



# أثر جودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

"دراسة اختبارية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"

إعداد

د. فاطمة محمود إبراهيم الدسوقي

مدرس المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

fatmaeldsouky16@gmail.com

أ.د. خالد سعيد بركات

أستاذ المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

k\_barakat00@hotmail.com

محمود محمد إبراهيم

باحث ماجستير محاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

mahmoud90eg@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الرابع والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2022

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

## ملخص:

نظراً لأهمية الإفصاح الاختياري في سوق الأوراق المالية المصري، فقد اهتمت العديد من الدراسات بتأثيره على تكلفة رأس المال، إلا أنه بمراجعة هذه الدراسات لاحظ الباحث تباين في النتائج التي توصلت إليها، ففي حين أشار باحثون لعلاقة إيجابية بينهما، أشار آخرون لعلاقة سلبية، وأشار فريق ثالث إلى إنعدام العلاقة بينهما، وهو ما دفع إلى تحري أثر جودة الأرباح المحاسبية كمتغير منظم على هذه العلاقة. بشكل أكثر تحديداً هدفت الدراسة إلى إجراء اختبارين، الأول: دراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، والثاني: بحث تأثير جودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. تم قياس مستوى الإفصاح الاختياري بمؤشر غير مرجح مكون من 56 بنداً، كما تم قياس جودة الأرباح المحاسبية بواسطة مؤشر تجميعي من متوسط القيم المعيارية لكل من (جودة الإستحقاقات، إستمرارية الأرباح، القدرة التنبؤية، وتمهيد الدخل)، بينما تم قياس تكلفة رأس المال عن طريق المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المملوك والمقترض، واشتملت عينة الدراسة على 78 شركة مدرجة في البورصة المصرية، تمثلت في عشرة قطاعات مختلفة للفترة من عام 2014 حتى عام 2018 بإجمالي 390 مشاهدة. وتم استخدام نموذج تحليل الإنحدار الخطي المتعدد لاختبار فروض الدراسة، وجاءت النتائج الإحصائية مشيرة إلى أن: (1) وجود علاقة سالبة معنوية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال. (2) جودة الأرباح المحاسبية بالمؤشر المركب تلعب دور المتغير المنظم حيث يتفاعلها على مستوى الإفصاح الاختياري تحدث تأثيراً معنوياً موجباً على تكلفة رأس المال.

**الكلمات الدالة:** مستوى الإفصاح الاختياري Voluntary Disclosure Level، جودة الأرباح المحاسبية Earnings Quality، تكلفة رأس المال Cost of Capital، تكلفة رأس المال المملوك Cost of Equity، وتكلفة رأس المال المقترض Cost of Dept.

## القسم الأول: الإطار العام للدراسة

### 1/1 - مشكلة البحث:

اهتمت دراسات عدة بتأثيرات الإفصاح الاختياري المختلفة، فقد أشارت دراسة (مليجي، 2015) لدوره في تحسين الأداء المالي، وأيدت دراسة (شيل، 2018) تأثيره على قيمة الشركة. وامتداداً لسعي الدراسات في تبين تأثيرات الإفصاح الاختياري، جاءت دراسات عديدة في بيانات مختلفة اختبرت العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، إلا أنها لم تتوصل لاتجاه موحد في نتائجها، ففي حين توصل البعض لتأثير إيجابي للإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال مثل دراسة (Petrova et al., 2012) ودراسة (السيد، 2016) حيث وجدت علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة رأس المال، ودراسة (Rikanovic.,2005) التي أوضحت أنه إذا كان هدف المنشأة العمل على خفض تكلفة تمويلها من خلال زيادة مستوى الإفصاح الاختياري فإن ذلك ممكناً إذا استطاعت إدارة المنشأة وضع استراتيجية للإفصاح تحسّن من إدراك وتقدير المستثمرين للمخاطر، ويرون أن توصيل معلومات كافية وملاءمة من المنشأة إلى المستخدمين سوف يؤدي إلى الحد من مشكلة تباين المعلومات والضبط أو التقليل من تكلفة الوكالة وبالتالي تدنية قيمة العائد الذي يطلبه المستثمرون وإنخفاض تكلفة رأس المال.

كذلك توصل آخرون لوجود علاقة طردية بين هذين المتغيرين مثل دراسة (Healy and Palepue, 2001) التي أشارت إلى أن الإفصاح الإختياري يقترن بتكلفة إضافية (تكاليف جمع ونشر المعلومات) وله آثار سلبية على الموقف التنافسي للشركة حيث تُهدد الوضع التنافسي لها في السوق المالي، مما يتوقع معه انخفاض التدفقات النقدية المتوقعة وزيادة تكلفة رأس المال. وإتساقاً مع تلك النتيجة خلصت دراسة (Botosan & plumlee, 2002) أن تكلفة رأس المال المملوك تزداد مع ازدياد مستوى الإفصاح في التقارير الربع سنوية، وفسرت الدراسة نتائجها بأنها تتوافق مع ما يراه المديرون من أن زيادة مستوى الإفصاح يؤدي إلى تذبذب سعر السهم وبالتالي ترتفع تكلفة رأس المال المملوك.

وفي إتجاه مُعَاير انتهت بعض الدراسات إلى نفي وجود ردود أفعال لممارسات الإفصاح الاختياري في الأسواق المالية، فمثلاً توصلت دراسة (Botosan, 1997) إلى عدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال بالنسبة للشركات الصناعية التي يُراقب أدائها عدد كبير من المحللين الماليين ويفسرون ذلك بأن المستوى المُقدّم من الإفصاح لم يرق إلى المستوى المطلوب من المعلومات الذي يخدم أهداف أصحاب المصالح، وفي السياق ذاته خلصت دراسة

(سعيد، 2020) ودراسة (Wang et al, 2008) إلى عدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال ويرون أنها كانت بمثابة إفصاحات مؤقتة وبالتالي تكون أقل مصداقية وسوف تؤدي إلى تقلبات في أسعار الأسهم وارتفاع خطر الشركة، الأمر الذي يؤدي إلى مطالبة المستثمرين بتعويضات في مقابل الخطر الذي يتحملونه مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال. وهو ما قد يُفسره البحث الحالي بوجود عوامل أخرى قد يكون لها أثر ما في العلاقة محل الاهتمام، لذا فإن التساؤل الأخرى بالبحث والدراسة ليس عن علاقة الإفصاح الاختياري بتكلفة رأس المال بقدر ما هو البحث عن ماهية العوامل المُنظمة لتلك العلاقة في البيئة المصرية.

وفي سياق تحديد المتغيرات المُنظمة للعلاقة محل الاهتمام، وفي ضوء تمييز البعض بين مستوى الإفصاح الاختياري من الناحية الكمية وبين مصداقيته في التأثير على أصحاب المصالح الأسواق المالية من ناحية جودته، فإن المحتوى المعلوماتي للإفصاح الاختياري قد يتفاعل مع جودة الأرباح المحاسبية كأحد المتغيرات المُنظمة في التأثير على العلاقة محل البحث. ويقصد بجودة الأرباح قدرة الأرباح المفصح عنها في التعبير عن الأداء الحقيقي للشركة، والتنبؤ بالأرباح المستقبلية، كما يقصد بها اتسامها بالاستمرارية وعدم التذبذب، كما تتحقق بوجود ارتباط قوي بين الاستحقاقات والتدفقات النقدية (Lo, 2008).

وقد اهتمت دراسات عديدة بتأثيرات انخفاض جودة الأرباح حيث أشار (السجاعي، 2017) إلى أنه وفقاً للعلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة فإن انخفاض جودة الأرباح المحاسبية يُعد مؤشراً على وجود مخاطر في تلك الشركة؛ إذا ما قام المستثمرون بالإستثمار فيها بالإضافة لزيادة حالات عدم التأكد، مما يترتب عليه انخفاض القدرة على التنبؤ بالأرباح والتدفقات النقدية المتوقعة وارتفاع المخاطر المحيطة بالشركة، الأمر الذي يترتب عليه زيادة معدل العائد المطلوب كتعويض عن تلك المخاطر مما يُنتج عنه ارتفاع تكلفة رأس المال، كما يمتد التأثير السلبي لإنخفاض جودة الأرباح ليشمل خفض ثقة الدائنين في مقدرة الشركة على السداد مما يدفعهم إلى رفع سعر الفائدة وتقليل مدة القرض. واتسقت تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (أبو علي وأخرون، 2011) في وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح وتكلفة رأس المال.

وفي سياق دراسة الدور المكمل لجودة الأرباح في مصداقية وفعالية الإفصاح الاختياري، أشارت دراسة (Bellovary et al., 2005) إلى أن جودة الأرباح تمثل الأداة التي توفر الإشارة التي يمكن بها التمييز بين مصداقية الإفصاح الاختياري من عدمه، وأشارت إلى أن المستثمرون يستخدمون جودة الأرباح للدلالة على مصداقية المعلومات المفصح عنها اختياريًا.

وإمبريقياً فقد أيدَ البعض صدق تفاعل الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح في التأثير على تكلفة رأس المال، فقد توصلت دراسة (Peláez et al, 2010) لوجود تأثير معنوي لجودة الأرباح كمتغير منظم للعلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، مشيرة إلى أن تفاعلها معاً يعمل على توفير معلومات أكثر مصداقية عن موقف الشركة ومن ثم يقلل أخطاء تنبؤات المحللين الماليين وبالتالي إنخفاض تكلفة رأس المال. وفي ذات السياق أشارت دراسة (Francis et al., 2008) بمعنوية تأثير تفاعلها على تكلفة رأس المال، وفسرت ذلك بأن جودة الأرباح تُعد أداة مكملية لإضفاء المصداقية على محتوى الإفصاح الاختياري وتحسين البيئة المعلوماتية وتقليل عدم التأكد لدى المستثمرين. وفي هذا الصدد يشير الباحث إلى أنه قد يكون درجة أو مستوى جودة الأرباح (عالية أم منخفضة) دال على (نفعية أو عدم نفعية) الإفصاح الاختياري المُقدّم مما قد يُنظّم معه علاقة الإفصاح الاختياري بتكلفة رأس المال.

