



الهيكل التمويلي وتأثيره علي مستوى الإفصاح الإختياري دراسة اختبارية علي الشركات المساهمة المصرية

إعداد

د. ألفت علي مندور

د. سعد السيد الشتري

أستاذ المحاسبة المساعد

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة جامعة الزقازيق

كلية التجارة جامعة الزقازيق

سارة ممدوح محمد الطاهر

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

s.mamdouh_3@yahoo.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الرابع والأربعون - العدد الثاني أبريل 2022

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

المجلة حاصلة علي تقييم 6.5 درجة من المجلس الأعلى للجامعات

الملخص :

في دراسة اختباريه هدفت لمعرفة أثر الهيكل التمويلي على مستوى الإفصاح الاختياري في الشركات المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المالية، وما إذا كان زيادة الديون في الهيكل التمويلي للشركة يؤثر علي زيادة مستوى الإفصاح الاختياري الذي تقدمه الشركات في التقارير المالية لكسب ثقة المستثمرين، لذلك حاولت هذه الدراسة الاجابة على التساؤلات التالية:

(1) ما هو أثر زيادة الديون في الهيكل التمويلي للشركة على مستوى الإفصاح الاختياري؟

(2) ما هو أثر نوع التمويل الخارجي للشركة على مستوى الإفصاح الاختياري؟

ومن أجل اختبار فرضيات الدراسة اعتمدت الباحثة في قياس الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية على مؤشر الافصاح الاختياري ويتم إعطاء الشركة درجة للمؤشر كنسبة من خلال نسبة البنود التي يتم الإفصاح عنها في تقريرها المالي إلى إجمالي بنود المؤشر، ويتم قياس حجم الديون في الهيكل التمويلي بقياس نسبة الرافعة المالية وقياس متغير نوع التمويل الخارجي بمتغيرين وهميين وهما أسهم زيادة رأس المال والحصول على القروض. تم الاعتماد على عينة مكونة من 65 شركة مصرية خلال الفترة من 2014-2018، وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد توصلت الباحثة لعدم وجود علاقة جوهريّة بين زيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي ومستوي الإفصاح الاختياري، ووجود علاقة عكسية بين نوع التمويل الخارجي ومستوي الافصاح الاختياري.

الكلمات الدالة: الهيكل التمويلي، الرفع المالي، الإفصاح الاختياري، نوع التمويل الخارجي.

مقدمة ومشكلة الدراسة

ولقد حظي الإفصاح الاختياري بأهمية متزايدة على ساحة الفكر المحاسبي نظرا للفوائد التي يقدمها لكل من المستثمرين ومتخذي القرارات، حيث أن المعلومات المفصح عنها إختياريا تساعد المستثمرين ومتخذي القرارات في تقييم نشاط الشركة وتخفيض درجة عدم التأكد المحيطة بالشركة وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات وبث الاطمئنان لدي المستثمرين إلي استمرار الشركة في مزاولة أنشطتها وقدرتها علي سداد التزاماتها، وهذا يؤدي لزيادة إقبال المستثمرين علي الاستثمار في الشركة لجودة ومصداقية التقارير التي تعدها الشركات، كما أنه يساعد الشركات علي توفير الأموال التي تحتاج إليها بتكلفة منخفضة مما يؤدي لتنشيط سوق رأس المال وزيادة كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية وبالتالي زيادة معدل النمو الاقتصادي.

ونظرا لأن مستوى الإفصاح الإختياري يتأثر بمصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركات في الحصول على الأموال التي تحتاج إليها، حيث أن الشركات التي تعتمد على مصادر تمويل خارجية في تمويل احتياجاتها تزيد مستوى الإفصاح الإختياري عن المعلومات أكثر بالمقارنة بالشركات التي تعتمد على مصادر تمويل داخلية وذلك للاستفادة المباشرة من تخفيض تكلفة رأس المال؛ حيث أشارت العديد من الدراسات (Lang and lundholm,1993) ، (Brockman et al.,2008) أن هناك علاقة ايجابية بين الإفصاح الإختياري وتخفيض تكلفة رأس المال، وذلك لتخفيض درجة عدم التأكد المحيطة بالشركة مما يؤدي لتوفير معلومات أكثر تعكس حقيقة الوضع المالي للشركة وتساعد المستثمرين علي الوصول لقرارات أفضل، وينتج عن اعتماد الشركة علي مصادر التمويل الخارجي ما يعرف بالرافعة المالية وهي مؤشر يوضح مدي اعتماد الشركة علي أموال الغير في تمويل احتياجاتها (هندي،1997)

لذلك فإن هذه الدراسة تركز على العلاقة بين هيكل التمويل ومستوي الإفصاح الإختياري كما تركز هذه الدراسة على العلاقة بين نوع التمويل الخارجي ومستوي الإفصاح الإختياري.

وبالتالي يمكن صياغة مشكلة البحث في التساؤلات التالية:

ما هو أثر زيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي على مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة المصرية؟

ما هو أثر نوع التمويل الخارجي (أسهم زيادة راس المال/ الحصول على القروض) على مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة المصرية؟

أهداف الدراسة:

في ضوء مشكلة البحث المعروضة في الفقرة السابقة يتلخص هدف البحث على:

- 1- دراسة واختبار أثر زيادة الديون في الهيكل التمويلي على مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة المصرية.
- 2- دراسة واختبار أثر نوع التمويل الخارجي على مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المساهمة المصرية.

أهمية الدراسة:

- 1- إظهار هل زيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي للشركة أثر بالإيجاب أم السلب على مستوى الإفصاح الاختياري؟
- 2- هل نوع التمويل الخارجي للشركة له أثر على مستوى الإفصاح الاختياري أم لا؟
- 3- تضاف هذه الدراسة لدراسات الإفصاح الإختياري حيث تتناول تأثير حجم الديون في الهيكل التمويلي على مستوى الإفصاح الإختياري للشركات المساهمة المصرية.

محتويات البحث

الفصل الأول: الإطار النظري للبحث.

المبحث الأول: ماهية الإفصاح الإختياري.

المبحث الثاني : ماهية الهيكل التمويلي.

المبحث الثالث : الدراسات السابقة.

الفصل الثاني: الدراسة الاختبارية.

الفصل الأول: الإطار النظري للبحث

المبحث الأول : ماهية الإفصاح الاختياري

أصبح الإفصاح الاختياري أحد القضايا الهامة التي جذبت اهتماماً كبيراً في الأدب المحاسبي في الفترة الأخيرة خاصة بعد فشل العديد من الشركات نتيجة القصور في مستوى الإفصاح والشفافية مما ادي إلي انهيار العديد من الشركات مثل شركة انرون، وورلد كوم، والأزمة التي حدثت لدول جنوب شرق آسيا عام 1998، و الأزمة العالمية عام 2008 وكبر حجم الشركات ونمو واتساع أسواق المال كل هذا أدى لزيادة الطلب علي المعلومات ، كما إن الإفصاح الاختياري

له دوره الفعال في زيادة مصداقية الإدارة؛ فعندما تمتلك الإدارة المصداقية يدعم السوق جميع نشاطاتها حتي وإذا ادت هذه النشاطات إلي تخفيض الأرباح الحالية علي المدى القصير، أيضا يؤدي الإفصاح الاختياري إلي تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين مما يؤدي إلي تحسين السيولة وزيادة حجم التداول وتقليل التقلبات وارتفاع عدد المستثمرين علي المدى الطويل وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال.

ويعتبر الإفصاح الاداة الرئيسية التي تستخدمها الشركات لإيصال المعلومات بين الشركة والمستفيدين من هذه المعلومات وبالتالي يتمكن المستثمرون من تقييم الوضع الاقتصادي للشركة وبث الاطمئنان لدي المستثمرين مما يعمل على جذب مستثمرين جدد على التعامل على أسهم الشركة وبالتالي يساعد على توفير الأموال التي تحتاج إليها الشركة بتكلفة منخفضة مما يؤدي إلى تنشيط سوق رأس المال وزيادة كفاءة تخصيص الموارد الاقتصادية وبالتالي زيادة معدل التنمية الاقتصادية.

وقد تعددت التعريفات التي تناولت تعريف الإفصاح وبالاعتماد على بعض دراسات الإفصاح مثل (الفولي، 2005؛ عفيفي، 2008؛ عطية 2013، Alberto، 2010) يمكن للباحثة تعريف الإفصاح بصفة عامة هو التزام الشركة بعرض المعلومات الضرورية والهامة عن أداء الشركة من خلال مجموعة من القوائم والتقارير المالية والتي تعطي المستثمرين صورة واضحة عن أداء الشركة ومركزها المالي وتساعدهم في اتخاذ قرارات رشيدة. وهناك نوعين من الإفصاح يمكن التمييز بينهما هما الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري:

أ) الإفصاح الإلزامي:

يعرف (Durukan, 2003) أن الإفصاح الإلزامي عبارة عن القواعد التي تسمح بوصول متكافئ للمعلومات الأساسية. وتفصح الشركات عن عملياتها إلزاميا بسبب المتطلبات القانونية. كما أن (حماد، 2012): عرفه أنه الحد الأدنى من البيانات والمعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها في القوائم المالية وملاحظاتها وملحقاتها وذلك وفقا لما يلي:

- المعايير المحاسبية الصادرة.
- متطلبات لجنة بورصة الأوراق المالية وهيئة سوق المال.
- القوانين المنظمة (مثل قانون الشركات المساهمة والقانون التجاري إلخ)

وتعتبر القوائم المالية المصدر الأساسي للإفصاح الإجمالي بما تتضمنه من معلومات تم إنتاجها من خلال الممارسات المحاسبية وفقا للمبادئ والمعايير المحاسبية المتعارف عليها. وتري الباحثة أن الإفصاح الإجمالي هو التزام الشركة بنشر المعلومات المتعلقة بعملياتها وفقا لما نصت عليه القوانين والتشريعات والمعايير المحاسبية مع التزام هذه الشركات بمحتوي وكمية ونوعية المعلومات المفصّل عنها والتي تعطي صورة عامة للمستثمرين عن أداء الشركة.

ب) الإفصاح الاختياري:

زاد الاهتمام بموضوع الإفصاح الاختياري في الفكر المحاسبي وذلك لحاجة المستثمرين إلى معلومات دقيقة ومفصلة عن أداء الشركات وذلك لتجنب العوامل والظروف التي تؤدي إلى الفشل

(Elfeky, 2017; Kamel & Awadallah, 2017; Kolsi, 2017; Zaini, Samkin, Sharma, & Davey, 2018)

وقد قدمت العديد من الدراسات تعريفات للإفصاح الاختياري:

ويعرف (حماد، 2012) الإفصاح الاختياري بأنه قيام الشركة بنشر المعلومات المالية وغير المالية بدون وجود أي متطلب قانوني ويعد الإفصاح الاختياري البداية الحقيقية لتطبيق منهج التوسع في الإفصاح.

ويري (الرشيدي، 2009) إلى أن الإفصاح الاختياري هو ذلك الإفصاح الذي يزيد عن المتطلبات القانونية والتشريعية ويقدم بصورة اختيارية حسب حرية الإدارة في تقديم المعلومات التي يعتقد أنها ذات صلة باتخاذ القرارات من قبل الأطراف ذات العلاقة بالشركة.

من التعريفات السابقة تري الباحثة أن الإفصاح الاختياري هو الإفصاح عن معلومات تزيد عن الحد الأدنى المحدد من قبل التشريعات والقوانين والمعايير المحاسبية ويتم ذلك اختياريا من قبل المديرين بدون وجود أي إلزام قانوني، بهدف مساعدة المستثمرين على اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وبالتالي يمكن للباحثة إجراء مقارنة بين هذين النوعين من الإفصاح بالاعتماد على التعريفات التي تناولت هذين النوعين وبالاعتماد على دراسة (برهام، 2014) – (زايد، 2017):

وجه المقارنة	الإفصاح الإلزامي	الإفصاح الاختياري
التعريف	الحد الأدنى من الإفصاح؛ الإفصاح وفقا للقوانين والمعايير المحاسبية الملزمة.	هو الإفصاح عن معلومات تفوق الحد الأدنى المحدد من قبل القوانين والمعايير المحاسبية الملزمة حيث يشمل معلومات عن الأداء المالي والأداء المستقبلي والإفصاح عن معلومات مالية وغير مالية.
الحافز	حافز إجباري ملزم يهدف إلى تطبيق التشريعات والقوانين	حافز ذاتي يهدف إلى تحقيق منافع اقتصادية وجذب مستثمرين جدد.
المحتوي	يتم الإفصاح عن المعلومات الأساسية حسب متطلبات القانون والمعايير المحاسبية.	يوفر معلومات تاريخية وتنبؤات مستقبلية والاستراتيجيات وخطط البحوث والتطوير وتحليل المعلومات المالية وغير المالية.
وسيلة الإفصاح	يقنصر تقديم المعلومات على التقارير السنوية والدورية واجتماع الهيئة العامة.	الجزء السردي في التقارير السنوية. الجزء السردي في التقارير الفترية. المقابلات مع المحللين. دعوات المؤتمرات. النشر الصحفي. مواقع الشركات عبر الانترنت.
مسئولية المراجع	يعتبر ملزم بالنسبة للمراجع	يعفي المراجع من أي مسؤولية خاصة بالإفصاح
عدد العناصر المفصوح عنها	يتم تحديده وفقا للقوانين والمعايير المحاسبية	عدد العناصر غير محدد من قبل الإفصاح الاختياري.
التوقيت	يتم الإفصاح في مواعيد محدده طبقا للقوانين والمعايير المحاسبية.	يتم الإفصاح في الميعاد الذي تراه الشركة ملائما.

