتعظيم ثروة الملاك ـ، فإن ذلك من شأنه ان يحقق الموثوقية من جانب السوق تجاه شركاتهم؛ ومن ثم زيادة المحتوى المعلوماتي للتقارير المنشورة، وبالتالي ستتفاعل السوق بشكل إيجابي معها، وهو ما يعني انخفاض عدم التماثل المعلوماتي مع تلك الممارسات؛ وهو ما زادت معه العوائد السوقية مع تلك الممارسات حسبما أشارت دراسة (Subramanyam, 1996)؛ وإمبريقيًا أشار (Khan, 2013) لنقص عدم التماثل المعلوماتي في الشركات التي تُدير الأرباح؛ وإنْ كان (Arar *et al.*, 2018) نفى وجود العلاقة بينهما.

- **ثانيهما: المنظور غير الكفء لإدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي:**

من خلال هذا المنظور، فإن ممارسات إدارة الربح قد تُزِيد من مستوى عدم التماثل المعلوماتي، ويمكن إرجاع ذلك لسببين:

- أولهما: الممارسات الفعلية لإدارة الربح تعني أن إدارة الشركة على علم ببعض الأنباء ـ طبعًا غير المعلن عنها ـ والتي استغلتها في تلك الممارسات، وهو ما يعني بالتبعية زيادة درجة عدم تماثل معلومات بين الداخليين والخارجيين.
- ثانيهما: تؤثر تلك الممارسات في درجة ثقة مشاركي السوق في المعلومات المحاسبية، وبالتالي احتمالية لجوؤهم (الابتعاد عن) لمصادر بديلة حال زيادة (انخفاض) تلك الممارسات وهو ما يعني انخفاض (زيادة) درجة الاعتماد على التقارير المالية المنشورة ومن ثم زياد (تخفيض) درجة عدم التماثل المعلوماتي.

وإمبريقيًا فقد أيدت نتائج العديد من الأدبيات إلى زيادة عدم التماثل المعلوماتي في الشركات التي تدير الربح (Melinda and Barokah, 2019; Salimi and Naslmosavi, 2015; Cormier *et al.*, 2013; Bhattacharya *et al.*, 2008)؛ وفي هذا الصدد فسَّر (Desai *et al.*, 2004) إدارة

الأرباح هنا باعتبارها التلاعب المالي الضار للمساهمين والمفيد للمديرين؛ وهو ما يؤدي الى انحراف الشركة عن المستوي المثالي للاستثمار حسبما أشارت دراسات (Linhares *et al.*, 2018; Elaoud and Jarboui, 2017)

في ضوء المنظورين السابقين، يشير الباحثان إلى أن التساؤل الأحرى بالتحليل والدراسة ليس عن علاقة إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي؛ بقد ما هو البحث عن ماهية المتغيرات الحاكمة والمُنَظِمة[٨] التي قد يكون لها أثرٌ ما على طبيعة تلك العلاقة، والتي تكون بشكل أو بآخر مُوَجِهة ومُحَدِدَة لنوع إدارة الربح ـ انتهازية كانت أو معلوماتية ـ ليؤدي ذلك في النهاية إلى زيادة ـ طبعًا أو تقليل ـ عدم التماثل المعلوماتي حسب نوع ممارسات إدارة الربح؛ وهو ما أكدت عليه دراسة (Cormier *et al.*, 2013) إلى أن تلك العلاقة ـ إدارة الربح بعدم التماثل ـ ليست ذات دلالة في كل الأحوال، بل قد تَضْعُف في ظل صعوبة تقييم المستثمرين لإدارة الأرباح في ظل تدني البيئة المعلوماتية؛ وأن إدارة الربح قد تُزيد ـ أو تقلل ـ من عدم يقين المستثمرين بشأن توزيع التدفقات النقدية المستقبلية حسبما أشارت دراسة (Abad *et al.*, 2018)؛ وهو ما أوصت معه دراسة (Cormier *et al.*, 2012) بضرورة دراسة تأثير المتغيرات الرقابية كمتغير منظم لتلك العلاقة، وهو ما يعطي التساؤل السابق ـ الثاني تحديدًا ـ أهمية خاصة.

في هذا السياق، ولطالما كانت احتمالية ممارسات إدارة الربح معلوماتية لدى البعض، ولطالما كانت عملية البحث عن بعض المتغيرات الرقابية والمنظمة للعلاقة محل الاهتمام من لوازم الأمور حسبما أشارت نتائج الأدبيات في هذا الشأن، وفي ضوء الأدوار الرقابية المستحدثة للمحللين الماليين في العديد من الأسواق، فإن البحث الحالي يقدم متغير "تغطية المحللين" كأحد المتغيرات المنظمة والموَجِهَة ـ بشكل محتمل ـ لممارسات إدارة الربح، والتي من شأنها أن تؤثر على علاقة تلك الممارسات بعدم التماثل المعلوماتي؛ ليكون التساؤل التالي محلا للنقاش في النقطة التالية:

فكيف يمكن لتغطية المحللين الماليين أن تؤثر ـ طبعًا نظريًا ـ على علاقة إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات؟

٣ـ الدور المنظم لتغطية المحللين الماليين لعلاقة إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي:

تعتبر القرارات والتوصيات الخاصة بالمحللين الماليين من المتغيرات الحاكمة لردود أفعال الأسواق المالية، لتأثيراتها المختلفة على دقة قرارات المستثمرين، مما يعزز من كفاءة السوق المالية (Krische and Lee, 2000)؛ وقد أيدت العديد من الأدبيات حدوث ردود أفعال سوقية من تغيرات في أسعار وعوائد الأسهم وأحجام التداول لقرارات المحللين الماليين (Murg *et al.*, 2016; Suliga, 2016; Schmid and Zimmerman, 2003; Barber *et al.*, 2001)؛ وعلى الرغم من دور الوساطة للمحللين الماليين في الأسواق المالية، إلا أن الدور الرقابي لهم أصبح من الأمور المستحدثة في العديد من الأدبيات المحاسبية (Attah-Gyamfi, 2020; Shi *et al.*, 2017; Irani and Oesch, 2016; Marhfor *et al.*, 2015; Nouri and Abaoub, 2015; Degeorge *et al.*, 2013; Sun and Liu, 2011)، وذلك لتواتر تتابعهم للصناعة والشركات مَحَل المُتَابَعَة، وعمق معرفتهم بالسوق، وقيامهم بعملية التحليل المحاسبي كمرحلة مسبقة للتحليل المالي للتقارير المالية للشركات، ومن ثم التأثير على اختيار الإدارة للسياسات المحاسبية.

٨- راجع قائمة الاختصارات والتعريفات.

وجدير بالذكر أن العديد من الأدبيات دللت على تأثيرات تغطية المحللين الماليين، فقد أشارت دراسة (Chen *et al.*, 2016) في بحثهم *"Does the External Monitoring Effect of Financial Analysts Deter Corporate Fraud in China?"* إلى دور التغطية في الحد من حالات الغش والتزوير المحتملة في التقارير المالية، بل والكشف عنها، ودورها الفعال في الإشارة إلى المستثمرين عن أنواع الاحتيال المختلفة؛ وهو ما أكدت عليه دراسات (Dyck *et al.*, 2010; Cotter and Young, 2007)؛ وقد توصلت دراسة (Kim *et al.*, 2019) إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم مع زيادة تغطية المحللين الماليين؛ كما تتأثر قرارات الإدارة في توقيت الاعتراف بالخسائر مقارنة الأرباح بتغطية المحللين الماليين حسبما أشارت دراسات (Marhfor *et al.*, 2015; Sun and Liu,2011).

وقد بحثت دراسة (Attah-Gyamfi, 2020) في تأثير تغطية المحللين على السلوك الإداري لإدارة الأرباح لتلبية تقديرات المحللين أو تجاوزها، وتوصلت إلى أن المديرين حساسون لمستوى تغطية المحللين، مما يحسن من جودة بيئة المعلومات ويضبط السلوك الإداري، وأن تغطية المحللين يمكن أن تكون بمثابة مراقب مفيد لخيارات إعداد التقارير للمديرين؛ وجدير بالذكر أن دور التغطية في الحد من ممارسات إدارة الربح يمثل أحد الفرضيات البحثية الهامة التي أيدتها العديد من الدراسات، فقد انخفضت الاستحقاقات الاختيارية في دراسات (Jin *et al.*, 2021; Nouri and Abaoub, 2015; Degeorge *et al.*, 2013)؛ وانخفضت الممارسات الحقيقية لإدارة الأرباح الحقيقية في دراسات (Sun and Liu, 2016; Irani and Oesch, 2016).

في هذا السياق، وكما يتضح من شكل رقم(٢)، يرى الباحثان أن تغطية المحللين الماليين يمكن أن تكون متغيرًا منظمًا للعلاقة محل الاهتمام- إدارة الربح بعدم التماثل- لسببين:

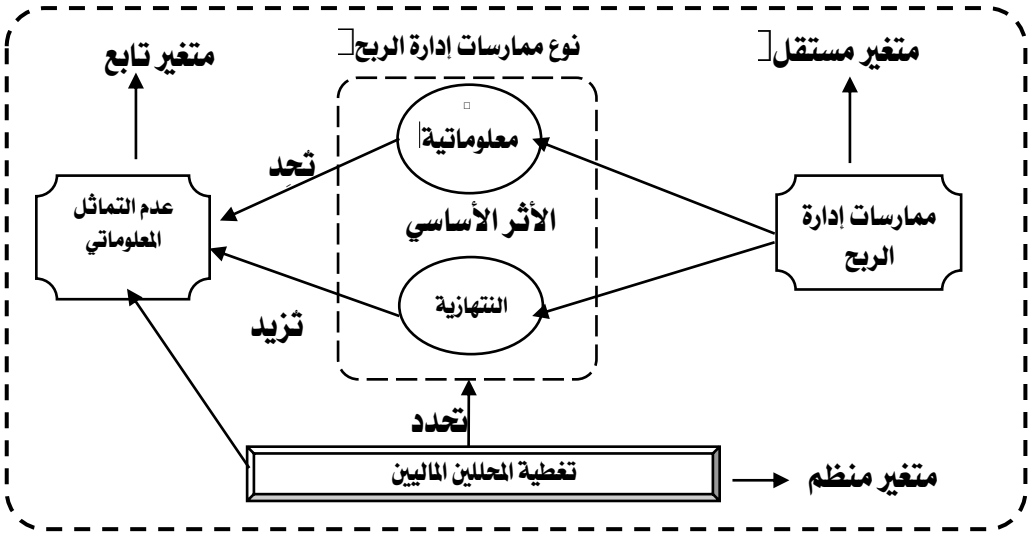
- أولهما: مَقْدِرَة متغير التغطية - وفقًا لدورها الرقابي طبعًا - على التحكم في طبيعة ممارسات إدارة الربح - انتهازية أو معلوماتية -، ليعني ذلك احتمالية انخفاض الجانب الانتهازي في تلك الممارسات، وإضفاء المعلوماتية عليها مع زيادة التغطية، وهوما قد ينعكس على عدم التماثل المعلوماتي بالسلب أو الإيجاب وفقًا لنوع تلك الممارسات، ويمكن إرجاع ذلك للنقاط التالية:
  - عمق مرحلة التحليل المحاسبي كأحد المراحل السابقة للتحليل المالي، والتي تمتد لدراسة الأوضاع المستقبلية للشركة والعوامل المؤثرة عليها، وتحليل لأوضاع المنافسين، والحالة الاقتصادية، والتصرفات الحكومية، وغيرها؛ ليساهم ذلك في إضفاء المعلوماتية على الممارسات الإدارية والحد من انتهازيتها.
  - في ضوء النقطة السابقة، فإن المحللين الماليين لديهم المَقْدِرَة على اكتشاف طبيعة العديد من الممارسات المختلفة، وما إذا كانت مُتَعَمَدة والتي تؤدي إلى تحريف في التقارير المالية، أو غير مُتَعَمَدة كالناتجة عن الأخطاء حسبما أشارت دراسة (Ye and Yu, 2017)، مما يُحِد من احتمالية وجود ممارسات سيئة للمديرين التنفيذيين.
  - يسعى المحللون الماليون دائمًا لمواكبة التغيرات والتطورات البيئية للشركات بشكل أكثر من غيرهم من المستخدمين للمعلومات المحاسبية (Piotroski and Roulstone, 2004)؛ وهو ما يُزِيد من عمق تفاعلهم مع الإدارة (Marhfor *et al.*, 2015) وبالتالي فعالية فحص التقارير المالية ومراقبة أداء الإدارة، ليقلل ذلك من الدوافع الإدارية الانتهازية (Knyazeva, 2007).

- في ضوء النقطتين السابقتين، يُجِد المحللون المديرين من تنفيذ الأنشطة غير المضيفة للقيمة، لخبرتهم ومهاراتهم في التعامل مع الشركات التي يتابعونها (Doukas *et al.*, 2004)؛ مما يُعزز من البيئة المعلوماتية للشركة (Attah-Gyamfi, 2020)؛ من خلال إصدار تقاريرهم.

- **ثانيهما:** تأثير التغطية بشكل مباشر على عدم التماثل المعلوماتي، وهو ما يظهر جليًا في تباين ردود الأفعال السوقية من حيث تحركاتها السعرية وعوائد أسهمها وزيادة في أحجام تداولها وفقًا لتباين التغطية في دراسات (Murg *et al.*, 2016; Jegadeesh and Kim, 2010; Doukas *et al.*, 2004).

ومن الناحية الإمبريقية، فقد برهنت العديد من الدراسات على صدق تفاعل - أي التأثير المنظم - متغير التغطية مع العديد من المتغيرات الأخرى؛ فقد توصلت دراسة (Insiawati *et al.*, 2018) إلى دلالة تأثيره على علاقة التحفظ المحاسبي بعدم تماثل المعلومات، من خلال دوره في إضفاء المزيد من المصداقية على البيانات، كما توصلت دراسة (Du and Osmonbekov, 2020) إلى دلالة تأثير مصروفات الإعلان على قيمة الشركة مع انخفاض تغطية المحللين الماليين، مما يعني دلالة تفاعل التغطية مع مصروفات الإعلان في التأثير على قيمة الشركة؛ وبالتطبيق على ٢١ دولة توصلت دراسة (Degeorge *et al.*, 2013) إلى أن تغطية المحللين الماليين تلعب دور منظم في علاقة إدارة الأرباح بالتنمية الاقتصادية.

فهل فعلا – إمبريقيا في سوق الأوراق المالية المصرية – يمكن أن تتحقق صحة المزاعم النظرية بتأثير تغطية المحللين الماليين على علاقة ممارسات إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات ؟.. هو ما سيختبره الباحثان في القسم التالي.



شكل (٢): تغطية المحللين وتحديد نوع ممارسات إدارة الربح

المصدر: الباحثان

القسم الثاني:

الدراسة الإمبريقية

اولاً: منهجية البحث:

١ـ دراسات سابقة واشتقاق فرضيتا البحث:

- **تأصيل الفرضية الأولى: (أثر أساسي: ممارسات إدارة الربح ← عدم التماثل المعلوماتي):**

اختبرت دراسة (Abad *et al.*, 2018) علاقة إدارة الأرباح الحقيقية بعدم تماثل المعلومات؛ واعتمدت على المنهج الإمبريقي في سوق الأوراق المالية الإسباني خلال الفترة من ٢٠٠١ حتى ٢٠٠٨، كما تناولت تأثير مدى الالتزام المعايير الدولية عند اعداد التقرير على عدم تماثل المعلومات؛ وتوصلت إلى أن ممارسات إدارة الربح المرتبطة بالتلاعب في المبيعات وتكاليف الإنتاج تُزيد من عدم التماثل المعلوماتي، وأن الالتزام بالمعايير الدولية عند إعداد التقارير المالية يقلل من درجة عدم التماثل المعلوماتي.

وعلى عينة من ١٢٣ شركة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة اندونيسيا خلال الفترة من ٢٠٠٧ ـ ٢٠١٢، ومن خلال الاعتماد عدم التماثل كمتغير وسيط مقيسًا بمدى السعر، فقد هدفت دراسة (Melinda and Barokah, 2019) لاختبار تأثير جودة الأرباح ـ مقاسة بجودة الاستحقاقات ـ على تكلفة حقوق الملكية، من خلال الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات، وتوصلت إلى أن هناك تأثيرًا سلبيًا لجودة الأرباح على عدم تماثل المعلومات؛ وعدم وجود تأثير للارتباط بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة حقوق الملكية؛ وفي ذات الاتجاه ـ الاعتماد على الدور الوسيط لعدم التماثل ـ هدفت دراسة (Machdar *et al.*, 2017) لاختبار أثر إدارة الأرباح والتحفظ المحاسبي على أداء الشركات، من خلال الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات، بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق سنغافورة واندونيسيا في الفترة من ٢٠٠٤ حتى ٢٠١٣، وتوصلت إلى أن عدم تماثل المعلومات يُضْعِف من تأثير جودة الأرباح والتحفظ على أداء الشركة، ولكنه يُعزز من تأثير إدارة الأرباح الحقيقية على أداء الشركة.

كما توصلت دراسة (Salimi and Naslmosavi, 2015) لعلاقة سلبية بين إدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي مقيسًا بمدى السعر على ٣١٢ شركة في بورصة طهران في الفترة ٢٠٠٨- ٢٠١٢؛ وفي نفس الاتجاه، وبالاعتماد على بيانات عام ١٩٩٨ ـ ٢٠٠٥ باستثناء عام ٢٠٠١ في بورصة نيويورك، اختبرت دراسة (Bhattacharya *et al.*, 2008) علاقة جودة الأرباح ـ مقيسًا بجودة الاستحقاقات ـ بعدم تماثل المعلومات، ومدى انعكاس ذلك على مشكلة الاختيار العكسي وسيولة الأسهم، وتم قياس عدم تماثل المعلومات من خلال مدى السعر وبالتطبيق على نافذة ثلاثة أيام قبل وبعد النشر، ومرة أخرى من خلال التطبيق على نافذة ١٠ أيام قبل وبعد النشر؛ وتوصلت إلى أن علاقة بينهما سلبية، حيث انخفاض جودة الأرباح يُزيد من عدم تماثل المعلومات ومن مشكلة الاختيار العكسي ويقلل من سيولة الأسهم.

وبالاعتماد على عينة من ١٣٦ شركة كندية لعام ٢٠٠٥، توصلت دراسة (Cormier *et al.*, 2012) لتأثير جودة الأرباح ـ مقاسة بالاستحقاقات الاختيارية ـ على عدم تماثل المعلومات ـ مقاسة بتقلبات أسعار الأسهم وحجم التداول وتغطية المحللين الماليين ـ، إلا أن تلك العلاقة تصبح أقوى في ظل ادخال الإفصاح الاختياري الإلكتروني كمتغير منظم للعلاقة.

وفي السوق المصرية، وبالاعتماد على ٤٧ شركة في عام ٢٠١٤، هدفت دراسة (جمعة، ٢٠١٧) لاختبار دور جودة الأرباح المحاسبية ـ مقاسة نموذج جونز المعدل ـ في الحد من عدم تماثل المعلومات ـ مقاسة بمدى السعر ـ وأثرها على تكلفة رأس المال ـ مقاسة بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ـ، وتوصلت إلى أن الأرباح ذات الجودة المرتفعة تؤدي الى تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال زيادة الثقة للمستثمرين وتقليل الحافز للبحث عن معلومات خاصة؛ وفي ذات السوق، ومن خلال تحليل مجموعة من الآراء، هدفت دراسة (عوض، ٢٠١١) لاختبار العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية وتكلفة رأس المال وذلك من خلال الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات؛ وذلك بالاعتماد على عينة من ٢٣ من المستثمرين، و ٢٢ من معدي القوائم والتقارير المالية، وكذلك ٤٤ من المحللين الماليين، وتوصلت إلى تأثير لجودة الأرباح المحاسبية على تكلفة رأس المال من خلال تخفيضها لعدم تماثل المعلومات.