مما سبق، تتضح مشكلة الدراسة والمتمثلة في تضارب نتائج الدراسات السابقة حول العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال مابين العلاقة السالبة والعلاقة الموجبة وعدم وجود أي علاقة، مما يخلق مشكلة بحثية يُستنتج منها وجود عوامل منظمة وقد تؤثر على تكلفة رأس المال بتفاعلها مع مستوى الإفصاح الاختياري، مما يشير إلى وجود فجوة بحثية تحاول الدراسة الحالية التغلب عليها من خلال الدفع بجودة الأرباح المحاسبية كعامل منظم للعلاقة حيث تعمل جودة الأرباح المحاسبية على توفير مصداقية المحتوى المعلوماتي للإفصاح الاختياري، ومن ثم يركز عليها المستثمرون في التعرف على مصداقية المعلومات المُفصَح عنها إختيارياً.

**وتأسيساً على ماسبق يمكن صياغة مشكلة البحث الحالي في التساؤلات البحثية التالية:**

- ماهي العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في بيئة الأعمال المصرية؟
- ماهو أثر جودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في بيئة الأعمال المصرية؟

## **1/2- أهداف الدراسة:**

وتتلخص في الأتي:

- تحديد مدى وجود علاقة العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الشركات المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2014 - 2018).
- تحديد أثر جودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الشركات المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2014 - 2018).

### 1/3-أهمية الدراسة:

- ترجع أهمية الدراسة إلى ما يلي:
- قلة الدراسات التي تناولت أثر جودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في البيئة العربية بوجه عام، وفي البيئة المصرية بوجه خاص وذلك في حدود علم الباحث.
- تتولى الدراسة الحالية تقديم متغير مُنظم في محاولة لتفسير تضارب نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وهو ما يدفع البحث المحاسبي الايجابي في هذا المجال خطوة للأمام.
- تحاول الدراسة لفت انتباه الباحثين إلى أهمية التفاعل بين جودة الأرباح والإفصاح، وتأثيره على العديد من الظواهر والمتغيرات ومنها تكلفة رأس المال.
- تناول البحث جودة الأرباح عبر مؤشر تجميعي مكون من أربعة مقاييس فرعية، مما يوفر منهجية يمكن استخدامها في بحوث محاسبية أخرى عديدة.

### 1/4-تنظيم البحث:

تولى هذا القسم من البحث توضيح الإطار العام للدراسة من حيث توضيح مشكلة البحث وأهدافه وأهميته ومنهجيته، ويتم تقسيم الجزء المتبقي من البحث إلى ثلاثة أقسام أساسية حيث يتم في القسم الثاني التعرف للأساس النظري للدراسة وفيه يتم إلقاء الضوء على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال وتأثير جودة الأرباح المحاسبية عليها، أما القسم الثالث فيتم فيه استعراض الدراسات السابقة ذات العلاقة بمشكلة البحث وتطوير فرضيات البحث، في حين يتولى القسم الرابع تصميم الدراسة الاختبارية واختبار فرضيات البحث وتحليل ومناقشة النتائج.

### القسم الثاني: الأساس النظري للدراسة

توفر الدراسات البعدية عن الإفصاح الاختياري أساساً نظرياً لدراسة دوافع التوسع في الإفصاح الاختياري فمثلاً استهدف كل من (Healy & Palepu, 2001) إطاراً نظرياً يحدث التكامل بين النظرية الاقتصادية واقتصاديات الأعمال فمن منظوره أن المنشآت التي يكون لديها حافز لتوضيح سلوكها الأخلاقي تقوم بالتوسع في الإفصاح الاختياري بهدف خفض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية للشركة مما يؤدي إلى انخفاض مخاطر المعلومات وحماية المستثمرين والمقرضين من السلوكيات الانتهازية للمديرين مثل تسريب المعلومات لجهة على حساب جهات

أخرى أو استخدام معلومات غير متاحة لجميع المستخدمين بغرض تحقيق أرباح غير عادية فضلاً عن تداول الأوراق المالية وفقاً للقيمة العادلة وانخفاض تكلفة رأس المال، ومن هنا تأتي العلاقة على المستوى النظري عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال بشقيها. أيضاً وفقاً لنظرية الإشارة يكون هناك دافع للتوسع في الإفصاح الاختياري لتجميل صورة المنشأة بما يتكامل مع الإفصاح الإلزامي ومن ثم يعمل الإفصاح الاختياري على تخفيض المخاطر التي تتعرض لها المنشأة من خلال الرسالة المنقولة مع مراعاة أنه لا يمكن خداع السوق في الأجل الطويل، وتأسيساً على ذلك تدعم نظرية الإشارة أيضاً العلاقة العكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال (Botosan & Plumlee, 2002).

وبالاستناد إلى نظرية الوكالة وما ينتج عنها من تعارض المصالح بين الإدارة والمنشأة فإن التوسع في الإفصاح يعمل كألية لضبط ومراقبة أداء المديرين كما أنه يعمل على تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن متابعة ومراقبة الملاك (الأصيل) لتصرفات إدارة الشركة (الوكيل) وأيضاً للتخفيف من حدة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وما ينتج عنه من انخفاض العائد على الاستثمار وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال (Rikanovic, 2005). ومن ثم تدعم نظرية الوكالة أيضاً العلاقة العكسية بين متغيرات الدراسة.

على الجانب الأخر هناك أدبيات اتجهت إلى الربط بين التوسع في الإفصاح وسعي الإدارة نحو تحقيق مصالحها الذاتية، فبالاستناد إلى نظرية الوكالة وما ينتج عنها من تعارض المصالح فإن إدارة المنشأة يمكن أن تتوسع في الإفصاحات الاختيارية ليس لأسباب أخلاقية ولكن للتغطية على سلوكياتها الانتهازية ومن ثم يحركها دوافع انتهازية، وهنا من المحتمل أن تُعد تقارير مضللة عن أدائها المالي، ومن ثم تزيد فرص إدارة الأرباح لديها مما ينتج عنه ارتفاع خطر المعلوماتحال افتراض وعي السوق، وعليه يمكن استخلاص أنه عند تواجد الدافع الانتهازي للإدارة فإن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال ستكون طردية (Kiattikulwattana, 2014).

واستناداً لما سبق وطالما أن هناك أساس نظري يبرر إمكانية وجود العلاقة السلبية أو العلاقة الايجابية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، مما يوجب البحث عن متغيرات منظمة من شأنها تفسير اتجاه العلاقة الفعلي والعوامل المتحكمة فيه، من ناحية أخرى ولتدعيم وجود الدور المنظم لجودة الأرباح للعلاقة محل البحث يمكن النظر إليها على أنها أداة تضيف المصدقية على الإفصاح الاختياري التحكم في دلالة التأثير من عدمه فقد يكون للشركة دوافع انتهازية (وليست معلوماتية) لممارسات الإفصاح الاختياري مما يقلل من تأثيراته ما لم تُقترن بأدوات أخرى.

ويمكن للأطر النظرية التحليلية المختلفة تقديم تفسيرات مُقنعة عن العلاقات حول الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح وتأثيرها على تكلفة رأس المال، حيث تُوفّر نظرية الوكالة إطاراً لربط سلوك المديرين تجاه الإفصاح الاختياري بجودة الأرباح. حيث أن حملة الأسهم يسعون لوضع الآليات اللازمة لرقابة سلوكيات وتصرفات الإدارة وبالتالي تتصرف الإدارة بطريقة أخلاقية وملائمة تعمل على تعظيم ثروة المساهمين، في حالة ضم جودة الأرباح للتحليل ينظر أصحاب المصالح إلى جودة الأرباح على أنها أداة تُضفي المصداقية، ففي ظل الوضع التفاعلي لجودة الأرباح والإفصاح الاختياري تنتبأ نظرية الوكالة حدوث أقصى مدى للإفصاح لطمأنة المستثمرين عن الجوانب المختلفة لعملياتها والأداء المالي، ويمكن للشركة تحقيق منافع اقتصادية من وراء ذلك تتمثل في جذب استثمارات ذات تكلفة منخفضة (Verrecchia, 1990).

وعليه الخلاصة في ذلك تتمثل في أن الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح يعملان معاً في مسار واحد كآليات مُكملة تتضمن مصداقية ومضمون المعلومات المفصح عنها اختياريًا بهدف تخفيض مخاطر المعلومات وتقليل الفجوة المعلوماتية بين أصحاب المصالح وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال من خلال، وفسرت ذلك أن جودة الأرباح لها القدرة على إرتفاع مستوى وجودة المعلومات المفصح عنها اختياريًا مما يعني إنخفاض المخاطر المعلوماتية المحتملة وزيادة السيولة وانخفاض معدل المطلوب من جانب المستثمرين على رؤوس أموالهم؛ الأمر الذي يضمن في النهاية تحمل الشركة لتكاليف رأس مال أقل (Francis et al., 2008 ;Peláez et al, 2010).