• أهمية الإفصاح الإختياري في النقاط التالية:

تنعكس أهمية المعلومات التي يوفرها الإفصاح الاختياري على كفاءة سوق رأس المال؛ حيث أن توافر المعلومات أمام المستثمرين يعطي مصداقية للشركة وتأكيد على استمرارها في مزاولة أنشطتها وقدراتها على سداد جميع التزاماتها دون الحاجة لبيع أي أصل من أصولها، وهذا يجذب مستثمرين جدد للتعامل على أسهم الشركة مما يؤدي بدوره لزيادة التداول وتحسين سيولة الأوراق المالية في سوق رأس المال وتخفيض عدم تماثل المعلومات.

وأوضحت العديد من الدراسات مثل (Botosan and Harris,2000; Dhaliwal et al.,2011) إلى وجود علاقة إيجابية بين زيادة مستوى الإفصاح الاختياري وتخفيض تكلفة رأس

المال الذي يعد من أهم الاهداف التي تسعى الشركات للوصول إليها، وذلك من خلال توفير معلومات كافية وسليمة تساعد في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وبالتالي تقليل درجة عدم تماثل المعلومات.

وبالتالي يمكن للباحثة إيجاز أهمية الإفصاح الاختياري في النقاط التالية:

- 1- يعمل الإفصاح الاختياري علي زيادة كفاءة سوق رأس المال نتيجة لما يوفره من المعلومات الإضافية التي تساعد على تخفيض درجة عدم التأكد وتخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات وبث الاطمئنان لدي المستثمرين عن مستقبل الشركة واستمرارها في مزاوله أنشطتها.(Sahasranamam et al., 2019; Sarhan & Ntim, 2019)
- 2- يعمل على الحد من محاولات الإفادة غير المشروعة من المعلومات الداخلية والقضاء على صور التعاملات المختلفة في هذه المعلومات الذي يعتمد على الاتجار بها ويعتبر مؤشرا على عدم كفاءة التنظيم المحاسبي، ومن ثم على سوء توزيع الثروات بين قطاعات المجتمع وهذا بدوره يؤثر إيجابا في تقدير المخاطر التي تتعرض لها أسهم الشركة من خلال تقديم معلومات تحليلية أكثر، مما يمكن الأطراف المستفيدة من تحديد درجة المخاطر المحيطة بالاستثمار في هذه الشركة. (الشيرازي،1990).
- 3- يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال الذي ترغب الشركة في الحصول عليه من خلال توفير معلومات كافية ودقيقة لاتخاذ القرارات الاستثمارية ومن ثم الإقلال من درجة عدم التماثل في المعلومات بين الإدارة والمستثمرين.

• دوافع الإفصاح الاختياري:

يمكن للباحثة تحديد الدوافع الرئيسية للإفصاح في النقاط التالية

- 1- الإفصاح الإختياري يقدم المعلومات التي تعطي الشرعية وتوضح نزاهة الإدارة أمام المستثمرين ومستخدمي القوائم المالية.
- 2- يساعد علي تقليل عدم تماثل المعلومات مما يؤدي لجذب مستثمرين جدد وزيادة الطلب علي أسهم الشركة وزيادة السيولة في الاسواق المالية مما يؤدي إلي تخفيض تكاليف العمليات وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال.
- 3- يساعد الإفصاح الاختياري على تخفيض تكلفة التمويل الخارجي من خلال تقديم المعلومات الكافية التي تؤدي إلى تخفيض مخاطر التهرب وعدم القدرة على السداد.

4- يحسن سمعة الشركة ويزيد من ثقة المستثمرين مما يؤدي لزيادة الطلب على منتجات الشركة مما يحسن مركزها المالي ويؤدي لزيادة قيمة الشركة على المدى الطويل.

• أهداف الإفصاح الاختياري:

قد أشارت بعض الدراسات مثل (Lim et al., 2017) إلى أن الإفصاح الاختياري يهدف إلى التحكم في المصالح المتعارضة ما بين حملة الأسهم وأصحاب الديون والإدارة. بينما يري (أحمد، 2009) أن الشركات تقوم بالإفصاح الاختياري من أجل تسهيل الوضوح والفهم من جانب المستثمرين، ودعم الثقة وإمكانية الاعتماد على الإفصاح مما يؤدي إلى تخفيض خطر نقص المعلومات عن أسهم الشركة وبالتالي تنخفض تكلفة رأس المال.

وتري الباحثة أن الهدف الأساسي من الإفصاح الاختياري يتمثل في:

زيادة مستوى الإفصاح عن المستوي الذي تتطلبه القوانين والمعايير المحاسبية الملزمة بهدف إعطاء صورة أكثر وضوحاً عن أداء الشركة ومستقبلها وبالتالي زيادة قيمة الشركة في سوق رأس المال، وتوفير معلومات إضافية تساعد كافة المستثمرين والمتعاملين مع الشركة علي اتخاذ القرارات بصورة رشيدة تمكنهم من التنبؤ بكمية واحتمال تحقيق عائد علي استثماراتهم كما تساعد الشركة علي تخفيض قيمة التمويل الخارجي وتقديم المعلومات التي تبث الاطمئنان لدي المقرضين إلي قوة الشركة واستمرارها وقدرتها علي سداد جميع التزاماتها دون الحاجة لبيع أي أصل من أصولها.

• النظريات المفسرة للإفصاح الاختياري:

أظهرت بعض النظريات أن هناك حافزا لدي إدارة الشركات للقيام بالإفصاح اختياريًا عن المعلومات التي تهتم المستثمرين ويمكن التعرض لهذه النظريات كما يلي:

1- نظرية الوكالة (Agency theory):

إن الفصل بين الإدارة والملكية يؤدي إلي وجود تعارض في المصالح بينهم؛ وذلك بسبب أن المديرين يمتلكون ميزة معلوماتية، وبذلك فإن الملاك يواجهون معضلة بسبب أنهم لا يمكنهم بدقة تقييم وتحديد قيمة القرار الذي أتخذ لذلك فالوكيل ربما يمتلك ميزة من عدم متابعة أنشطته لتدعيم مصلحته الذاتية ويمكن للعقود الرسمية أن تتغلب علي عقبة المتعارضات من خلال كتابتها بطريقة تواجه تلك المتعارضات، ومن الممكن

أيضا أن يقوم الوكيل بتوفير المعلومات اختياريًا من أجل تخفيض تكاليف الكفالة/
الضمان وتشجيع المستثمرين علي الاستثمار في الشركة.(عيفي، 2008)

وقد صنف (Jensen and Meckling,1976) هذه التكاليف كما يلي:

- تكاليف المراقبة بواسطة الوكيل (Monitoring Costs) : وهي تلك المصروفات التي يتحملها الأصيل ليحد من الانشطة المنحرفة أو الشاذة للوكيل.
- تكاليف الكفالة أو الضمان بواسطة الأصيل (Bonding Costs) : وهي عبارة عن المصروفات التي يتحملها الأصيل لضمان أن الوكيل لا يتخذ أفعال أو قرارات لا تحقق منافع ومصالح الأصيل.
- الخسارة المتبقية الناجمة عن أخطاء الوكيل " تكلفة الفرصة البديلة " (Residual Loss): وهي التي تنجم عن عدم تحقيق الأمثلية بواسطة الوكيل نحو تعظيم هدف الأصيل.

وبذلك فإن زيادة مستوي الإفصاح الاختياري تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة حيث إن التوسع في نشر المعلومات المحاسبية وغير المحاسبية التي تساعد في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأصيل والوكيل، وتسهم كذلك في بث الثقة لدى الأصيل بأن إدارة الشركة تقوم برعاية مصالح الملاك على النحو الأمثل.

2- نظرية الإشارة (Signaling theory):

تعتمد نظرية الإشارة على عدم تماثل المعلومات في الأسواق، فهي تقوم على أن الشركات تمتلك ميزة معلوماتية وأن ذلك غير متوافر للمستخدمين الخارجيين مما ينجم عنه عدم التماثل في المعلومات.

لذلك فإن الإدارة تحاول ليس فقط أن ترسل الإشارات إلى أصحاب المصالح ولكنها تحاول إقناع السوق بأن هذه المعلومات جيدة.

حيث توضح النظرية أن الشركات الكبرى باعتبارها تمتلك ميزة معلوماتية غير متوافرة للأطراف الخارجية سوف تقوم بزيادة مستوي الإفصاح الاختياري لتمييز نفسها عن الشركات الأخرى الأقل جودة ولتقليل عدم تماثل المعلومات.

وتري الباحثة إلى أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري سيعطي إشارة إلى قوة ومصداقية إداراتها حتى وإن كانت الشركات تتعرض لخسارة، فإن زيادة حجم المعلومات المفصح عنها اختياريا سيعطي إشارة إلى قدرة الشركة على الاستمرار في مزاولة أنشطتها وسداد التزاماتها.

3- نظرية الشرعية (Legitimacy theory) :

تعتمد نظرية الشرعية أن هناك عقدا اجتماعيا بين الشركة والمجتمع الذي تعمل فيه، ويستخدم العقد الاجتماعي ليمثل عددا وافرأ من التوقعات بأن المجتمع علي علم بكيفية إدارة الشركة لعملياتها. وهذه التوقعات من قبل المجتمع ليست ثابتة بل تتغير عبر الزمن (عفيفي، 2008) وهذا يتطلب أن تستجيب الشركة للبيئة التي تعمل فيها.

كما أشار (عطية، 2013) إلى أن الشركات سوف تحاول توظيف خططها بما يتفق مع قواعد المجتمع الذي تعمل به، خاصة إذا شعرت الشركة بوجود تهديد على شرعيتها أو ان هناك فجوة في الشرعية المدركة نتيجة أن أداء الشركة لم يكن متفقا مع توقعات المجتمع وأصحاب المصلحة.

4- نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (The pecking-order theory):

تعتمد هذه النظرية علي العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومصادر التمويل ويعد (Myers and Majluf, 1984) أول من قدم سياسة التمويل داخل المؤسسة عن طريق التدرج في مصادر التمويل المتاحة وذلك انطلاقا من تطويرهما لنموذج (DONALDSON) الذي قدم في سنة 1961، حيث تعتمد نظرية إلي أن المديرين يميلون لتفضيل التدفقات النقدية المولدة داخليا (مصادر التمويل الداخلية) باعتبارها أرخص المصادر للتمويل وأكثرها أمنا وأقل تأثرا بمشاكل عدم تماثل المعلومات حيث إن المستثمرين الخارجيين غير مشاركين فيها، وعلي العكس من ذلك فإن مصادر التمويل الخارجية تعتبر الأكثر حساسية لمشاكل عدم تماثل المعلومات وتتفاوت درجة تأثرها بمشاكل عدم تماثل المعلومات حيث إن الاسهم تكون أكثر حساسية للتأثر بمشكلة عدم تماثل المعلومات عن الديون.

ولذلك اقترحت نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل إلى ان الشركات إذا اعتمدت على مصادر التمويل الخارجية يجب أن تعتمد على الديون باعتبارها أكثر أمنا وأقل تأثرا بمشكلة عدم تماثل المعلومات ثم يأتي بعد ذلك اصدار الاوراق المالية ويجب أن تبدأ بالأنواع الاقل مخاطرة ثم تنتقل تدريجيا إلى الأكثر مخاطرة وأخيرا ويكون الخيار الاخير لها أن تلجأ لإصدار أسهم وذلك لأنه أكثر مصادر التمويل الخارجي تأثرا بمشاكل عدم تماثل المعلومات.

