



## مجلة البحوث المحاسبية

[/https://abj.journals.ekb.eg](https://abj.journals.ekb.eg)

كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الاول

مارس 2024

أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وجائحة كورونا على العلاقة بين عدم تماثل  
المعلومات وتحقيق الداخليين لعوائد غير عادية على تعاملاتهم: دراسة تطبيقية

الدكتور

شريف علي خميس إبراهيم كعموش

أستاذ مساعد- قسم المحاسبة

كلية الأعمال ( التجارة سابقاً )

جامعة الإسكندرية

**Sherifkhamiss@gmail.com**

2023

## المستخلص:

استهدفت الدراسة اختبار ما إذا كان الداخليون بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية يستغلون معلوماتهم الداخلية بصورة انتهازية لتحقيق عوائد غير عادية انتهازية، وذلك باختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية التي يحققها الداخليون نتيجة تعاملاتهم على الأسهم ذات العلاقة. كما اختبرت الدراسة دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كمتغير معدل للحد من استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق تلك العوائد غير العادية. ثم بحثت الدراسة كل تلك العلاقات في ظل أزمة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى للمساهمة في محاولة البحث حول أحد الدوافع التي يمكن أن تقدم تفسيراً حول سلوك الداخليين لغرض إتمام تلك التعاملات.

وقد استخدمت الدراسة ثلاثة مقاييس مختلفة لتعاملات الداخليين، بالتركيز على مستوى تعاملات الداخليين الاجمالية ثم فصل تلك التعاملات إلى تعاملات خاصة بعمليات الشراء وأخرى خاصة بعمليات البيع، إضافة إلى العديد من الاختبارات الإضافية للتأكيد على النتائج. وتم التطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2018-2021، كما تم استخدام اربع نوافذ لدراسة الأثر على العوائد غير العادية (3، 7، 20، 30 يوم). وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن تعاملات الداخليين لم تكن انتهازية فيما يتعلق بعمليات الشراء حيث لم ترتبط تلك العوائد بعدم تماثل المعلومات. أما في عمليات البيع فقد ارتبطت العوائد غير العادية معنوياً بعدم تماثل المعلومات بما يشير إلى أن البائعين يستغلون المعلومات الخاصة لتجنب الخسائر اللاحقة، وأن تلك التعاملات الانتهازية تمت خلال فترة كورونا ولم تكن معنوية خلال الفترات الأخرى، بما يدعم من التفسير بأن البائعين خلال فترة الازمات يكون لديهم استعداد لتقبل مخاطر اكتشاف استخدامهم للمعلومات الخاصة والمتمثلة في فرض العقوبات التنظيمية نتيجة تلك الممارسات، وذلك لتجنب مخاطر التعرض للخسارة والتي يرون أنها أكبر أهمية في ظل فترات كورونا. كما أيدت الدراسة أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يحد بصفة عامة من استخدام عدم تماثل المعلومات لتجنب خسائر غير عادية للمستثمرين، وأن الشركات الداخلة ضمن مؤشر جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كان لديها عدم تماثل معلومات أقل بصورة معنوية من الشركات الأخرى.

**Abstract**

This study aimed to investigate whether insiders Egyptian listed companies exploit their internal information to achieve opportunistic extraordinary returns, by testing the relationship between information asymmetry and the abnormal returns realized from insiders trading. The study also investigated the role of social responsibility disclosure as a moderating variable to limit the exploitation of information asymmetry to achieve these abnormal returns. The study then examined all of these relationships in light of the Corona crisis period compared to other periods which may provide an explanation about one of the motives of insiders' behavior in this concern.