### القسم الثالث: تحليل الدراسات السابقة وتطوير فرضيات البحث

#### 1/3-تحليل الدراسات السابقة

##### 1/1/3-الدراسات التي تناولت العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

استهدفت دراسة (Botosan, 1997) اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية وتعتبر من أولى الدراسات التي تناولت هذه العلاقة، وأجريت هذه الدراسة على عينة أولى قدرها 62 شركة صناعية وعينة أخرى قدرها 60 شركة صناعية أخرى وذلك خلال عام 1990، وتم الإعتماد على نموذج انحدار متعدد لإختبار فروض الدراسة، وتم استخدام مؤشر غير مرجح مكون من 35 بنداً تم تصنيفهم إلى خمس مجموعات رئيسية كالتالي معلومات عامة، معلومات تاريخية، معلومات مستقبلية، تحليلات ومناقشة الإدارة وذلك لقياس مستوى الإفصاح الاختياري، في حين تم الإعتماد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لقياس تكلفة حقوق الملكية. وتوصلت الدراسة إلى نتائج متباينة حيث أكدت على وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح



الاختياري وتكلفة حقوق الملكية بالنسبة للشركات التي يتابعها أو يُراقبها عدد قليل من المحللين الماليين، بينما لم تجد الدراسة أي علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية بالنسبة للشركات التي يتابعها عدد كبير من المحللين الماليين. مما يعني إمكانية وجود متغيرات منظمة للعلاقة ومنها تغطية المحللين الماليين.

قام الباحثان (Botosan & Plumee, 2002) بدراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية، حيث أجريت الدراسة على عينة مكونة من 3618 شركة أمريكية شملت غالبية الصناعات المدرجة في بورصة الأوراق المالية الأمريكية وذلك عن الفترة (1985-1986)، وتم الإعتماد على التقارير السنوية والربع سنوية والتقارير الخاصة بتنبؤات المحللين وتم استخدام مؤشر AIMR لإختبار مستويات الإفصاح المُعلنة في التقارير المالية، بينما تم الإعتماد على نموذج توزيعات الأرباح لقياس تكلفة حقوق الملكية. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية وتكلفة حقوق الملكية، بينما وجدت علاقة موجبة بين الإفصاح الاختياري في التقارير الفترية ربع سنوية وتكلفة حقوق الملكية وفسرت الدراسة بأن النتيجة الأخيرة تتعارض مع النظرية، إلا أنها متوافقة مع توجهات المديرين في أن زيادة مرات الإفصاح يتسبب في زيادة تذبذب أسعار الأسهم، وبالتالي تزداد توقعات المستثمرين للمخاطر، مما يؤدي بدوره إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية، كما لم تجد الدراسة علاقة بين تكلفة التمويل والإفصاح عن مستوى أنشطة العلاقات مع المستثمرين.

استهدفت دراسة (Guidry, 2004) فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري للبيانات غير المالية وتكلفة رأس المال على عينة من الشركات الأمريكية، مُستخدمة مؤشر الإفصاح الوارد في التقارير المالية الدولية والمُصنف في ست مجموعات تتعلق ببيانات عن العمل وتحليلات الإدارة ومعلومات عن الأصول غير الملموسة ومعلومات حول الإدارة والمساهمين ومعلومات عن خلفية الشركة ومعلومات عن التنبؤات المستقبلية، وتم الإعتماد على نموذج تحليل الانحدار المتعدد لإختبار فروض الدراسة. وتوصلت إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري عن الأصول غير الملموسة وتكلفة رأس المال المقترض، بينما وجدت الدراسة عدم وجود علاقة بين باقي متغيرات الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال المقترض، أما بالنسبة لتكلفة حقوق الملكية فإنه لم يتم الكشف عن أية علاقات ذات دلالة إحصائية مع بنود مستوى الإفصاح الاختياري.

هدفت دراسة (Petrova et al., 2012) إلى اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وباستخدام عينة بلغت 121 شركة تعمل في صناعات مختلفة ومدرجة في البورصة السويسرية خلال عام 1997، وتم استخدام تحليل الانحدار، وتم قياس مستوى الإفصاح

الاختياري بواسطة مؤشر إفصاح غير مرجح مكون من 27 عنصراً معلوماً مقسمة إلى ثلاث مجموعات حيث تتضمن معلومات عن اتجاهات الشركة ومعلومات عن المخاطر وتنبؤاتها المستقبلية ومعلومات غير مالية، وتم قياس تكلفة رأس المال بواسطة نموذج الدخل المتبقي. وقد انتهت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، حيث أشارت إلى أنه مع زيادة مستوى الإفصاح الاختياري ينخفض عدم تماثل المعلومات وبالتالي يزداد إقبال المستثمرين على التعامل مع أسهم الشركات في الأسواق المالية وبالتالي تزداد السيولة وتنخفض تكلفة رأس المال.

وباستخدام عينة مكونة من 95 شركة من شركات دول الإتحاد الأوروبي تضم أستراليا، الدنمارك، ألمانيا، والسويد خلال عام 2005 اختبرت دراسة (Kristandi & Bontis, 2007) احتمالية وجود أثر للإفصاح الاختياري على تكلفة حقوق الملكية من عدمه مستخدمة في ذلك تحليل الانحدار المتعدد لإختبار فروض الدراسة، وتم قياس التكلفة بنموذج الدخل المتبقي RIVM، بينما تم استخدام مؤشر غير مرجح يحتوي على 21 بنداً تدرج تحت ثلاث مجموعات وهم: معلومات عن سوق رأس المال، ومعلومات عن رأس المال الفكري، واستراتيجيات الأداء. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية، كما توصلت إلى وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الاختياري عن المعلومات التاريخية وتكلفة حقوق الملكية.

من خلال عينة ضمت 110 شركة من الشركات الصينية المدرجة ببورصة هونج كونج فقد استهدفت دراسة (Wang et al., 2008) فحص العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة الإقتراض، وتم الإعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لإختبار فروض الدراسة، كما استخدم مؤشر للإفصاح الاختياري تكون من 79 بنداً يضم معلومات مالية وغير مالية ومعلومات إستراتيجية، وقد أظهرت النتائج عدم التوصل إلى أدلة تربط انخفاض تكلفة التمويل مع التوسع في الإفصاح الاختياري.

هدفت دراسة (السيد، 2016) إلى فحص تأثير عوامل التقدير للإفصاح الإلزامي والاختياري معاً على تكلفة رأس المال، وذلك وفقاً لعينة عشوائية من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2010-2014) وتم الإعتماد على مؤشر غير مرجح للإفصاح الإلزامي والاختياري مكون من 249 بنداً، وتم استخدام نموذج (Godeand Mohanaran, 2003) لقياس تكلفة حقوق الملكية. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

على نقيض ما توصلت إليه دراسة (السيد، 2016) توصلت دراسة (Warad and Al-Debie, 2017) إلى نتائج مُعايرة، فعلى الرغم من أنها تولت أيضاً اختبار أثر مستوى الإفصاح

الاختياري على تكلفة رأس المال في بيئة الأعمال العربية، واستخدمت عينة مكونة من 260 شركة خلال الفترة (2009-2013) وذلك على الشركات الصناعية الأردنية. إلا أنها خلصت بعد تقسيم العينة على أساس درجة الرفع المالي في الشركات إلى عدم وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الشركات ذات الرفع المالي المرتفع، ويتضح من هذه الدراسة أنها تبنت منهجية لإستخدام متغيرات منظمة لتفسير تضارب العلاقة الأساسية، حيث اعتمدت على نسبة الرفع المالي كمتغير منظم.

### 2/1/3-الدراسات التي تناولت متغيرات مُنظمة للعلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال:

استهدفت دراسة (سعيد، 2020) اختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال وذلك على عينة مكونة من 75 من الشركات المساهمة المصرية خلال الفترة من عام 2014 وحتى عام 2016، في حين تم استخدام التكلفة المرجحة كمقياس لتكلفة رأس المال بشقيها، ومؤشر غير مرجح مكون من 49 بنداً كمقياس لمستوى الإفصاح الاختياري، أما هيكل الملكية فقد تم قياسه بناء على مؤشر غير مرجح مركب من الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، والملكية الأجنبية). وتم استخدام نموذج الانحدار المتعدد لاختبار فروض الدراسة. أيدت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، في حين توصلت إلى وجود علاقة سالبة معنوية لأثر التفاعل بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال.

اختبرت دراسة (Richardson & Welker, 2001) تأثير عدد المحللين الماليين والتخصص القطاعي على العلاقة بين مستوى الإفصاح المالي والإفصاح الاجتماعي كمتغيرات مستقلة وتكلفة رأس المال كمتغير تابع، وتم قياس المتغير التابع تكلفة رأس المال باستخدام نموذج خصم التوزيعات، وتمت الدراسة الاختبارية باستخدام أسلوب تحليل الانحدار المتعدد على 352 شركة تمثل قطاعات صناعية مختلفة خلال الفترة (1990-1992). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح المالي وتكلفة رأس المال التي يهتم بها عدد قليل من المحللين الماليين، وأشارت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح الاجتماعي وتكلفة رأس المال وأرجع السبب في ذلك إلى أن الظروف الاقتصادية للفترة الزمنية محل الدراسة غير ملائمة وأن الإفصاح الاجتماعي تتزايد مخاطره خلال تلك الفترات، كما أشارت أيضاً إلى عدم وجود تأثير لعدد المحللين الماليين المهتمين بالشركة على العلاقة بين درجة الإفصاح الاجتماعي وتكلفة رأس المال،

كما أوضحت تأثير القطاع الصناعي على العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات وتكلفة رأس المال فقد توصلنا إلى أن الشركات الصناعية العاملة في مجالات البترول والصناعات المعدنية والغاز الطبيعي سوف تستفيد من التوسع في الإفصاح عن المعلومات بتخفيض أكبر في تكلفة رأس المال بالمقارنة بالشركات العاملة في القطاعات الصناعية الأخرى.