لذلك تري الباحثة أن الشركات التي ترغب في تمويل استثماراتها بالاعتماد على مصادر التمويل الخارجية (قروض/أسهم) يجب أن تعمل علي زيادة مستوي الإفصاح الاختياري لبث الاطمئنان لدي المستثمرين حول استمرار وبقاء الشركة وأثبتت أن الشركة قادرة على سداد جميع التزاماتها بدون مشاكل وبدون أن تضطر إلى بيع أي أصول.

5- نظرية أصحاب المصالح: (Stakeholders Theory)

يعرف أصحاب المصالح بأنهم أي مجموعة أو شخص له القدرة في التأثير علي أعمال المنشأة وكذلك يتأثرون بإنجازات وأعمال المنشأة، حيث أن هذه النظرية تقوم علي أخذ جميع احتياجات جميع أصحاب المصالح في الاعتبار وليس حملة الأسهم فقط، مثل العاملين، والعملاء والموردين وغيرهم ممن تربطهم علاقة بالشركة، وتقوم هذه النظرية علي افتراض أن جميع أصحاب المصالح أيا كانوا أفراد أو جماعات يساهمون في المشروع من أجل الحصول علي منافع، و لا توجد أولوية لفئة معينة منهم علي حساب فئة أخرى، وتقوم هذه النظرية علي اخذ احتياجات هؤلاء جميعا في الحسبان، وترفض هذه النظرية أن المشروع قائم لتعظيم ثروة المالكين فقط ومن ثم يمكن القول أن وجود المشروع ليس لخدمة المالكين فقط ولكن لخدمة كل من له مصلحة مع الشركة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر. (مارق، 2009).

لذلك تلجأ الشركة إلي زيادة مستوي الإفصاح الاختياري لتحسين صورتها من خلال الاستجابة لمتطلبات أصحاب المصلحة وإعطاء صورة كاملة وواضحة عن الشركة ونشاطاتها لأصحاب المصلحة مما يؤدي لزيادة قيمة الشركة في سوق رأس المال وزيادة التداول على أسهم الشركة من قبل المستثمرين.

6- نظرية التكاليف السياسية: (Political Cost Theory)

بعض التكاليف السياسية تنتج عن العلاقة بين الشركات والمجتمع والجمهور وحتى تتجنب الشركة حدوث تلك التكلفة الناتجة عن انتقال الثروة منها إلى المجتمع فتقوم الشركة بالإفصاح اختياريًا رغبة في تقليل هذا النوع من التكاليف.

ومن أمثلة هذه التكاليف (الضرائب- تكاليف التنظيم)، وطبقا لهذه النظرية فإن الشركات التي لديها رؤية سياسية وتخضع لمستوي عال من التكاليف السياسية تميل إلى ممارسة الإفصاح الاختياري بشكل أكبر من أجل تقليل هذه التكاليف، ويظهر ذلك في الشركات الكبيرة مقارنة بالشركات الصغيرة. (زايد، 2017)

7- نظرية تحليل التكلفة والعائد: (Cost- Benefit Analysis Theory)

طبقا لهذه النظرية قد يلجأ المديرون لممارسة الإفصاح الاختياري إذا كانت العوائد المتوقعة من الإفصاح تفوق التكاليف، ومن ثم يكون ذلك دافعا قويا لممارسة الإفصاح الاختياري. لذلك تتخذ الإدارة قرار الإفصاح الاختياري عن معلومة إذا كانت المنافع المترتبة عن الإفصاح عن المعلومة تفوق تكاليف الإفصاح عن هذه المعلومة.

وفي ضوء النظريات السابقة تري الباحثة ان هذه النظريات مكتملة لبعضها البعض ولا توجد نظرية أفضل من الأخرى ويجب على الشركات أن توازن بين هذه النظريات حيث إن تبني نظرية معينة يعني تغليب مصلحة فئة معينة على حساب فئة أخرى، لذلك فإن الموازنة بين تلك الفئات يحقق الهدف المرجو من الإفصاح الاختياري وزيادة فعاليته.

• أساليب الإفصاح الاختياري:

أوضح (Park,2006) أن الشركات يمكن أن تقوم بالإفصاح الإختياري من خلال الوسائل الآتية:

- المقابلات مع المحللين.
- دعوات المؤتمرات.
- النشر الصحفي.
- مواقع الشركات على الإنترنت.

• انواع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها إختياريا:

وقد قام مجلس معايير المحاسبة المالية في عام 2001 بإصدار دراسة بعنوان تحسين إعداد التقارير المالية، وذلك في إطار التوجه لتعزيز الإفصاح الإختياري وقد صنفت هذه اللجنة الإفصاح الإختياري إلى ست مجموعات:

بيانات عن المشروع - تحليلات الإدارة لبيانات المشروع -المعلومات المستقبلية -معلومات عن الإدارة وحملة الأسهم - خلفية عن الشركة.

وقد حددت دراسة (Barako et al., 2006; Haniffa and Cooke, 2002) خمس أنواع من المعلومات التي يتم الإفصاح عنها إختياريا وهي:

1- معلومات الشركة الاستراتيجية: وهي تتعلق بخلفية الشركة عن المنافسة والسوق والقدرة التنافسية في الصناعة والأوضاع الاقتصادية والسياسية السائدة والتي يمكن أن تؤثر على

الأداء التشغيلي للشركة، حيث أن الاستراتيجية تؤثر على العديد من الجوانب للشركة وتؤثر في النهاية على أداء الشركة.

لذلك تصبح المعلومات الاستراتيجية أحد العناصر الهامة في إفصاح الشركات في تقاريرها السنوية وتوضح دراسة (Ho and wong,2004) إلى أن الإفصاح عن المعلومات الاستراتيجية مهمة لأصحاب المصلحة حيث تساعدهم على فهم فرص الاستثمار والمخاطر التي تواجه الشركات.

2- **بيانات مالية وبيانات عن سوق المال:** هي البيانات التي تتعلق بالمعلومات التاريخية الموضحة في الحسابات، وتشمل النسب المالية الرئيسية، واستعراض أداء الشركة، وخلق الثروة، فضلا عن اتجاه حجم الأسهم المتداولة والقيمة السوقية وأسعار الأسهم، وتساعد هذه المعلومات في فهم الأداء والنمو المستقبلي للشركة والتي تؤثر على عملية اتخاذ القرار هذه المعلومات في غاية الأهمية للمستثمرين.

3- **معلومات عن المديرين والإدارة العليا للشركة:** تتركز حول مؤهلاتهم وخبرتهم مع المواقف التي مرت بها الشركة سابقا.

4- **الإفصاح عن المعلومات المستقبلية:** تتعلق بالتوقعات والتنبؤات وإمكانيات الشركة وتوفر هذه المعلومات نظرة ثاقبة على القضايا المادية التي تواجه الشركة.

5- **الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات،** الإفصاح عن الأعمال الخيرية والبيئية والموظفين وغيرها من المعلومات ذات الصلة بالمجتمع، قد تستخدم هذه المعلومات لتوضح الشركة مدي استجابتها لقضايا المجتمع ولتعزز الاجراءات التي تتخذها الشركة.

المبحث الثاني الهيكل التمويلي

أكد (التهامي، 2014) على أن الهيكل التمويلي عبارة عن كافة البنود التي يتكون منها جانب الالتزامات وحقوق الملكية في الميزانية سواء كانت طويلة او متوسطة أو قصيرة الأجل.

كما عرفه عرف (Hereve Hutin,2002) أن هيكل التمويل يمثل الجانب الأيسر من الميزانية العمومية للشركة، ويعبر عن تركيز أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول المتمثلة بالجانب الأيمن في الميزانية العمومية، حيث يتم تمويل هذه الأصول من مصادر متعددة مثل رأس المال، الأرباح المحتجزة، والقروض سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل.

ويعتبر من أهم التحديات التي تواجه المدير المالي هي تحديد المزيج المناسب من مصادر التمويل المقترضة والمملوكة بشكل يضمن أفضل استخدام لها، مما يعظم العائد الذي يتطلع المستثمرون لتحقيقه.

لذلك فإن نجاح الإدارة المالية يعتمد على مدى قدرتها على اختيار المزيج الأمثل لمصادر الهيكل التمويلي الذي يحقق سياسة الشركة في تمويل عملياتها الاستثمارية ويحقق التوازن بين تحقيق أهداف أصحاب المشروع من جانب وخدمة ديونها من جانب آخر.

- مفهوم الرافعة المالية

وتعرف الرافعة المالية بأنها الاستعانة بأموال الآخرين لتحقيق أرباح إضافية يستفيد منها ملاك الشركة، لذا فهي تعتمد على الاستدانة لتمويل عمليات الشركة بهدف تحقيق عائد يترتب عليه زيادة أرباح الملاك، وتزداد درجة الرافعة المالية بازدياد استخدام مصادر التمويل الخارجي، ويُمكن للرافعة المالية أن تزداد بأدوات مالية غير تقليدية مثل استخدام المشتقات المالية (مبروك، 2008).

- كما اكدت دراسة (برجهم وويستون، 1993) بأن الرافعة المالية تقاس بنسبة اجمالي الديون إلى اجمالي الأصول.

وبذلك يمكن تعريف الرافعة المالية بأنها مدى اعتماد الشركة على التمويل الخارجي المتمثل في القروض او اصدار سندات او أسهم ممتازة في تمويل أنشطتها الرئيسية بهدف زيادة ارباح الملاك، وكلما زاد اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجي كلما ارتفعت نسبة الرافعة المالية وتصيح الرافعة المالية أكثر فعالية إذا استطاعت الشركة تحقيق استثمار من الأموال المقترضة بمعدل اعلي من تكلفة الأموال المقترضة.

- أهمية الرافعة المالية:

تتمثل الأهمية الأساسية للرافعة المالية في أنها تؤدي لزيادة العائد على حقوق المساهمين حيث أن الفائدة الثابتة التي تدفع على القروض يتم خصمها من الدخل الخاضع للضريبة وبالتالي تخفيض العبئ الضريبي. ونظراً لأن الرافعة المالية تعبر عن حجم الأموال التي تحصل عليها الشركة من الاقتراض فيمكن إيضاح أهمية الرافعة المالية من خلال إيضاح أهم المزايا التي يحققها الاقتراض وتتمثل في:

- 1- تستفيد الشركة من فوائد القروض كعامل يقلل من حجم الضرائب.
- 2- زيادة العائد على حقوق المساهمين بشرط ان يفوق العائد المحقق من استثمار الأموال المقترضة تكاليف الاقتراض.
- 3- تكلفة الاقتراض تعتبر تكلفة ثابتة لا تتغير بتغير الأرباح.
- 4- يمنح الشركة المرونة في تسديد التزاماتها حيث يتم السداد عنها بتكلفة ثابتة خلال فترات محددة ومنتظمة.
- 5- يحافظ الرفع المالي على السيطرة في الشركة لأن الدائنين غير مشاركين في قرارات الإدارة.

- الرافعة المالية وعلاقتها بالمخاطر المالية:

يترتب علي اعتماد الشركات على التمويل الخارجي تحمل الشركة بأعباء خدمة القروض كالفائدة التي تفرض على القروض ومما يُعرضها لمخاطر بسبب احتمالات عدم قدرة الشركة على سداد أصل القرض أو الفائدة في مواعيد استحقاقها وكلما زاد حجم القروض في الهيكل التمويلي للمنشأة كلما زادت المخاطرة حيث أن زيادة القروض قد تؤدي إلي تخفيض الأرباح لمستوي أقل من مستوي الفائدة المدفوعة على القروض وهذا يُعرض الإدارة المالية إلي خسائر بسبب انخفاض مستوي الأرباح.

النظريات التي تناولت تمويل الشركات

هناك ثلاث نظريات تحدد العوامل التي تؤثر على قرارات الرافعة المالية:

1- **نظرية المفاضلة (trade-off theory):** تنص هذه النظرية على أن الشركة تختار مقدار تمويل الديون وتمويل الاسهم التي تحتاج إلى توظيفها من خلال تقييم منافع وتكاليف كل نوع من أنواع التمويل. حيث تتمثل منافع الرافعة المالية في الإعفاء الضريبي من الفائدة وتحسين التدفق النقدي (Jensen,1986) أما التكاليف فيتم تقييمها من حيث تكاليف الإفلاس والتكاليف الناجمة عن تضارب المصالح بين حملة الاسهم والسندات. لذلك تنص هذه النظرية ان الشركة تسعى الي مستويات الديون التي توازن بين المزايا الضريبية للديون الاضافية مقابل تكاليف التعثر المالي.