وبمنهج مختلف، وفي ذات السوق من خلال تحليل المسار على عينة من ٤٢ شركة ، هدفت دراسة (عفيفي، ٢٠١٤) لاختبار مدى دلالة العلاقة المباشرة بين إدارة الأرباح ـ مقاسة بنموذجي جونز وجونز المعدل ـ وعدم تماثل المعلومات ـ مقاسة بهامش العرض والطلب وحجم التعاملات ـ، وكذلك العلاقة غير المباشرة من خلال الدور الوسيط للإفصاح الاختياري؛ وتوصلت إلى أن هناك تأثير موجب ودال في الاختبار المباشر في حالة استخدام هامش العرض والطلب، بينما في الاختبار غير المباشر كان التأثير غير دال، ومع استخدام حجم التعامل كان التأثيران ـ المباشر وغير المباشر ـ غير داليْن.

وعلى النقيض مما سبق، وبالاعتماد على عينة من ١٣٧ شركة، اختبرت دراسة (Cormier *et al.*, 2013) أثر إدارة الأرباح ـ مقاسة بجودة الاستحقاقات ـ على عدم تماثل المعلومات ـ مقاسة بتقلبات الأسعار ومدى السعر ـ؛ وتوصلت إلى أن المستثمرين يجدون صعوبة في اكتشاف إدارة الأرباح، وأن علاقة إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات علاقة ضعيفة، بينما تتغير تلك العلاقة في حالة الشركات التي تنفق على البحوث والتطوير وكذلك عند زيادة الالتزام بقواعد الحوكمة؛ كما توصلت دراسة (Khan, 2013) إلى أن أسهم الشركات التي تتلاعب بالأرباح أكثر سيولة، وبالتالي أقل في عدم التماثل، وذلك على ٧٢ شركة من الشركات المُدرجة في سوق الاوراق المالية الكويتي في الفترة ٢٠٠٥ ـ ٢٠٠٩.

بالاعتماد علي ما تم عرضه آنفا، يمكن صياغة فرضية البحث الأولى كما يلي:

> **ف١: "هناك علاقة بين ممارسات إدارة الربح ومستوى عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية".**

- **تقييم ما تم عرضه من دراسات سابقة:**

في ضوء نتائج الدراسات السابقة، يخلص الباحثان لما يلي:

- **ندرة اهتمام الدراسات العربية بوجه عام والمصرية بوجه خاص بالتساؤل البحثي الحالي، فأغلب الدراسات السابقة تمت في بيئات أجنبية، إضافة إلى أن تلك التي تمت في البيئة المصرية كانت تختبر الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات ما بين إدارة الأرباح ومتغيرات أخرى كتكلفة رأس المال.**
- **عدم استقرار الدراسات السابقة حول علاقة ممارسات إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يعني أن هذه العلاقة مرهونة بمتغيرات أخري قد تكون مُحَدِدَة لتلك العلاقة، وهو ما يعمل البحثان علي اكتشافه.**

- **في ضوء النقطة السابقة، يُقدم البحث الحالي "تغطية المحللين الماليين" كأحد المتغيرات المحتمل لها أن تؤثر على نوع ممارسات إدارة الربح، وبالتالي احتمالية تنظيمها لعلاقة ممارسات إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي، ولعل هذا ما يضيفه البحث الحالي.**

في ضوء التقييم السابق، يتسنى للباحثين تأصيل الفرضية الأخرى للبحث كما يلي:

- **تأصيل الفرضية الثانية: الأثر التفاعلي لتغطية المحللين الماليين وممارسات إدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي:**
  (التغطية × إدارة الربح) ← عدم التماثل المعلوماتي

في إطار العلاقة التفاعلية بين التغطية وممارسات إدارة الربح وتأثيرها على عدم التماثل المعلوماتي، فلم يتوصل الباحثان ـ علي حد علمهما ـ لأي دراسة لهذا الربط، وهو ما سيكون محل اختبار في البحث الحالي، بينما توصلا لصدق تفاعل المتغيرين "التغطية وإدارة الربح" في التأثير على متغيرات أخرى.

وكتأصيل للفرضية البحثية، يمكن استعراض الدراسات في اتجاهين، *أولهما*: أوصت نتائجها نتيجة مُفادها بتوقف علاقة إدارة الأرباح بعدم تماثل المعلومات على بعض العوامل والمتغيرات الأخرى، كدراسة (Cormier *et al.*, 2012) والتي أوصت بدراسة الدور الرقابي لبعض المتغيرات على تلك العلاقة؛ ودراسة (عفيفي، ٢٠١٤) والتي اختبرت الإفصاح الاختياري كمتغير وسيط للعلاقة محل الاهتمام؛ *ثانيهما*: اختبر الدور المنظم للتغطية على علاقة ممارسات إدارة الربح ببعض المتغيرات الأخرى؛ فقد توصلت دراسة (Du and Osmonbekov, 2020) إلى دلالة زيادة قوة التأثير المباشر لمصروفات لإعلان على قيمة الشركة التي ينخفض فيها تغطية المحللين الماليين، ليعني ذلك التأثير المنظم للتغطية على تلك العلاقة؛ كما توصلت دراسة (Insiawati *et al.*, 2018) لدلالة تأثير التغطية على علاقة التحفظ المحاسبي بعدم تماثل المعلومات، وذلك لأنها تؤدي إلى المزيد من المصداقية على التقارير المالية؛ كما أشارت دراسة (Degeorge *et al.*, 2013) إلى أن تغطية المحللين الماليين تلعب دور منظم في علاقة إدارة الأرباح بالتنمية الاقتصادية وذلك من خلال دراسة دولية تمت على ٢١ دولة؛ وفي السوق المصرية اختبرت دراسة (سمعان، ٢٠٢٠) التأثر المنظم للتغطية على علاقة الثقة الإدارية الزائدة بتعديلات القوائم المالية وإنْ كان توصلت لعدم لالة التأثير.

بالاعتماد علي ما تم عرضه آنفا، يمكن صياغة فرضية البحث الأولى كما يلي:

> **ف٢: " تؤثر تغطية المحللين الماليين على علاقة ممارسات إدارة الربح بمستوى عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية ".**

٢ـ النماذج المبدئية للبحث:

يعتمد البحث على متغيري "حجم التداول ومدى السعر" كمقياسين إجرائيين للاستدلال على عدم التماثل المعلوماتي، كما تم تأصيلهما مسبقًا، وذلك بثلاثة قياسات مختلفة حسبما أوضحت دراسة (سمعان، ٢٠١٨):

- **الأول: في تاريخ نشر التقارير المالية.**
- **الثاني: نافذة ثلاثة أيام، لِتُمَثِل التغير في اليوم التالي لنشر التقارير عن سابقه.**
- **الثالث: نافذة إحدى عشر يوماً، لتُمثل التغير في المتوسط الحسابي للخمسة أيام التالية لنشر التقارير عن سابقتها.**

في ضوء تلك القياسات يتسنى للباحثين توضيح النماذج المختلفة للبحث بالجدول التالي:

جدول (٣) النماذج المبدئية للبحث

صيغة نماذج البحث		
القياس	صيغة النماذج	المصدر
رئيسي	$INAS_{it} = \beta_0+\beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	الباحثان
يوم النشر	$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	
	$BA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	
نافذة ٣ أيام	$\Delta TV\ 3_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	
	$\Delta BA\ 3_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	
نافذة ١١ يوم	$\Delta TV\ 11_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	
	$\Delta BA\ 11_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	

التعريف الإجرائي للمتغيرات					
نوع المتغير		القياس			المرجع
التابع					
عدم التماثل	حجم التداول	يوم النشر	نافذة ٣ أيام	نافذة ١١ يوم	سمعان، ٢٠١٨
	مدى السعر	قياس المتغير في تاريخ نشر التقارير المالية	التغير في اليوم التالي لنشر التقارير عن سابقه	التغير في المتوسط الحسابي للخمسة أيام التالية لنشر التقارير عن سابقتها	
ممارسات إدارة الربح (EM)	المستقل				
	نموذج Jones	$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = B_1(\frac{1}{TA_{i,t-1}}) + B_2(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}}) + B_3(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}}) + \varepsilon_{i,t}$			عفيفي، ٢٠١٤ Yu *et al.*, 2020; Dechow *et al.*, 1995
	تطبيقه	• أولا: تقدير إجمالي الاستحقاقات = صافي الدخل قبل البنود غير العادية– التدفقات النقدية التشغيلية. • ثانيا: تقدير الاستحقاقات الاختيارية عن طريق طرح الاستحقاقات غير الاختيارية من إجمالي الاستحقاقات، وتكون قيمة الاستحقاقات الاختيارية ($DAC_{i,t}$) عبارة عن الباقى إحصائيا من تقدير النموذج، وتم قسمة جميع المتغيرات على إجمالي أصول الشركة في الفترة السابقة لإلغاء أثر الفروق في أحجام الشركات.			
المنظم					Irani and Oesch, 2016
تغطية المحللين		عدد المحللين الماليين المتابعين للشركة			

ضابطة						
المتغير	SIZE	LEV	ROA	EBS	BV	سمعان، ٢٠١٨
القياس	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام	إجمالي الالتزامات/ إجمالي الأصول	صافي الربح / متوسط إجمالي الأصول	صافي الربح/المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية	قيمة حقوق الملكية للسهم	

تحليل النماذج	كما سيتضح بالتحليلات الإحصائية اللاحقة، فإن المعامل (β_3) هو المعامل المعني بتحديد الأثر المنظم لتغطية المحللين الماليين على علاقة إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي، ليعني ذلك أحد أمرين: • أولهما: معنوية المعامل (β_3): وهنا تكون التغطية لها تأثير على العلاقة محل الاهتمام. • ثانيهما: عدم معنوية المعامل (β_3): وهنا يتم تفسير المتغيرين المتفاعلين (تحديدًا: إدارة الربح، والتغطية) في تأثيرهما ـ كل على حدة طبعًا ـ على عدم التماثل المعلوماتي. ويمكن لإشارة المعامل أن توضح دور المتغير في زيادة أو نقصان عدم التماثل المعلوماتي من خلال تأثيرها على أحجام التداول ومدى السعر.

التعريف بمتغيرات النماذج

الرمز	التعريف	الرمز	التعريف
$INAS_{it}$	عدم التماثل المعلوماتي للشركة I في الفترة T	TV_{it}	حجم التداول للشركة I في الفترة T
BA_{it}	مدى السعر للشركة I في الفترة T	EM_{it}	إدارة الربح للشركة I في الفترة T
$ANALCOV_{it}$	تغطية المحللين الماليين للشركة I في الفترة T	$EM_{it}*ANACO_{it}$	تفاعل إدارة الربح مع تغطية المحللين الماليين للشركة I في الفترة T
$TAC_{i,t}$	إجمالي الاستحقاقات للشركة I في الفترة t.	ΔREV_{it}	التغير في إيرادات الشركة I خلال الفترة t.
$\Delta REC_{i,t}$	التغير في المدينين الشركة I خلال الفترة t.	PPE_{it}	إجمالي الآلات والمعدات والتجهيزات للشركة I في الفترة t.
TA_{it-1}	إجمالي الأصول للشركة I في الفترة t-1	$Size_{it}$	حجم الشركة للشركة I في الفترة T
Lev_{it}	الرافعة المالية للشركة I في الفترة T	Roa_{it}	معدل العائد على الأصول للشركة I في الفترة T
EBS_{it}	ربحية السهم للشركة I في الفترة T	BV_{it}	القيمة الدفترية للشركة I في الفترة T
β	β_0: ثابت الانحدار؛ β_1: β_8 معاملات الارتباط	ε_1	الخطأ العشوائي (البواقي)

٣ـ مجتمع وعينة وفترة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، والتي تم اختيار عينة عشوائية من ٦٠ شركة مُمَثِلة لهذا المجتمع من الشركات المصرية، مُوَزَعة على قطاعات مختلفة ، باستثناء قطاعي البنوك والخدمات المالية لطبيعة أنشطتهما وتقاريرهما الخاصة، وذلك في الفترة ٢٠١٢ - ٢٠١٩، ليصبح عدد مشاهدات الاختبار ٤٨٠ مشاهدة.

٤ـ مصادر جمع البيانات:

اعتمد الباحثان على المصادر التالية في حصوله على البيانات المطلوبة:

- الموقع الإلكتروني للبورصة "*www.egx.com.eg*"؛ وموقع مباشر "*www.mubasher.Inf.com*"، للحصول على بعض التقارير المالية، وتقارير لجان مجلس الإدارة لشركات العينة.
- شركة مصر لنشر المعلومات للحصول على بعض محاضر اجتماع الجمعية العامة.
- برنامج "Meta Stock" للحصول على قيم أحجام التداول وأسعار الأسهم اليومية للعينة.

ثانياً: النتائج الإحصائية لاختبار فرضيات البحث:

استخدم الباحثان البرامج الإحصائية *(E–VIEWS,V.9; STATA, V. 14 SPSS, V.16)* والتي في ضوء مخرجاتها يتم عرض مجموعة من الإحصاءات الوصفية والتحليلية للمتغيرات محل الاهتمام، كما هو موضح في النقاط التالية:

أ- الإحصاءات الوصفية:

يمكن إظهار جزء من خصائص متغيرات البحث على مستوى العينة من خلال اعرض بعض الإحصاءات الوصفية كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول (٤) إحصاءات وصفية[٩]

مقاييس إحصائية / متغيرات الدراسة			نزعة مركزية	مقاييس تشتت					شكل توزيع	
			المتوسط	خطأ معياري للمتوسط	الانحراف المعياري	معامل الاختلاف	المدى		معامل الالتواء	معامل التفرطح
							أعلى	أدنى		
المتغيرات التابعة										
INAS	Trade Volume	TV_1	10.07303	.1286	2.79553	27.75269	18.49636	0	-0.34183	3.17728
		ΔTV_3	-95298.3	0.0006	1454529	-1526.29	2982493	-29357700	-17.6471	350.3358
		ΔTV_{11}	-12560.1	0.0003	698578	-5561.88	4981797	-8870536	-4.30126	68.4361
	Bid Ask	BA_1	2.540178	.66895	14.5334	572.1438	272.000	-0.450000	14.7251	257.783
		ΔBA_3	0.357036	.20417	4.43580	1242.397	80.89000	-17.05000	12.9947	234.859
		ΔBA_{11}	2.311391	2.6497	57.5678	2490.615	538.0000	-878.000	-3.89799	145.296
المتغير المستقل										
EM			0.066901	.00401	0.06713	100.342	0.585745	0.00124	2.626382	11.11934
المتغير المنظم										
ANALCOV			1.345339	.17348	3.76899	280.1521	33.000	0	4.407524	27.32702
المتغيرات الضابطة										
SIZE			20.0850	.06770	1.47095	7.323664	23.57193	12.28576	-0.18491	3.956853
EBS			6.51035	3.3085	71.8806	1104.097	1556.000	-19.66000	21.29375	459.4215
LEV			0.412114	.02607	0.56640	137.4389	7.615911	0.00453	8.336823	88.96953
ROA			0.06762	.00494	0.10741	158.8348	0.483698	-0.46000	0.23283	6.06069
BV			25.83379	2.0373	44.2616	171.3325	309.6898	-1.85210	4.06145	21.9018

وفي ضوء الجدول الموضح أعلاه، يلاحظ ما يلي:

- **تدني انحراف متوسط العينة عن متوسط مجتمعها، معبرًا عنها في الجدول السابق بالخطأ المعياري لمتوسطات القياسات الثلاثة لأحجام التداول ومدى السعر، ليُدِلَّ على دقة الوسط الحسابي كتقدير لوسط المجتمع.**
- **في ضوء مخرجات معدلات الاختلاف ــ أحد مقاييس التشتت النسبي لنقاط البيانات حول المتوسط ــ لمتغيرات البحث، يلاحظ تباينها بشكل كبير، وهو ما يعني وجود تباين كبير في قيم المتغيرات، وبالتالي زيادة دقة استخلاص النتائج.**

٩- تم عرض قيم أحجام الشركات وأحجام التداول يوم النشر (TV1) بعد أخذ الـ Ln لها.

- **عدم تحقق تماثلية توزيع المتغيرات، وذلك من واقع مخرجات مقياس معامل الالتواء، حيث ابتعاد قيم معاملاته لمتغيرات البحث عن الـ (صفر)؛ بالإضافة إلى ابتعاد قيم معدلات التفرطح عن القيمة (٣)، ليُدِلَّ ذلك على عدم اعتدالية التوزيع؛ وهو ما يحتاج معه الأمر إلى بعض المعالجات الإحصائية قبل إجراء اختبار الفرضيات لضمان جودة المخرجات الإحصائية، ومن ثم جودة تعميم النتائج؛ وهو ما سيعمل الباحثان على تحقيقه في الجزء التحليلي.**
- **تدني قيم متوسط أحجام تداول ومدى السعر ـ كمقياسين إجرائيين لعدم التماثل المعلوماتي ـ في الفترات البعدية لنافذتي القياس المُحَدَدَتَيْنِ في البحث (تحديدًا: الثلاثة أيام والإحدى عشر يومًا) عن متوسط الفترات القبلية لها؛ فقد تَدَنَّت قيم أحجام التداول في اليوم التالي للنشر عن سابقه بمقدار ٩٥٢٩٨ كما هو موضح من نافذة الثلاثة أيام "TV_3"، وتدنت أيضًا متوسطها في الخمسة أيام التالية للنشر عن سابقتها بمقدار ١٢٥٦٠ كما هو موضح من نافذة الإحدى عشر يومًا "TV_{11}"؛ وهو ما يعني تباين مستوى عدم التماثل المعلوماتي بعد نشر التقارير عن قبلها مقيسًا بحجم التداول؛ وهو ما تأكد أيضاً من زيادة مدى السعر في اليوم التالي للنشر عن سابقه بمقدار ٠.٣٦، وزيادة متوسط الخمسة أيام التالية للنشر عن سابقتها بمقدار ٢.٣؛ ليعني ذلك وجود تباين كبير أيضًا في عدم تماثل المعلومات مقيسًا بمدى السعر، وهو ما يعمل الباحثان على تِبْيَان مسبباته عند اختبار الفرضيات.**
- **وجود مدى واسع في تغطية المحللين الماليين لشركات العينة، حيث سجلت أعلى تغطية عدد ٣٣ محلل مالي، بينما كانت أدناها صفر، بانحراف معياري مقداره ٣.٧؛ ليعني ذلك عدم تغطية بعض شركات العينة نهائيًا من أي محلل مالي؛ كما بلغ متوسط تغطية المحللين الماليين لعينة البحث على مدى فترات الاختبار تغطية واحدة تقريبًا.**
- **بلغ قيمة متوسط جودة الاستحقاقات ـ مقاسة بالانحراف المعياري لبواقي نموذج (Jones) المعدل ـ (٠.٠٧)، بانحراف معياري (٠.٠٦)، مما يعني انخفاض الانحراف المعياري لتلك البواقي لشركات العينة، ومن ثم ارتفاع جودة الاستحقاقات، وارتباطها بالتدفقات النقدية؛ كما أن هناك تفاوت بين شركات العينة لها، حيث تبلغ أعلى قيمة (٠,٦)، وأقلها (٠.٠٠١).**

بـ مصفوفة الارتباطات الثنائية:

توضح مصفوفة الارتباط Correlation Matrix التالية معاملات بيرسون للارتباط الثنائية بين جميع متغيرات البحث، مع مستوى معنوياتها لعينة البحث في الفترة ٢٠١٢-٢٠١٩، من خلال مقياسي *"Winsorizing 5; Winsorizing 1"* والتي من خلالها تتضح المؤشرات المبدئية لنتائج البحث تحت كلا المقياسين، كما يلي:

جدول (٥) مصفوفة الارتباط

Winsorizing 5

Correlation	متغيرات تابعة				مستقل	تفاعلي	منظم	ضابطة					
	LNTV$_1$	TV$_3$	TV$_{11}$	BA$_1$	BA$_3$	BA$_{11}$	EM	AC*EM	ANA	BV	EPS	LEV	ROA	SIZE
LNTV$_1$	1													

TV$_3$	-0.18155	1												
	0.0001	-----												
TV$_{11}$	-0.01922	0.27963	1											
	0.677	0	-----											
BA$_1$	-0.1572	0.05893	-0.03405	1										
	0.0006	0.2012	0.4605	-----										
BA$_3$	0.03094	0.11608	0.083778	0.2189	1									
	0.5024	0.0116	0.069	0	-----									
BA$_{11}$	-0.0813	0.04688	0.031631	-0.04188	0.449083	1								
	0.0775	0.3094	0.493	0.364	0	-----								
EM	-0.0531	0.06701	-0.00781	0.042584	-0.06673	-0.0986	1							
	0.2493	0.1461	0.8657	0.3559	0.1478	0.0322	-----							
ANA	0.00367	0.0937	0.10302	-0.01363	-0.13114	-0.0257	-0.048	1						
	0.9365	0.0418	0.0252	0.7678	0.0043	0.577	0.288	-----						
ANC*EM	-0.0623	-0.0541	0.08023	0.059268	-0.11825	-0.0721	0.145	0.80155	1					
	0.176	0.2407	0.0817	0.1987	0.0101	0.1177	0.001	0	-----					
BV	-0.2682	-0.0373	-0.06789	0.174851	-0.1127	-0.0509	0.088	0.16189	0.201	1				
	0	0.4181	0.1408	0.0001	0.0143	0.2691	0.054	0.0004	0	-----				
EPS	-0.3578	0.04713	-0.02788	0.40235	0.087219	0.12895	0.029	0.14454	0.139	0.496	1			
	0	0.3069	0.5456	0	0.0583	0.005	0.526	0.0016	0.002	0	-----			
LEV	-0.1479	-0.0592	-0.04329	0.049811	-0.04405	0.08488	-0.013	-0.0036	0.074	0.266	0.135	1		
	0.0013	0.199	0.348	0.2802	0.3397	0.0654	0.7651	0.9369	0.107	0	-----	-----		
ROA	-0.2369	0.09608	-0.05183	0.203928	0.069431	0.03233	0.09495	0.12163	0.097	0.158	0.600	-0.24	1	
	0	0.0369	0.2611	0	0.132	0.4834	0.0392	0.0082	0.034	0.000	0	----	-----	
SIZE	-0.0825	-0.0293	-0.01228	0.093876	-0.05055	0.05548	-0.1953	0.37809	0.331	0.199	0.282	0.122	0.129	1
	0.0731	0.525	0.7901	0.0415	0.2731	0.2289	0	0	0	0	0	0.007	0.005	----

Winsorizing 1

Correlation	متغيرات تابعة				مستقل	تفاعلي	منظم	ضابطة					
	LNTV$_1$	TV$_3$	TV$_{11}$	BA$_1$	BA$_3$	BA$_{11}$	EM	AC*EM	ANA	BV	EPS	LEV	ROA	SIZE
LNTV$_1$	1													

TV$_3$	-0.145	1												
	0.001	-----												
TV$_{11}$	-0.098	0.211	1											
	0.032	0	-----											
BA$_1$	-0.113	0.024	0.00	1										
	0.013	0.597	0.98	-----										
BA$_3$	0.095	0.040	0.03	-0.03	1									
	0.038	0.376	0.46	0.39	-----									
BA$_{11}$	-0.087	0.008	0.003	0.03	0.11791	1								
	0.058	0.851	0.93	0.4	0.0103	-----								
EM	-0.040	0.047	0.006	0.01	-0.0795	-0.04	1							
	0.375	0.303	0.891	0.79	0.0844	0.31	-----							
ANA	-0.005	0.014	0.062	0.04	-0.1139	-0.01	-0.059	1						
	0.909	0.0752	0.087	0.28	0.0133	0.68	0.199	-----						
ANC*EM	0.001	0.011	0.018	0.12	-0.1136	-0.02	0.168	0.70	1					
	0.979	0.809	0.068	0.00	0.0135	0.59	0.000	0	-----					
BV	-0.228	-0.025	-0.026	0.24	-0.2318	0.02	0.095	0.170	0.250	1				
	0	0.580	0.566	0	0	0.65	0.038	0.000	0	-----				
EPS	-0.293	0.026	0.005	0.23	-0.0694	0.02	0.019	0.171	0.208	0.50213	1			
	0	0.563	0.902	0	0.1319	0.54	0.680	0.000	0	0	-----			
LEV	-0.074	-0.058	-0.013	0.03	-0.0740	0.056	-0.04	-0.02	-0.001	0.20638	0.136	1		
	0.107	0.205	0.763	0.44	0.1081	0.21	0.368	0.584	0.969	0	0.003	-----		
ROA	-0.234	0.104	-0.027	0.03	0.0547	0.030	0.087	0.091	0.072	0.07344	0.424	-0.21	1	
	0	0.023	0.549	0.43	0.2332	0.508	0.058	0.047	0.114	0.111	0	0	-----	
SIZE	-0.092	0.024	-0.022	0.12	-0.1048	0.098	-0.22	0.343	0.208	0.22019	0.289	0.033	0.150	1
	0.043	0.597	0.626	0.00	0.0227	0.032	0	0	0	0	0	0.462	0.001	----

باستقراء المصفوفَتَيْن السابقتين، لاحظ البَاحِثَانِ تقارب في دلالة ارتباطات المتغيرات تحت اسلوبي "*Winsorizing 5; Winsorizing 1*"؛ فقد كشفت المصفوفتان دلالة ارتباط بين متغيري "*ANC*EM, TV11*"، وعدم تحقيق الدلالة بين متغيري "*D ANC*EM, TV*" و "*ANC*EM, TV3*"؛ حيث كان معامل الارتباط ودلالته تحت اسلوب "*Winsorizing 5*" (*$r_{ANC*EM, TV11}$ = 0.08; P-Value= 0.08; $r_{ANC*EM,}$ $_{TV}$ = - 0.06; P-Value= 0.1; $r_{ANC*EM, TV3}$ =- 0.05; P-Value= 0.2*)، في حين كانت تلك الدلالة تحت إسلوب "*Winsorizing 1*" (*$r_{ANC*EM, TV11}$ = 0.01; P-Value= 0.06; $r_{ANC*EM, TV}$ = 0.001; P-Value= 0.9; $r_{ANC*EM, TV3}$ = 0.01; P-Value= 0.8*)؛ ليعطي ذلك مؤشرًا مبدئيًا بمعنوية تفاعل إدارة الربح مع تغطية المحللين الماليين في التأثير على حجم التداول بنافذة إحدى عشر يومًا عند مستوى معنوية ١٠%، وعدم معنوية التفاعل يوم النشر ونافذة ثلاثة أيام عند جميع مستويات المعنوية.

كما رصد البَاحِثَانِ دلالة ارتباط بين متغيري "*ANC*EM, BA_3*"، حيث كان معامل الارتباط ودلالته تحت اسلوب "*Winsorizing 5*" (*$r_{ANC*EM, BA3}$ = - 0.11; P-Value= 0.01; $r_{ANC*EM, BA}$ = 0.05; P-Value= 0.11*)، مع دلالة الارتباط "*ANC*EM, BA*" باستخدام "*Winsorizing 1*" حيث بلغ قيمه (*$r_{ANC*EM, TV3}$ = - 0.07; P-Value= 0.19; $r_{ANC*EM, BA}$ = 0.12; P-Value= 0.000*)؛ في حين بلغت باقي قيم الارتباط مع التفاعل باستخدام "*Winsorizing 1*" (*$r_{ANC*EM, BA3}$ = - 0.11; P-Value= 0.01; $r_{ANC*EM, TV3}$ =- 0.02; P-Value= 0.5*) وهي متفقة إلى حد كبير مع اسلوب "*Winsorizing 5*" ليعطي ذلك مؤشرًا مبدئيًا بمعنوية تفاعل إدارة الربح مع تغطية المحللين الماليين في التأثير على مدى السعر يوم النشر، وبنافذة ثلاثة أيام عند مستوى معنوية ١%، وعدم معنوية التفاعل بنافذة إحدى عشر يومًا عند جميع مستويات المعنوية، ليعطي ذلك مؤشرًا مبدئيًا باحتمالية تأثير تغطية المحللين الماليين على علاقة إدارة الربح بعدم التماثل المعلوماتي، وهو ما سيحلله البَاحِثَانِ تفصيلاً في الإحصاءات التحليلية.

كما يُلاحظ أن معنوية تغطية المحللين الماليين ـ المتغير المنظم في البحث الحالي ـ في الارتباط بحجم التداول في النافذتين في إطار علاقته الأساسية ـ وليست التفاعلية ـ، حيث كان معامل الارتباط ودلالته باسلوب "*Winsorizing 5*" عند مستوى معنوية ٥% (*$r_{ANCO, TV3}$ = 0.09; P-Value= 0.04; $r_{ANCO, TV11}$= 0.10; P-Value= 0.02*) للنافذتين على الترتيب؛ وبإسلوب "*Winsorizing 1*" عند مستوى معنوية ١٠% (*$r_{ANCO, TV3}$ = - 0.01; P-Value= 0.07; $r_{ANCO, TV11}$= 0.06; P-Value= 0.08*)؛ بالإضافة إلى ارتباطه بمدى السعر في نافذة ثلاثة أيام، حيث كان معامل الارتباط ودلالته (*$r_{ANCO, BA3}$ = - 0.13; P-Value= 0.004*) وذلك باسلوب "*Winsorizing 5*" عند مستوى ١%؛ في حين *كان* الارتباط ودلالته (*$r_{ANCO, BA3}$ = - 0.1; P-Value= 0.01*) باسلوب "*Winsorizing 1*" عند مستوى معنوية ١%؛ ليعطي ذلك مؤشرًا عن الدور الرقابي المحتمل لتغطية المحللين الماليين في البيئة المصرية.

كما يُلاحظ دلالة أغلب المتغيرات الضابطة مع المتغيرات التابعة، ليبرر ذلك إدراج تلك المتغيرات كمتغيرات ضابطة في نماذج الانحدار المختلفة؛ مع ملاحظة وجود تباين في معدلات الارتباطات بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض خلال فترات البحث المختلفة، ليصعب معها الحكم على وجود مستويات مرتفعة من الازدواج الخطي "**Multicollinearity**" من عدمه، وهو ما سيتم التأكد منه بحساب معامل تضخيم البيانات في الجزء الخاص بالإحصاءات التحليلية.

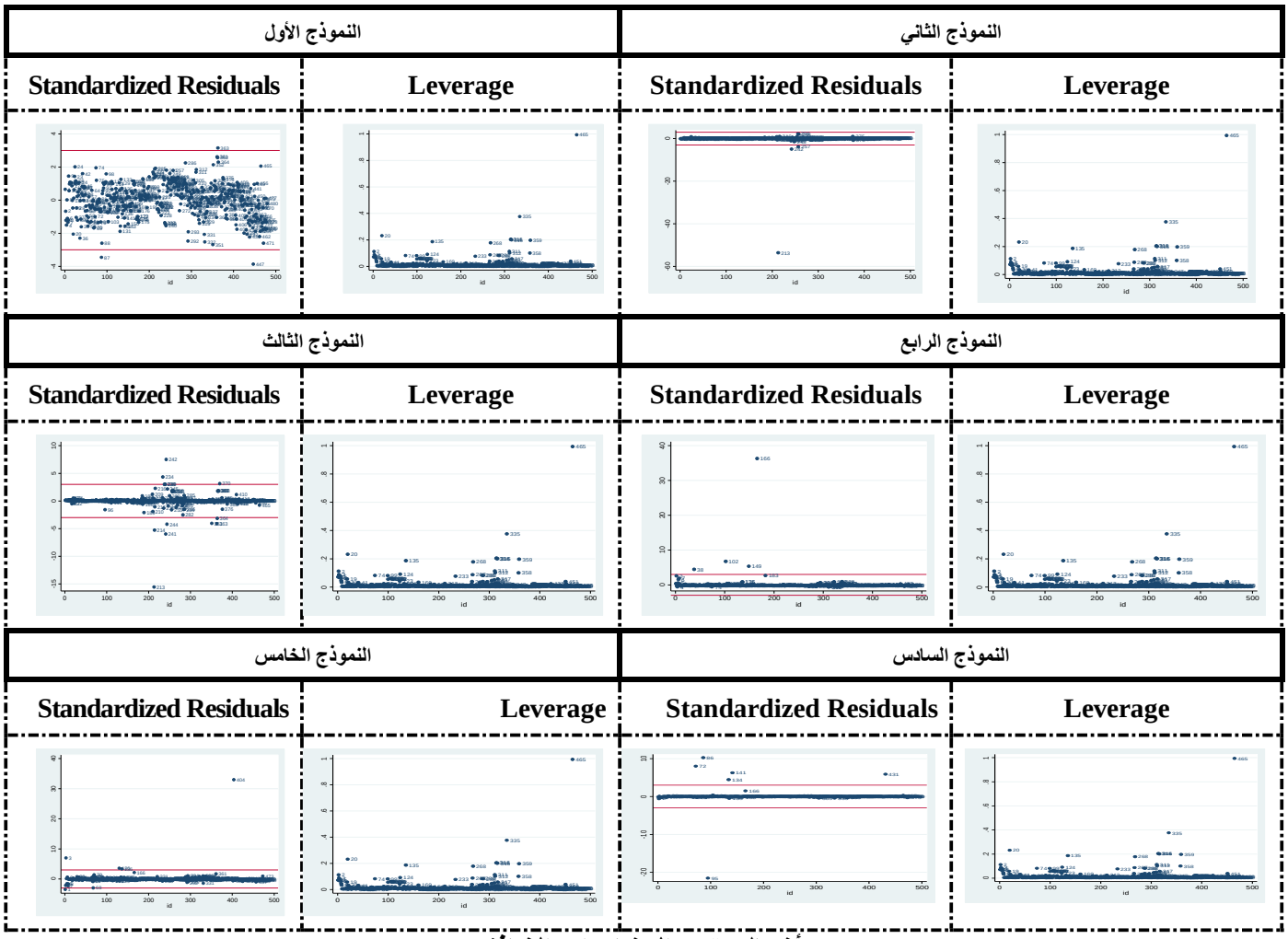
بعد التعرف على خصائص متغيرات البحث، والعلاقات الارتباطية بينها، يوضح البَاحِثَانِ في الجزء التالي الاختبارات التحليلية والتي من خلالها يمكن استخلاص نتائج اختبار فرضيات البحث.

جـ- الإحصاءات التحليلية:

لضمان سلامة المخرجات الإحصائية، تم التحقق أولا من بعض الضوابط، كما يلي:

١- تشخيص المشاهدات الشاذة Outliers:

في ضوء استخدام مقياسي *"Leverage; Standardized Residuals"* لاكتشاف مدى تأثر نماذج البحث بأثر بعض القيم المتطرفة، وكما هو موضح أدناه بأشكال رقم (٣)، فقد زادت قيم بعض المشاهدات على مقياس الـ *"Standardized Residuals"* عن المدى "٣-:-٣"؛ كما ارتفعت قيم البعض الآخر على مقياس الـ *"Leverage"* عن ثلاثة أمثال متوسطها "٠.٠٦"[١٠] (Pituch and Stevens, 2016)، ليهدد ذلك صدق وسلامة النتائج؛ وهو ما استخدم معه البَاحِثَانِ اسلوب *"Winsorizing"* لعلاج أثر تطرف تلك المشاهدات على مخرجات الاختبارات من خلال تحويلها لقيم مقبولة.



أشكال (٣): المشاهدات الشاذة

١٠ - (عدد المتغيرات +١)/N

٢ـ اختبار مدى كفاية البيانات:

في ضوء نتائج اختباري *"Kaiser-Meyer-Olkin and Bartlett's Test"* ـ والمَعْنِيَيْن باختبار مدى كفاية مشاهدات الاختبار لتقدير نماذج البحث ـ ؛ وكما هو موضح أدناه (جدول رقم ٦) تَبَيْن زيادة قيمة الاختبار الأول عن النصف "KMO>0.5"، بالإضافة إلى معنوية الاختبار الآخر *"Bartlett's Test"*، حيث (P-Value=0.000)؛ ليعدُ ذلك مؤشرًا على كفاية المشاهدات لإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة عليها.

جدول (٦) KMO and Bartlett's Test

الاختبار / النماذج		نماذج أحجام التداول			نماذج مدى السعر		
		TV_1	ΔTV_3	ΔTV_{11}	BA_1	ΔBA_3	ΔBA_{11}
Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.		.567	.550	.548	.578	.558	.565
Bartlett's Test of Sphericity	Approx. Chi-Square	1251.134	839.419	835.419	1344.085	868.616	1280.158
	df	36	36	36	45	36	45
	Sig.	.000	.000	.000	.000	0.000	.000

المصدر: برنامج SPSS, V. 16 .

٣ـ اختبار استقرار السلسلة الزمنية:

في هذه النقطة تحقق الباحثان من مدى ثبات متوسط السلسلة الزمنية خلال فترة الاختبار *"Stationary Time Series"*؛ من خلال استخدام اختبارين لجذر الوحدة *"Unit Root Test"*[١١]، لتكون السلسلة ذات الجذر المساوي للوحدة سلسلة ذات السير العشوائي *Random Walk Time Series*؛ من خلال اختبار الفرضيتين التاليتين:

فرضية العدم	**لا يتحقق الاستقرار لمتوسط السلسلة الزمنية لمشاهدات البحث الحالي في الفترة ٢٠١٠ـ٢٠١٩.**
الفرضية البديلة	**يتحقق الاستقرار لمتوسط السلسلة الزمنية لمشاهدات البحث الحالي في الفترة ٢٠١٠ـ٢٠١٩.**

وقد تم استخدام الباحثان اختباري "PP- Test ; ADF Test "؛ والذَيْنِ في ضوء نتائجهما يمكن الحكم على مدى تحقق الاستقرار من عدمه لسلسلة البحث الحالي، ويوضح الجدول التالي نتائج اختبارهما:[١٢]

١١ ـ يوضح الطريقة اللزمة لتحقيق سمة الثبات والاستقرار حال عدم تحققه.