The study used three different measures of insider transactions, focusing on the level of overall insider transactions and then separating them into purchasing transactions and sales transactions, in addition to additional robustness tests. Using a sample of Egyptian listed companies during the period from 2018-2021, and four windows were used to study the impact on extraordinary returns (3, 7, 20, 30 days), the results of the study concluded that insiders' transactions were not opportunistic with regard to purchasing operations, as these returns were not related to information asymmetry. As for sales transactions, the abnormal returns were significantly associated with information asymmetry, which indicates that sellers exploit private information to avoid subsequent losses, and that these opportunistic transactions took place during the Corona period and were not significant during other periods. This supports the interpretation that, during the crisis period, sellers are willing to accept the risks of discovery of using of private information, represented by the imposition of regulatory penalties, in order to avoid the risk of exposure to loss, which they see as more important in light of the Corona times. The study also supported that social responsibility disclosure can generally limit the use of information asymmetry to avoid abnormal losses for investors. Also, the companies included in the Egyptian Social Responsibility Disclosure Quality Index had significantly less information asymmetry than other companies

## 1- مقدمة البحث:

يتمتع الداخليون<sup>(1)</sup> بإمكانية الوصول إلى معلومات بصورة أكثر فورية وحصرية تتعلق بالنواحي المالية والتوقعات وتفاصيل العمليات اليومية للشركة والخطط الاستراتيجية طويلة الأجل مقارنةً بباقي المساهمين. ومن ثم يمكن للداخليين استغلال المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية من خلال تعاملاتهم على أسهم شركاتهم، مقارنةً بالخارجيين، بطريقة وصفت بالأدبيات ذات الصلة باعتبارها غير أخلاقية وضارة بقيمة المساهمين وثرواتهم (Antoniadis et al., 2019). وقد أيد هذا الاتجاه عدد كبير من الدراسات والتي تنظر لتعاملات الداخليين من المنظور الانتهازي وفقاً لنظرية الوكالة (Kim and Oh, 2023; Cai, 2022; Antoniadis et al., 2019; Cline et al., 2017; Kallunki et al., 2016; Nguyen et al., 2017). غير أن هناك اتجاه آخر من الدراسات يدعم المنظور المعلوماتي لتعاملات الداخليين وفقاً لنظرية الإشارة، إذ يرى مؤيدو هذا الاتجاه أن تعاملات الداخليين

(1) عرفت قواعد القيد والشطب بالبورصة المصرية الصادرة بقرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 وتعديلاته "الداخليين" بأنهم "أعضاء مجلس إدارة الشركة أو شركتها القابضة وشركاتها التابعة والشقيقة أو المسيطرة عليها وممثلهم وأزواجهم وأولادهم القصر، وكذلك كل من في مكنته الاطلاع على أي من المعلومات الداخلية للشركة وأزواجهم وأولادهم القصر". ويترتب على مخالفة أحكام الفقرة الأولى الغاء العملية دون إخلال بمسألة المتسبب عن هذه المخالفة". كما خصص الباب الحادي عشر من اللائحة التنفيذية لقانون 95 لسنة 1992 لـ "قواعد حظر التلاعب في الأسعار واستغلال المعلومات الداخلية" والمضاف لللائحة بقرار وزير الاستثمار 141 لسنة 2006، حيث قدمت اللائحة في هذا الباب تعريفات هامة تضمنت ما يلي:

- **المعلومات الداخلية:** أي من المعلومات الجوهرية التي لم يتم الإعلان عنها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة أوراقها المالية أو أي من الأطراف أو الكيانات المرتبطة بها.
- **المعلومة الجوهرية:** المعلومة أو المعلومات التي يكون لها تأثير ملموس على سعر الورقة المالية المطروحة أو القابلة للتداول، أو تأثير على القرارات الاستثمارية للمتعاملين عليها، أو تأثير على اتجاهات التعامل في السوق. وتصبح المعلومة الجوهرية معلنة، عندما يتم إتاحتها لجمهور المتعاملين في وقت واحد وبذات الطريقة وفقاً للقواعد والإجراءات الحاكمة والمنظمة للإفصاح بالبورصة.
- **المطلع على المعلومات الداخلية:** كل من أطلع على معلومات بشأن الشركة أو ما تصدره من أوراق مالية من شأنها تحقيق منفعة لصالحه أو لصالح شخص آخر، وسواء تم الاطلاع بصورة شرعية أو غير شرعية وسواء أطلع بنفسه على المعلومات أو وصلت إلى علمه عن طريق شخص آخر بصورة أو بصفة مباشرة أو غير مباشرة. ويخضع استغلال المعلومات الداخلية لحكم المادة ٦٤ من قانون سوق رأس المال.
- **المتعامل الداخلي:** كل شخص حقق نفعاً سواء بطريق مباشر أو غير مباشر لنفسه أو لغيره من تعامله بناء على معلومات داخلية أو استغلاله لها، ويعتبر المستفيد من المعلومات المشار إليها قد حقق نفعاً منها في تطبيق أحكام المادة ٦٤ من القانون في هذه الحالة.