2- **نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Pecking order theory):**

تقوم هذه النظرية علي انه من الافضل للشركة الاعتماد علي مصادر التمويل الذاتية (التمويل الداخلي) باعتبارها أرخص المصادر للتمويل وأكثرها أمنا وأقل تأثرا بمشاكل عدم

تماثل المعلومات حيث إن المستثمرين الخارجيين غير مشاركين فيها فإذا لم تكفي مصادر التمويل الداخلية لتوفير الأموال اللازمة لتمويل أنشطة الشركة في هذه الحالة تلجأ الشركة إلي الاعتماد علي التمويل الخارجي، ولذلك اقترحت نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل إلي ان الشركات إذا اعتمدت علي مصادر التمويل الخارجية يجب أن تعتمد علي الديون باعتبارها أكثر أمناً و أقل تأثراً بمشكلة عدم تماثل المعلومات ثم يأتي بعد ذلك اصدار الاوراق المالية ويجب أن تبدأ بالأنواع الاقل مخاطرة ثم تنتقل تدريجياً إلي الأكثر مخاطرة وأخيراً ويكون الخيار الاخير لها أن تلجأ لإصدار اسهم وذلك لأنه أكثر مصادر التمويل الخارجي تأثراً بمشاكل عدم تماثل المعلومات.

3- نظرية الوكالة (Agency theory): تفترض هذه النظرية وجود نوع من علاقة الوكالة بين المساهمين والمديرين، يتعين على المديرين بوصفهم وكلاء للمساهمين ان يتصرفوا بما يخدم مصلحة المساهمين ولكن المديرين دائماً يبحثون عن مجموعة من المزايا الشخصية (رواتب أعلى ومكاسب إضافية وأمن وظيفي وأحياناً تأمين أصول أو تدفق نقدي). وقد اظهرت الابحاث الحديثة ان المساهمين (حملة الاسهم) يمكنهم الحد من هذه التصرفات من خلال إحكام الرقابة على المديرين إلا ان الرقابة الكاملة على المديرين يظل هدف بعيد المنال.

المحددات المؤثرة على الرفع المالي:

يمكن تحديد اهم المتغيرات التي تؤثر على نسبة الرافعة المالية من خلال الدراسات السابقة التي ناقشت هذه العوامل ومنها:

1- حجم الشركة: أكدت العديد من الدراسات على أن الشركات كبيرة الحجم قادرة على تخفيض تكاليف المعاملات المتعلقة بإصدار الديون طويلة الاجل بمعدل فائدة منخفض وبالتالي فمن الاسهل على الشركات كبيرة الحجم جمع الأموال من الدائنين لذلك فإن معظم الدراسات أكدت على وجود علاقة طردية بين الرافعة المالية وحجم الشركة (Titman and Wessels, 1988; Agrawal & Nagarajan, 1990; Rajan& Zingales, 1995; Wald 1999)

بينما الشركات صغيرة الحجم تلجأ للاعتماد على الاقتراض قصير الاجل واستخدام الأموال الداخلية، كما تميل للاعتماد على الاسهم العادية كمصدر اساسي لتمويل العمليات

طويلة الاجل وذلك بدلا من الاقتراض طويل الاجل (سباع، 2010) وذلك لصعوبة حصول الشركة على تمويل طويل الاجل وإذا حصلت عليه فإنها تتحمل تكاليف عالية.

2- فرص النمو: إن العلاقة بين فرص النمو والرافعة المالية علاقة عكسية، فالشركات التي تتمتع بزيادة في حجم الفرص الاستثمارية تعتمد على نسب أقل للرفع المالي حيث أن التمويل من خلال الاسهم هو آلية للتغلب على نقص مشكلة الاستثمار المرتبطة بالتمويل من خلال الدين.

فقد أكد (Myer,1977) أن الشركات التي تتعرض لارتفاع مستوي الدين ولديها فرص نمو جيدة وتتصرف بما يخدم مصلحة المساهمين فإن المديرين يفضلوا عدم الاستثمار في مشاريع استثمارية ذات قيمة إيجابية إذا كانت الأرباح ستذهب لحملة الاسهم وأكدت معظم الدراسات على هذه النتيجة.

Smith and Watts (1992), Chung (1993), Gaver and Gaver (1993),

Rajan and Zingales (1995), Lang et al. (1996)

لذلك فإن الشركات الفردية أو المساهمة المحدودة عادة ما تلجأ إلى الديون لتمويل استثماراتها وذلك بسبب ارتفاع تكلفتها، حيث إن الجمع بين الأموال المملوكة والمقترضة يؤدي إلي زيادة تكلفة الوكالة وهي تكلفة تزداد بنسبة أكبر للشركات التي تتسم بالنمو نظراً لتعدد الفرص الاستثمارية وحيث أن تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية (عبد الحميد، 2011) لذلك فإن نظرية الوكالة تفترض وجود علاقة سلبية بين الرافعة المالية وفرص النمو.

3- الربحية: وفقاً لنظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل (Mayer & Majluf, 1984) فإن

الشركة عندما تتجه للحصول على الأموال اللازمة من مصادر التمويل المختلفة يأتي في مقدمة مصادر التمويل: الأرباح المحتجزة يليها التمويل بالقروض وأخيراً إصدار أسهم جديدة.

ومن ذلك يستنتج وجود علاقة عكسية بين الربحية والتمويل بالاقتراض، فكلما تمتعت الشركة بربحية عالية يزداد فرصة اعتماد الشركة على التمويل بالاعتماد على الأرباح المحتجزة بدرجة أكبر من الأموال المقترضة، وهذا ما أكدته دراسة (Titman & Wessels, 1988)

4- **السيولة** : كما أكد (Ozkan, 2001) أن العلاقة بين السيولة والرافعة المالية قد تكون علاقة موجبة أو سالبة ، حيث أن الشركات التي تتمتع بدرجة سيولة عالية تكون قادرة علي الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل مما يسهل عليها إجراءات الحصول علي القروض فهنا تكون العلاقة موجبة ولكن في ظل عدم تماثل المعلومات المتوافرة للشركات والأسواق المالية فقد تستخدم الشركات التي تتمتع بسيولة عالية تلك السيولة من أجل تمويل استثماراتها وفي هذه الحالة تقل نسبة الديون لديها الأمر الذي يترتب عليه وجود علاقة عكسية بين السيولة ونسبة الرافعة المالية.

5- **هيكل الأصول**: وهناك العديد من الدراسات التي أكدت على وجود علاقة موجبة بين الأصول الثابتة والرفع المالي مثل

Titman and Wessels (1988), Rajan and Zingales (1995), and Booth et al. (2001);

فقد أشار (Jensen &Meckling, 1976) أن الدائنين في حالة فشل المشروع سيطلبون حمايتهم ورهن الأصول لصالحهم، ويقل تمويل المدينين لمشاريع لا تحتوي على أصول قابلة للرهن وبالتالي تقل تكلفة الوكالة الناتجة من تضارب المصالح بين أصحاب الملكية والدائنين وبالتالي سيقبل فائض الأموال لدي الشركة نتيجة تسديد القروض الذي يمكن أن يستخدمه المديرين لصالحهم.

6- **التشريعات الضريبية والاعفاءات والوفورات**: نظراً لأن فوائد القروض تعد من المصروفات التي تحقق وفورات ضريبية تنعكس على قيمة الشركة حيث أن فوائد القروض من المصروفات التي يتم خصمها من الإيرادات قبل حساب الضريبة فإنه يصبح من المتوقع أن الشركة التي ترتفع لديها حجم الضريبة على الدخل ستعتمد على الأموال المقترضة. وأشارت معظم الدراسات (Titman&Wessels,1988-Ozkan, 2001) إلى أن الشركات ذات الإعفاءات الضريبية المرتفعة مقابل (استهلاك – استثمار) مقارنة مع دخلها تحتوي على نسب مديونية منخفضة مقارنة مع الشركات الأخرى المشابهة أن قرار التمويل يعتمد على مقدار الاعفاءات الضريبية حيث إن عملية قيام الشركة بالاقتراض لتمويل مشاريعها له فوائد ضريبية بالمقارنة مع قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة وذلك الربح على السهم يدفع بعد الضرائب.

ويبين (Titman&Wessels, 1988-Ozkan, 2001) وجود علاقة موجبة بين نسبة الإهلاك ونسبة المديونية.

7- **استقرار المبيعات:** وقد بين (Titman and Wessels, 1988) أن المبيعات والأرباح تزيد من الطاقة الاستيعابية للقروض وتحمل نسب مديونية عالية في الشركات. كما أكد (الميداني، 1999) أن هناك علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح الشركة والتمويل بالدين فكلما كانت المبيعات وأرباح الشركة أكثر استقراراً استفادت الشركة من رافعة التمويل وحققت مخاطرة أقل مما لو كانت متقلبة.

8- **تكلفة الاقتراض:** تعتبر تكلفة الاقتراض من المحددات الرئيسية المؤثرة على الهيكل التمويلي للشركات، يعتبر التمويل بالاقتراض أفضل من التمويل بالملكية وذلك لانخفاض تكلفة الاقتراض عن تكلفة الملكية ولكن هذا يحدث طالما أن تكلفة الاقتراض أقل من العائد على الأموال المستثمرة فإذا زادت تكلفة الاقتراض عن العائد على الأموال المستثمرة فإن ذلك يؤدي لإحجام الشركات عن التمويل بالدين لذلك فإن العلاقة عكسية بين تكلفة الاقتراض والتمويل بالدين.

المبحث الثالث الدراسات السابقة

في دراسة أجريت بواسطة (الفولي، 2005) هدفت إلى بحث أثر خصائص الشركة المتمثلة في حجم الشركة والرفع المالي المؤثرة على درجة الإفصاح الإختياري والتي تؤدي لوجود اختلافات نسبية في درجة الإفصاح الإختياري وأثر الاختلافات النسبية في مستوى الإفصاح الإختياري على تكلفة رأس المال. تم الاعتماد في قياس مؤشر الإفصاح الإختياري على إعداد مؤشر غير مرجح مكون من 60 بند وقياس الرفع المالي من خلال نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول، وتم التطبيق على عينة مكونة من 33 شركة من الشركات المصرية المسجلة في بورصة الأوراق المالية واعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار لاختبار فروض الدراسة، وتوصلت الدراسة لوجود علاقة موجبة ولكنها غير معنوية بين الرفع المالي والإفصاح الإختياري.

دراسة (عطيه، 2013) هدفت الدراسة لاختبار تأثير مجموعة من المتغيرات علي مستوى الإفصاح الإختياري في التقارير المالية السنوية للشركات المساهمة المصرية وتم الاعتماد علي تركيب مؤشر غير مرجح مكون من 67 عنصراً لقياس مستوى الإفصاح الإختياري كمتغير تابع وقياس الرفع المالي كأحد المتغيرات المستقلة من خلال نسبة الالتزامات إلي إجمالي الأصول، وتم

التطبيق علي عينة من الشركات المسجلة في بورصة الاوراق المالية وعددهم 67 شركة في عام 2010، وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد وتوصلت الدراسة لعدم وجود تأثير للرفع المالي علي مستوى الإفصاح الإختياري.

دراسة (Yang Lan, Lili Wang, Xueyong Zhang, 2013) تهدف اختبار تأثير مجموعة من المتغيرات المؤثرة على مستوى الإفصاح الإختياري في التقارير المالية للشركات المدرجة في البورصة الصينية وتتمثل المتغيرات في حجم الشركة - الرفع المالي - الأصول في المكان- السيولة -العائد على حقوق الملكية- حجم المراجعة- تركيز الملكية - اعضاء مجلس الادارة غير التنفيذيين- ملكية الدولة -البيئة الوسيطة والقانونية- تكلفة حقوق الملكية. وتم اعداد مؤشر لقياس مستوى الإفصاح الإختياري كمتغير تابع مكون من 119 عنصر تم تجميعهم من الدراسات السابقة وقياس الرفع المالي بنسبة إجمالي الدين لإجمالي الأصول في نهاية السنة، تم التطبيق على 1066 شركة من الشركات المدرجة في البورصة الصينية في عام 2006، وتوصلت الدراسة ان الإفصاح الإختياري يرتبط إيجابيا بالرفع المالي.