١٢ ـ عند تطبيق الاختبارين على مقياسي Winsorizing 5, 1 اتضح للباحِثَيْن اتفاق نتائجهما، لذا يكتفي الباحِثان بعرض النتائج عند أحدهما (تحديدًا: Winsorizing 1)

جدول (٧) نتائج اختباري استقرار السلسة الزمنية

الاختبارات		المتغيرات												البواقي					
		TV	TV3	TV11	PA_1	PA_3	PA_{11}	AC	AC * EM	EBS	BV	Size	Lev	Roa	U_1	U_2	U_3	U_4	U_5	U_6
PP	At Level	With Constant	0.6883	0.007	0.24	0.000	0.174	0.193	0.403	0.371	0.316	0.175	0.98	0.06	0.99	0.61	0.02	0.02	0.002	0.12	0.2
			0.08	0.01	0.2	0. 397	0.413	0.52	0.307	0.307	1	0.48	0.01	0.106	1	0.04	0.2	0.05	0.5	0.35	0.58
		With Constant & Trend	0.274	0.284	0.522	0.0004	0.004	0.192	0.74	0.75	0.99	0.95	0.99	0.517	0.99	0.27	0.37	0.15	0.0001	0.07	0.15
			0.51	0.019	0.006	0.95	0.66	0.211	0.25	0.25	0.97	0.99	0.08	0.63	0.96	0.42	0.009	0.15	0.9	0.6	0.23
		Without Constant & Trend	0.60	0.0004	0.007	0.002	0.04	0.02	0.39	0.3	0.06	0.001	0.92	0.29	0.91	0.16	0.001	0.03	0.0005	0.02	0.02
			0.52	0.02	0.1	0.3	0.08	0.11	0.19	0.19	0.17	0.62	0.79	0.67	0.16	0.02	0.02	0.15	0.09	0.08	0.1
	At First Difference	With Constant	0.18	0.93	0.08	0.0007	0.0009	0.02	0.86	0.25	0.84	0.16	0.72	0.28	0.99	0.22	0.93	0.05	0.000	0.008	0.01
			0.07	0.002	0.0007	0.148	0.07	0.06	0.2	0.20	0.35	0.87	0.003	0.06	0.43	0.07	0.004	0.03	0.2	0.06	0.07
		With Constant & \Trend	0.14	0.99	0.17	0.0001	0.004	0.002	0.45	0.11	0.06	0.05	0.87	0.02	0.99	0.07	0.9	0.24	0.0001	0.006	0.002
			0.002	0.0003	0.008	0.0002	0.216	0.62	0.43	0.43	0.5	0.9	0.01	0.006	0.45	0.003	0.001	0.04	0.0004	0.13	0.64
		Without Constant & Trend	0.02	0.307	0.008	0.0001	0.0009	0.001	0.215	0.02	0.58	0.53	0.38	0.04	0.7	0.03	0.32	0.003	0.0001	0.001	0.001
			0.0004	0.0003	0.0006	0.013	0.009	0.01	0.015	0.01	0.09	0.09	0.0001	0.03	0.5	0.004	0.0004	0.001	0.02	0.009	0.02
ADF	At Level	With Constant	0.7	0.02	0.21	0.0006	0.17	0.19	0.42	0.36	0.32	0.43	0.96	0.22	.99	0.66	0.04	0.17	0.002	0.04	0.2
			0.06	0.09	0.20	0.36	0.37	0.39	0.30	0.30	0.99	0.59	0.07	0.10	0.99	0.02	0.21	0.1	0.51	0.37	0.43
		With Constant & Trend	0.61	0.18	0.5	0.019	0.06	0.17	0.82	0.73	0.98	0.81	0.97	0.65	0.99	0.64	0.22	0.37	0.003	0.22	0.13
			0.52	0.03	0.11	0.87	0.59	0.37	0.50	0.50	0.74	0.99	0.26	0.54	0.81	0.5	0.05	0.32	0.94	0.96	0.39
		Without Constant & Trend	0.69	0.004	0.017	0.48	0.04	0.02	0.2	0.3	0.06	0.03	0.92	0.3	0.9	0.2	0.002	0.03	0.57	0.0002	0.02
			0.47	0.02	0.09	0.24	0.08	0.1	0.1	0.1	0.17	0.3	0.7	0.4	0.16	0.02	0.02	0.13	0.09	0.08	0.1
	At First Difference	With Constant	0.2	0.16	0.14	0.003	0.01	0.017	0.70	0.25	0.78	0.16	0.72	0.27	0.95	0.2	0.18	0.15	0.0009	0.02	0.01
			0.08	0.001	0.02	0.15	0.15	0.16	0.20	0.20	0.35	0.87	0.03	0.06	0.43	0.08	0.002	0.03	0.25	0.1	0.17
		With Constant & Trend	0.31	0.8	0.37	0.007	0.07	0.06	0.51	0.31	0.34	0.26	0.71	0.13	0.86	0.2	0.84	0.47	0.006	0.08	0.08
			0.004	0.13	0.13	0.01	0.38	0.5	0.43	0.43	0.44	0.81	0.13	0.09	0.44	0.06	0.01	0.13	0.05	0.3	0.52
		Without Constant & Trend	0. 029	0.01	0.01	0.0001	0.007	0.0001	0.018	0.02	0.24	0.03	0.9	0.04	0.36	0.03	0.01	0.01	0.0001	0.001	0.001
			0.0.006	0.0001	0.001	0.22	0.016	0.001	0.02	0.02	0.41	0.36	0.001	0.003	0.051	0.004	0.0004	0.002	0.54	0.01	0.01

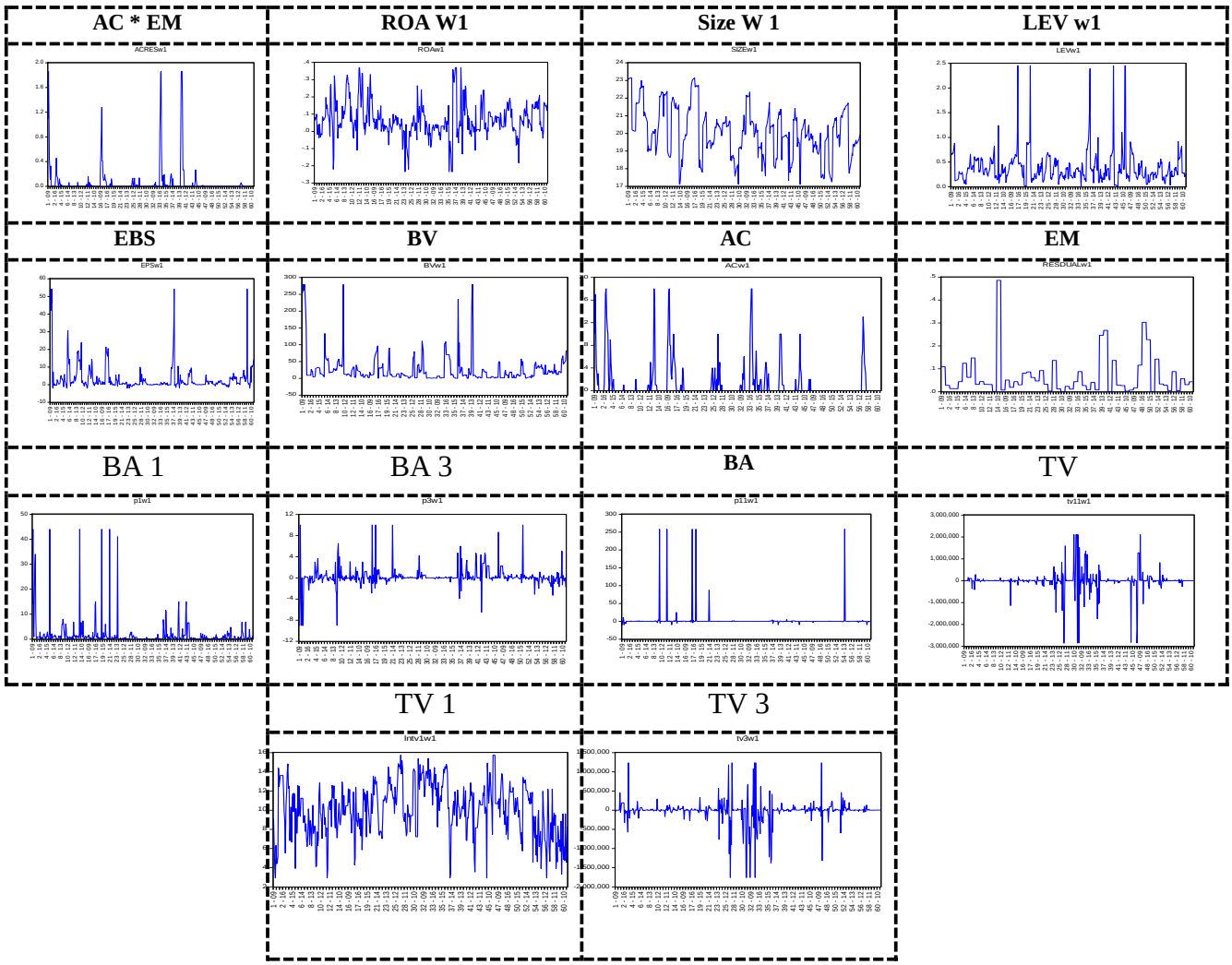
المصدر: الباحثان استناداً لمخرجات برنامج E-Views, V.9

في ضوء النتائج الموضحة بالجدول السابق، يتضح:

- **بالنسبة لمتغيرات البحث، وكما يتضح من أشكال رقم (٣)، يُلاحظ:**
  - **استقرار السلسلة الزمنية لمتغيري حجم التداول يوم النشر وبنافذة ثلاثة أيام لدى المستوى الأصلي *"At level"*، في اختباري *"PP-Test; ADF Test "*، وذلك لدى مستوى *"With Constant"*، عند مستوى معنوية ١٠% للأول، حيث *(P-Value = 0.08)*، ومستوى معنوية ١% للثاني حيث *(P-Value = 0.002)*، وكذلك الأمر لدى المستويين الآخرين *"With Constant & Trend ; Without Constant &Trend"* لحجم التداول يوم النشر عند مستوى معنوية ٥%؛ كما تحقق الاستقرار لمتغير حجم التداول بنافذة إحدى عشر يومًا لدى مستوى *"With Constant & Trend"* لدى اختبار *"PP-Test"*، عند مستوى معنوية ١%، حيث *(P-Value = 0.006)*؛ وكذلك الأمر لدى الاختبار الآخر لدى مستوى *"Without Constant &Trend"* عند مستوى معنوية ١٠%، حيث *(P-Value = 0.09)*؛ كما أيضًا تحقق الاستقرار لمتغير مدى السعر بنافذة ثلاثة أيام لدى مستوى *"Without Constant &Trend"* لدى الاختبارين عند مستوى معنوية ١٠%، حيث *(P-Value = 0.08; 0.08)* لهما؛ كما تحقق الاستقرار لحجم الشركة لدى الاختبارين أيضًا عند مستوى *"With Constant"* عند مستوى ١% للاختبار الأول ومستوى ١٠% للاختبار الثاني؛ وهو ما يرى معه البَاحِثَانِ:**
    - **بعدم أخذ *At First Difference* للتخلص من جذر الوحدة لهذه المتغيرات الثلاث.**
    - **السلسلة الزمنية مستقرة عند المستوى الأصلي لتلك المتغيرات، وبالتالي متكاملة عند المستوى *"I(0)"*.**
  - **عدم استقرار السلسلة الزمنية لباقي المتغيرات المُفَسِّرة عند المستوى الأصلي لكلا الاختبارين، وهو ما دعا إلى الأخذ في الاعتبار *At First Difference* للتخلص من جذر الوحدة ـ كأحد مسببات عدم الاستقرار ـ، ليحقق ذلك المعنوية لتلك المتغيرات، حيث معنوية المتغير المستقل *"BA_1"* عند مستويي *"With Constant &Trend; Without Constant &Trend"* حيث (P-Value= 0.0001;0.013) في الاختبار *"PP Test"* على الترتيب للمستويين؛ وكذلك الأمر لدى مستوى *"With Constant &Trend"* لاختبار *"ADF test"* حيث (P-Value= 0.01)؛ كما تحققت أيضًا المعنوية لمتغير "BA_{11}" لدى اختبار *"PP test"* عند مستويين *"With Constant &Trend; Without Constant &Trend"* حيث (P-Value= 0.06; 0.01) على الترتيب؛ وكذلك الأمر لدى الاختبار الثاني *"ADF Test"* عند مستوى *"Without Constant &Trend"* حيث (P-Value= 0.001)؛ كما تحققت المعنوية لمتغيرات *"ANACOV; ANACOV*EM; EBS; BV"* عند المستوى الثالث للاختبارين، حيث (P-Value= 0.01; 0.02) للمتغيرين الأول والثاني، و (P-Value= 0.09; 0.09) للمتغيرين الثالث والرابع لدى الاختبار الأول فقط؛ وقد تحققت المعنوية أيضًا لمتغيري *"LEV"* لدى الاختبارين عند الثلاث مستويات، حيث (P-Value= 0.06;0.006; 0.03) لدى الاختبار الأول؛ و (P-Value= 0.06;0.09; 0.003) لدى الاختبار الآخر؛ كما تحققت المعنوية لمتغير *"ROA"* لدى المستوى الثالث في الاختبار الآخر حيث (P-Value= 0.05) ؛ ليعني ذلك:**

- تم التخلص من جذر الوحدة بأخذ *At First Difference* للمتغيرات المذكورة.
- استقرار السلسلة لتلك المتغيرات عند مستوى الفرق الأول، وبالتالي متكاملة عند *"I(1)"*.

○ في ضوء النقطتين السابقتين، وكما يتضح من الأشكال الموضحة أدناه، فإن مشاهدات السلسلة الزمنية للمتغيرات تتذبذب بصورة عشوائية حول متوسط وتباين ثابتين؛ وهو ما يساهم في دقة نتائج المخرجات الإحصائية.



شكل (٣) استقرار متغيرات البحث

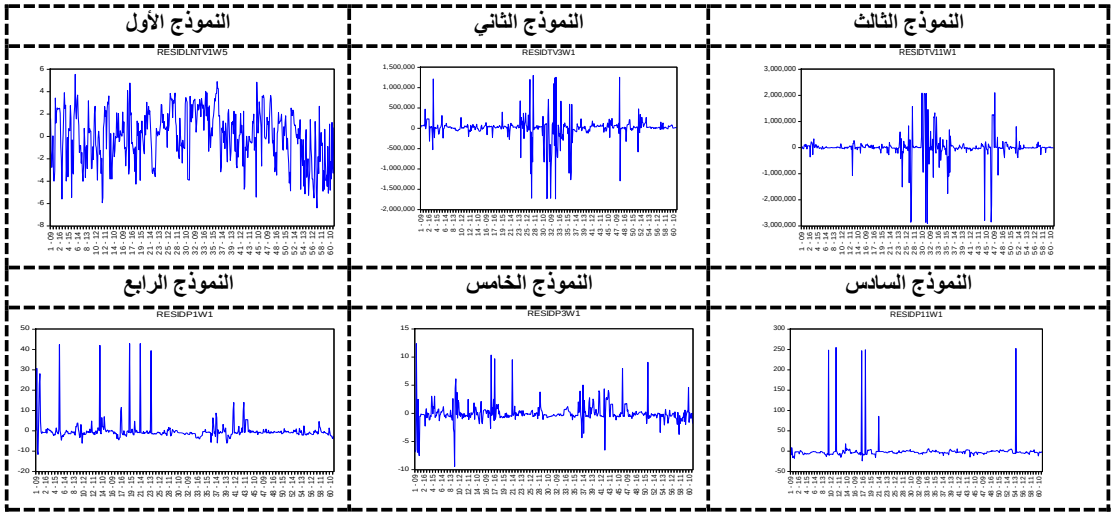
المصدر: مخرجات برنامج E-Views, V.9

● بالنسبة لبواقي النماذج، يُلاحظ اتسامهما أيضًا بالاستقرار، كما يتضح من أشكال رقم (٤)، حيث:

○ بلغت القيمة الاحتمالية لبواقي المعادلة الأولى(U_1) عند المستويين *"With Constant; Without Constant &Trend"* في الاختبار *"PP Test"* للمستويين على الترتيب (P-Value= 0.04;0.02)، كما تحققت المعنوية أيضًا لدى ذات المستويين في الاختبار الآخر، ث (P-Value= 0.02;0.02)؛ وكذلك الأمر لبواقي النموذج الثاني (U_2) عند المستويين الثاني والثالث *With Constant &Trend;*

"Without Constant &Trend" حيث (P-Value= 0.009;0.02) في الاختبار الأول و (P-Value= 0.05;0.02) للاختبار الثاني؛ وكذلك بواقي النموذج الثالث (U_3) عند المستوى *"With Constant"* حيث (P-Value= 0.05)؛ وكذلك بواقي النموذجين الرابع والخامس (U_4;U_5) عند المستوى *"Without Constant &Trend"* حيث (P-Value = 0.09; 0.08) للنموذجين على الترتيب.

- عدم تحقق الاستقرار لبواقي النموذج السادس (U_6) عند المستوى الأصلي لدى الاختبارين؛ وهو ما دعا إلى أخذ *"At First Difference"* لها، والتي من خلالها تحقق الاستقرار لتلك البواقي عند المستويين *"With Constant &Trend; Without Constant &Trend"* لدى الاختبار الأول حيث (P-Value= 0.07; 0.02)، وعند المستوى *"Without Constant &Trend"* لدى الاختبار الثاني؛ ليعني ذلك:
  - استقرار بواقي نماذج الاختبار (من الأول للخامس) عند المستوى الأصلي، وبالتالي متكاملة عند "I(0)".
  - بعد التخلص من جذر الوحدة لبواقي النموذج السادس *At First Difference* يتحقق الاستقرار لها وتصبح متكاملة عند المستوى "I(1)"



شكل (٤) سكون بواقي النماذج

المصدر: مخرجات برنامج E-Views, V.9

- في ضوء النقاط السابقة، يمكن للباحثيْن رفض فرضية العدم والقائلة "بعدم تحقق استقرار للسلسلة الزمنية والبواقي المقدرة" خلال فترة ٢٠١٠-٢٠١٩؛ وقبول الفرضية البديلة لها.

٤- اختبار التحقق من مشاكل القياس:

يوضح الجدول التالي نتائج بعض اختبارات التأكد من توافر اشتراطات نماذج الانحدار:

جدول (٨) بعض اختبارات اشتراطات النماذج

نوع المشكلة	مقاييس إحصائية / المتغيرات		في كل النماذج							
			مستقل	منظم	متفاعل	ضابطة				
			EM	ANACOV	EM*ANACO	EPS	BV	Size	Lev	Roa
ازدواج خطي	Winsorizig 5	VIF	1.19	3.16	3.2	2.32	1.47	1.33	1.28	1.93
		1/ VIF	0.837469	0.316711	0.312475	0.43032	0.681229	0.7527	0.7813	0.5174
	Winsorizig 1	VIF	1.18	2.23	2.22	1.79	1.47	1.3	1.14	1.39
		1/ VIF	0.844117	0.449397	0.450506	0.55972	0.678769	0.7720	0.8751	0.7177
النموذج			نماذج حجم التداول			نماذج مدى السعر				
			TV_1	TV_3	TV_{11}	BA_1		BA_3	BA_{11}	
ذاتي	Wooldridge Test	F	6.179	0.358	3.982	13.458		3.409	3.593	
		Prob.	0.0158	0.5521	0.0507	0.0005		0.07	0.063	
اعتدالية	Shapiro-Wilk W Test	Z	4.078	11.586	11.991	10.562		11.073	7.735	
		Prob.	0.00002	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	
	Skewness/ Kurtosis	adj chi2	14.84	0	0	0		0	17.12	
		Prob.	0.0006	0.000	0.000	0.000		0.000	0.0002	
تباين	Breusch-Pagan / Cook-Weisberg	chi^2 Value	0.14	48.14	19.90	92.17		213.82	71.55	
		Prob.	0.7062	0.000	0.000	0.000		0.000	0.000	
	White's Test	chi^2	69.48	53.51	55.58	108.84		163.76	165.20	
		Prob.	0.0085	0.1542	0.1132	0.000		0.000	0.000	

المصدر: البَاحِثَانِ في ضوء برامج "SPSS V.16; E-views V.9; Stata V.14"

في ضوء المخرجات السابقة، يُلاحظ ما يلي:

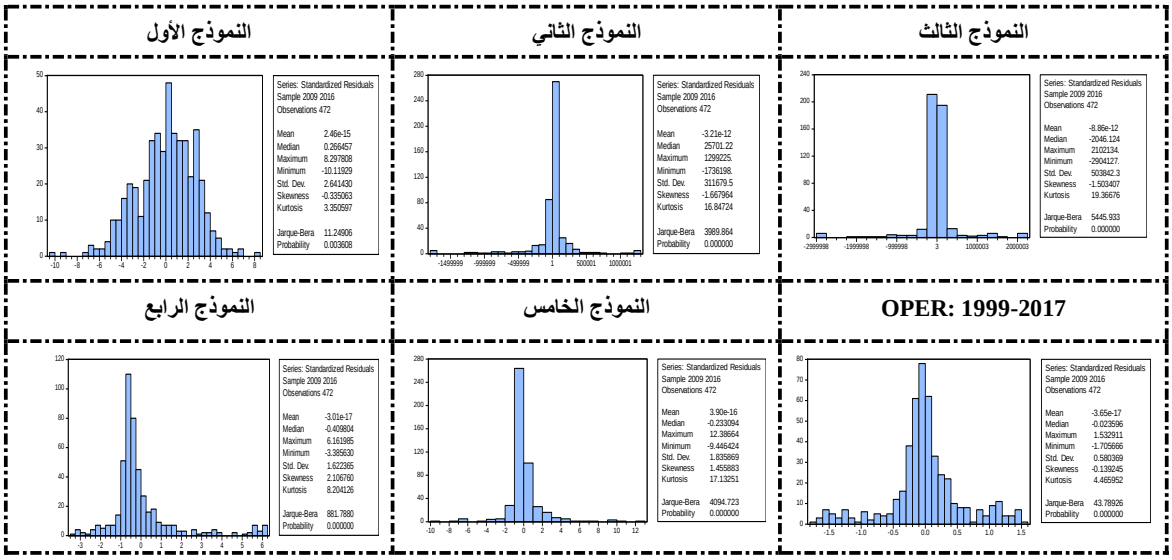
- عدم معاناة جميع نماذج البحث من مشكلة الازدواج الخطي تحت اسلوبي *"Winsorizing 5; Winsorizing 1"*، حيث معقولية قيم معامل تضخيم التباين "$VIF^{(١٣)}$"- كأحد المؤشرات الدالة على مدى خطورة المشكلة من عدمه -، حيث عدم تجاوز قيمها عن الحد الآمن (VIF ≤10) في كلا الاسلوبين كما هو موضح بالجدول السابق؛ ليعني ذلك عدم وجود تغيير في تباين معالم النماذج - وبالتالي دلالة المتغيرات - كنتيجة لوجود ارتباط بين المتغيرات المفسرة.