هدفت دراسة (Francis et al., 2008) لإختبار تأثير تفاعل Interaction المتغيرين جودة الأرباح والإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية بلغت 677 شركة وذلك خلال الفترة (1991-2001)، وتم قياس جودة الأرباح باستخدام الاستحقاقات الاختيارية وبالاعتماد على عدة نماذج هي نموذج (Dechow and Dechev, 2005)، ونموذج (Jones, 1991) الأصلي، ونموذج (Jones) المعدل، ولقياس مستوى الإفصاح الاختياري تم الاعتماد على مؤشر تم بنائه بواسطة مؤسسات مهنية، ويحتوي هذا المؤشر على مجموعة من المعلومات تحوي معلومات تاريخية، معلومات غير مالية، معلومات خاصة، وتحليلات ومناقشة الإدارة. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة معنوية بين الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح وبين تكلفة رأس المال، وفسرت ذلك بأن زيادة درجة الإفصاح الاختياري مع زيادة جودة الأرباح يعمل على إنخفاض حدة عدم تماثل المعلومات بين كافة المتعاملين في أسواق المال، وبالتالي تقليل مستوى عدم التأكد المحيطة بالشركة، ومن ثم يزداد الطلب على الأوراق المالية مما ينعكس في النهاية على خفض تكلفة رأس المال، وبررت الدراسة منطقية الدفع بجودة الأرباح لدراسة تأثيرها كمتغير منظم على العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال حيث أشارت إلى أن جودة الأرباح أداة هامة لإضفاء المصداقية على المعلومات التي يحتويها الإفصاح الاختياري وتخفيض درجة عدم التأكد وتحسين البيئة المعلوماتية، وخلصت أيضاً إلى نتيجة مفادها أنه في حالة وجود العلاقة المكملة Complementary لجودة الأرباح والإفصاح الاختياري، فإن هذا الإفصاح يتصف بالجودة وسوف يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال بشكل كبير بشرط توافر جودة الأرباح.

سعت دراسة (Peláez et al, 2010) لإختبار مدى تأثير جودة الأرباح على العلاقة بين مستوى الإفصاح القطاعي وتكلفة رأس المال، وذلك على عينة من الشركات الأمريكية مكونة من 10.002 شركة خلال الفترة (2001-2006)، وتم بناء مؤشر يضم 131 بنداً بالاعتماد على طريقة الأوزان غير المرجحة في حساب المؤشر لقياس مستوى الإفصاح الاختياري، وتم قياس جودة الأرباح عن طريق الاستحقاقات الاختيارية باستخدام نموذج (Dechow, 1995)، أما تكلفة حقوق الملكية فتم الإعتماد على نموذج (Easton, 2004) في قياسه، وقد استخدمت الدراسة نموذج تحليل الانحدار المتعدد لإختبار فروض الدراسة. وأتت النتائج لتؤكد على وجود العلاقة التفاعلية بين

الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح، وقد فسرت نتائجها بأنه نتيجة لوجود العلاقة التكاملية أدى ذلك إلى جذب المستثمرين وتقدير التدفقات النقدية بشكل أكثر دقة وتقليل أخطاء تنبؤات المحللين الماليين مما يؤدي في النهاية إلى تدنية تكلفة رأس المال بشكل ملحوظ حال ارتفاع جودة الأرباح في هذه الشركات.

### 2/3- تطوير فرضيات البحث

بتحليل جانب من الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال يتضح عدم توصل الدراسات السابقة لقواسم مشتركة حول نتائج العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، الأمر الذي يجعلها مرهونة بعوامل أخرى قد تكون منظمة لها، ومن هنا تبدو الحاجة ملحة إلى وجوب العمل على مراجعة طبيعة العلاقة محل الإهتمام (مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال) في البيئة المصرية والتعرف على اتجاه هذه العلاقة إن وجدت، وهو ما تستهدفه الفرضية الأولى من البحث، والتي يمكن صياغتها في صورة العدم على النحو التالي:

*H01*: لا يوجد تأثير معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية على تكلفة رأس المال للشركات المقيدة في بيئة الأعمال المصرية.

وحيث أنه في إطار اختبار الفرضية السابقة من قبل بعض الدراسات السابقة، جاءت النتائج متعارضة الأمر الذي يستوجب إدخال بعض المتغيرات التي من الممكن أن يكون لها أثر منظم على العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وذلك كما هو الحال في العديد من الدراسات في الفترة الأخيرة والتي ركزت على إدخال متغيرات منظمة لتغيير العديد من العلاقات في بيئات مختلفة، على سبيل المثال أشارت دراسة (Botosan & Plumlee, 2011) إلى أن مصداقية الإفصاح الاختياري يُعد أمراً هاماً في علاقته بالتدفقات النقدية المتوقعة. كما اختبرت دراسة (سعيد، 2020) أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

أضف إلى ذلك هناك العديد من الدراسات ميزت بين مستوى الإفصاح الاختياري ومصداقية مثل دراسة (Easley and Ohara, 2004) والتي استدللت على أن نفعية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها اختيارياً تتوقف على مصداقية بنودها لدى المستخدمين، وانتهت لوجود أثر إيجابي لخصائص الأرباح المحاسبية على تكلفة رأس المال وقد فسرت نتائجها بأنه لمصداقية ومضمون المعلومات المفصح عنها اختيارياً دوراً مهماً في تخفيض تكلفة رأس المال من خلال تخفيض مخاطرة المعلومات.

كذلك وفقاً لنظرية الوكالة يرى (Kiattikulwattana, 2014) أن تعارضات الوكالة التي قد تُؤد السلوك الإنتهازي الذي تنتهجه الإدارة لخدمة مصالحها الذاتية قد يجعل من الإفصاح الاختيارياً أداة مُضلة يُركز على الجوانب الإيجابية فقط أو يطوي في بنوده معلومات غير حقيقية على سبيل المثال تقدير إدارة الأرباح في ظل الدوافع الإنتهازية للإدارة لتحقيق مصالحها، لذا فإن الإفصاح الاختياري المُقدّم لم يكن له أهمية ما لم يكن ذو مصداقية، وأن نفعية المعلومات المفصح عنها اختيارياً ومضمونها وما يحمله من أخبار جيدة أم سيئة للمستخدم ورد فعل السوق تجاهها دالة في مصداقيتها، وبالتالي يمكن القول أن تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال يعتمد على مصداقيته ومضمونه.

وتأسيساً على ما سبق تختبر الدراسة الحالية مدى وجود تأثير منظم لجودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال وفقاً للفرضية التالية:  
*H02*: لا يوجد تأثير معنوي لجودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية وتكلفة رأس المال للشركات المقيدة في بيئة الأعمال المصرية خلال الفترة (2014-2018).

## القسم الرابع: الدراسة الإختبارية

### أولاً: تصميم الدراسة الإختبارية

#### 1/4-مجتمع وعينة الدراسة:

تكوّن مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة والمتداول أسهمها ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار خمس سنوات الخاصة بالفترة (2014 – 2018)، وقد تم اختيار عينة الدراسة من هذا المجتمع في ضوء توافر عدة اشتراطات وهي:

- أن تتوافر التقارير المالية لهذه الشركات خلال فترة الدراسة، ويتم استبعاد الشركات التي لم تتوافر بياناتها خلال السلسلة الزمنية المطلوبة.
- أن يتم استبعاد الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والخدمات المالية من مجتمع الدراسة الحالية لما لهذه النوعية من الشركات من طبيعة خاصة تميزها عن بقية شركات القطاعات الأخرى، حيث تتطلب دراسة مستقلة.
- استبعاد الشركات التي تكون قد حققت خسائر لسنتين ماليتين متتاليتين خلال مدة الدراسة، وكذا الشركات التي تتم معاملاتها بعملة أجنبية.

■ القطاعات التي بها عدد أقل من ثلاث شركات وذلك لإمكانية قياس وتقدير حجم الاستحقاقات الاختيارية بشكل دقيق.

نتج عن تطبيق الاشتراطات سالفة الذكر أن أصبح حجم العينة 78 شركة بإجمالي 390 مشاهدة خلال فترة الدراسة (2014-2018)، وذلك بما يُعادل 75% من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة.

**2/4- نماذج الدراسة:** يعتمد الباحث في اختبار فرضيتي الدراسة طبقاً لنموذجي الانحدار التاليين:

#### **1/2/4- النموذج الأول:**

يتم صياغة هذا النموذج لإختبار الفرض الأول الذي يبحث مدى وجود العلاقة الأساسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال كما يلي:

$$WACC = \beta_0 + \beta_1 VDI_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 MBit + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 PROF_{it} + \epsilon_{it} \dots (1).$$

حيث أن:

**WACC:** المتغير التابع ويشير إلى المتوسط المرجح لمعدل تكلفة رأس المال.

**$\beta_0$ :** ثابت الانحدار.

**$VDI_{it}$ :** المتغير المستقل ويشير إلى مستوى الإفصاح الاختياري .

**$Size_{it}$ :** حجم الشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ) (متغير ضابط).

**$LEV_{it}$ :** الرفع المالي للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ) (متغير ضابط).

**$MBit$ :** نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ) (متغير ضابط)..

**$CFO_{it}$ :** صافي التدفقات النقدية التشغيلية ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ) (متغير ضابط).

**$PROFit$ :** الربحية ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ) (متغير ضابط).

**$\beta_1:\beta_6$ :** معاملات دالة الانحدار للمتغير المستقل والمتغيرات الضابطة على المتغير التابع (WACC).

**$\epsilon_{it}$ :** الخطأ العشوائي.

#### **2/2/4- النموذج الثاني:**

يستخدم نموذج الانحدار رقم (2) لإختبار مدى وجود تأثير منظم لجودة الأرباح المحاسبية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال. ويعبر هذا النموذج عن أن تكلفة

رأس المال (المتغير التابع) دالة في المتغير المستقل (مستوى الإفصاح الاختياري) والمتغير المُنظَّم *ModeratorVariable* (جودة الأرباح المحاسبية)، والتفاعل بينهما، والمتغيرات الضابطة وذلك كما يلي:

$$WACC = \beta_0 + \beta_1 VDI_{it} + \beta_2 EQ_{it} + \beta_3 VDI_{it} * EQ_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 MBit + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 PROF_{it} + \epsilon_{it} \dots (2).$$

حيث أن:

$VDI_{it} * EQ_{it}$ : التفاعل بين مستوى الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح.  
 $\beta_1 - \beta_8$ : معاملات دالة الانحدار للمتغيرات المستقلة والمنظمة والضابطة.