دراسة (Tuna,2000) تهدف لدراسة درجة الإفصاح الإختياري عن تنبؤات إدارة الشركة بالأرباح بين الشركات التي تعتمد على التمويل بالأسهم والشركات التي تعتمد على التمويل بالاقتراض للحصول على الأموال اللازمة لها للشركات في الولايات المتحدة الأمريكية، تم التطبيق على عينة تتكون من 298 شركة أمريكية تعتمد على التمويل بالاقتراض في الفترة 1994-1997 وتم الاعتماد على تحليل الانحدار المتعدد، وتوصلت الدراسة إلى أن نوع التمويل الخارجي لا يؤثر على درجة الإفصاح الإختياري عن تنبؤات إدارة الشركة بالأرباح.

دراسة (Lang and Lundholm,2000) هدفت لدراسة العلاقة بين الإفصاح الإختياري وعروض الأسهم لتقليل عدم تماثل المعلومات أو الإعلان عن الأسهم، تم التطبيق على عينة مكونة من 64 شركة مسجلة بالبورصة عام 1992 واعتمدت الدراسة على تحليل الانحدار وتوصلت إلى أن الشركات تزيد من أنشطة الإفصاح قبل الإعلان عن طرح الأسهم كإشارة على تحسن ربحية الشركة الحالية والمستقبلية.

التعليق على الدراسات السابقة:

1- تنوع نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين الرافعة المالية ومستوي الإفصاح الإختياري فقد توصلت دراسة الفولي، 2005 لوجود علاقة موجبة غير معنوية بينهم (عدم وجود

- علاقة) وتوصلت دراسة عطية،2013 لعدم وجود علاقة بينهم، بينما دراسة Yang et al.,2013 توصلت أن الإفصاح الاختياري يرتبط إيجابيا بالرفع المالي.
- 2- اعتمدت العديد من الدراسات السابقة على نموذج الانحدار في قياس العلاقة بين متغيرات الدراسة.
- 3- هناك تنوع في الدول محل التطبيق (مصر - الصين- الولايات المتحدة)
- 4- تتناول الباحثة تأثير متغير نوع التمويل الخارجي على مستوى الإفصاح الإختياري ويتضح إلى حد علم الباحثة ندرة الدراسات في البيئة المصرية التي تناولت العلاقة بين هذين المتغيرين.
- 5- تشير دراسة (tuna,2000) لعدم وجود علاقة بين نوع التمويل الخارجي ومستوي الإفصاح الاختياري، بينما دراسة ((Lang and Lundholm,2000 أشارت إلى أن الشركات تزيد من أنشطة الإفصاح قبل الإعلان عن طرح الأسهم كإشارة على تحسن ربحية الشركة الحالية والمستقبلية.
- 6- تهدف الباحثة إلى دراسة تأثير زيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي للشركات يقاس بالرافعة المالية ونوع التمويل الخارجي يقاس بمتغيرين وهميين أسهم زيادة رأس المال وحصول الشركة على القروض على مستوى الإفصاح الاختياري في الفترة 2014-2018.

الفصل الثاني : الدراسة الاختبارية

- تطوير فرض الدراسة:

الفرض الاول العلاقة بين زيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي ومستوي الإفصاح الاختياري:

تباينت نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين حجم الديون في الهيكل التمويلي (الرفع المالي) ومستوي الإفصاح الاختياري كانت متباينة حيث توصلت دراسات (Murcia and Santos, 2010؛ الفولي، 2005) لوجود علاقة موجبة ولكنها غير معنوية بين مستوى الإفصاح الإختياري والرفع المالي.

إلا أن هناك بعض الدراسات مثل (Adelopo, 2011)؛ عطية، 2013) أكدت على وجود علاقة سالبة بينهما، وهناك دراسة (Leventis and Weetman, 2000) لم تتوصل لوجود دليل يدعم

وجود تأثير للرفع المالي على درجة الإفصاح الإختياري، بينما دراسة Yang et al.,2013 توصلت أن الإفصاح الإختياري يرتبط إيجابيا بالرفع المالي. ونتيجة لذلك يتم صياغة الفرض الأول الذي يتناول العلاقة بين زيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي ومستوي الإفصاح الإختياري:

ف1: يوجد تأثير لزيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي على مستوى الإفصاح الإختياري.

الفرض الثاني العلاقة بين نوع التمويل الخارجي ومستوي الإفصاح الإختياري:

وقد تباينت نتائج الدراسات حول العلاقة بين نوع التمويل الخارجي والإفصاح الإختياري. فقد أكدت دراسة (Jankensgard, 2015) أن الشركات التي تحصل على تمويل خارجي تفصح أكثر من الشركات التي لا تحصل على تمويل خارجي. كما أكدت دراسة (Choi, 1973) أن الشركات تزيد مستوى الإفصاح مع دخول سوق رأس المال. كما جاءت دراسة (Lang and Lundholm, 1993) وجدوا أن تصنيفات المحللين من جودة الإفصاح تزداد للشركات التي تصدر أوراقا مالية. وهذه النتائج تتعارض مع دراسة (tuna, 2000) التي أكدت أن نوع مصادر التمويل الخارجية التي تحصل عليها الشركة لا تؤثر على درجة الإفصاح الإختياري عن تنبؤات إدارة الشركة بالأرباح. ونتيجة لهذا التعارض يتم صياغة الفرض الذي يتعلق بتأثير نوع التمويل الخارجي على مستوى الإفصاح الإختياري:

ف2: يوجد تأثير لنوع التمويل الخارجي على مستوى الإفصاح الإختياري

- **مجتمع الدراسة:** يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المصرية المسجلة في بورصة الأوراق المالية والتي تتداول أسهمها في البورصة عن الفترة من 2014- 2018 بعد استبعاد البنوك وشركات الخدمات المالية وسيتم الاعتماد على عينة عشوائية من تلك الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية.
- **مصادر جمع البيانات:** اعتمدت الباحثة على البيانات المطلوبة للدراسة من المصادر التالية:
 - التقارير المالية السنوية للشركات.
 - الموقع الإلكتروني للشركات عبر شبكة الإنترنت.

- تقارير إفصاح الشركات بالبورصة المصرية بما في ذلك تقرير مجلس الإدارة السنوي المرفق بالقوائم المالية والمعد وفقا لأحكام المادة 40 من قواعد القيد.
- النشرات والتقارير المالية السنوية للشركات.
- موقع شركة مباشر مصر.

ويوضح الجدول التالي عدد شركات عينة الدراسة مقسمة حسب الأنشطة الصناعية التي تنتمي لها:

اسم النشاط	عدد شركات مجتمع	عدد شركات العينة	أسماء شركات عينة البحث
الكيمائيات	8	6	أبو قير للأسمدة
			الدولية للأسمدة والكيمائيات
			المالية والصناعية المصرية
			سيدي كرير للبتروكيمائيات سيدبك
			فيريكم للأسمدة
الأغذية والمشروبات	29	14	كفر الزيات للمبيدات والكيمائيات
			الاسماعيلية مصر للدواجن
			الدلتا للسكر
			الشرقية للأمن الوطني والغذائي
			المصرية للنشا والجلوكوز
			القاهرة للدواجن
			القاهرة للزيوت والصابون
			المصرية الكويتية للاستثمار والتجارة
			الوطنية لإنتاج الذرة
			جهينة
			أجواء
			الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
			يونيفيرت للصناعات الغذائية
			المصرية للدواجن اجيبكو
العربية لمنتجات الألبان أراب ديرري باندا			
موارد أساسية	9	5	حديد عز
			مصر الوطنية للصلب عتاقة
			اسيك للتعددين
			شركة الحديد والصلب
التشييد والبناء	25	5	مصر للألومنيوم
			اسمنت بوتو طرة
			الجوهرة
			الجيزة العامة للمقاولات
			السويس للأسمنت
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	19	3	روبكس لتصنيع البلاستيك والاكليك
			الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع
			العربية المتحدة للشحن والتفريغ

يونيفيرسال لصناعة مواد التعبئة والتغليف			
العربية بوليفارا للغزل والنسيج			منتجات منزلية وشخصية
النساجون الشرقيون	3	10	
ايسترن كومباني			
شام دريمز للاستثمار السياحي			سياحة وترفيه
عبر المحيطات للسياحة			
مرسي علم للتنمية السياحية	5	18	
مصر للفنادق			
الشركة المصرية للمشروعات السياحية			
المصرية لخدمات النقل	2	4	النقل
الخدمات الملاحية والبترولية			
العربية للأدوية ادكو			المستحضرات الدوائية
الإسكندرية للأدوية			
المركز الطبي بالإسكندرية	6	18	
إبيكو			
سبأ الدولية للأدوية والصناعات الكيماوية			
مينا فارم للأدوية			
الفنار للمقاولات			
الملتقي العربي للاستثمارات			السلع الرأسمالية
النصر للأعمال المدنية	5	7	
شركة الصناعات الهندسية (أكون)			
الشركة العربية للخزف ريماس			
المتحدة للإسكان والتعمير			
مينا للاستثمار العقاري			
الوطنية للإسكان	5	34	العقارات
الإسماعلية الجديدة للتطوير العمراني			
السادس من أكتوبر للتنمية والاستثمار			
سوديك			
راية			
قناة السويس لتوطين التكنولوجيا	2	6	البرمجيات
المصرية لنظم التعليم الحديثة			
جينال تورز	3	4	الخدمات الاستهلاكية
غاز مصر	1	1	خدمات الغاز
العربية للصناعات الهندسية	1	8	قطاع الأجهزة والمعدات الكهربائية
	65	200	الإجمالي

توصيف متغيرات الدراسة وقياسها:

- المتغير التابع : مستوى الإفصاح الإختياري في الشركات المساهمة المصرية.
يتم الاعتماد على دراسة (عفيفي، 2014) بتكوين مؤشر غير مرجح لقياس مستوى الإفصاح الإختياري في الشركات المساهمة المصرية.

الرمز	التعريف الإجرائي	المتغير التابع
DIS	يتم قياسه من خلال مؤشر الإفصاح الإختياري، ويتم إعطاء الشركة درجة للمؤشر كنسبة من خلال نسبة البنود التي يتم الإفصاح عنها في تقريرها المالي إلى إجمالي بنود المؤشر.	مستوي الإفصاح الإختياري في التقارير السنوية

- المتغيرات المستقلة :

• لقياس لهيكل التمويل:

الرمز	التعريف الإجرائي	المتغير المستقل
LEV J, t	يتم قياسه من خلال قسمة إجمالي الديون على إجمالي الأصول	الرافعة المالية

• لقياس نوع التمويل الخارجي

الرمز	التعريف الإجرائي	المتغير المستقل
FINTYPE J, t		
EQUITY	يتم قياسه من خلال متغيرين وهميين هما: - أسهم زيادة رأس المال: متغير وهمي يعادل (1) إذا أصدرت الشركة أسهم جديدة لزيادة رأس المال لمستثمرين جدد أو لمستثمرين حاليين على ان يكون الاصدار بالقيمة السوقية ويتم سداد قيمتها من اموالهم الخاصة وليس من مستحقاتهم طرف الشركة، وصفر بخلاف ذلك.	نوع التمويل الخارجي
PRIVATBRW	- القروض: متغير وهمي يأخذ قيمة (1) إذا حصلت الشركة على قروض خلال الفترة وصفر بخلاف ذلك.	