١٣ - يعبر عنها إحصائيًا بالشكل التالي: (سمعان، ٢٠٢٠)

$$VIF_i = \frac{1}{1-Ri^2} \quad i=1,2\ldots8 \qquad 1\leq VIF \leq \infty;\ 1 \leq R^2 \leq \infty$$

حيث تمثل "R^2" معامل التحديد للمتغير المستقل X_i المستخرج من انحدار X_i على باقي المتغيرات؛ وتعتبر خطورة المشكلة ضئيلة أو منعدمة إذا كانت "VIF" قريبة من الواحد الصحيح (VIF~1)، وتكون متوسطة إذا كانت "VIF" أكثر من الواحد وأقل من العشرة (1≤VIF≤10)، وكلما زادت قيمة المعامل عن العشرة (VIF>10) دلّ ذلك على أن تقدير المعلمة قد يتأثر بمشكلة الازواج الخطي

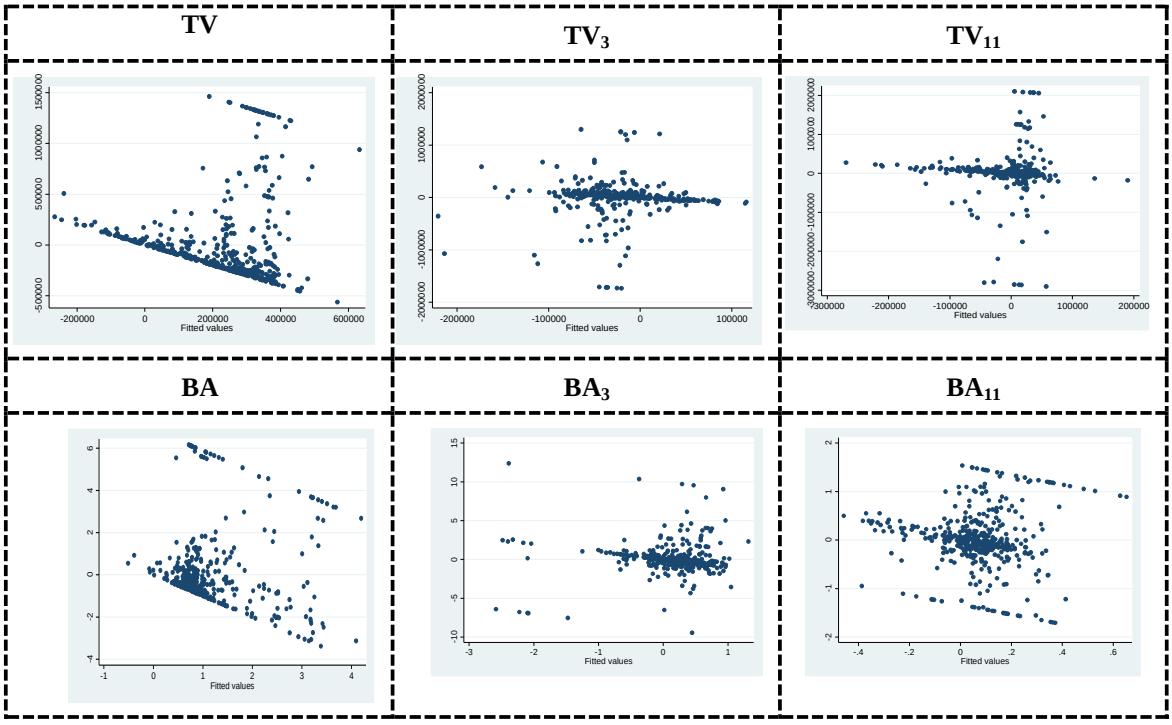
- ارتباط القيمة المُقَدَرَة لحد الخطأ في بعض الفترات بسابقتها في ثلاثة نماذج (تحديدًا: نموذج حجم التداول يوم النشر، وحجم التداول بنافذة إحدى عشر يومًا، ونموذج مدى السعر يوم النشر) عند مستوى معنوية ٥%، وهو ما يعني معاناة تلك النماذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation، وذلك حسبما أشارت نتائج اختبار *"Wooldridge Test"* حيث دلالة الاختبار في الثلاثة نماذج المذكورة (P-Value < 0.05)؛ وهو ما استخدم معه البَاحِثَانِ اسلوب *Robust Standard Error(Cluster standard Error)* لعلاج الأخطاء المعيارية من الآثار حسبما أشار (Hoechle, 2007).
- عدم تحقق الاعتدالية لبواقي نماذج البحث؛ وهو أمر اتضح جليًا في نتائج اختبار *"Jarque–Bera Test"* - أحد مخرجات برنامج (E–VIEWS) - والقائم على معاملي التفرطح والالتواء - وأكده أيضًا اختبار *"Shapiro-Wilk W Test"* - من برنامج (STATA) -، وأكدتهما الأشكال المُوَضِحَة أدناه، ليدفع ذلك البَاحِثَيْن إلى استخدام اسلوب *"Winsorizing"* لضمان سلامة التقدير من خلال تحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة.



شكل (٥) مخططات التوزيع الطبيعي

المصدر: نتائج برنامج التحليل الإحصائي E-views V.9

- عدم ثبات التباينات لأغلب نماذج البحث وفقًا لمخرجات اختباري *(Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test)*, *(White's Test)*، وإنْ تحقق الثبات لنموذج حجم التداول يوم النشر حسب اختبار *Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test)*، ولنافذتي القياس لحجم التداول في الاختبار الآخر، حيث عدم معنوية القيم الإحصائية لهم، وهو ما يتضح من الأشكال رقم (٦) من عدم انتشار الأخطاء عشوائيًا حول الصفر؛ وهو ما يؤكد أهمية اسلوب *Robust Standard Error(Cluster standard Error)* في مثل تلك الحالات (Hoechle, 2007).



شكل (٦) أشكال عدم تحقق ثبات التباينات

المصدر: نتائج برنامج التحليل الإحصائي Stata V.14

٥- الصياغة الملائمة لنماذج الانحدار:

لطالما أن بيانات البحث الحالي معتمدة على الجمع بين "Cross Sectional Data; Time Series Data" ، وهو ما عُرِف إحصائيًا بالـ "Panel Data"؛ فإنه لضمان دقة نتائج الاختبار، يجب تحديد النموذج الملائم للاختبار من بين الأنواع الثلاثة التالية:

- ***أولها*: نموذج الانحدار التجميعي "Pooled Regression Model"، وهو يعتمد في تقدير المعالم على طريقة المربعات الصغرى (OLS)، حيث لا يأخذ الفروق بين شركات العينة سواء على المستوى القطاعي أو الزمني.**
- ***ثانيها*: نموذج التأثيرات الثابتة "Fixed Effect Model"، وهو يعتمد في تقدير المعالم على طريقة Lest Square Dummy Variables (LSDV)، حيث يأخذ في الاعتبار الاختلافات بين شركات العينة على المستوى القطاعي و الزمني.**
- ***ثالثها*: نموذج التأثيرات العشوائية "Random Effect Model"، وهو يعتمد في تقدير المعالم على طريقة Generalized Least Square(GLS) ، حيث يتعامل مع الفروق بين شركات العينة والفروق عبر الزمن على أنها متغيرات عشوائية.**

ويوضح الجدول التالي مخرجات الاختبارات الإحصائية اللازمة في هذا الشأن:

جدول(٩) مخرجات اختبارات أنواع نماذج الانحدار

الاختبارات والمقارنات / النماذج			حجم التداول			مدى السعر		
			TV_1	TV_3	TV_{11}	BA_1	BA_3	BA_{11}
Random, Pooled	Breusch-Pagan	LM	3.33	13.02889	3.662731	2.97664	1.218791	1.474132
		P-Value	0.07	0.0003	0.0556	0.1	0.2696	0.2247
Fixed, Random	Hausman Test	chi-square	0.94	6.2	5.2	2.6	1.63	2.6
		P-Value	0.99	0.39	0.49	0.55	0.79	0.55
Fixed, Pooled	Wald Test	لا قيمة لنتائجه						
القرار			Pooled	Random Effect		Pooled		

إعادة صياغة نماذج البحث

نوع النموذج	إعادة صيغة النماذج	التغيير
Pooled Effect	$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	لا يوجد
Random Effect	$BA_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \sum_{t=1}^{19} year_t + \varepsilon_{it} + U_i$	إضافة الاختلافات بين الشركات إلى حد الخطأ العشوائي، مع أخذ عنصر الزمن في الاعتبار، حيث(t=8)
	$\Delta TV\ 3_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \sum_{t=1}^{19} year_t + \varepsilon_{it} + U_i$	
Pooled Effect	$\Delta BA\ 3_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	لا يوجد
	$\Delta TV\ 11_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	
	$\Delta BA\ 11_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \beta_2 ANACOV_{it} + \beta_3 EM_{it}*ANACOV_{it} + \beta_4 EBS_{it} + \beta_5 BV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 Roa_{it} + \varepsilon_{1.}$	

حيث: "$year_t$" تمثل متغير وهمي لكل سنة يأخذ القيمة (١) إذا كانت المشاهدات تخص السنة الحالية والقيمة (٠) خلاف ذلك.

المصدر: الباحثان استناداً إلى نتائج برنامج التحليل الإحصائي STATA, 14

في ضوء المخرجات السابقة يتضح ما يلي:

- بالنسبة لانحدار حجم التداول يوم النشر، ومن واقع الاختبارات المذكورة في جدول (٩)، يتضح ملاءمة نموذج الـ *"Pooled Effect Model"* للاختبار عن غيره من النماذج؛ فعند استخدام اختبار *"Breusch-Pagan"* للمقارنة بين نموذجي الـ *"Random Effect Model; Pooled Regression"* اتضح أفضلية نموذج الـ *"Pooled Regression"* من النموذج الآخر (تحديدا: *Random Effect Model*) عند مستوى معنوية ١٠%؛ وكذلك عدم معنوية اختبار *"Hausman Test"* للمقارنة بين نموذجي الـ *"Fixed Effect; Random Effect "*، ليعني الأمر عدم ملاءمة نموذج الـ *"Fixed Effect"*.
- بالنسبة لنموذجي حجم التداول بنافذتي القياس المُحَدَدَتَيْن في البحث الحالي، يلاحظ أفضلية نموذج الـ *"Random Effect Model"* عند مستوى معنوية ١%لنموذج حجم التداول بنافذة ثلاثة أيام *(P-value = 0.0003*

(0.01>، وعند مستوى معنوية ٥% للآخر *(P-value = 0.05 ≤ 0.05)*؛ وكذلك عدم معنوية اختبار *"Hausman Test"*، ليعني الأمر عدم ملاءمة نموذج الـ *"Fixed Effect"* أيضًا.

- بالنسبة لنماذج مدى السعر بالقياسات الثلاثة المحددة، يتضح أفضلية نماذج الـ *"Pooled Regression"*؛ حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار *"Breusch-Pagan" (P-value= 0.1;0.2;0.2 > 0.05)* للثلاث قياسات على التريب؛ مع عدم معنوية اختبار *"Hausman Test"*، ليعني الأمر عدم ملاءمة نموذج الـ *"Fixed Effect"* لتلك النماذج.

في ضوء المناقشة الإحصائية السابقة، وبعد تحديد نوع النموذج الملائم للاختبار، فيمكن للباحثين عرض مخرجات اختبار فرضيتي البحث، بعد التأكد من سلامة المدخلات اللازمة كما يلي:

جدول (١٠) نتائج قياس نماذج الانحدار

فرضية العدم للتفاعل	$H_0: \beta_3 = 0$					
الفرضية البديلة للتفاعل	$H_1: \beta_3 \neq 0$					
	نماذج حجم التداول			نماذج مدى السعر		
Model	TV_1	ΔTV_3	ΔTV_{11}	BA_1	ΔBA_3	ΔBA_{11}
	Pooled regression	Random regression	Random regression	Pooled Regression		
	Sum of Squares / df	Sum of Squares / df	Sum of Squares / df	Sum of Squares / df	Sum of Squares / df	Sum of Squares / df
Regression	822.7784 / 8	506816381492 / 8	854321947760 / 8	399.2156 / 8	53.3056 / 8	5.9079 / 8
Residual	2590.985 / 463	43400000000000 / 463	116000000000000 / 463	1044.602 / 463	1157.388 / 463	137.5234 / 463
Total	3413.7634 / 471	43906816381492 / 471	116854321947760 / 471	1443.81356 / 471	1210.6936 / 471	143.4313 / 471
F-Test: F-Value	18.37846	0.675832	0.426265	22.11791	2.665561	2.486277
F-Test: P-Value	0.000	0.712983	0.905340	0.000	0.007195	0.011959
Adjusted R^2	22.7%	-0.005537	-0.009841	0.263997	0.027511	0.024623

Coefficients

Variables	TV_1 β	Std. Error	t	p-value	ΔTV_3 β	Std. Error	t	p-value	ΔTV_{11} β	Std. Error	t	p-value
EM	0.71	1.07	0.65	0.50	149202	123156	1.2	0.22	-7786	211920	-0.03	0.9
ANAC	0.20	0.09	2.15	0.03	-6443	4054	-1.5	0.11	-14782	8444	-1.75	0.08
EM*AN	7.61	3.12	-2.43	0.01	65182	55232	1.18	0.23	105751	73631	1.43	0.1
EPS	-0.177	0.03	-4.57	0.00	-127.2	838	-0.15	0.87	3628	1945	1.8	0.06
BV	-0.011	0.006	-1.77	0.07	-307.7	382	-0.80	0.42	-504	340	-1.48	0.1
SIZE	0.122	0.11	1.09	0.27	10354	9176	1.12	0.25	382	13321	0.02	0.9
LEV	-1.136	0.58	-1.94	0.05	-21133	297	-0.71	0.47	-27469	49486	-0.55	0.5
ROA	-2.39	1.17	-2.03	0.04	-243853	150689	1.61	0.10	-253147	267785	-0.94	0.3
C	8.98	2.11	4.24	0.00	-237543	189471	-1.25	0.21	29713	296668	0.10	0.9

Variables	BA_1 β	Std. Error	t	p-value	ΔBA_3 β	Std. Error	t	p-value	ΔBA_{11} B	Std. Error	t	p-value
EM	-1.05	0.4	-2.2	0.02	-0.738	0.22	-3.31	0.001	-0.20	0.15	-1.35	0.1
ANAC	-0.1	0.023	-4.46	0.00	-0.0235	0.007	-3.25	0.001	0.0003	0.004	0.079	0.9
EM*AN	-3.06	0.9	-3.3	0.0008	-0.1895	0.057	3.27 -	0.001	-0.753	0.28	-2.60	0.009
EPS	0.2	0.02	7.45	0.00	0.0022	0.008	0.303	0.761	0.014	0.007	2.046	0.04
BV	-0.001	0.001	-1.23	0.21	-0.0011	0.0007	-1.5411	0.124	-0.0004	0.0003	-1.310	0.1
SIZE	-0.002	0.03	-0.08	0.92	-0.05261	0.018	-2.847	0.004	0.0038	0.0086	0.445	0.65
LEV	-0.44	0.2	-2.18	0.02	-0.0905	0.079	-1.142	0.253	0.0458	0.0609	0.751	0.45
ROA	-0.96	0.4	-2.07	0.03	0.22	0.22	1.02	0.304	-0.18	0.16	-1.11	0.2
C	0.76	0.6	1.23	0.21	1.22	0.39	3.08	0.002	-0.04	0.16	-0.28	0.7

في ضوء المخرجات الإحصائية السابق، يمكن إجراء المناقشات التالية:

اولاً: مناقشة إحصائية لجودة توفيق نماذج البحث:

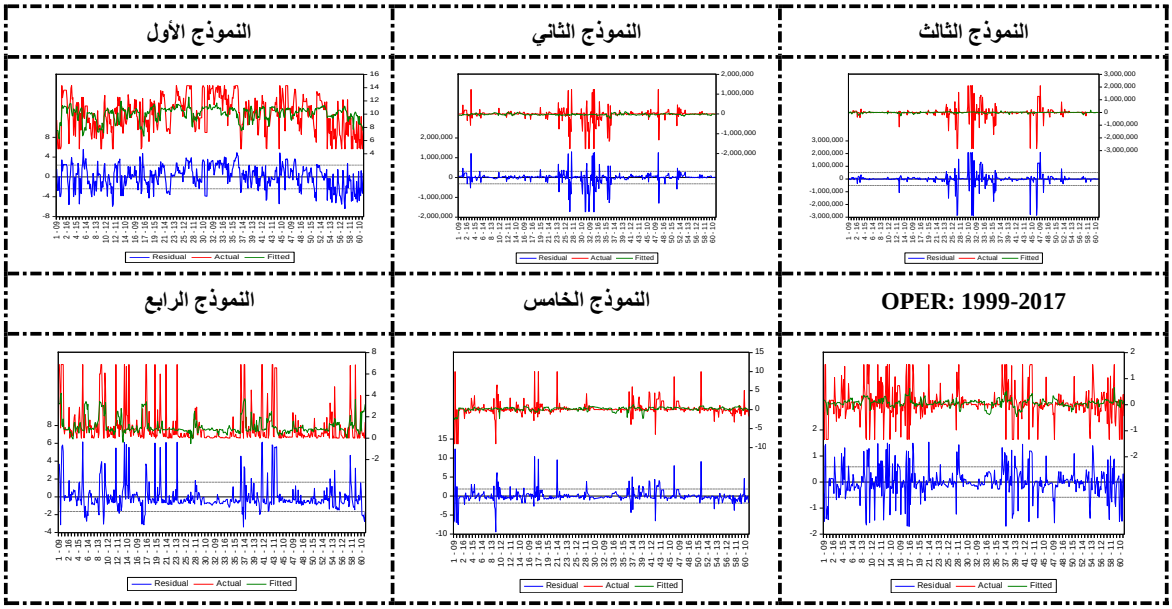
- **تم تحليل النتائج في ضوء اسلوبي *"Winsorizing 5; Winsorizing 1"* وتمت المفاضلة بينهما على أساس معامل التحديد المعدل لكل نموذج ـ كأحد المعايير الهامة للمفاضلة في هذا الشأن ـ ، لكون اسلوب *"Winsorizing 5"* هي الأفضل في النموذج الأول، والثالث، والسادس، بينما اسلوب *"Winsorizing 1"* الأفضل في باقي النماذج.**
- **يتضح من خلال تحليل التباين (ANOVA) والموضح بالجدول السابق:**
  - **ارتفاع المقدرة التفسيرية ـ مقاسة إجرائيًا بمعامل التحديد R^2[١٤] ـ لنموذجي انحدار يوم نشر التقارير المالية بدلالة أحجام التداول ومدى السعر عن غيرهما من النماذج، فقد فَسَّرت متغيرات الأول ـ تحديدًا: نموذج حجم التداول يوم النشر TV_1 ـ ما يعادل ٢٢.٧% من التغيرات في حجم التداول في ذات التاريخ، وهو ما يعني أن العلاقة الخطية فسرت بالفعل نحو ٢٢.٧% من التباين في حجم التداول يوم الإعلان عن التقارير، وأن ٧٧.٣% من التغيرات تسببها عوامل عشوائية أو أخرى لم تُدرج في النموذج؛ في حين كانت المقدرة التفسيرية للنموذج الآخر ـ تحديدًا: مدى السعر في ذات التاريخ ـ ما يعادل ٢٦.٤% من التغيرات في مدى السعر يوم الإعلان عن التقارير المالية، وهو ما يعني أن ٢٦.٤% من التغيرات في مدى السعر يوم النشر ترجع إلى العلاقة الخطية المُحَدَدَة، وأن ٧٣.٦ ترجع لعوامل أخرى؛ في حين تدنى معامل التحديد لذات العلاقة المُحَدَدَة في نافذتي القياس لانحدارات البحث بمعلومية أحجام التداول ومدى السعر.**
  - **من واقع نتائج اختبار "F-Test" عند مستوى معنوية ٥% يتضح دلالة نماذج البحث، باستثناء نموذجي نافذتي القياس لأحجام التداول (ΔTV_3, ΔTV_{11})؛ فقد بلغت قيمة ودلالة الاختبار لنموذج حجم التداول يوم النشر (F-Value= 18.37846; P-value= 0.000) في حين كانتا (F-Value= 0.6758, 2.18, 0.426; P-value= 0.7129, 0.905) لنافذتي قياس أ حجام التداول على الترتيب؛ كما كانت قيمة ودلالة الاختبار للقياسات الثلاثة لنماذج مدى السعر (F-Value= 22.11, 2.66, 2.48; P-value= 0.000, 0.007, 0.011) على الترتيب؛ ليعني ذلك:**
    - **أنه في كل نموذج من نماذج البحث ـ باستثناء نموذجي نافذتي قياس أحجام التداول ـ هناك متغير مُفَسِر واحد على الأقل له علاقة بعدم التماثل المعلوماتي ـ يمثل المتغير التفاعلي تخمين البحث الحالي ـ مقاسًا بـ "أحجام التداول، و مدى السعر"؛ لتختلف معه أحد معالم النماذج باستثناء النموذج الثاني والثالث (β_1:β_8) عن الصفر.**
    - **تُقبل الفرضية البديلة القائلة "بمعنوية معاملات متغيرات نماذج البحث والقائمة على أحجام التداول ومدى السعر"، وذلك في جميع النماذج باستثناء النموذج الثاني والثالث (ΔTV_3, ΔTV_{11})، والذَيْن تُقبل لهما فرضية العدم والقائلة "بعدم معنوية معاملاتهما"، ليُبَرِر ذلك اللجوء إلى اختبار (T-Test) لتحديد المتغيرات التي أحدثت التباين في عدم التماثل المعلوماتي، والذي يتوقع معه الباحثان أن يكون**

---

١٤ ـ خارج قسمة مجموع مربعات الانحدار SSR على مجموع المربعات الكلية SST

تفاعل ممارسات إدارة الربح مع تغطية المحللين الماليين أحد المتغيرات ذات الدلالة في هذا التأثير (تحديدًا: EM_{it}*$ANACOV_{it}$)، وهو ما سيتضح من المناقشة الإحصائية في ثانيًا.

- يتضح من واقع الجدول السابق (جدول رقم ١٠) صغر قيم الخطأ المعياري للتقدير Standard Error of Estimate، كأحد الإحصاءات الاستنتاجية ـ الجذر التربيعي لـ ((القيم الفعلية للمتغير التابع ـ القيم القدرة له) ^{٢} مقسومًا على حجم العينة مطروحًا منه عدد المتغيرات المستقلة بما فيها الثابت ـ والدالة على تقارب عينة البحث من مجتمعه؛ وبالتالي موثوقية ودقة التقدير، وجودة تمثيل خطوط الانحدار لنقاط شكل الانتشار؛ والمساهمة في جودة توفيق نماذج البحث.
- في ضوء الرسم البياني الموضح أدناه، والمتعلقة بتوزيع القيم الفعلية والملائمة والتقديرية لنماذج البحث، يتضح التقارب بين توزيعها ، مما يعني تقارب القيم المُقَدَّرَة للبيانات من القيم المُشَاهَدَة، حيث وقوعهما داخل المدى المطلوب (٣ :-٣)؛ وبالتالي المساهمة في جودة توفيق نماذج البحث، ومن ثم سلامة النتائج ودقة الاستنتاجات المبنية عليها.



شكل (٧) القيم المقدرة والقيم المُشَاهَدَة

ثانياً: مناقشة إحصائية لنتائج تفاعل تغطية المحللين وإدارة الربح:

في هذا الجزء يناقش الباحثان التفسيرات الإحصائية لمدى دلالة تأثير متغير التفاعل "EM_{it}*$ANACOV_{it}$"، وهو بمثابة حاصل ضرب متغير إدارة الربح مع تغطية المحللين الماليين ـ المتغير المعني به البحث الحالي ـ على عدم التماثل المعلوماتي؛ والتي تحتمل أحد احتمالين: *أولهما*: معنوية معامله ـ تحديداً: "β_3" ـ، والتي إذا ما أُكتشفت فإن ذلك يجعل من معنوية المتغيرين الأساسيين ـ تحديدًا: التغطية وإدارة الربح ـ أمرًا غير هام، بل لامعنى لتفسيرهما نهائيًا؛ *ثانيهما*: عدم معنوية ذات المعامل "β_3"، وهو ما يُرجِع بالباحِثَيْنِ إلى ضرورة تفسير مدى دلالة المتغيرَيْن الأساسيَيْن من عدمه، وبالنظر للمخرجات الإحصائية بجدول رقم ١٠) يتضح ما يلي [١٥]:

- **في هذا الصدد، فإنه إذا ـ وفقط إذا ـ اتسم المعامل "β_3" بالدلالة ـ وهذا ما يمثل تخمينًا للبحث الحالي ـ، فلا أهمية إحصائية لتفسير الأثر المُنْفَصل ـ أي الأساسي ـ لكل من تغطية المحللين الماليين وإدارة الربح كل على حدة على عدم التماثل المعلوماتي، بينما يحتاج الأمر لتفسير أثر كل منهما إذا ما لم تتحقق الدلالة؛ وبالنظر لنتائج اختبار "*T-Test*"، لاَحظَ الباحثان ما يلي:**
  - **تحقق دلالة تفاعل المتغيرين في التأثير على عدم تماثل المعلومات في نماذج البحث ـ طبعًا باستثناء نموذجي نافذتي القياس لحجم التداول لطالما كان اختبار "*F-Test*" غير معنوي ـ ؛ فقد بلغت قيمة ومعنوية الاختبار في نموذج حجم التداول يوم الإعلان عن التقارير (TV_1) عند مستوى معنوية ١% (T-Value= 2.4, P-Value = 0.01 ≤ α = 0.05)؛ في حين كانت قيمة ومعنوية الاختبار في نموذجي نافذتي حجم التداول (TV_3;TV_{11}) (T-Value= 1.18, 1.43; P-Value = 0.23, 0.1 > α = 0.05)؛ كما كانت قيمة ومعنوية الاختبار في نماذج مدى السعر *(BA_1;BA_3;BA_{11})* على الترتيب (T-Value= -3.3, -3.27, -2.6; P-Value = 0.0008, 0.001,0.009 < α = 0.05)؛ ليعني ذلك وجود دلالة إحصائية لتأثير التفاعل المذكور على عدم التماثل المعلوماتي مقاسًا بحجم التداول يوم الإعلان عن التقارير المالية، وبمدى السعر بكل القياسات المستخدمة.**
  - **لطالما أُكْتُشِفَتْ معنوية لتفاعل المتغيرين محل الاهتمام "تحديدً: إدارة الربح والتغطية" في التأثير على عدم التماثل المعلوماتي ـ باستثناء القياس المتعلق بنافذتي قياس أحجام التداول ـ، فإن الأمر يعني:**
    - **لا أهمية للنظر في مدى تحقق معنوية معاملات الانحدار الفردية للمتغيرَيْن المفسرَيْن المتفاعلَيْن (تحديداً: معامل β_1، ومعامل β_2)؛ حيث الأثر المنفصل لكل منهما غير واضح ولا يمكن تفسيره، بل يعتمد أحدهما على حالة الآخر في إحداث الأثر على عدم تماثل المعلومات.**
    - **بالنسبة لنافذتي قياس أحجام التداول (TV_3; TV_{11})، فإنه يجب الرجوع للتأثير المنفصل لكل متغير من المتغيرين المتفاعلين ـ كل على حده ـ؛ ولكن لطالما كانت نتيجة اختبار "*F-Test*" غير معنوي، فإن تأثيرهما على عدم التماثل المعلوماتي يكون بالتبعية غير معنوي.**
- **بالنظر لمعالم ميول معادلات الانحدار، يتضح أن زيادة تغطية المحللين الماليين بمقدار محلل واحد يغير من تأثير إدارة الربح على حجم التداول ـ في الاتجاه الموجب ـ بمقدار ٧.٦، وعلى مدى السعر ـ في الاتجاه**

١٥ لمزيد من التفاصيل حول تفسيرات الانحدار التفاعلي، راجع (أبو العز، ٢٠٢٢)

السالب - بمقدار ٣.٠٦جـ وذلك في يوم الإعلان عن التقارير المالية - ولا أهمية طبعًا للنظر في ميلي انحداري نافذتي القياس لحجم التداول لطالما كان النموذجان غير معنويين -؛ بينما كان التغيير - في الاتجاه السالب - بمقدار (١٩.٠جـ، ٠.٧٥ جـ) في نافذتي ثلاثة أيام والإحدى عشر يومًا لمدى السعر، وهو ما اختلف عن مقدار تأثير كل متغير على حدة بدون التفاعل، حيث أظهرت النتائج أن تأثير زيادة متغيري إدارة الر بح والتغطية - كل على حدة - بمقدار وحدة واحدة أدى لزيادة حجم التداول يوم النشر بمقداري (٠.٠٧١، ٠.٢٠٩) لهما على الترتيب؛ في حين كان مقدار تأثيرهما - أي إدارة الربح والتغطية - على مدى السعر يوم الإعلان بمقدار (١.٠٥، ٠.١) على الترتيب، وبمقدار (٠.٧ ، ٠.٠٢) في نافذة الثلاثة أيام، في حين كان مقدار التغيير لنافذة الإحدى عشر يومًا ما يعادل (٠.٢، ٠.٠٠٣).

- في ضوء النقاط السابقة والدالة على الدلالة الإحصائية لمعامل التفاعل "β_3" ، على القياسات المختلفة لحجم التداول ومدى السعر - باستثناء قياسي (TV_3, TV_{11}) - فإنه يمكن استخلاص:
  - قبول الفرضية الإحصائية البديلة والقائلة "بتفاعل إدارة الربح وتغطية المحللين الماليين في التأثير على عدم التماثل المعلوماتي ($H_1: \beta_3 > 0$)"؛ ورفض فرضية العدم والقائلة " بعدم تفاعل ارة الربح وتغطية المحللين الماليين في التأثير على عدم التماثل المعلوماتي ($H_0: \beta_3 = 0$)"
  - تعتبر تغطية المحللين الماليين للشركات المصرية متغيرًا منظمًا مؤثرًا لاستجابة عدم التماثل المعلوماتي لممارسات إدارة الربح، وهو ما يعني قبول الفرضية البحثية الثانية، وهو ما سيوضح الباحثان مضامينها في الجزء التالي.

ثالثا: مضامين النتائج:

يُجْمِل الباحثان المناقشة الإحصائية للنتائج السابقة في الجدول التالي:

جدول (١١) ملخص نتائج فرضيتا البحث

النماذج / المتغيرات المفسرة		حجم التداول			مدى السعر			القرار
		يوم النشر	نافذة ٣	نافذة ١١	يوم النشر	نافذة ٣	نافذة ١١	
الأثر التفاعلي	إدارة ربح وتغطية	معنوي		غير معنوي	معنوي			رفض العدم عدا نافذتي القياس لأحجام التداول، وبالتالي قبول الفرضية البحثية الثانية
الأثر الأساسي	مستقل EM	معنوي	غير معنوي		معنوي	غير معنوي	معنوي	
	منظم ANAC	غير معنوي			معنوي		غير معنوي	
	ضابط SIZE	غير معنوي			غير معنوي	معنوي	غير معنوي	
	ضابط LEV	معنوي	غير معنوي		معنوي	غير معنوي		
	ضابط ROA	معنوي	غير معنوي		معنوي	غير معنوي		
	ضابط EBS	معنوي	غير معنوي		غير معنوي			
	ضابط BV	غير معنوي			غير معنوي			

في ضوء النتائج الإحصائية السابق مناقشتها، وباستخدام نموذج *"JONES"* المعدل من قِبل دراسة (Dechow *et al.*, 1995) كأحد النماذج الرائدة في قياس جودة الاستحقاقات والمُعَبِر عن مدى قيام الشركة بممارسات إدارة الربح، من خلال قياس الانحراف المعياري لبواقي النموذج، في الفترة ٢٠١٠-٢٠١٩، فإنه تجدر الإشارة إلى وجود درجة ما وإنْ كانت منخفضة من ممارسات إدارة الربح في سوق الأوراق المالية المصرية؛ حيث انخفاض الانحراف المعياري لبواقي النموذج، وبالتالي ارتفاع متوسط جودة الاستحقاقات في العينة ـ حسبما أشارت الإحصاءات الوصفية في هذا الشأن ـ؛ وهو ما يرى معه الباحثان:

- ارتباط الاستحقاقات في عينة البحث ـ ومن ثم البيئة المصرية بناءً على تعميم نتائج الاختبار ـ بالتدفقات النقدية بشكل أفضل، وبالتالي سلامة تقاريرها المالية إلى حد كبير من ممارسات إدارة الربح، وتعبير أرباحها بصدق عن أرباحها الاقتصادية، وبالتالي زيادة مقدرتها على التنبؤ بالأرباح المستقبلية للشركة؛ وهو ما يساهم في تحسين جودة المعلومات المحاسبية بالشكل الذي يُزيد من درجة الموثوقية في هذه المعلومات، ومن ثم تخفيض درجة عدم التماثل المعلوماتي.
- حرص الشركات في البيئة المصرية على أن تكون تقاريرها المالية أكثر معلوماتية من خلال الحد من انتهازية الممارسات الإدارية أو إضفاء المعلوماتية على تلك الممارسات، وبالتالي تقليل درجة عدم التأكد، والحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون، مما يساهم في زيادة دقة السوق لموقف الشركة.

وفي ضوء معامل الاختلاف لجودة الاستحقاقات بين شركات عينة البحث ـ حسبما أشارت الإحصاءات الوصفية في هذا الشأن ـ، وبعد إجراء التحليلات الممكنة، توصل الباحثان لمعنوية تأثير تغطية المحللين الماليين على علاقة إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات مقيساً بحجم التداول في سوق الأوراق المالية المصرية في تاريخ نشر التقارير المالية ($\beta_3 > 0$; P-Value = 0.01)، وعدم معنوية التفاعل في نافذتي القياس (TV_3,TV_{11}) على الترتيب (P-Value = 0.23;0.1)؛ كما توصل الباحثان لمعنوية تفاعل إدارة الربح والتغطية في التأثير السالب على مدى السعر كمقياس لعدم التماثل بالقياسات الثلاثة (BA_1;BA_3;BA_{11}) على الترتيب (P-Value = 0.0008,

(0.001,0.009 < α = 0.05؛ليعني ذلك:

- **مقدرة المحللين الماليين في البيئة المصرية على تحقيق المعلوماتية على ممارسات إدارة الربح، وهو ما ظهر جليًا في انخفاض مستوى عدم التماثل المعلوماتي في ظل تلك الممارسات ـ بأغلب القياسات المستخدمة ـ إذا ما أُقْتِرَنت تلك الممارسات بتغطية أعلى للمحللين الماليين. وهو ما يعني:**
  - **أن المحللين الماليين في السوق المصرية يمثلون إشارة جيدة للسوق المصرية عن العديد من الممارسات الإدارية، وبالتالي مقدرتهم على إحداث العديد من ردود الأفعال السوقية، ليؤكد ذلك على فكرة الأدوار الرقابية لهم من خلال عمق عمليات التحليل المحاسبي لهم، وهو ما يتفق مع اتجاه العديد من الأدبيات، مثل (Du and Osmonbekov, 2020; Insiawati *et al.*, 2018; Murg *et al.*, 2016; Degeorge *et al.*, 2013; Jegadeesh and Kim, 2010; Schmid and Zimmerman, 2003).**
  - **يمكن للمحللين الماليين أن يؤدوا دور الحوكمة في عمليات الرقابة، وبالتالي مقدرتهم على الحد من وجود ممارسات إدارية سيئة، لخبرتهم في التعامل مع كافة المعلومات الخاصة بالشركة والصناعة.**
- **تَدَني مقدرة المحللين الماليين على إرسال تلك الإشارات عن ممارسات إدارة الربح إلى سوق الأوراق المالية المصرية، بالشكل الذي يتدنى معه استجابة أحجام التداول بزيادة المدة بعد الإعلان عن التقارير المالية؛ بسبب استفادة المستخدمين من تلك المعلومات في يوم النشر، وهو ما يتفق إلى حد كبير مع اتجاه دراسة (سمعان، ٢٠١٨) عند دراستها ـ في أحد فرضياتها ـ لمدى استجابة أحجام التداول لتفاعل الإفصاح الاختياري مع الحوكمة، حيث استجابة أحجام التداول للتفاعل يوم النشر مع انخفاض المعنوية في الأيام التالية؛ وكذلك تتفق النتائج مع اتجاه دراسة (أحمد، ٢٠١٥) والتي تمت في البيئة المصرية أيضًا، والتي من خلالها اتضح تدني استجابة أسعار الأسهم لتفاعل شفافية الإفصاح مع الحوكمة مع زيادة المدة بعد نشر التقارير.**
- **في ضوء استجابة مدى السعر بالقياسات المختلفة للتفاعل المذكور، فإن المحللين الماليين لديهم المقدرة على تحقيق نوع من المساواة في نقل وتحويل المعلومات ـ وبالتالي الحد من المعلومات الداخلية ـ للسوق المصرية، وتحقيق فرص أكبر للتبادل؛ من خلال إحداث تقارب بين أعلى طلب مقدم وأدنى عرض لأسعار الأسهم، ومن ثم زيادة درجة التماثلية في المعلومات بين جميع المشاركين؛ وإنْ كان ذلك يختلف مع اتجاه دراسة (سمعان، ٢٠١٨) من عدم استجابة مدى السعر بكل القياسات لتفاعل إدارة الربح مع الحوكمة والإفصاح الاختياري[١٦]، واستجابته يوم النشر فقط لتفاعل إدارة الربح مع التحصين الإداري والإفصاح الاختياري؛ وهو ما يؤكد أهمية متغير تغطية المحللين الماليين في تحقيق الرقابة في البيئة المصرية عن غيره من المتغيرات والتي تمت في البيئة المصرية.**
- **تأثيرات ممارسات إدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي دالة في معلوماتيتها والتي تعد هي الأخرى دالة في فعالية المحللين الماليين من خلال تغطيتهم للشركات.**

١٦ ـ التفاعل هنا ثلاثي بين ثلاثة متغيرات.