### 3/4-التعريف الاجرائي لمتغيرات الدراسة:

#### 1/3/4-القياس التفصيلي للمتغير المنظم (جودة الأرباح المحاسبية):

قام الباحث بإحتساب مؤشر مُركَّب لجودة الأرباح وذلك للوصول إلى مقياس تجميعي، لذلك تم إتباع الخطوات التالية عند اشتقاق المقياس التجميعي لجودة الأرباح على مستوى كل شركة وذلك كما يلي:

**الخطوة الأولى:** سوف يتم تجميع المقاييس الفرعية لجودة الأرباح من خلال حساب أربعة مؤشرات أو مقاييس فرعية مختلفة كالتالي:

**1- جودة الاستحقاقات:** يتم أخذ مقلوب نسبة الاستحقاقات الاختيارية المطلقة (بغض النظر عن الإشارة) المستخرجة من نموذج *Jones* المعدل من قِبَل (Dechow et al., 1995)، وذلك كما يلي:

$$AQ = \frac{1}{[DAC]}$$

بحيث كلما انخفضت قيمة مقلوب الاستحقاقات الاختيارية المطلقة كلما دل ذلك على انخفاض جودة الأرباح، والعكس كلما زادت قيمة مقلوب الاستحقاقات الاختيارية كلما ارتفعت جودة الأرباح.

**2- استمرارية الأرباح:** سوف يتم قياس استمرارية الأرباح من خلال ( $\beta_1$ ) المستخرجة من معامل انحدار نموذج الاستمرارية وذلك كما يلي:

$$PERS = (\beta_1)$$

بحيث كلما زاد قيمة معامل الانحدار كلما دل ذلك على استمرارية الأرباح وبالتالي ارتفاع جودة الأرباح، والعكس كلما انخفضت قيمة معامل الانحدار كلما دل ذلك على أن الأرباح تتصف بأنها مؤقتة وغير مستمرة وبالتالي تكون الأرباح ذات جودة أقل.



3- القدرة التنبؤية للأرباح: سوف يتم أخذ مقلوب الجذر التربيعي لتباين خطأ التقدير المستخرج من معادلة نموذج الاستمرارية، وذلك على النحو التالي:

$$PRED = \frac{1}{\sqrt{\sigma^2(Vi,t)}}$$

بحيث كلما كانت قيمة مقلوب الجذر التربيعي لتباين خطأ التقدير كبيرة كلما دل ذلك على ارتفاع القدرة التنبؤية للأرباح ومن ثم ارتفاع جودة الأرباح، والعكس.

4- تمهيد الدخل: سوف يقوم الباحث بقياس تمهيد الدخل باستخدام مقلوب نسبة الإنحراف المعياري للأرباح إلى الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية، وذلك على النحو التالي:

$$Income\ Smoothing = \frac{1}{Smoothness_{i,t}}$$

بحيث تشير القيم الكبيرة لمقلوب مؤشر تمهيد الدخل إلى اقتراب التوافق في التذبذب في الأرباح مع التذبذب في التدفقات النقدية وبالتالي ارتفاع جودة الأرباح من منظور تمهيد الدخل، والعكس صحيح أيضاً.

الخطوة الثانية: حساب القيم المعيارية المطلقة لقيم البنود الأربعة ( جودة الاستحقاقات AQ، الاستمرارية PERS، القدرة التنبؤية للأرباح PRED، وتمهيد الدخل Income Smoothing) المستخدمة كمقاييس لجودة الأرباح على أساس العلاقة التالية:

$$Z = \frac{x_i - \bar{x}}{\sigma} \dots\dots\dots(3)$$

حيث أن:

Z: القيمة المعيارية.

$x_i$ : قيمة المفردة (المقياس الفرعي) للشركة i.

$\bar{x}$ : المتوسط الحسابي.

$\sigma$ : الانحراف المعياري.

الخطوة الثالثة: تجميع هذه المقاييس في مؤشر واحد يمثل مؤشر جودة الأرباح EQI، يتم الحصول عليه من خلال متوسط القيم المعيارية StandardizedAverage لكل شركة على حدة.

$$EQI = \left[ \frac{ZAQ + ZPERS + ZPRED + ZSMOOTH}{4} \right] \dots\dots\dots(4)$$

وسوف يعرض الباحث مقاييس جودة الأرباح المستخدمة في الدراسة والنماذج الخاصة بها وذلك على النحو التالي:

#### 1/1/3/4- جودة الاستحقاقات:

يتم قياس جودة الاستحقاقات الاختيارية بواسطة نموذج (Jones, 1991) المعدل من قبل (Dechow et al., 1995) ، حيث يمكن توضيح الخطوات التالية:  
الخطوة الأولى: حساب الاستحقاقات الكلية (Total Accruals) كما يلي:

$$TAC_{it} = EBE_{it} - CFO_{it} \dots\dots(5).$$

حيث أن:

$TAC_{it}$ : الاستحقاقات الكلية للشركة (i) في الفترة (t).

$EBE_{it}$ : صافي الدخل قبل البنود غير العادية للشركة (i) في الفترة (t).

$CFO_{it}$ : التدفقات النقدية التشغيلية من العمليات للشركة (i) في الفترة (t).

الخطوة الثانية: حساب الاستحقاقات غير الاختيارية (*Non-Discretionary Accruals*) من خلال معادلة الانحدار وذلك كالتالي:

- تقدير معاملات نموذج Jones المعدل وذلك من خلال النموذج التالي:

$$\frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \dots (6)$$

حيث أن:

$A_{it-1}$ : إجمالي الأصول للشركة (i) في الفترة (t).

$\Delta REV_{it}$ : التغير السنوي في المبيعات للشركة (i) في الفترة (t).

$\Delta REC_{it}$ : التغير في حسابات المدينين للشركة (i) في الفترة (t).

$PPE_{it}$ : المعدات والألات (أصول المنشأة) القابلة للإهلاك في الفترة المالية (t).

$\varepsilon_{it}$ : البواقي (أخطاء الانحدار) للشركة (i) في الفترة (t).

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ : معاملات النموذج.

- وباستخدام معاملات نموذج الانحدار يمكن تقدير الاستحقاقات غير الاختيارية كما يلي:

$$NDA_{it} = \alpha_1 \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_3 \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) \dots\dots\dots(7)$$

الخطوة الثالثة: حساب الاستحقاقات الاختيارية (*Discretionary Accruals*):

وبعد الحصول على الاستحقاقات الكلية والاستحقاقات غير الاختيارية من خلال المعادلات السابقة، يمكن حساب الاستحقاقات الاختيارية حيث تمثل الاستحقاقات الاختيارية الفرق بين الاستحقاقات الكلية والاستحقاقات غير الاختيارية خلال فترة معينة وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$DAC_{i,t} = TAC_{i,t} - NDA_{i,t} \dots (8)$$

#### 2/1/3/4-الاستمرارية:

وإتفاقاً مع الدراسات السابقة، سوف يقوم الباحث بالإعتماد على نموذج الاستمرارية كقياس لجودة الأرباح المحاسبية ويتم قياسه من خلال نموذج الإنحدار التالي كما يلي:

$$\frac{Earn_{i,t}}{Total\ Assets_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Earn_{i,t-1}}{Total\ Assets_{i,t-1}} + V_{i,t} \dots (9)$$

حيث أن:

$Earn_{i,t}$ : صافي الأرباح قبل البنود غير العادية للشركة  $i$  خلال الفترة الحالية  $t$ .

$Total\ Assets_{i,t-1}$ : إجمالي الأصول بداية الفترة.

$Earn_{i,t-1}$ : صافي الأرباح قبل البنود غير العادية للشركة  $i$  خلال الفترة السابقة  $t-1$ .

$\beta_1$ : معامل ميل الانحدار.

$V_{i,t}$ : البواقي (أخطاء التقدير).

#### 3/1/3/4-القدرة التنبؤية للأرباح:

يمكن قياس القدرة التنبؤية للأرباح باستخدام الجذر التربيعي لتباين الخطأ المستخرج من معادلة استمرارية الأرباح السابقة (Francis et al., 2004). وذلك عن طريق سلسلة زمنية أتيحت للباحث ومدتها خمس سنوات كما في المعادلة السابقة، ويتم قياسها كما يلي:

$$PREDi, t = \sqrt{\sigma^2(Vi, t)} \dots (10)$$

#### 4/1/3/4-تمهيد الدخل:

يمكن قياسه كما في دراسة (Francis et al., 2004) بإستخدام نسبة الانحراف المعياري للأرباح إلى الانحراف المعياري للتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية، وذلك على النحو التالي:

$$Smoothness\ it = \frac{\sigma(Earn_{it} / TA_{it-1})}{\sigma(CFO_{it} / TA_{it-1})} \dots (11)$$

حيث أن:

$\sigma Earn_{it} / TA_{it-1}$ : الانحراف المعياري لنسبة صافي ربح التشغيل للمنشأة  $i$  عن السنة  $t$ ، إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة.

$\sigma CFO_{it} / TA_{it-1}$ : الانحراف المعياري لنسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية للشركة  $i$  عن السنة  $t$ ، إلى إجمالي الأصول في بداية الفترة.