توفر معلومات داخلية لسوق المال تؤدي إلى جعل أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات وبالتالي تحسين تسعير الأسهم ومن ثم تحسّن من كفاءة السوق وتخصيص الموارد وتوزيع رأس المال في السوق بصورة أكثر كفاءة (Choi et al., 2023; He and Marginson, 2020; Tartaroglu and Imho, 2017; Dargenidou et al., 2017; He and Rui, 2016).

وبعيداً عن ذلك الجدل فإن حقيقة قدرة الداخليين على التعامل في الأسهم بناءً على المعلومات الخاصة، وتحقيق عوائد غير عادية، مقارنة ببقية المساهمين، أمر معترف به مع بدايات عمل الأسواق المالية (Antoniadis et al., 2019). ولحماية المساهمين من هذا النمط من السلوك والحفاظ على الثقة في أسواق المال، فقد تم إدخال تشريعات خاصة في معظم بلدان العالم<sup>(1)</sup>، أخذت اتجاهين، الأول اتجاه تنظيمي والثاني اتجاه عقابي (خليفة، 2019). حيث تحظر معظم البلدان قانوناً على الداخليين إجراء أي معاملة (شراء أو بيع) دون الكشف عن طبيعة هذه المعاملات للجمهور من أجل منع أنماط السلوك والاستغلال غير الاخلاقي

(<sup>1</sup>) نظمت المادة 38 من قواعد القيد والشطب بالبورصة المصرية المعدلة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 170 لسنة 2014 وقرار رقم 114 لسنة 2015 ثم تم استبدالها بالقرار رقم 128 لسنة 2020، تعاملات الداخليين حيث نصت على الآتي:

"مع عدم الإخلال بأحكام قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية يجب على الشركة المقيد لها أوراق مالية بالبورصة المصرية إخطار البورصة بالإجراءات الداخلية المتبعة لديها والتي تضمن حظر تعامل أي من الداخليين بما فيهم أعضاء مجلس الإدارة والمسؤولين بالشركة والأشخاص الذين في مكنهم الاطلاع على معلومات غير متاحة للغير أيا كانت نسبتهم وكذا المساهمين الرئيسيين المالكين لنسبة 20% أو أكثر في رأسمال الشركة، سواء بمفردهم أو من خلال اشخاص مرتبطة وذلك خلال الخمسة أيام عمل السابقة ويوم العمل التالي لنشر أي معلومات جوهرية. ويكون التعامل بعد إخطار البورصة وفقاً للنموذج المعد منها لهذا الغرض، على ألا يتجاوز موعد التنفيذ شهر على الأكثر من تاريخ تسليم نموذج الإخطار للبورصة.

وعلى البورصة نشر بيانات التعامل السابقة عقب الجلسة التي تم خلالها التنفيذ وقبل بداية الجلسة التالية حتى ولو تم التنفيذ جزئياً ويتم النشر من خلال شاشات التداول وعلى الموقع الإلكتروني للبورصة. كما خصصت اللائحة التنفيذية لقانون 95 لسنة 1992 الفصل الثالث من الباب الحادي عشر لحظر استغلال المعلومات الداخلية وذلك من خلال المواد التالية:

**المادة 322:** "يحظر على المطلعين على المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم أو بحكم طبيعة المهام التي يؤديها القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي أو لحساب الغير أو إفشاء تلك المعلومات لطرف آخر بطريقة مباشرة أو غير مباشرة".

**المادة 323:** "..... كما يحظر أي تعامل على ورقة مالية إذا كان المتعامل مطلعاً بطريقة مباشرة أو غير مباشرة على معلومات جوهرية ترتبط بها ويعلم أنها قائمة ولكنها غير معلنة. ويحظر أيضاً على المطلعين على المعلومات الداخلية أن يطلعوا أي شخص آخر عليها ما لم تكن له صفة قانونية ثابتة تخوله ذلك الاطلاع".