في ضوء ذلك يُبَرهِن الباحثان في البحث الحالي على صدق تفاعل إدارة الربح وتغطية المحللين الماليين في الحد من عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية، إلى الدرجة التي يمكن القول فيها بأن إدارة الربح يمكن أن تقلل من عدم تماثل المعلومات إذا ما زادت معدلات تغطية المحللين الماليين للشركات المصرية؛ ليؤكد ذلك على أن المحللين الماليين يمكن أن يكونوا بمثابة إشارات فعالة لمشاركي السوق عن مدى جودة الممارسات الإدارية، ومن ثم التقليل من بحث السوق عن المعلومات الخاصة، مما يؤدي في النهاية لتحقيق التماثلية في المعلومات لدى جميع المشاركين، والتحديد الدقيق لقيمة وموقف الشركات محل الاستثمار؛ وهو ما يستدعي من الجهات المعنية ضرورة وضع مؤشرات واضحة تُمَّكِن المحللين الماليين من فعالية وعمق إجراء عمليات التحليل المحاسبي على البيانات، ويعرض الباحثان فيما يلي بعض الأفكار لدراسات مستقبلية في هذا الشأن:

أفكار مستقبلية:

- **تأثير تغطية المحللين الماليين على علاقة إدارة الربح بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية.**
- **تأثير تغطية المحللين الماليين على التحفظ المحاسبي بعدم التماثل المعلوماتي.**
- **تحديد اتجاه السببية للعلاقة بين تغطية المحللين الماليين وجودة التقارير المالية.**

المراجـع :

اولاً: المراجع باللغة العربية:

أبو العز، محمد السعيد، ٢٠٢٢. مناهج وطرق البحث في العلوم الاجتماعية. كلية التجارة. جامعة الزقازيق.

التميمي، عباس حميد يحيي.، الساعدي، حكيم حمود فليح. ٢٠١٥. *إدارة الأرباح: عوامل نشوئها وأساليبها وسبل الحد منها* . كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، الطبعة الأولى.

السيد ، صفا محمود .٢٠٠٥.التوسع في الافصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلومات في البورصة المصرية. *مجلة البحوث التجارية المعاصرة* ١٩(١):١ -٤٩.

جمعة، محمد إبراهيم إبراهيم.٢٠١٧. دور جودة الأرباح المحاسبية في الحد من عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة رأس المال" مع دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة.

جنيدي، محمد سعيد محمد. ٢٠٠٤. أثر الدور التعاقدي للمعلومات المحاسبية على درجة التحفظ المحاسبي وانعكاس ذلك على إدارة الأرباح: دراسة تحليلية. المجلة العلمية للتجارة والتمويل ٢: ٥٥ – ٩٥.

سمعان، أحمد محمد شاكر حسن. ٢٠١٨. المتغيرات المُنَظِمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية: منهج إمبريقي. *مجلة الفكر المحاسبي* ٢٢(٤): ١٣٥٨- ١٤٣٩.

سمعان، أحمد محمد شاكر. ٢٠١٥. أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين مستوى تطبيق الحوكمة ودقة وتشتت تنبؤات المحللين الماليين للأرباح والتدفقات النقدية– دراسة تجريبية"، *رسالة دكتوراة غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

سمعان، أحمد محمد شاكر. ٢٠٢٠. المتغيرات المنظمة لعلاقة الثقة الإدارية الزائدة بتعديلات القوائم المالية (منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية)، مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية ٤(٣) : ١-٧٥.

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* ٣٦(١): ٢٦٥-٣٤٤.

عوض، آمال محمد محمد، ٢٠١١. تحليل العلاقة بين جودة الأرباح المحاسبية وظاهرة عدم تماثل المعلومات وأثرها على تكلفة رأس المال. *مجلة الفكر المحاسبي* ١٥(٢):١-٤٩.

عياد، أمير عاطف نصحى. ٢٠١٠. أثر الافصاح المحاسبي العادل على تنشيط سوق الاوراق المالية بهدف دعم ثقة المستثمرين دراسة تطبيقية، *رسالة ماجستير غير منشوره*، كلية التجارة، جامعة عين شمس.

عيسى، سمير كامل محمد. ٢٠٠٨. أثر جودة المراجعة الخارجية على عمليات إدارة الأرباح. *مجلة التجارة للبحوث العلمية* ٤٥(٢).

كريمة، دينا عبد العليم. ٢٠١١. أثر تباين المعلومات بين المستثمرين على تكلفة رأس المال – دراسة تطبيقية على قطاع البنوك في مصر. *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية* ٤.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية:

Abad, D., Gomariz, F., Ballesta, J. and Yague, J. 2018. Real Earnings Management and Information Asymmetry in the Equity Market. ***European Accounting Review*** **27(2): 209-235.**

Ajina, A., Sougné, D. and Laouiti, M. 2013. Do Board Characteristics affect Information Asymmetry? ***International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*** **12: 660-675.**

Akerlof, G. A. 1970. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. ***The Quarterly Journal of Economics*** **84(3):488-500.**

Alves, H., 2011. Corporate Governance Determinants of Voluntary Disclosure and Its Effects on Information Asymmetry: An Analysis for Iberian Peninsula listed Companies. ***Doctoral Dissertation, Faculty of Economics, University of Coimbra, Portugal. http://hdl.handle.net/ 10316/20365.***

Arar, S.S., al-sheikh, E. and Hardan, A. 2018. The Relationship between Earnings Management and Stock Price Liquidity. ***International Journal of Business and Management*** **13(4):99.**

Arya, A., Glover, J. and Sunder, S. 2003. Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders? ***Accounting Horizons*** **17: 111-116.**

Attah-Gyamfi, E., 2020. Earnings Management and Performance Incentives — The Monitoring Effect of Analysts' Coverage. ***Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3724612 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3724612***

Badertscher, B.A., Collins, D.W., and Lys, T.Z. 2012. Discretionary accounting choices Earnings Management and the Predictive Ability of Accruals with Respect to Future Cash Flows", ***Journal of Accounting and Economics*** **53(1-2): 330-352,** ***https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.11.003.***

Barber, B., Reuven L., McNichols, M. and Trueman, B. 2001. Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns. ***Journal of Finance*** **56(2):531-563.**

Basu, S. 1997. The Conservatism Principle and Asymmetric Timeliness of Earnings. ***Journal of Accounting and Economics*** **24(1): 1-37.**

Beneish, M. 2001. Earnings Management: A Perspective. ***Managerial Finance*** **27(12): 3-17.**

Bhattacharya, N., Desai, H and Venkataraman, K. 2008. Earnings Quality and Information Asymmetry: Evidence From Trading Costs. ***Available at: www.ssrn com, Active in 20/4/2021.***

Bloomfield, R. and Fischer, E. 2011. Disagreement and Cost of Capital. ***Journal of Accounting Research*** **49(1): 41-86.**

Boujelbene, Y. and Besbes, L. 2012. The Determinants of Information Asymmetry between Managers and Investors: A Study on Panel Data. ***IBIMA Business Review. 10.5171/2012.818936.***

Brown, S., Hillegeist, A., Lo, K. 2008. The effect of Earnings Surprises on Information Asymmetry. ***Journal of accounting & Economics Forthcoming*** **47(3): 208-225.**

Chen, J., Cumming, D., Hou, W. and Lee, E. 2016. Does the External Monitoring Effect of Financial Analysts Deter Corporate Fraud in China? ***Journal of Business Ethics*** **13 (4): 727-742.**

Chi, W and Wang, C. 2010. Accounting Conservatism in A Setting of Information Asymmetry Between Majority and Minority Shareholders. ***The International Journal of Accounting*** **45(4): 465-489.**

Cohen, B. and Dean, T. 2005. Information Asymmetry and Investor Valuation of IPOs: Top Management Team Legitimacy As A Capital Market Signal. ***Strategic Management Journal*** **26(7): 683-690.**

Cormier, D., Houle, S. and Josée, M. 2013. The Incidence of Earnings Management on Information Asymmetry in An Uncertain Environment: Some Canadian evidence. ***Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*** **22: 26– 38.**

Cormier, D., Ledoux, M. and Magnan, M. 2012. The Moderating Effect of Voluntary Disclosure on The Relation Between Earnings Quality and Information Asymmetry: Some Canadian Evidence. ***International Journal of Accounting Auditing and Performance Evaluation*** **8(2): 157-183.**

Cormier, D., Ledoux, M., Magnan, M. and Aerts, W. 2010. Corporate Governance and Information Asymmetry between Managers and Investors. ***Corporate Governance*** **10(5): 574-589,** ***https://doi.org/10.1108/14720701011085553.***

Cotter, J. and Young, S.M. 2007. Do Analysts Anticipate Accounting Fraud?. ***http://ssrn.com/abstract=981484.***

Dechow, P., Sloan, R. and Sweeney, A. 1995. Detecting Earnings Management" The Accounting Review 70(2): 193-225.

Degeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T. and Stolowy, H. 2013. Analyst Coverage, Earnings Management and Financial Development: An International Study. *J. Account. Public Policy* 32: 1-25.

Demski, J.S., Frimor, H., and Sappington, D.E.M. 2004. Efficient Manipulation in a Repeated Setting. *Journal of Accounting Research* 42(1):31-49, *https://www.jstor.org/stable/3542325*.

Derrien, F., Kecskes, A and Mansi, S. 2016. Information Asymmetry, The Cost of Debt and Credit Events: Evidence from Quasi-Random Analyst Disappearances. *Journal of Corporate Finance* 39: 295-311.

Desai, H., Rajgopal, S. and Venkatachalam, M. 2004. Value-Glamour and Accruals Mispricing: one Anomaly or Two? *The Accounting Review* 79(2): 355–386.

Doukas, J., Kim, C., Pantzalis, C. 2004. Abnormal Analyst Coverage, External Financing and Firm Investment. *Available at: www. Ssrn.com. Active in 20/5/2021*.

Du, D. and Osmonbekov, T. 2020. Direct Effect of Advertising Spending on Firm Value: Moderating Role of Financial Analyst Coverage. *International Journal of Research in Marketing*37(1):196-212, *https://doi.org/10.1016 /j.ijresmar.2019.07.005*.

Dyck, A., Morse, A. and Zingales, L. 2010. Who Blows the Whistle on Corporate Fraud? *The Journal of Finance* 65(6): 2213-2253, *http://www.jstor. org/stable/23324409*.

Elaoud, A. and Jarboui, A. 2017. Auditor Specialization, Accounting Information Quality and Investment Efficiency. *Research in International Business and Finance* 42:616-629.

Goh, B., Lee, G., Ng, J. and Yong, K. 2016. The Effect of Board Independence on Information Asymmetry. *European Accounting Review* 3(1): 155-182, *Available at:Available at: https://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/1435*.

Gregoriou, A., Ioannidis, C. and Skerratt, L. 2005. Information Asymmetry and the Bid- Ask Spread: Evidence from UKI. *Journal of Business Finance and accounting* 32(9-10): 1801-1829.

Hassan, A. 2015. Investigating the Role of Voluntary Disclosure in Mitigating Information Asymmetry among Equity Investors in Concentrated Ownership Structures: An Empirical Study. ***Master thesis department Accounting and Auditing, Suez Canal University.***

Hoechle, D. 2007. Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence. The Stata Journal 7(3): 281-312, https://doi.org/10.1177/1536867X0700700301.

Huynh, T., Wu, j and Duong, A., 2020. Information Asymmetry and firm value: Is Vietnam different? The Journal of Economic Asymmetries 21(C), ***www.elsevier.com/locate/jeca.***

Insiawati, A., Rahmawati, R. and Gunardi, A. 2018. Information Asymmetry and Accounting Conservatism: Does Analyst Coverage Moderate the Results? ***Journal of International Studies*** **11(3): 176-190.**

Irani, R and Oesch, D. 2016. Analyst Coverage and Real Earnings Management: Quasi-Experimental Evidence. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis*** **51(2): 589-627.**

Jegadeesh, N. and Kim, W. 2010. Do Analysts Herd? An Analysis of Recommendations and Market Reactions. ***https://ssrn.com/abstract=957192 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.957192.***

Jin, Z., Lin, B. and Lin, C. 2021. Client Relationships, Analyst Coverage, and Earnings Management. ***Accounting Horizons,*** **https://doi.org/10.2308/HORIZONS-19-024**

Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S. and Kim, Y. S. 2008. Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial? An Agency Theory Perspective. ***International Review of Financial Analysis*****17(3): 622-634.**

Karmani, M. and Ajina, A. 2012. Market Stock Liquidity and Corporate Governance. ***29th International Conference of the French Finance Association (AFFI), Available at SSRN: https://ssrn.com/ abstract=2084707.***

Khan, A.S. 2013. Earnings Management and Stock Prices Liquidity. ***Journal of Business and Economic Management*** **1(3): 036-040.**

Khan, H., Ghosh, S. and Akter, S. 2006. Corporate Governance Reporting AS A Voluntary Disclosure: A Study on the Annual Reports of Square Group. ***BRAC University Journal*** **3(2): 9-16.**

Khatali, K. 2018. Identifying Effects of Information Asymmetry on Firm Performance. ***International Journal of Economics, Finance and Management Sciences*** **8(2): 75-83.**

Kim, J.B. Lu, L.Y. and Yu, Y. 2019. Analyst Coverage and Expected Crash Risk: Evidence from Exogenous Changes in Analyst Coverage. ***The Accounting Review*** **94(4): 345-364,** ***https://doi.org/10.2308/accr-52280.***

Knyazeva, D. 2007. Corporate Governance, Analyst Following, and Firm Behavior. ***Working Paper, New York University, New York.***

Krische, S.D. and Lee, C.M. 2000. The Information Content of Analyst Stock Recommendations. ***Working paper, Johnson Graduate School of Management,*** **Cornell University, New York, NY,** ***https:// papers.ssrn. com/ sol3/papers.cfm?abstract_id=254547.***

Lakhal, F. 2008. Stock Market liquidity and Information Asymmetry Around Voluntary Earnings Disclosures: New Evidence from France. ***International Journal of Managerial Finance*** **4(1); 60-75.**

Lang, M. and Lundholm, R. 2000. Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hyping the Stocks? ***Contemporary Accounting Research*** **17(4): 623-662.**

Li, F., Abeysekera, I and Ma, S. 2011. Earnings Management and The Effect of Earnings Quality in Relation to Stress Level and Bankruptcy Level of Chinese Listed Firms. ***Corporate Ownership & Control*** **9(1): 366-391.**

Linhares, F., Costa, F. and Beiruth, A. 2018. Earnings Management and Investment Efficiency. ***Revista Brasileira de Gestao de Negocios*** **20(2):295-310.**

Louis, H., Robinson, D. 2005. Do Managers Credibly Use Accruals to Signal Private Information? Evidence from the Pricing of Discretionary Accruals Around Stock Splits. ***Journal of Accounting and Economics*** **39(2): 361-380,** ***https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.07.004.***

Lu, C., Chen, T. and Liao, H. 2010. Information Uncertainty, Information Asymmetry and Corporate Bond Yield Spreads. ***Journal of Banking & Finance*** **34(9): 2265-2279.**

Machdar, N., Manurung, A. and Murwaningsari, E. 2017. The Effects of Earnings Quality, Conservatism, and Real Earnings Management on the Company's Performance and Information Asymmetry as a Moderating Variable. ***International Journal of Economics and Financial*** **7(2): 309-308.**

Marhfor, A., Ghilal, R. and Mzali, B. 2015. The Monitoring Role of Financial Analysts: An International Evidence. ***American Journal of Industrial and Business Management*** **5: 258-263,** ***https://file.scirp. org/pdf/ AJIBM_ 2015051515014240.pdf.***

Mckee, T. 2005. ***Earnings Management, An Executive Perspective,*** **Mason, OH: THOMPSON/ South Western, 2005, PP. X, 206.**

Melinda, D and Barokah, Z. 2019. The Effect of Earnings Quality on Cost of Equity Through Information Asymmetry: An Empirical Study of the Manufacturing Companies in the Indonesia Stock Exchange. ***The Indonesian Journal of Accounting Research*** **22(3): 397-418**.

Mulford, C., and Comiskey, E. 2002. ***The Financial Numbers Game, Detecting Creative Accounting Practices*****. New York: John Wiley & Sons, Inc.**

Murg, M., Pachler, M. and Zeitlberger, A. 2016. The Impact of Analyst Recommendations on Stock Prices in Austria (2000–2014): Evidence from a Small and Thinly Traded Market. ***Central European Journal of Operations Research*** **24 (3): 595–616.**

Noronha, C., Zeng, Y. and Vinten, G. 2008. Earnings Management in China: An Exploratory Study. ***Managerial Auditing Journal*** **23(4): 367-385.**

Nouri, Y. and Abaoub, E. 2015. Earnings Managements and Analyst Coverage Changes Around IFRS Implementation: Evidence From France. ***International Journal of Business and Finance Research*** **9 (3): 83-94.**

Osborne, S. 2020. Abnormal Returns And Asymmetric Information Surrounding Strategic and Financial Acquisitions. ***Accounting & Finance*** **60(4): 3991-4030.**

Parfet, W. 2000. Accounting Subjectivity and Earnings Management: A preparer perspective. ***Accounting Horizons*** **14(4): 481-488.**

Petersen, C. and Plenborg, T. 2006. Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Denmark. Journal of International Accounting Auditing and Taxation 15(2): 127-149.

Piotroski, J.D., Roulstone, D.T. 2004. The Influence of Analysts, Institutional Investors, and Insiders on the Incorporation of Market, Industry, and Firm-Specific Information into Stock Prices. ***The Accounting Review*** **79(4):, 1119- 1151,** ***http://dx.doi.org/10.2308/accr.***

Pituch, K.A. and Stevens, J. P. 2016. ***Applied Multivariate Statistics for the Social Sciences*****. Sixth edition. Routledge.**

Ravi, R. and Hong, Y. 2014. Opacity of a Firm and Information Asymmetry in the Financial Market. ***Journal of Empirical Finance*** **25: 83-94.**

Ronen, J. and Yaari, V. 2008. ***Earnings Management Emerging Insights in Theory. Practice and Research*****. Part of the Springer Series in Accounting Scholarship Book Series (KLAS, volume 3).**

Sadka, G. 2007. Understanding stock price volatility: The role of earnings. ***Journal of Accounting research*** **45(1): 199-228.**

Salehi, H., Rezaie, H. and Ansari, F. 2014. Corporate governance and information asymmetry. ***Management Science Letters*** **4(8): 1829-1836.**

Salimi, S. and Naslmosavi, S.2015. Investigating the Relation between Earnings Management and Information Asymmetry of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange. ***Buletin Teknologi Tanaman*** **12 (2): 324-326.**

Saltaji, I. 2013. Corporate Governance and Agency Theory How to Control Agency Costs. ***Internal Auditing and Risk Management*** **32(1):51-64.**

Schmid, M. and Zimmerman, H., 2003. Performance of Second Hand Public Investment Recommendations. ***National Centre of Competence in Research Financial Valuation and Risk Management, Working Paper No. 101***.