رمز المتغير	مبررات الاستخدام	التعريف الإجرائي	المتغيرات الضابطة
SIZE J, t	يعتبر متغير الحجم من أكثر المتغيرات المعترف بها بأنه ذي دلالة إحصائية في الدراسات السابقة المهمة بمحددات سياسة الإفصاح في الشركات (Ball and Foster, 1982) وقد اختبرت العديد من الدراسات السابقة العلاقة بين حجم الشركة والإفصاح الإختياري، ووجدت أن هناك علاقة موجبة مثل (Agca and Onder,2007;Patelli and Prencepe,2007 ;Broberg et al.,2010;Adelopo,2011)	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في آخر الفترة	حجم الشركة
ROA J, T	يري (Murcia and santos,2010) إن تحقيق الشركة لنسبة عالية من الأرباح يخلق لديها حافز في أن تميز نفسها عن الآخرين ولذلك يجب على الشركات ان تعمل علي زيادة مستوي الإفصاح الإختياري كما ان هذه الزيادة تساعد في الحصول على الأموال التي تريدها بأفضل الشروط وتوصلت دراستان لوجود علاقة موجبة بين الربحية ومستوي الإفصاح الإختياري وهما: (Murcia and santos, 2010) ؛ (Broberg et al., 2010) بينما هناك دراسات توصلت لعدم وجود علاقة ما بين الربحية ومستوي الإفصاح الإختياري وهما: (Meek et al.,1995; Eng. and Mak,2003)	صافي الربح بعد الضريبة إلى إجمالي الأصول.	الربحية
LEQ j, t	السيولة هي قدرة المنشأة على سداد التزاماتها قصيرة الاجل أو اليومية دون الحاجة لتصفية أي أصل من أصولها أو انهاء أي أنشطة تشغيلية. Kamel &Awadallah,2017) ووجد (Camfferman and Cooke, 2002) علاقة إيجابية بين السيولة والإفصاح الإختياري في الشركات الهولندية، كما وجدوا ارتباط سلبى بين المتغيرين في الشركات بالمملكة المتحدة، (Wallace et al.,1994) ووجد ان الشركات الاسبانية ذات السيولة المنخفضة تفصح أكثر في التقارير السنوية. وتوصلت دراسات اخري لعدم وجود علاقة ما بين السيولة ومستوي الإفصاح الإختياري مثل: Wallace and Naser, 1995; Leventis and Weetman, 2004; Alsaeed, 2006).	إجمالي الأصول المتداول/إجمالي الالتزامات المتداولة	السيولة

بنود مؤشر الإفصاح الإختياري (المتغير التابع) يتم الاعتماد لقياس مستوى الافصاح الاختياري في الشركات المساهمة المصرية بالاعتماد على دراسة (عفيفي،2014)

بنود مؤشر الإفصاح	مجموعات مؤشر الإفصاح
10	معلومات عامة عن استراتيجية الشركة
10	مقاييس غير مالية
10	معلومات مخططة
10	معلومات عن هيكل الحوكمة
40	إجمالي

أولاً:الاختبارات الاحصائية المستخدمة في الدراسة

1- تم استخدام اسلوب الانحدار المتعدد Regression – Multiple لاختبار العلاقة بين المتغير التابع (مستوي الافصاح الاختياري) والمتغيرات المستقلة (الهيكل التمويلي يقاس عن طريق الرفع المالي) ونوع التمويل الخارجي (أسهم زيادة رأس المال –الحصول على القروض) وذلك بهدف التوصل لمدي تأثير المتغيرات المستقلة على المتغير التابع باستخدام طريقة Enter regression.

2- تم استخدام اختبار T لاختبار معنوية معالم نموذج الانحدار.

3- تم استخدام اختبار F لاختبار معنوية معالم نموذج الانحدار.

4- استخدمت الباحثة البرنامج الاحصائي (Stata 14) بغرض تحليل البيانات إحصائياً.

5- تم استخدام طريقة المربعات الصغرى في تقدير معالم نموذج الانحدار المتعدد لان التقديرات المتحصل عليها من هذه الطريقة تتميز بخصائص التقدير الجيد، بشرط توافر العديد من الفروض لإمكان تطبيقها ولعل اهمها يتمثل في:

- التأكد من عدم وجود ارتباط خطي قوي بين المتغيرات المستقلة.
- التأكد من ثبات تباينات الأخطاء.
- التأكد من أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي.
- التأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء.

وللتأكد من توافر هذه الفروض تم التحقق منها من خلال الاختبارات الاحصائية والقياسية المعروفة عن طريق استخدام البرنامج الاحصائي (Stata 14).

ثانيا الاختبار الاحصائي لفروض الدراسة

(أ) الاحصائيات الوصفية الكمية لمتغيرات الدراسة

جدول Descriptive Statistics

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات	
0.1057166	0.2983846	0.525	0.1	325	مستوي الإفصاح الاختياري	المتغير التابع
0.2119769	0.3847169	0.9945913	0.0055927	325	الرافعة المالية	المتغير المستقل
2.092936	19.70764	23.13481	12.20958	325	حجم الشركة	المتغيرات الضابطة
0.1176094	0.041822	0.3414079	0.703697-	325	الربحية	
0.2396135	0.3119477	0.9986924	0.0132816	325	السيولة	

يعرض الجدول السابق الاحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة المستخدمة في عينة البحث حيث لاحظت الباحثة أن:

- 1- متوسط الإفصاح الاختياري يبلغ 0.2984% في حين أن أقل مستوى افصاح اختياري 0.1%، بينما كان أكبر مستوى افصاح اختياري 0.525%.
- 2- بلغ متوسط نسبة الرافعة المالية 0.3847%، وكان أقل مستوى للرافعة المالية 0.005%، بينما كان أكبر مستوى للرافعة المالية 0.9946%.
- 3- بلغ متوسط نسبة حجم الشركة 19.708%، وكان أقل مستوى لحجم الشركة 12.209%، بينما كان أكبر مستوى لحجم الشركة 23.135%.
- 4- بلغ متوسط نسبة الربحية 0.0418%، وكان أقل مستوى للربحية (-0.704%)، بينما كان الحد الأقصى 0.341%.
- 5- بلغ متوسط السيولة 0.312%، وكان أقل مستوى للسيولة 0.0133%، بينما كان الحد الاقصى 0.999%.

بالنسبة للمتغيرات المستقلة الوهمية

المتغير	التكرار	النسب	الإجمالي
اصدار الشركات لاسهم رأس المال • لا تصدر أسهم • تصدر أسهم	256	78.77	78.77
	69	21.23	100
الحصول على القروض • لا تحصل على قروض • تحصل على قروض	235	72.31	72.31
	90	27.69	100

- بالنسبة لمتغير اصدار أسهم رأس المال نسبة الشركات المصدرة للأسهم 21%، الشركات الغير مصدرة للأسهم 79%.
- بالنسبة لمتغير الحصول على قروض نسبة الشركات التي حصلت على قروض 28%، الشركات التي لم تحصل على قروض 72%.

ثالثاً: الإحصاءات التحليلية لمتغيرات الدراسة

(أ) تحليل الارتباط

تعتمد الباحثة في اختبار فروض البحث على اختبار معامل ارتباط بيرسون كما يتضح من مصفوفة الارتباط التالية

	الإفصاح الإختياري	الرافعة المالية	أسهم زيادة رأس المال	الحصول على القروض	الربحية	الحجم	السيولة
الإفصاح الإختياري	1.000						
الرافعة المالية	0.0211 0.7053	1.000					
أسهم زيادة رأس المال	0.0758- 0.1728	0.07110.2009	1.000				
الحصول على القروض	0.1045- **0.0598	0.06850.2184	0.1159 ***0.0368	1.000			
الربحية	0.1936 0.0004	-***0.10960.0483	0.1012 **0.0686	0.0349- 0.5309	1.000		
الحجم	0.1500 0.0068	0.0792 0.1541	0.0416 0.4553	0.1640 ***0.0030	0.0781 0.1599	1.000	
السيولة	0.0145- 0.7943	0.0699- 0.2087	0.1092- ***0.0493	0.0830- 0.1355	0.1739- 0.0017	0.0484- 0.3847	1.000

*دال عند مستوي 10%، ** دال عند مستوي 5%، ***دال عند مستوي 1%

يتضح من مصفوفة الارتباط السابقة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع ويتضح للباحثة ما يلي:

- عدم وجود علاقة معنوية إحصائية بين الرافعة المالية ومستوي الإفصاح الاختياري.
- ارتباط عكسي غير دال إحصائياً بين إصدار الشركة للأسهم ومستوي الإفصاح الاختياري
- ارتباط عكسي دال إحصائياً عند مستوي 0.05 بين متغيرين الحصول على القروض ومستوي الإفصاح الاختياري

(ب) تحليل نموذج الانحدار:

في هذا البحث تعتمد الباحثة على نموذج انحدار واحد يطبق مرتين

- النموذج الأول يقيس العلاقة بين الرافعة المالية ومستوي الإفصاح الإختياري في ظل إصدار الشركة لاسهم زيادة راس المال.
- النموذج الثاني العلاقة بين الرافعة المالية ومستوي الإفصاح الإختياري في ظل حصول الشركة على القروض .

وبالتالي ستقوم الباحثة بالتحقق من مدي وقوع نموذج الانحدار في مشاكل القياس لكل نموذج على حدة.

أولاً: التحقق من مدي وقوع النموذج الأول (العلاقة بين الرافعة المالية ومستوي الإفصاح الإختياري في ظل إصدار الشركة لاسهم زيادة راس المال) في مشاكل القياس:

1- اختبار التوزيع الطبيعي (Shapiro -Wilk)

Shapiro-Wilk W test for normal data

Variable	Obs	W	V	Z	Prob>z
R1	325	0.98155	4.219	3.392	0.00035

يتضح من الاختبار أن (P Value) أقل من 5% اذن النموذج لا يتبع التوزيع الطبيعي

ولحل هذه المشكلة يتم استخدام أسلوب Winsorzing عند مستوي 1% لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة.

2- اختبار مشكلة الازدواج الخطي :

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض ويتم التحقق من خلو النموذج من هذه الأخطاء من خلال قياس نسبة معامل التضخم لمتغيرات النموذج ويجب ألا تتجاوز قيم معامل التضخم للنموذج VIF لم تتجاوز قيمة 10

المتغيرات	VIF	1/VIF
الربحية	1.06	0.940832
السيولة	1.05	0.953975
الرافعة المالية	1.03	0.967429
الأسهم	1.03	0.974974
الحجم	1.02	0.984749
متوسط VIF	1.04	

نجد أن النموذج لا يوجد به مشاكل الازدواج الخطي لأن جميع قيم VIF أقل من 10

3- بالنسبة لمشكلة عدم ثبات التباينات: قامت الباحثة بالتحقق من عدم وجود مشكلة ثبات التباينات باستخدام اختبار (White test) وتوصل الاختبار إلى أن قيمة الاختبار χ^2 (1) = 55.76 وقيمة (Sig=0.000) بما أن sig أقل من 5% اذن توجد مشكلة عدم ثبات التباينات لحل هذه المشكلة يتم استخدام اختبار Robust standard error.

4- اختبار الارتباط الذاتي: يتم استخدام اختبار (Wooldridge test) ويتضح من الاختبار

$$F(1,64) = 0.199$$

$$\text{Prob} > F = 0.6570$$

بما أن sig أكبر من 5% اذن لا توجد مشاكل ارتباط ذاتي.

ثانياً: التحقق من مشاكل القياس للنموذج الثاني العلاقة بين الرافعة المالية ومستوي الإفصاح الإختياري في ظل حصول الشركة على القروض

1- اختبار التوزيع الطبيعي (Shapiro -Wilk):

Shapiro-Wilk W test for normal data

Variable	Obs	W	V	Z	Prob>z
R2	325	0.98277	3.941	3.232	0.00062

بما أن P value أقل من 5% اذن النموذج لا يتبع التوزيع الطبيعي ، ولحل هذه المشكلة يتم استخدام أسلوب Winsorzing عند مستوي 1% لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة.

2- اختبار مشكلة الازدواج الخطي:

المتغيرات	VIF	1/VIF
الرافعة المالية	1.03	0.970727
السيولة	1.05	0.954650
الحصول على القروض	1.04	0.961823
الحجم	1.04	0.959858
الربحية	1.06	0.945592
VIFمتوسط	1.04	

بما أن جميع قيم VIF أقل من 10 اذن النموذج لا يقع في مشكلة الازدواج الخطي.

2- بالنسبة لمشكلة عدم ثبات التباينات: قامت الباحثة بالتحقق من عدم وجود مشكلة ثبات التباينات باستخدام اختبار (White test) وتوصل الاختبار إلى أن قيمة الاختبار ($\chi^2(1) = 45.66$) وقيمة (Sig=0.0006) بما أن sig أقل من 5% اذن توجد مشكلة عدم ثبات التباينات لحل هذه المشكلة يتم استخدام اختبار Robust standard error.

3- اختبار الارتباط الذاتي: يتم استخدام اختبار (Wooldridge test) ويتضح من الاختبار

$$F(1,64) = 0.314$$

$$\text{Prob} > F = 0.5773$$

بما أن sig أكبر من 5% اذن لا توجد مشاكل ارتباط ذاتي.

ج) نموذج الانحدار

اعتمدت الباحثة في اختبار فروض الدراسة على نموذج الانحدار التالي :

$$\text{DIS}_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{LEV}_{j,t} + \beta_2 \text{FINTYPE}_{j,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{j,t} + \beta_4 \text{Roa}_{j,t} + \beta_5 \text{Leq}_{j,t} + \epsilon_{j,t}$$

حيث إن:

DIS_{j,t} = مستوي الإفصاح الإختياري للشركة J في العام t.

LEV_{j,t} = نسبة الرافعة المالية للشركة J في العام t.

$t, j, FINTYPE =$ نوع التمويل للشركة J في العام t.