**2/3/4-القياس التفصيلي للمتغير المستقل (مستوى الإفصاح الاختياري):**  
 يتم الاعتماد على مؤشر مركب من 56 بنداً مع إعطاء أوزان متكافئة لكل البنود بإعطاء الرقم (1) للبند الذي تم الإفصاح عنه، و(0) للبند الذي لم يتم الإفصاح عنه، ويتم استخدام المعادلة التالية لقياس مستوى الإفصاح الاختياري كالتالي:

$$\text{مستوى الإفصاح الاختياري} = \text{عدد بنود المؤشر المفصوح عنها} / \text{الحد الأقصى لبنود مؤشر الإفصاح الاختياري (12)..}$$

فيما يلي جدول يوضح بنود ومعايير مؤشر الإفصاح الاختياري: (عيفي، 2014)، (الأرضي، 2013)، (السيد، 2016)، (الميهي، 2013)، (Francis et al., 2008). ملحق رقم (1)  
**3/3/4-القياس التفصيلي للمتغير التابع (تكلفة رأس المال):**

سوف يعتمد الباحث عند حساب تكلفة رأس المال على الألية المتبعة في دراسة (Brealey et al., 2014) حيث تقاس بمتوسط تكلفة جميع مصادر التمويل بالمنشأة مرجحة بنسبة كل مصدر في إجمالي هيكل التمويل وذلك كما يلي:

$$rWACC = req \frac{Eq}{TC} + rd \frac{DE}{TC} (1 - T) \dots\dots (13)$$

حيث أن:

$rWACC$ : المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

$req \cdot rd$ : معدل تكلفة رأس المال المملوك والمقترض.

$Eq, DE$ : قيمة رأس المال المملوك ورأس المال المقترض.

$TC$ : إجمالي رأس مال المنشأة.

$T$ : معدل الضريبة الفعلي.

#### **4/3/4-تكلفة رأس المال المملوك *Cost of Equity Capital*:**

وسوف يعتمد الباحث عند قياس تكلفة رأس المال المملوك على النموذج المُتَّبَع من قبل دراسة (Omran and opinton, 2004) ويعتمد في قياسه على معلومات محاسبية متوافرة في القوائم المالية وأثبت كفاءته نحو تقدير هذه التكلفة بشكل جيد أكثر من نموذج إيستون مما يجعل هناك إمكانية لتطبيقه في الدراسة الحالية، وتتحدد تكلفة رأس المال المملوك وفقاً لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية:

$$Ke = 1/[P/E_{ratio} - (e_0 - d_0)/e_0] \dots\dots (14)$$

حيث أن:

$Ke$ : تكلفة رأس المال المملوك.

$P/E_{ratio}$ : مضاعف ربحية السهم (سعر السهم/ربحية السهم).

$d0$ : نصيب السهم من الأرباح الموزعة في الفترة الحالية.

$e0$ : نصيب السهم العادي من صافي الربح المحاسبي بعد الضرائب خلال الفترة المالية الحالية.

#### 5/3/4- تكلفة الإقتراض $Cost of Debt$ :

يتم تعريف تكلفة رأس المال المقترض في ضوء معايير المحاسبة المصرية المعدلة الصادرة عام 2015 على أنها "الفوائد والتكاليف الأخرى التي تتكبدها المنشأة نتيجة لاقتراض الأموال" ويقصد بالتكاليف الأخرى الأعباء البنكية التي تتكبدها المنشأة من أجل الاقتراض، وقد سمح المعيار تحميل تكلفة الاقتراض على الفترة التي حدثت فيها التكلفة ومع ذلك سمح المعيار بمعالجة بديلة مسموح بها وهي أن يتم إضافة تكلفة الاقتراض المتعلقة مباشرة باقتناء أو إنشاء أو إنتاج الأصل إلى تكلفة هذا الأصل، ويتم رسملة تكلفة الاقتراض هذه ضمن تكلفة الأصل وبالتالي تكون هناك إمكانية لقياس التكلفة بشكل يمكن الإعتماد عليه. وتعتبر تكاليف الإقتراض الأخرى مصروفات تحمل على الفترة التي تكبدت فيها المنشأة هذه التكلفة (معيار المحاسبة المصري رقم 14 بعنوان "تكلفة الاقتراض"). وتتحدد تكلفة رأس المال المقترض سواء كانت في صورة قروض أو سندات أو كليهما من خلال المعادلة التالية (أبو علي و أخرون، 2011) .

$$Kd = K \times (1-T) \dots \dots (15)$$

حيث أن:

$Kd$ : يشير إلى تكلفة رأس المال المقترض بعد الضريبة.

$K$ : تكلفة رأس المال المقترض قبل الضريبة ( ويتم حسابها من خلال الفائدة المدفوعة / متوسط القروض قصيرة وطويلة الأجل).

$T$ : معدل الضريبة الفعلي.

#### 6/3/4- التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة للدراسة:

جدول (1) يوضح قياس المتغيرات الضابطة

المتغير	الرمز	التعريف الإجرائي
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.
الرافعة المالية	LEV	إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في نهاية العام.
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية	MB	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية العام.
التدفقات النقدية التشغيلية	CFO	صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول في نهاية العام.
الربحية	PROF	صافي الربح قبل الضرائب إلى إجمالي الأصول في نهاية العام.

#### 4/4-مجتمع وعينة وفترة الدراسة

تكوّن مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة والمتداول أسهمها ببورصة الأوراق المالية المصرية على مدار خمس سنوات الخاصة بالفترة ( 2014 – 2018)، وقد تم اختيار عينة الدراسة من هذا المجتمع في ضوء توافر عدة اشتراطات وهي:

- أن تتوافر التقارير المالية لهذه الشركات خلال فترة الدراسة، ويتم استبعاد الشركات التي لم تتوافر بياناتها خلال السلسلة الزمنية المطلوبة.
- أن يتم استبعاد الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والخدمات المالية من مجتمع الدراسة الحالية لما لهذه النوعية من الشركات من طبيعة خاصة تميزها عن بقية شركات القطاعات الأخرى، حيث تتطلب دراسة مستقلة.
- استبعاد الشركات التي تكون قد حققت خسائر لسنتين ماليتين متتاليتين خلال مدة الدراسة، وكذا الشركات التي تتم معاملاتها بعملة أجنبية.
- استبعاد القطاعات التي بها عدد أقل من ثلاث شركات وذلك لإمكانية قياس وتقدير حجم الاستحقاقات الاختيارية بشكل دقيق.

نتج عن تطبيق الاشتراطات سالفه الذكر أصبح حجم العينة 78 شركة (مرفق ملحق رقم1) وفرت عدد 390 مشاهدة خلال فترة الدراسة (2014 - 2018)، وذلك بما يُعادل 75% من إجمالي عدد شركات مجتمع الدراسة.

#### 4/5-مصادر الحصول على البيانات:

- اعتمد الباحث في الحصول على البيانات اللازمة لإتمام الدراسة على المصادر التالية:
- الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية للحصول على أسعار الأسهم.
  - موقع شركة مصر لنشر المعلومات؛ وقد حصل الباحث منه على التقارير المالية.

## ثانياً: اختبار الفرضيات وتحليل النتائج

### 2/4- الإحصاءات الوصفية

جدول (2) يوضح الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
0.18	0.17	0.92	0.00	390	التكلفة المرجحة لرأس المال
20.64	45.74	94.64	3.57	390	مستوى الإفصاح الاختياري
0.30	0.01-	2.77	2.56-	390	مؤشر جودة الأرباح
0.64	8.78	11.21	6.75	390	حجم الشركة
0.66	0.45	7.39	0.00	390	الرافعة المالية
3.42	2.08	27.96	7.62-	390	القيمة السوقية/القيمة الدفترية
0.27	0.07	2.50	2.71-	390	التدفقات النقدية التشغيلية
0.30	0.14	3.08	0.35-	390	الربحية

- وبالنظر فيما يتضمنه الجدول رقم (6) يلاحظ وجود مدى واسع لقيم المتغير التابع "تكلفة رأس المال" فيما بين شركات عينة الدراسة، حيث تبين أن أكبر قيمة هي (0.92) بينما تبين أن أقل قيمة هي (0.00) وهو ما يعني وجود تفاوت كبير بين مفردات العينة. كما يتضح أيضاً أن متوسط القيم للمتغير هي (0.17) بانحراف معياري (0.18). كما تمثلت القيمة المتوسطة للمتغير المستقل "مستوى الإفصاح الاختياري" في عينة الدراسة (45.74) وهو ما يعني أن مستوى الإفصاح الاختياري بالعينة لا يزال محدوداً. ووردت أكبر قيمة للمتغير (94.64) بينما كانت أقل قيمة هي (3.57) بانحراف معياري (20.64). كما تتراوح قيم المتغير المنظم "مؤشر جودة الأرباح" من أكبر قيمة وهي (2.77) وأقل قيمة وهي (-) (2.56) بمتوسط قدره (-) (0.01) وبانحراف معياري (0.30).

- أما فيما يتعلق بالمتغيرات الضابطة يُلاحظ أن متوسط نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول يبلغ (0.45) على مستوى شركات العينة. ويتبين أن متوسط اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول يبلغ (8.78) على مستوى شركات العينة. في حين وجد أن متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية يبلغ (2.08) على مستوى شركات العينة. كما اتضح أن متوسط نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول يبلغ (0.07) على مستوى شركات العينة. ويتبين أن متوسط نسبة صافي الربح إلى إجمالي

الأصول يبلغ (0.14) على مستوى شركات العينة. ويلاحظ وجود تفاوت بين قيم المتغيرات الدراسة وهو مؤشر قوي لدراستها.