Shen, C. 2014. Pecking Order, Access to Public Debt Market and Information Asymmetry. ***International Review of Economics & Finance*** **29 :291-306.**

Shi, W., Connelly, B. and Hoskisson, R.E. 2017. External Corporate Governance and Financial Fraud: Cognitive Evaluation Theory Insights on Agency Theory Prescriptions. ***Strat. Mgmt. J*** **38: 1268–1286,** ***http://dx.doi.org /10.1002/smj.2560*****.**

Stoll, H., 1989. Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests. ***The Journal of Finance*** **44(1):115-134.**

Subramanyam, K.R. 1996. The Pricing of Discretionary Accruals. ***Journal of Accounting and Economics*** **22(1–3): 249-281,** ***https://doi.org/10.1016 /S0165-4101(96)00434-X*****.**

Suijs, J. 2013. Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in the Netherlands. ***Master thesis department Accounting, University of Tilburg.***

Suliga, M. 2016. The Reaction of Investors to Analyst Recommendations of Stocks Listed on the WIG20 Index. ***Managerial Economics*** **17(1):123–147,** ***http://dx.doi.org/10.7494/manage.***

Sun, J. and Liu, G. 2011. The Effect of Analyst Coverage on Accounting Conservatism. ***Managerial Finance*** **37 (1): 5-20.**

Sun, J. and Liu, G. 2016. Does Analyst Coverage Constrain Real Earnings Management? ***The Quarterly Review of Economics and Finance*** **59(C) :131-140.**

Wang, J. 2013. Accounting Conservatism and Information Asymmetry: Evidence from Taiwan. ***International Business Research*** **6(7): 32-43.**

Webster, M. 2014. Information Asymmetry and Transaction Costs in a Cross – Cultural Business Transaction. ***Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Available at: http://hdl.handle.net/ 10438/13468, http://hdl.handle.net/10438/13468.***

Widuri, R., and Sutanto, J. 2019. Differentiation Strategy and Market Competition as Determinants of Earnings Management. ***Available at https://www. researchgate.net/publication/330990212.***

Yassin, M., Ali, H. and Hamdallah, M. 2015. The Relationship between Information Asymmetry and Stock Return in the Presence of Accounting Conservatism. ***International Journal of Business and Management*** **10(5):126-133.**

Ye, C. and Yu, L.H. 2017. The Effect of Restatements on Analyst Behavior. ***Journal of Business Finance and Accounting*** **44(7-8): 986-1014,** ***https://doi.org/10.1111 /jbfa.12255.***

Yu, H., Lin, T., Chang, H and Wang, Y., 2020. The Impact of Political Connection and Information Asymmetry on Investment Efficiency: Evidence from China, ***Available at:: https://www.researchgate.net/Publication 10.3390/ su12145607*****.**

Zhou, H. 2004. The Impact of Increased Accounting Disclosure on Information Asymmetry: A Case of Implementing New Auditing Standards in Emerging Markets. ***Working Paper, University of Texas.***

ملحق البحث
جزء من مخرجات البرامج الإحصائية المستخدمة

اولاً: اختبارات بعض المشاكل الإحصائية:

- **النموذج الأول (TV):**

```
                    Shapiro-Wilk W test for normal data

    Variable |        Obs       W           V         z       Prob>z
-------------+--------------------------------------------------------
          r2 |        472    0.98285      5.478     4.078    0.00002

                     Skewness/Kurtosis tests for Normality
                                                       ------ joint ------
    Variable |        Obs  Pr(Skewness)  Pr(Kurtosis) adj chi2(2)   Prob>chi2
-------------+-----------------------------------------------------------------
          r2 |        472     0.0028        0.0045       14.84         0.0006

    Variable |       VIF       1/VIF
-------------+----------------------
     ACRESw5 |      3.20    0.312475
        ACw5 |      3.16    0.316711
       EPSw5 |      2.32    0.430325
       ROAw5 |      1.93    0.517411
        BVw5 |      1.47    0.681229
      SIZEw5 |      1.33    0.752746
       LEVw5 |      1.28    0.781326
   RESDUALw5 |      1.19    0.837469
-------------+----------------------
    Mean VIF |      1.99
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of lntv1w5
         chi2(1)      =     0.14……..Prob > chi2  =   0.7062
White's test for Ho: homoskedasticity
         against Ha: unrestricted heteroskedasticity
         chi2(44)     =     69.48……..Prob > chi2  =    0.0085
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
---------------------------------------------------
              Source |       chi2     df      p
---------------------+-----------------------------
  Heteroskedasticity |      69.48     44    0.0085
            Skewness |      33.16      8    0.0001
            Kurtosis |      12.57      1    0.0004
---------------------+-----------------------------
               Total |     115.22     53    0.0000
---------------------------------------------------
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      58) =      6.179…. Prob > F =      0.0158
```

- **النموذج الثاني (ΔTV_3):**

```
                    Shapiro-Wilk W test for normal data

    Variable |        Obs       W           V         z       Prob>z
-------------+--------------------------------------------------------
          r4 |        472    0.60712    125.480    11.586    0.00000

                     Skewness/Kurtosis tests for Normality
                                                       ------ joint ------
    Variable |        Obs  Pr(Skewness)  Pr(Kurtosis) adj chi2(2)   Prob>chi2
-------------+-----------------------------------------------------------------
          r4 |        472     0.0000        0.0000        0   .         0.0000
    Variable |       VIF       1/VIF
-------------+----------------------
        ACw1 |      2.23    0.449397
     ACRESw1 |      2.22    0.450506
       EPSw1 |      1.79    0.559720
        BVw1 |      1.47    0.678769
       ROAw1 |      1.39    0.717750
```

```
      SIZEw1 |      1.30    0.772096
   RESDUALw1 |      1.18    0.844117
       LEVw1 |      1.14    0.875139
-------------+----------------------
    Mean VIF |      1.59
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of tv3w1
         chi2(1)      =    48.14……Prob > chi2  =   0.0000
White's test for Ho: homoskedasticity
         against Ha: unrestricted heteroskedasticity
         chi2(44)     =     53.51……Prob > chi2  =    0.1542
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
---------------------------------------------------
              Source |       chi2     df      p
---------------------+-----------------------------
  Heteroskedasticity |      53.51     44    0.1542
            Skewness |       9.81      8    0.2789
            Kurtosis |          .      1         .
---------------------+-----------------------------
               Total |          .     53         .
---------------------------------------------------
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      58) =      0.358         Prob > F =      0.5521
```

- **النموذج الثالث (ΔTV_{11}):**

```
                  Shapiro-Wilk W test for normal data

    Variable |        Obs       W           V         z       Prob>z
-------------+--------------------------------------------------------
          r5 |        472    0.53482    148.571    11.991    0.00000

                   Skewness/Kurtosis tests for Normality
                                                      ------ joint ------
    Variable |        Obs  Pr(Skewness)  Pr(Kurtosis) adj chi2(2)   Prob>chi2
-------------+-----------------------------------------------------------------
          r5 |        472     0.0000        0.0000           0         0.0000

. estat vif
    Variable |       VIF       1/VIF
-------------+----------------------
        ACw1 |      2.23    0.449397
     ACRESw1 |      2.22    0.450506
       EPSw1 |      1.79    0.559720
        BVw1 |      1.47    0.678769
       ROAw1 |      1.39    0.717750
      SIZEw1 |      1.30    0.772096
   RESDUALw1 |      1.18    0.844117
       LEVw1 |      1.14    0.875139
-------------+----------------------
    Mean VIF |      1.59
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of tv11w1
         chi2(1)      =    19.90……..Prob > chi2  =   0.0000
White's test for Ho: homoskedasticity
         against Ha: unrestricted heteroskedasticity
         chi2(44)     =     55.58…….Prob > chi2  =    0.1132
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
---------------------------------------------------
              Source |       chi2     df      p
---------------------+-----------------------------
  Heteroskedasticity |      55.58     44    0.1132
            Skewness |   -2674.50      8    1.0000
            Kurtosis |          .      1         .
---------------------+-----------------------------
               Total |          .     53         .
---------------------------------------------------
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      58) =      3.982        Prob > F =      0.0507
```

- **النموذج الرابع (ΔBA_1):**

```
                    Shapiro-Wilk W test for normal data

    Variable |        Obs       W           V         z       Prob>z
-------------+--------------------------------------------------------
          r7 |        472    0.74368     81.865    10.562    0.00000

                    Skewness/Kurtosis tests for Normality
                                                          ------ joint ------
    Variable |        Obs  Pr(Skewness)  Pr(Kurtosis) adj chi2(2)   Prob>chi2
-------------+-------------------------------------------------------------------
          r7 |        472     0.0000        0.0000           0         0.0000
    Variable |       VIF       1/VIF
-------------+----------------------
     ACRESw5 |      3.20    0.312475
        ACw5 |      3.16    0.316711
       EPSw5 |      2.32    0.430325
       ROAw5 |      1.93    0.517411
        BVw5 |      1.47    0.681229
      SIZEw5 |      1.33    0.752746
       LEVw5 |      1.28    0.781326
   RESDUALw5 |      1.19    0.837469
-------------+----------------------
    Mean VIF |      1.99
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         chi2(1)      =    92.17     Prob > chi2  =   0.000
White's test for Ho: homoskedasticity
         against Ha: unrestricted heteroskedasticity
         chi2(44)     =    108.84     Prob > chi2  =    0.0000
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
---------------------------------------------------
              Source |       chi2     df      p
---------------------+-----------------------------
  Heteroskedasticity |     108.84     44    0.0000
            Skewness |      48.27      8    0.0000
            Kurtosis |      33.94      1    0.0000
---------------------+-----------------------------
               Total |     191.05     53    0.0000
---------------------------------------------------
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      58) =     13.458    Prob > F =      0.0005
```

- **النموذج الخامس (ΔBA_3):**

```
                    Shapiro-Wilk W test for normal data

    Variable |        Obs       W           V         z       Prob>z
-------------+--------------------------------------------------------
          r9 |        472    0.68273    101.331    11.073    0.00000

                     Skewness/Kurtosis tests for Normality
                                                          ------ joint ------
    Variable |        Obs  Pr(Skewness)  Pr(Kurtosis) adj chi2(2)   Prob>chi2
-------------+-------------------------------------------------------------------
          r9 |        472     0.0000        0.0000           .         0.0000

    Variable |       VIF       1/VIF
```

```
-------------+----------------------
        ACw1 |      2.23    0.449397
     ACRESw1 |      2.22    0.450506
       EPSw1 |      1.79    0.559720
        BVw1 |      1.47    0.678769
       ROAw1 |      1.39    0.717750
      SIZEw1 |      1.30    0.772096
   RESDUALw1 |      1.18    0.844117
       LEVw1 |      1.14    0.875139
-------------+----------------------
    Mean VIF |      1.59

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of p3w1
         chi2(1)      =   213.82      Prob > chi2  =   0.0000
White's test for Ho: homoskedasticity
         against Ha: unrestricted heteroskedasticity
         chi2(44)     =    163.7      Prob > chi2  =    0.0000
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
---------------------------------------------------
              Source |       chi2     df      p
---------------------+-----------------------------
  Heteroskedasticity |     163.76     44    0.0000
            Skewness |      21.21      8    0.0066
            Kurtosis |       8.32      1    0.0039
---------------------+-----------------------------
               Total |     193.29     53    0.0000
---------------------------------------------------
Wooldridge test for autocorrelation in panel data
H0: no first-order autocorrelation
    F(  1,      58) =      3.40….   Prob > F =      0.0700
```

- **النموذج السادس (ΔBA_3):**

```
                  Shapiro-Wilk W test for normal data

    Variable |        Obs       W           V         z       Prob>z
-------------+--------------------------------------------------------
         r11 |        472    0.92116     25.181     7.735    0.00000

                    Skewness/Kurtosis tests for Normality
                                                              ------ joint ------
    Variable |        Obs  Pr(Skewness)  Pr(Kurtosis) adj chi2(2)   Prob>chi2
-------------+-----------------------------------------------------------------
         r11 |        472     0.1847        0.0000       17.12         0.0002
    Variable |       VIF       1/VIF
-------------+----------------------
     ACRESw5 |      3.20    0.312475
        ACw5 |      3.16    0.316711
       EPSw5 |      2.32    0.430325
       ROAw5 |      1.93    0.517411
        BVw5 |      1.47    0.681229
      SIZEw5 |      1.33    0.752746
       LEVw5 |      1.28    0.781326
   RESDUALw5 |      1.19    0.837469
-------------+----------------------
    Mean VIF |      1.99
. # Heteroscedasticity
Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
         Ho: Constant variance
         Variables: fitted values of p11w5
         chi2(1)      =    71.55  Prob > chi2  =   0.0000
White's test for Ho: homoskedasticity
```

```
         against Ha: unrestricted heteroskedasticity

         chi2(44)     =    165.20……..Prob > chi2  =    0.0000
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test
---------------------------------------------------
              Source |       chi2     df      p
---------------------+-----------------------------
  Heteroskedasticity |     165.20     44    0.0000
            Skewness |      34.71      8    0.0000
            Kurtosis |      66.27      1    0.0000
---------------------+-----------------------------
               Total |     266.18     53    0.0000
---------------------------------------------------
    F(  1,      58) =      3.593   Prob > F =      0.0630
```

ثانيًا: نتائج الاختبارات:

- **النموذج الأول (TV_1):**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESDUALW5	0.710267	1.076415	0.659845	0.5097
ACW5	0.209162	0.097265	2.150431	0.0320
ACRESW5	7.612651	3.121780	2.438561	0.0151
EPSW5	-0.177623	0.038841	-4.573125	0.0000
BVW5	-0.011531	0.006509	-1.771648	0.0771
SIZEW5	0.122332	0.111747	1.094720	0.2742
LEVW5	-1.136097	0.585259	-1.941187	0.0528
ROAW5	-2.393851	1.176014	-2.035563	0.0424
C	8.987909	2.116978	4.245632	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.241018	Mean dependent var	13.15089
Adjusted R-squared	0.227904	S.D. dependent var	8.182897
S.E. of regression	2.365603	Sum squared resid	2590.985
F-statistic	18.37846	Durbin-Watson stat	0.988636
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.154147	Mean dependent var	10.08198
Sum squared resid	2660.938	Durbin-Watson stat	0.804298

- **النموذج الثاني (Δ TV_3):**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESDUALW1	149202.7	123156.0	1.211493	0.2263
ACW1	-6443.106	4054.295	-1.589205	0.1127
ACRESW1	65182.80	55232.64	1.180150	0.2385
EPSW1	-127.2701	838.5118	-0.151781	0.8794
BVW1	-307.7359	382.2567	-0.805051	0.4212
SIZEW1	10354.52	9176.925	1.128321	0.2598
LEVW1	-21133.29	29700.78	-0.711540	0.4771

ROAW1	243853.3	150689.9	1.618246	0.1063
C	-237543.0	189471.9	-1.253711	0.2106

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	76127.01	0.0582
Idiosyncratic random	306268.7	0.9418

Weighted Statistics			
R-squared	0.011543	Mean dependent var	-19082.57
Adjusted R-squared	-0.005537	S.D. dependent var	305148.8
S.E. of regression	305992.4	Sum squared resid	4.34E+13
F-statistic	0.675832	Durbin-Watson stat	2.019125
Prob(F-statistic)	0.712983		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.016177	Mean dependent var	-23326.58
Sum squared resid	4.58E+13	Durbin-Watson stat	1.912049

- **النموذج الثالث (ΔTV_{11}):**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESDUALW1	-7786.286	211920.1	-0.036742	0.9707
ACW1	-14782.53	8444.365	-1.750579	0.0807
ACRESW1	105751.4	73631.87	1.436217	0.1516
EPSW1	3628.975	1945.282	1.865527	0.0627
BVW1	-504.3334	340.4017	-1.481583	0.1391
SIZEW1	382.1221	13321.79	0.028684	0.9771
LEVW1	-27469.31	49486.29	-0.555089	0.5791
ROAW1	-253147.9	267785.3	-0.945339	0.3450
C	29713.44	296668.3	0.100157	0.9203

Effects Specification		
	S.D.	Rho
Cross-section random	86327.10	0.0286
Idiosyncratic random	503196.4	0.9714

Weighted Statistics			
R-squared	0.007311	Mean dependent var	-3250.975
Adjusted R-squared	-0.009841	S.D. dependent var	499147.1
S.E. of regression	501597.1	Sum squared resid	1.16E+14
F-statistic	0.426265	Durbin-Watson stat	1.837457
Prob(F-statistic)	0.905340		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.008148	Mean dependent var	-3613.493
Sum squared resid	1.20E+14	Durbin-Watson stat	1.790022

- **النموذج الرابع (ΔBA_1):**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESDUALW5	-1.051038	0.476169	-2.207280	0.0278
ACW5	-0.103380	0.023174	-4.461056	0.0000
ACRESW5	-3.061457	0.902709	-3.391410	0.0008
EPSW5	0.204716	0.027456	7.456102	0.0000
BVW5	-0.001822	0.001481	-1.230021	0.2193
SIZEW5	-0.002738	0.030994	-0.088324	0.9297
LEVW5	-0.449064	0.205189	-2.188533	0.0291
ROAW5	-0.963980	0.464438	-2.075585	0.0385
C	0.764855	0.619226	1.235178	0.2174

Weighted Statistics

R-squared	0.276498	Mean dependent var	1.456407
Adjusted R-squared	0.263997	S.D. dependent var	1.811873
S.E. of regression	1.502052	Sum squared resid	1044.602
F-statistic	22.11791	Durbin-Watson stat	1.430954
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.160881	Mean dependent var	1.106131
Sum squared resid	1271.734	Durbin-Watson stat	1.083298

- **النموذج الخامس (ΔBA_3):**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESDUALW1	-0.738368	0.222765	-3.314559	0.0010
ACW1	-0.023506	0.007219	-3.256284	0.0012
ACRESW1	-0.189587	0.057838	-3.277906	0.0011
EPSW1	0.002720	0.008967	0.303335	0.7618
BVW1	-0.001127	0.000731	-1.541175	0.1240
SIZEW1	-0.052613	0.018479	-2.847122	0.0046
LEVW1	-0.090519	0.079195	-1.142990	0.2536
ROAW1	0.229056	0.222753	1.028298	0.3043
C	1.224757	0.397029	3.084802	0.0022

Weighted Statistics

R-squared	0.044029	Mean dependent var	0.245381
Adjusted R-squared	0.027511	S.D. dependent var	1.592902
S.E. of regression	1.581062	Sum squared resid	1157.388
F-statistic	2.665561	Durbin-Watson stat	1.723847
Prob(F-statistic)	0.007195		

Unweighted Statistics

R-squared	0.022132	Mean dependent var	0.189875
Sum squared resid	1680.501	Durbin-Watson stat	1.854504

- **النموذج السادس (ΔBA_3):**

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESDUALW5	-0.208942	0.153896	-1.357682	0.1752
ACW5	0.000384	0.004822	0.079534	0.9366
ACRESW5	-0.753344	0.288801	-2.608521	0.0094
EPSW5	0.014958	0.007310	2.046311	0.0413
BVW5	-0.000475	0.000363	-1.310494	0.1907
SIZEW5	0.003841	0.008613	0.445928	0.6559
LEVW5	0.045869	0.060997	0.751991	0.4524
ROAW5	-0.182771	0.164005	-1.114419	0.2657
C	-0.046129	0.164314	-0.280739	0.7790

Weighted Statistics

R-squared	0.041190	Mean dependent var	0.076093
Adjusted R-squared	0.024623	S.D. dependent var	0.550170
S.E. of regression	0.545002	Sum squared resid	137.5234
F-statistic	2.486277	Durbin-Watson stat	1.713666
Prob(F-statistic)	0.011959		

Unweighted Statistics

R-squared	0.029413	Mean dependent var	0.070372
Sum squared resid	163.6446	Durbin-Watson stat	1.691600