$t, j, SIZE =$ حجم الشركة J في العام t.

$t, j, Roa =$ ربحية الشركة J في العام t.

$t, j, Leq =$ سيولة الشركة J في العام t.

$t, j, \varepsilon =$ بند الخطأ في النموذج J في العام t.

المتغيرات	معاملات الانحدار β	الخطأ المعياري Robust Std.Error	قيمة اختبار t	Sig الدلالة	معامل التضخم VIF
المقدار الثابت	0.1451594	0.0552158	2.63	0.009	
الرافعة المالية	0.0217303	0.025491	0.85	0.395	1.03
أسهم زيادة رأس المال	-0.0267311	0.0135187	-1.98	0.049	1.03
حجم الشركة	0.0070302	0.0028349	2.48	0.014	1.02
الربحية	0.2061885	0.053762	3.84	0.000	1.06
السيولة	0.0096355	0.0259579	0.37	0.711	1.05
قيمة اختبار F	5.62			دلالة اختبار F	0.000
القيمة المحسوبة Wooldridge test	0.199			Sig	0.6570
القيمة المحسوبة White test	55.76			Sig	0.000
معامل التحديد R ²	0.0719				
اعتدالية الاخطاء العشوائية Shapiro-Wilk Test	3.392			Sig	0.00035

وفي ضوء النموذج السابق يتم تشغيله مرتين في ظل وجود مقياس واحد للرافعة المالية ومقياسين لنوع التمويل الخارجي (أسهم زيادة رأس المال – الحصول على القروض).

النموذج الأول : نموذج انحدار يوضح مدى تأثير الرافعة المالية واصدار أسهم زيادة رأس المال على مستوي الإفصاح الإختياري:

يتضح من نتائج التحليل السابق عرضها بالجدول ما يلي :

- 1- إن النموذج لا يخضع للتوزيع الطبيعي كما يتضح من اختبار Shapiro-Wilk Test حيث بلغت دلالاته (Sig=0.00035) وهي أقل من 5% وتم التغلب على هذه المشكلة باستخدام أسلوب Winsorizing عند مستوي 1% لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة.
- 2- كما يتعرض النموذج لمشكلة عدم ثبات التباينات كما يتضح من اختبار White test حيث بلغت دلالاته (Sig=0.000) وهي أقل من 5% ولحل هذه المشكلة تم استخدام أسلوب Robust Standard error.
- 3- بنما يخلو النموذج من أخطاء VIF حيث جاءت جميع قيم معاملات التضخم لمتغيرات النموذج أقل من 10، ويخلو من مشاكل الارتباط الذاتي حيث أن دلالة اختبار Wooldridge test (Sig=0.6570) أكبر من 5%.
- 4- النموذج معنوي إحصائياً بناء على اختبار F حيث بلغت معنوية الاختبار Sig=0.000 وهي أقل من مستوي المعنوية 5%.
- 5- بلغ معامل التحديد ما قيمته 7.19% ما يعني أن المتغيرات المفسرة التي أظهرت معنوية في نموذج الانحدار المقدر من العينة تحت البحث تفسر ما مقداره 7.19% من إجمالي التغيرات التي تحدث في اتجاه خطأ التنبؤ وهو ما يعني أهمية كلا من الرافعة المالية وإصدار أسهم زيادة رأس المال وحجم الشركة والربحية والسيولة في تحديد مستوي الإفصاح الإختياري.
- 6- أظهر اختبار T أنه لا يوجد إثر معنوي إحصائياً لمتغيرين الرافعة المالية حيث بلغت (Sig= 0.395) أكبر من 5%، ومتغير السيولة حيث بلغت (Sig= 0.711) ويوجد تأثير معنوي إحصائياً لمتغير أسهم زيادة رأس المال والربحية وحجم الشركة لأن قيمة Sig لكل منهما أقل من 5%.

المتغيرات المستقلة	الأثر على المتغير التابع
الرافعة المالية	علاقة موجبة غير معنوية إحصائياً
أسهم زيادة رأس المال	علاقة عكسية معنوية إحصائياً

النموذج الثاني : تأثير الرافعة المالية على مستوى الإفصاح الإختياري في حالة حصول الشركات على القروض

المتغيرات	معاملات الانحدار β	الخطأ المعياري Robust Std.Error	قيمة اختبار t	Sig الدلالة	معامل التضخم VIF
المقدار الثابت	0.1303438	0.0556187	2.34	0.020	
الرافعة المالية	0.0206337	0.0257699	0.80	0.424	1.03
الحصول على القروض	-0.0297275	0.0134515	-2.21	0.028	1.04
حجم الشركة	0.0079797	0.0028573	2.79	0.006	1.04
الربحية	0.1899867	0.0520986	3.65	0.000	1.06
السيولة	0.0089132	0.0258065	0.35	0.730	1.05
قيمة اختبار F	6.22			دلالة اختبار F	0.000
القيمة المحسوبة Wooldridge test	0.314			Sig	0.5773
القيمة المحسوبة White test	45.66			Sig	0.0006
معامل التحديد R ²	0.0767				
اعتدالية الاخطاء العشوائية Shapiro-Wilk Test	3.232			Sig	0.00062

يتضح من التحليل السابق:

1- إن النموذج لا يخضع للتوزيع الطبيعي كما يتضح من اختبار Shapiro-Wilk Test حيث بلغت دلالاته (Sig=0.00062) وهي أقل من 5% وتم التغلب على هذه المشكلة باستخدام أسلوب Winsorzing عند مستوي 1% لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة.

2- كما يتعرض النموذج لمشكلة عدم ثبات التباينات كما يتضح من اختبار White test حيث بلغت دلالاته (Sig=0.0006) وهي أقل من 5% ولحل هذه المشكلة تم استخدام أسلوب Robust Standard error.

3- بينما يخلو النموذج من أخطاء VIF حيث جاءت جميع قيم معاملات التضخم لمتغيرات النموذج أقل من 10، ويخلو من مشاكل الارتباط الذاتي حيث إن دلالة اختبار Wooldridge test (Sig=0.5773) أكبر من 5%.

4- النموذج معنوي إحصائياً بناء على اختبار F حيث بلغت معنوية الاختبار Sig=0.000 وهي أقل من مستوى المعنوية 5%.

5- بلغ معامل التحديد ما قيمته 7.67% ما يعني أن المتغيرات المفسرة التي أظهرت معنوية في نموذج الانحدار المقدر من العينة تحت البحث تفسر ما مقداره 7.67% من إجمالي التغيرات التي تحدث في اتجاه خطأ التنبؤ وهو ما يعني أهمية كلا من الرافعة المالية والحصول على القروض وحجم الشركة والربحية والسيولة في تحديد مستوى الإفصاح الإختياري.

6- أظهر اختبار T أنه لا يوجد إثر معنوي إحصائياً لكل من المتغيرين الرافعة المالية حيث بلغت (Sig= 0.424) أكبر من 5%، ومتغير السيولة حيث بلغت قيمة (Sig =.730) أكبر من 5%، بينما يوجد تأثير معنوي إحصائياً للمتغيرات التالية القروض والحجم والربحية حيث بلغت قيمة Sig لاختبار T الخاص بهم أقل من 5%.

المتغيرات المستقلة	الأثر على المتغير التابع
الرافعة المالية	علاقة موجبة غير معنوية إحصائياً
الحصول على القروض	علاقة عكسية معنوية إحصائياً

(د) تحليل النتائج:

أوضحت نتائج تحليل الانحدار الخطي عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي ومستوي الإفصاح الإختياري، وتعتبر هذه النتيجة متفقة مع النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة مثل

(Chow and Wong-Boren,1987- Meek et al.,1995- Apostolou, 1995- Wang et al.,2008- Murcia and Santos,2010 - (عطيه،2013) -

لذا فإن الباحثة ترفض الفرض الأول القائل

"يوجد تأثير لزيادة حجم الديون في الهيكل التمويلي على مستوى الإفصاح الإختياري"

بالنسبة لفرض الثاني للدراسة وهو "يوجد تأثير لنوع التمويل الخارجي على مستوى الإفصاح الاختياري"

تم قياس متغير نوع التمويل الخارجي بمتغيرين وهميين وهما (الحصول على قروض- أسهم زيادة رأس المال) وتبين من نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين كلا من المتغيرين الوهميين ومستوي الإفصاح الاختياري وهذا يعني وجود ارتباط عكسي بين نوع التمويل الخارجي ومستوي الإفصاح الاختياري.

كما تبين من نتائج نماذج الانحدار أن الشركات التي تعتمد في تمويلها على القروض تزيد مستوى الإفصاح الاختياري عن الشركات التي تعتمد في تمويلها على إصدار أسهم لزيادة رأس المال وهذا يعني أن متغير الحصول على قروض أكثر معنوية من متغير أسهم زيادة رأس المال .

- **فبالنسبة للمتغير الحصول على قروض :**

وفقا لنتائج الاختبارات الاحصائية التي اظهرت وجود علاقة عكسية معنوية إحصائيا بين الحصول على قروض ومستوي الإفصاح الاختياري وهذا ما تم اثباته بنموذج الانحدار حيث حقق متغير الحصول على قروض قيمة (0.028) في دلالة اختبار (T) مما يعني أنه له أثر معنوي وذو دلالة احصائيا على مستوى الإفصاح الاختياري لأنه أقل من مستوى معنوية 5%.

- **بالنسبة للمتغير الثاني (أسهم زيادة رأس المال)**

وفقا لنتائج الاختبارات الاحصائية التي اظهرت وجود علاقة عكسية بين اصدار أسهم زيادة رأس المال ومستوي الإفصاح الاختياري وهذا ما تم اثباته بنموذج الانحدار حيث حقق متغير أسهم زيادة رأس المال قيمة (0.049) في دلالة اختبار (T) مما يعني ان له تأثير معنوي وذو دلالة احصائيا على مستوى الإفصاح الاختياري.

هذا يعني ان متغير الحصول على القروض أكثر تأثيرا على مستوى الإفصاح الإختياري من متغير اصدار أسهم زيادة رأس المال لأن قيمة دلالة اختبار (T) للقروض أقل من دلالة اختبار (T) لأسهم زيادة رأس المال.

ومما سبق يتضح أن هناك ارتباط عكسي بين متغير نوع التمويل الخارجي ومستوي الإفصاح الاختياري.

وبالتالي يتم رفض الفرض الثاني القائل

"يوجد تأثير لنوع التمويل الخارجي على مستوى الإفصاح الإختياري"

وهذه النتيجة تتعارض مع معظم نتائج الدراسات السابقة قد يرجع هذا إلى قلة اعتماد شركات العينة في فترة الدراسة على التمويل الخارجي في هذه السنوات المختارة لعينة البحث.

خلاصة البحث والدراسات المستقبلية:

قامت الباحثة في هذا البحث باختبار مدى تأثير زيادة الديون في الهيكل التمويلي ونوع التمويل الخارجي على مستوى الإفصاح الاختياري في الشركات المساهمة المصرية، وقد اعتمدت الباحثة على مؤشر لقياس مستوى الإفصاح الاختياري مكون من 40 بند تمثل أربع مجموعات فرعية للإفصاح، وقد اعتمدت الباحثة على نموذج الانحدار الخطي المتعدد بهدف اختبار العلاقة بين المتغيرات المستقلة ومستوى الإفصاح الاختياري ككل.

وقد توصلت الباحثة إلى عدم وجود علاقة جوهرية بين كلا من الرافعة المالية كقياس لحجم الديون في الهيكل التمويلي ومستوى الإفصاح الاختياري، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين متغير نوع التمويل الخارجي ومستوى الإفصاح الاختياري حيث تم قياس متغير نوع التمويل الخارجي بمتغيرين وهميين هما إصدار الشركة لاسهم زيادة رأس المال وحصول الشركة على القروض.

وقد جاءت نتائج قياس العلاقة بين أسهم زيادة رأس المال ومستوى الإفصاح الاختياري علاقة عكسية ودالة إحصائياً ونتائج الحصول على القروض ومستوى الإفصاح الاختياري علاقة عكسية دالة إحصائياً.

وفي ضوء ما توصلت إليه الباحثة من نتائج تتركز الباحثة العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية يتمثل أهمها فيما يلي:

1- إجراء المزيد من الدراسات المستقبلية المقارنة بين مصر وبيئات مختلفة فيما يتعلق بمحددات الإفصاح الاختياري مما يوضح تأثير الثقافات المختلفة على مستوى الإفصاح الاختياري.

2- اختيار مجموعة من المتغيرات الأخرى على مستوى الإفصاح الاختياري.