### 3/4- نتائج تحليل الارتباط *Pearson Correlation*:

جدول (3) نتائج مصفوفة الارتباط (بيرسون) للعلاقة بين متغيرات البحث

المتغيرات	Y	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7
مؤشر جودة الأرباح	1							
مستوى الإفصاح الاختياري	0.007	1						
حجم الشركة	.130**	.196**	1					
الرافعة المالية	.004	.046	-.082	1				
صافي التدفقات النقدية	.028	.089	.130**	.208**	1			
الربحية	-.019	.105*	-.069	.374**	.533**	1		
نسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية	.019	.096	.092	.118*	.056	.092	1	
تكلفة رأس المال	-.011	-.237**	-.041	.049	.057	.111*	-.147**	1

\*\* مستوى المعنوية 1% \* مستوى المعنوية 5%

يتضح من الجدول رقم (7) وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال عند مستوى معنوية (0.01)، كما توجد علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وتكلفة رأس المال عند مستوى معنوية (0.01)، كما توجد علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين الربحية وتكلفة رأس المال عند مستوى معنوية (0.05). وتعد معاملات الارتباط بين المتغيرات الكمية للدراسة – والتي تم توضيحها – أساساً مناسباً لإستخدام تحليل الانحدار المتعدد في إختبار مدى صحة فروض الدراسة.

### 4/4- نتائج تحليل الانحدار *Regression Analysis*:

قام الباحث بدراسة مشكلات القياس التي يمكن أن تتعرض لها نماذج الانحدار الخطي المتعدد المستخدمة بسبب تخلف أحد شروط طريقة المربعات الصغرى (*Oridnary Least Square*) المستخدمة في تقدير نماذج الانحدار، وذلك حتي لا تكون متحيزة أو غير دقيقة وبالتالي تتهدد صحة نتائج اختبارات فروض البحث ومن أهم تلك المشكلات ما يلي:

#### 1/4/4- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء *Autocorrelation Errors*:

تنشأ هذه المشكلة نتيجة لوجود علاقة ارتباط بين أخطاء نموذج الانحدار، حيث أنه من ضمن الإفتراضات الهامة التي يستند إليها نموذج الانحدار المتعدد استقلال الأخطاء عن بعضها



البعض فوجود خطأ في مشاهدة معينة يجب ألا يؤثر علي الأخطاء في المشاهدات الأخرى وقد استخدم الباحث اختبار *Durbin-Watson* للكشف عن مدى وجود هذه المشكلة من عدمه وتوصل إلى معامل يتراوح بين (1.456، 1.394) لنماذج الانحدار المستخدمة وهو ما يشير إلى عدم وجود مشكلة إرتباط ذاتي بين أخطاء نموذج الانحدار.

#### 2/4/4-التوزيع الطبيعي *Normality* لبيانات المتغير التابع:

جدول رقم (4) نتائج اختبار *Kolmogorov-Smirnov*

المتغير التابع	عدد مشاهدات العينة	قيمة Z	مستوى المعنوية Sig.
WACC	390	0.045	0.058

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي *SPSS*

وفقاً لاختبار *Kolmogorov-Smirnov* يتضح أن بيانات المتغير التابع يتبع التوزيع الطبيعي، كما هو موضح بالجدول رقم (8) حيث أظهرت نتائج التحليل أن قيمة  $P-Value = 0.058 < 0.05$ .

#### 3/4/4-مشكلة الإزدواج الخطي *Multi-collinearity*:

تنشأ هذه المشكلة إذا كانت هناك علاقة خطية بين المتغير المستقل الذي يتضمنه نموذج الانحدار، وقد تم التحقق من مدى وقوع النماذج المقدره في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم *Variance Inflation Factor* فوجد أن كل قيم معامل التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار المقدره لم تتجاوز الـ 10 حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم (4.824) في جميع النماذج المستخدمة، وبالتالي فإنه يمكن الحكم بعدم ازدواج خطي بين المتغيرات المستقلة، وهو ما يعني عدم وقوع النماذج المقدره في هذه المشكلة من مشكلات القياس.

#### 4/4/4-عدم ثبات التباينات *Heteroscedasticity*:

تنشأ هذه المشكلة في حال إذا ما كانت تباينات الأخطاء (البواقي) الخاصة بقيم المتغير التابع في نماذج الانحدار المقدره غير ثابتة وتتغير بتغير قيم المتغيرات المستقلة وقد قام الباحث بالتحقق من عدم وجود مشكلة في ثبات التباينات، وذلك باستخدام معامل إرتباط سبيرمان بين القيم المطلقة لبواقي نموذج الانحدار والقيم المتوقعة للمتغير التابع من نموذج الانحدار 390 وقد وجد أنها غير دالة إحصائياً.

#### 5/4/4-ضمان فعالية اختبار المتغير المنظم:

يُشترط لاعتبار "جودة الأرباح" متغير مُنظم، أن تكون علاقته بالمتغير المستقل (تحديداً: مستوى الإفصاح الاختياري) ضعيفة (أبو العز، 2014)، وهو ما تؤكد من درجة الارتباط بينهما حيث بلغت (0.007).

#### 5/4-تحليل الانحدار للعلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال:-

جدول (5) نتائج الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الأول للدراسة

VIF	معنوية (دلالة) معاملات الانحدار		قيمة ( $\beta$ )	الخطأ المعياري Std.Error	المتغيرات المفسرة
	Sig.	(t)			
1.061	.000***	-4.918	-.246	.000	مستوى الإفصاح الاختياري
1.104	.537	.618	.032	.015	حجم الشركة
1.179	.616	.503	.027	.015	الرافعة المالية
1.033	.004**	-2.883	-.142	.003	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
1.455	.963	.047	.003	.040	التدفقات النقدية التشغيلية
1.600	.023**	2.284	.140	.037	الربحية
معامل التحديد $R^2 = 0.308$				***الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%	
$R^2$ المعدلة = 0.138				**الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%	
دلالة $F = 0.000$				قيمة (F) المحسوبة = 6.705	
قيمة اختبار (Durbin – Watson) = 1.386				ن ( عدد المشاهدات) = 390	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي SPSS.

أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الأول للمعادلة رقم (1) والموضحة بالجدول رقم (9) نتائج نموذج الانحدار، والذي يختبر العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال وجود علاقة معنوية سالبة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال حيث أشار اختبار T إلى أن مستوى الإفصاح الاختياري له تأثير معنوي إحصائياً على تكلفة رأس المال أقل من (0.01) فقد بلغت معنويته ( $P. Value = .000$ )، وهذا يعني أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري في القوائم المالية للشركات المدرجة في البورصة المصرية يخفض من تكلفة رأس المال. ويمكن تفسير ذلك بأن زيادة الإفصاح يعمل على تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى تزويد المستثمرين بالمعلومات اللازمة لهم والتي تساعدهم على تقييم عادل للمركز المالي للمنشأة وبالتالي دخولهم في استثمارات جيدة، مما ينعكس على انخفاض العائد الذي يطلبونه مقابل استثمارهم في الشركة أو بمعنى آخر تخفيض تكلفة رأس المال. وتؤيد هذه النتيجة وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Botosan & Blume, 2002)، دراسة (السيد، 2016)، ودراسة (Petrova et al., 2012) وبالنسبة للمتغيرات الضابطة أظهرت نتائج الانحدار وجود علاقة سالبة معنوية بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وتكلفة رأس المال، بينما وُجد علاقة موجبة معنوية بين الربحية وتكلفة رأس المال،

كما أوضحت النتائج وجود علاقة موجبة وغير معنوية بين كل من حجم الشركة والرافعة المالية والتدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال. وفي ضوء ما سبق يتضح إمكانية رفض الفرض الأول (فرض العدم)، وقبول الفرض البديل وهو: "يوجد تأثير معنوي سالب ذو دلالة إحصائية لمستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية على تكلفة رأس المال للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري" والتي شملتها العينة.

#### 6/4- تحليل الانحدار لإختبار أثر جودة الأرباح المحاسبية علي العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال:

جدول (6) يوضح تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرض الثاني للبحث

VIF	معنوية (دلالة) معاملات الانحدار		قيمة ( $\beta$ )	الخطأ المعياري Std. Error	المتغيرات المفسرة
	Sig.	(t)			
1.080	.000***	-4.784	-.242	.000	مستوى الإفصاح الاختياري
4.824	.000***	-6.409	-.069	.006	مؤشر جودة الأرباح
4.870	.038**	2.08	.068	.000	التفاعل بين (مستوى الإفصاح الاختياري ومؤشر جودة الأرباح)
1.128	.561	.582	.03	.015	حجم الشركة
1.180	.627	.486	.026	.015	الرافعة المالية
1.035	.004***	-2.901	-.144	.003	نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية
1.455	.961	.049	.003	.04	صافي التدفقات النقدية التشغيلية
1.601	.024**	2.264	.14	.037	الربحية
معامل التحديد $R^2 = 0.310$				*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%	
$R^2$ المعدلة = 0.177				** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%	
دلالة $F = 0.000$				قيمة (F) المحسوبة = 5.062	
قيمة اختبار (Durbin – Watson) = 1.394				ن ( عدد المشاهدات) = 390	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي SPSS

\* أظهرت نتائج تشغيل نموذج الانحدار الثاني للمعادلة رقم (2) والموضحة بالجدول رقم (10) والخاص باختبار الفرض الثاني والذي يهدف إلى اختبار تأثير جودة الأرباح المحاسبية علي العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال تحسناً في القوة

التفسيرية للنموذج بعد إدخال المتغير المنظم حيث أصبحت 17.7% بدلاً من 13.8% ليعني الأمر أن العلاقة الخطية تُفسر نحو 17.7% من التباين في تكلفة رأس المال.

\* وبالنظر لنتائج اختبار "T-Test" يستخلص ما يلي:

- أظهرت النتائج أن التفاعل بين جودة الأرباح ومستوى الإفصاح الاختياري ( $VDI*EQI$ ) له تأثير موجب معنوي إحصائياً على تكلفة رأس المال حيث بلغت معنوية التفاعل  $(P.Value=0.03)$ .

- طالما اكتشفت معنوية لتفاعل المتغيرين "مستوى الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح المحاسبية" في التأثير على تكلفة رأس المال، فإن الأثر الأساسي (المنفصل) لكل من جودة الأرباح المحاسبية ومستوى الإفصاح الاختياري يتعين إهماله حتى لو كان معنوياً كما هو الحال بجدول رقم (9) (راجع: أبو العز، 2014، ص ص: 444-445)، حيث يتوقف أحد المتغيرين على حالة الآخر في إحداث الأثر على تكلفة رأس المال، وبتتبع الارتباط الجزئي بين مستوى الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح وُجد أنه ارتباط موجب وقدره (0.007)، مما يعني أنهما يتحركان معاً زيادة ونقص في التأثير على المتغير التابع.

- في ضوء ذلك يتضح إمبريقياً وجود تفاعل بين مستوى الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح المحاسبية في التأثير إيجابياً على تكلفة رأس المال في البيئة المصرية، وهي نتيجة تختلف مع نتائج العديد من الدراسات (Francis et al., 2008; Peláez et al, 2010) وهي أن التفاعل بين جودة الأرباح ومستوى الإفصاح الاختياري ذو تأثير عكسي على تكلفة رأس المال.

- ومن منظور الباحث يمكن تبرير هذه النتيجة بأن تقييم المقرض والمستثمر لجودة الأرباح المحاسبية في البيئة المصرية خلال الفترة محل الدراسة كان منخفضاً، الأمر الذي انعكس على زيادة تكلفة رأس المال بالرغم من التوسع في الإفصاح الاختياري.

بالنسبة للمتغيرات الضابطة في النموذج أظهرت نتائج الانحدار علاقة موجبة بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال ولكنها غير معنوية حيث بلغ مستوى الدلالة  $(P.Value=0.56)$ ، كما تبين أيضاً وجود علاقة غير معنوية بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال، كما اتضح أيضاً وجود علاقة معنوية سالبة بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وتكلفة رأس المال حيث بلغ مستوى الدلالة  $(P.Value=0.01)$ ، في حين تبين وجود علاقة معنوية موجبة بين الربحية وتكلفة رأس المال. كما أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة ولكنها غير معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة رأس المال.

#### 7/4- خلاصة البحث ونقاط بحثية مستقبلية:

- يمكن تلخيص أهم ما توصل إليه البحث فيما يلي:
  - أظهرت النتائج أن الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والتي تشملها العينة خلال الفترة (2014-2018) تُقدم مستوى إفصاح اختياري بمتوسط 45.7% ويستنتج من هذا ضرورة ترسيخ ثقافة التوسع في الإفصاح الاختياري لما يصاحبه من منافع اقتصادية.
  - أسفر تحليل النتائج عن وجود علاقة سالبة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال ( بالاعتماد على مؤشر للإفصاح الاختياري غير مرجح مكون من 56 بنداً).
  - تشير النتائج أيضاً إلى وجود أثر منظم لجودة الأرباح على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، حيث أظهرت نتائج التشغيل الإحصائي وجود أثر تفاعلي لجودة الأرباح ومستوى الإفصاح الاختياري في التأثير إيجابياً على تكلفة رأس المال، وأن هناك ارتباطاً طردياً بين مستوى الإفصاح الاختياري وجودة الأرباح مما يشير إلى أن تحركاتهما المشتركة في التأثير على المتغير التابع تعمل في اتجاه واحد، وهو مما يعني أنه مع زيادة مستوى الإفصاح الاختياري وزيادة جودة الأرباح يعمل التأثير الطردي لتفاعلهما على تكلفة رأس المال. وقد برر الباحث ذلك بأنه على الرغم من التوسع في الإفصاح الاختياري إلا أن مصداقية البيانات المحاسبية التي تعكسها جودة الأرباح المحاسبية منخفضة، الأمر الذي أدى إلى زيادة تكلفة رأس المال.

#### 8/4- نقاط بحثية مستقبلية

- وتتلخص فيما يلي:
  - محاولة إدخال متغيرات منظمة أخرى لاختبار أثرها على العلاقة لم تختبر بعد في البيئة المصرية وذلك بخلاف استخدام جودة الأرباح المحاسبية.
  - تشغيل مكونات جودة الأرباح المحاسبية الأربعة الفرعية بشكل إنفرادي لبحث أثرها على العلاقة الأساسية لمعرفة أي منها يحدث تأثيراً أكبر ومنظم للعلاقة، وأي منها يمكن إستبعاده دون التأثير على النتائج.
  - تشغيل مكونات جودة الأرباح المحاسبية الأربعة التي يشملها التحليل من خلال تبادل التفاعل الجزئي الثنائي أو الثلاثي بينها وبين مستوى الإفصاح الاختياري في التأثير على تكلفة رأس المال كمتغير تابع.

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية

1. أبو العز، محمد السعيد (2014). *مناهج وطرق البحث الإمبريقي في المحاسبة والأعمال*. كلية التجارة. جامعة الزقازيق.
2. أبو علي، سوزي، الدبعي، مأمون، أبونصار، محمد (2011). "أثر جودة الأرباح المحاسبية في تكلفة حقوق الملكية طبقاً لمعايير الإبلاغ المالي الدولية". *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، مج7، ع3: 94-67.
3. السيد، محمد صابر حمودة (2016). "نحو مؤشر للإفصاح الإجمالي والاختياري وتأثيره على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري". *مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة، جامعة سوهاج*، مج30، ع1: 379-440.
4. السجاعي، محمود محمود ابراهيم (2017). "أثر جودة الأرباح المحاسبية على تكلفة رأس المال: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية" *المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، مج41، ع2: 309-331.
5. سعيد، دعاء أحمد (2020). "أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية" *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، مج24، ع1: 1-57.
6. شبل. منى سليمان محمود (2018). "أثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية" *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية*، مج2، ع2: 409-449.

### ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Bellovary, J.L., Giacomino, D.E. and Akers, M.D., (2005), Earnings quality: It's time to measure and report. *The CPA Journal*, 75(11), 32.
2. Botosan, Christine A., (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital." *Accounting review*, 323-349.
3. Botosan, Christine A., and Marlene A. Plumlee., (2002). "A reexamination of disclosure level and the expected cost of equity capital." *Journal of accounting research* 40.1, 21-40.
4. Botosan, C. A., Plumlee, M. A., & Wen, H. (2011). The relation between expected returns, realized returns, and firm risk characteristics. *Contemporary Accounting Research*, 28(4), 1085-1122.

5. Easley, D. and O'hara, M., (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.
6. Francis, Jennifer, Dhananjay Nanda, and Per Olsson. (2008). "Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital." *Journal of accounting research* 46.1.
7. Guidry, Ronald Paul. (2004). "Enhanced voluntary disclosures and its effects on the cost of capital: An empirical examination of the FASB's improving business reporting." *Insights into enhanced voluntary disclosures*.
8. Healy, P.M. and Palepu, K.G., (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3): 405-440.
9. Kiattikulwattana, Prapaporn. (2014). "Earnings management and voluntary disclosure of management's responsibility for the financial reports." *Asian Review of Accounting* 22.3: 233-256.
10. Petrova, Elena, Sotiropoulos, Ioannis and Vasileious Konstantinos Z., (2012). Relationship between Cost of Capital And Voluntary Corporate Disclosure, *International Journal of Economics and Finance* Vol. 4, No. 3: 83-93.
11. Peláez, B., García Lara, J.M. and TribóGiné, J.A., 2010. The Complementarity between segment disclosure and earnings quality, and its effect on cost of capital (No. 1005).
12. Rikanovic, (2005). Mladen. Corporate disclosure strategy and the cost of capital: An empirical study of large listed German corporations. *Diss. Universität St. Gallen*.
13. Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of Capital. *Accounting Organizations and Society*, 26(7-8), 597-616.
14. Wang, K., Sewon, O. and Claiborne, M.C., (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), :14-30.

**Abstract:**

Given the importance of voluntary disclosure in the Egyptian stock market, many studies have been concerned with its impact on the cost of capital. However, by reviewing these studies, the researcher noticed a discrepancy in his findings. While researchers indicated a positive relationship between them, others indicated a negative relationship. Thirdly, the absence of a relationship between them, which prompted the investigation of the impact of the quality of accounting profits as a regulatory variable on this relationship. More specifically, the study aimed to conduct two tests, the first: to study the relationship between the level of voluntary disclosure and the cost of capital, and the second: to examine the effect of the quality of accounting profits on the relationship between the level of voluntary disclosure and the cost of capital by applying it to companies listed in the Egyptian stock market. The level of voluntary disclosure was measured with an unweighted index consisting of 56 items, and the quality of accounting profits was measured by an aggregate index of the average of the standard values for each of (the quality of benefits, the continuity of profits, the predictive ability, and the smoothing of income), while the cost of capital was measured by means of an average Weighted cost of owned and borrowed capital. The study sample included 78 companies listed on the Egyptian Stock Exchange, represented in ten different sectors for the period from 2014 to 2018, with a total of 390 observations. The multiple linear regression analysis model was used to test the hypotheses of the study, and the statistical results indicated that: 1) There is a significant negative relationship between the level of voluntary disclosure and the cost of capital. 2) The quality of profits measured by the composite index plays the role of the regulating variable, as it interacts at the level of voluntary disclosure, causing a significant positive effect on the cost of capital.

**Keywords:** Voluntary Disclosure Level, Earnings Quality, Cost of Capital, Cost of Equity, and Cost of Debt.