3- دراسة مدى فعالية الإفصاح الاختياري في حل مشكلة عدم تماثل المعلومات وتحسين كفاءة سوق رأس المال.

علي ضوء النتائج التي توصلت لها الباحثة في كل من الدراسة النظرية والاختبارية وفي ضوء أهداف البحث وحدوده توصي الباحثة بما يلي:

- أ- توصي الباحثة بضرورة زيادة مستوى الإفصاح في القوائم والتقارير المالية عن النطاق المحدد من قبل القوانين والمعايير الملزمة لدوره الفعال في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال.
- ب- ضرورة نشر الوعي بأهمية دور الإفصاح الاختياري في تسهيل الحصول على التمويل الخارجي وذلك للثقة التي يمنحها للمقرضين (في حالة الرغبة في الحصول على قروض) والمساهمين (في حالة الرغبة في إصدار أسهم لزيادة رأس المال) في بقاء واستمرار الشركة في مزاولة أنشطتها.
- ت- ضرورة أن تقوم الدولة المصرية ممثلة في سوق رأس المال ووزارة الاستثمار بتقديم أفضل الوسائل لحث وتشجيع الشركات المصرية علي زيادة مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير والقوائم المالية.
- ث- قيام الدولة المصرية بإصدار تشريع يزيد من نطاق الإفصاح الإلزامي ليشمل بعض البنود المفصّل عنها اختياريًا مثل الإفصاح عن الموارد البشرية والتنبؤات المستقبلية والمعلومات الاجتماعية والبيئية فيصبح الإفصاح عن هذه البنود إلزاميًا.

قائمة المراجع

الكتب

1. التهامي، عبد المنعم أحمد، (2014)، "الإدارة المالية والاستثمار"، مكتبة عين شمس.
2. حماد، أحمد هاني البحيري (2012) "نظرية المحاسبة" كلية التجارة - جامعة الزقازيق.
3. الشيرازي، عباس مهدي (1990)، "نظرية المحاسبة"، ذات السلاسل للطباعة والنشر، الكويت.
4. مبروك، عادل، (2008)، "مقدمة في الاسس العلمية والعملية للتحليل المالي"، مطابع الدار الهندسية.
5. الميداني، محمد أيمن عزت (1999)، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكان، الرياض.
6. هندي، منير إبراهيم (1997)، "الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة الثالثة، الإسكندرية.

الدوريات

1. الرشدي، ممدوح صادق محمد (2009)، "الإفصاح المحاسبي عبر الإنترنت وحوكمة الشركات: دراسة نظرية وميدانية"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة سوهاج، المجلد 23، العدد الأول، ص.1-64.
2. سباع، محمد فاروق علي (2010)، "محددات استخدام الديون في الهيكل التمويلي" -المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، كلية تجارة، جامعة قناة السويس، المجلد الأول، العدد الثاني، ص.163-172.
3. عبد الحميد، علاء محمد شكري (2011)، "دراسة محددات الهيكل المالي لشركات الاعمال باستخدام نموذج كمي بالتطبيق على الشركات الصناعية العامة المصرية"، المجلة العلمية، كلية التجارة جامعة أسيوط، العدد 51، ص.164-199.
4. عفيفي، هلال عبد الفتاح (2008)، "العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوي الإفصاح الإختياري في التقارير السنوية: دراسة اختباريه في البيئة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، العدد الأول، ص. 428-498.
5. عفيفي، هلال عبد الفتاح (2014) "العلاقة بين إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات: هل هناك تأثير للإفصاح الإختياري؟ دراسة تحليلية على الشركات المساهمة المصرية"، مجلة البحوث التجارية، العدد الأول. 265:343.

6. مارق، سعد محمد (2009)، "قياس مستوى الإفصاح الإختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة السعودية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة - السعودية، مجلد 23، العدد الاول، ص.131-174.

الرسائل

(1) أحمد، محيي الدين أحمد محمد (2009)، "أثر هيكل الملكية والرقابة في الشركات المساهمة على الإفصاح المحاسبي- دراسة تحليلية تطبيقية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

(2) برهام، منة الله محمد خالد غازي (2014)، "التغير في مستوى الإفصاح للقوائم المالية المرحلية وأثره على عدم تماثل المعلومات المحاسبية": دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة.

(3) زايد، محمد عبد المنعم أبو السعود (2017)، "دور الإفصاح الإختياري في تحسين جودة التقارير المالية: دراسة ميدانية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة جامعة المنوفية.

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

(5) الفولي، فايقة جابر حسن محمد (2005)، "الاختلافات النسبية في درجة الإفصاح الإختياري بين الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

Books:

1. Hervé Hutin, (2002), "Toute la finance d'entreprise en pratique, Editions d'Organisation, 2ed, Paris.
2. Weston, J. Fred and Brigham, Eugene F. (1993), "Essentials of Managerial Finance", florida, the Dryden Press Harcourt Brace College Publishers, Tenth Edition.

Periodicals

- 1- Adelopo, Ismail A. (2011), "Voluntary Disclosure Practices among Listed Companies in Nigeria", Advanced in international Accounting, available at: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1533445>.

- 2- Agrawal, A. and Nagarajan, N. J. (1990)," Corporate Capital Structure, Agency Costs, and Ownership Control: The Case of All Equity Firms", *Journal of Finance*, Vol.45, Issue 4, pp.1325-1331.
- 3- Apostolou ,Apostolos K.(1995),'Factors on Voluntary Accounting Information by Greek Companies",*SPOUDAL*,Vol.50,Issue 1-2,PP.87-109.
- 4- Ball, R. and Foster, G. (1982)," Corporate Financial-Reporting - A Methodological Review of Empirical-Research", *Journal of Accounting Research*, vol. 20, pp.161-234.
- 5- Barako, D.G., Hancock, P. and Izan, H.Y. (2006), "Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies", *Corporate Governance*, Vol. 14 No. 2, pp. 107-125.
- 6- Booth L., Aivazian V., Demirguc-kunt A. and Maksimovic V. (2001)," Capital Structures in Developing Countries",*Journal of Finance*, Vol.56, Issue 1, pp.87-130.
- 7- Brockman, P., I. K. Khurana and X. Martin (2008), 'Voluntary Disclosures around Share Repurchases', *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 175–191.
- 8- Choi, F. D. S. (1973), 'Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market, *Journal of Accounting Research*, Vol. 11, Issue 2, pp. 159–175.
- 9- Chow, Chee W. and Adrian Wong- Boren (1987),"Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations", *The Accounting Review*, Vol. 62, Issue3, pp.533-541.
- 10- Chung, K.H. (1993), "Asset characteristics and corporate debt policy: an empirical test", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20, Issue 1, pp. 83-98.
- 11- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., and Yang, Y. G. (2011). "Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The

- initiation of corporate social responsibility reporting". *The Accounting Review*, Vol.86, Issue 1, PP. 59-100.
<https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- 12-Elfeky, M. I. (2017). "The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: Evidence from Egypt". *The Journal of Finance and Data Science*, 3(1-4), 45-59.
 - 13-Gaver, J.J. and Gaver, K.M. (1993), "Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, Issue 1-3, pp. 125-60
 - 14-Haniffa, R. M., and Cooke, T. E. (2002)," Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations", *Abacus*, Vol.38, Issue, 3, pp. 317 - 349.
 - 15-Ho, S.M. and Wong, K.S. (2004), "Investment analysts' usage and perceived usefulness of corporate annual reports", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 1, Issue 3, pp. 61-71
 - 16-Jankensgard, Hakan (2015)," The Relationship between Voluntary Disclosure, External Financing and Financial Status", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.42, Issue7-8, pp.860-884.
 - 17-Jensen, M. and W. Meckling (1976),"Theory of Firm: Managerial behavior, agency costs and Ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, Issue 4, pp.305-360.
 - 18-Kolsi, M. C. (2017). "The determinants of corporate voluntary policy: Evidence from the Abu Dhabi Securities Exchange (ADX)". *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol. 7, Issue 2, PP.249-265.
 - 19-Lan, Y., Wang L. and Zhang, X. (2013)." Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock market", *China Journal of Accounting Research*, Vol.6, pp.265-285.

- 20-Lang, L., Ofek, E. and Stulz, R.M. (1996), "Leverage, investment, and firm growth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, Issue 1, pp. 3-29.
- 21-Leventis, Stergios and Pauline Weetman (2004), "Voluntary Disclosures in an Emerging Capital Market: some Evidence from the Athens Stock Exchange", *Advances of International Accounting*, Vol.17, pp.227-250.
- 22-Lim, S. J., White, G., Lee, A., and Yuningsih, Y. (2017)." A longitudinal study of voluntary disclosure quality in the annual reports of innovative firms". *Accounting Research Journal*, Vol.30, Issue 1, PP. 89-106. <https://doi.org/10.1108/ARJ-08-2013-0056>.
- 23-Meek GK, Roberts CB and Gray SJ (1995),"Factors influencing Voluntary annual report disclosures by US, UK and Continental European multinational corporations", *Journal of international Business Studies*, Vol.26, Issue 3, pp.555-572
- 24-Murcia, Fernando Dal-Ri and Ariovaldo dos Santo (2010),"Determinants of Corporate Voluntary Disclosure in Brazil", Available at: ssrn.com/abstract=1531767.
- 25-Myers, S. C. (1977), 'Determinants of Corporate Borrowing', *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp. 147–175.
- 26-Myers, Stewart C. and Majluf, Nicholas S. (1984)." Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Issue 2, PP.187-222.
- 27-Önder, Ahmet Ağca - Şerife (2007) "Voluntary Disclosure in Turkey: A Study on Firms Listed in Istanbul Stock Exchange (Ise)", *Problems and Perspectives in Management*, Vol.5, PP. 241-51.
- 28-Ozkan, A. (2001)." Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data". *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, Issue 1-2, pp. 175-198.

- 29- Rajan, R. and Zingales, L. (1995)," What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, Vol.50, Issue 5, pp.1421-1460.
- 30- Smith, C. W. and Watts, R. L. (1992)." The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, Vol.32, Issue 3, pp. 263-292.
- 31- Titman, S. and Wessels R. (1988), "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, Vol.43, Issue 1, pp.1-19.
- 32- Tuna, A. Irem (2000),"External Financing and Voluntary Disclosure: Is There a Difference Between Equity Issuing Firms and Debt Issuing Firms?" ,*SSRN Electronic Journal*, pp.1-34.
- 33- Wang , Kun , Sewon O and M. Cathy Claiborne (2008),"Determinants and consequences of Voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China", *Journal of International Accounting ,Auditing and Taxation*, Vol.17,PP.14-30.
- 34- Zaini, S. M., Samkin, G., Sharma, U., and Davey, H. (2018). "Voluntary disclosure in emerging countries: a literature review". *Journal of Accounting in Emerging Economies*, Vol.8, Issue 1, PP 29-65. doi: 10.1108/JAEE-08-2016-0069

Thesises:

- 1- Albertoe, Denice (2010),"The Relationship between Voluntary Reporting on Corporate Sustainability and Financial Performance", *Master Thesis, Erasmus School of Economics, ERASMUS UNIVERSITY ROTTERDAM*.
- 2- Park, J.C. (2006)."Essays on Mandatory and Voluntary Disclosure: The Stock Market Reaction to Mandatory Segment Reporting Changes and the Credibility of Voluntary Management Forecasts", *A Dissertation Doctor, Faculty of the Tepper School of Business, Carnegie Mellon University*.

Abstract

This test study aimed to find out the effect of the financing structure on the level of voluntary disclosure in the companies registered on the Egyptian Stock Exchange, and whether the increase in debt in the financing structure of the company affects the increase in the level of Voluntary disclosure that companies provide in financial reports to gain investor confidence. The answer to the following questions will be presented in this study:

- 1-What is the effect of increasing debt on the company's financing structure on the voluntary disclosure level?
- 2-What is the effect of the company's external financing type on the voluntary disclosure level?

In order to test the hypotheses of the study, the researcher relied on measuring the voluntary disclosure in the annual reports on the Voluntary disclosure index, and the company is given a score for the index as a percentage through the ratio of the items that are disclosed in its financial report to the total items of the index and, The size of the debt in the financing structure is measured by measuring the financial leverage ratio and measuring the external financing type variable with two dummy variables Equity and loans. The period from 2014-2018, and using multiple regression analysis, the researcher found that there is no relationship between the increase in the volume of debt in the financing structure and the level of voluntary disclosure, and the existence of an inverse relationship between the type of external financing and the level of voluntary disclosure.

Key words: financing structure, leverage, Voluntary disclosure, type of external financing.