**مادة 324:** "لا يعد مستخدماً للمعلومات الداخلية أو مستفيداً منها وفقاً لأحكام المواد السابقة المتعامل على الورقة المالية إذا ثبت أن تعامله كان سببه الوحيد عوامل أخرى بخلاف اطلاعه بطريق مباشر أو غير مباشر على المعلومات الداخلية".

وقد حدد الباب السادس من القانون 95 لسنة 1992 العقوبات الواردة عدد من العقوبات (مثلاً مادة 64) تشمل الحبس والغرامة المالية أو إحداهما.

من الداخلين (Tan and Xin, 2023; Tartaroglu and Imho, 2017; He and Rui, 2016). وعلى الرغم من ذلك فممازالت قضية قدرة الداخلين على تحقيق عوائد غير عادية، والعوامل التي يمكن أن تحد من تلك الممارسات محل البحث والدراسة إلى الآن على مستوى العديد من الدراسات، غير أن هذا الموضوع لم يلق الاهتمام الكافي من الدراسة إلى الآن على البورصة المصرية.

وقد تناولت الدراسات السابقة قدرة الداخلين على تحقيق عوائد غير عادية نتيجة معاملاتهم الداخلية (Kim and Oh, 2023)، ودور التشريعات والتنظيمات في الحد من الممارسات الانتهازية (Merl et al., 2023; Gębka et al., 2017)، وكذلك أثر حوكمة الشركات (Cai, 2022; Hodgson et al., 2020) وهيكل الملكية (Chronopoulos et al., 2019) والملكية المؤسسية (Li and Ji, 2021)، وجودة المراجعة (Xiao et al., 2023)، كذلك كيفية استخدام الإفصاح المحاسبي والافصاحات الأخرى (Cheng and Ma, 2023; He, 2023)، أو إدارة الأرباح (صالح، 2020؛ Hu et al., 2023) لتحقيق العوائد غير العادية للتعاملات الداخلية.

وعلى جانب آخر فقد أشارت الدراسات السابقة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية قد يكون له آثار إيجابية في مجال تعاملات الداخلين من خلال تحسين بيئة المعلومات ومن ثم الحد من عدم تماثل المعلومات التي يستغلها الداخلون في تحقيق عوائد غير عادية، أو من خلال تحسين بيئة العمل والثقافة العامة داخل المنشأة، وبالتالي الحد من دوافع الداخلين لتحقيق عوائد غير عادية انتهازية (Lu et al., 2018).

إضافة لما سبق، فقد أشارت بعض الدراسات السابقة أن الأزمات المالية والكوارث الطبيعية مثل أزمة كورونا، تؤدي إلى زيادة عدم التأكد بصفة عامة (Rokita, 2021; Yoo et al., 2020; Devi et al., 2020)، وبناء على ذلك فمن المتوقع أن يختلف سلوك الداخلين خلال تلك الفترات مقارنة بالفترات الأخرى نتيجة اختلاف الأهمية النسبية لمخاطر اكتشاف تلك الممارسات مقابل الفرص والتهديدات خلال تلك الفترات.

واستناداً لذلك فإن الدراسة الحالية تدرس وتختبر ما إذا كان عدم تماثل المعلومات له تأثير معنوي على تحقيق تلك العوائد غير العادية كمؤشر على الاستخدام الانتهازي

للمعلومات الداخلية لتحقيق عوائد غير عادية للداخلين. كما تختبر الدراسة دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من قدرة الداخلين على استخدام عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، ثم إعادة اختبار ما سبق في ظل فترات كورونا (كمؤشر لفترات الأزمات الصحية والمالية) مقارنة بالفترات الأخرى، وذلك للمزيد من التحليل حول أحد الدوافع التي من الممكن أن تشجع الداخلين لتحمل مخاطر استغلال المعلومات الخاصة (والمتمثلة في استغلال الفرص أو تجنب التهديدات المرتبطة بفترات الأزمات والكوارث) لتحقيق العوائد غير العادية.

## 2- مشكلة البحث:

نال موضوع تعاملات الداخلين والعوامل المؤثرة عليه وأثاره القليل من الاهتمام في الدول بخلاف إنجلترا وأمريكا (Antoniadis et al., 2019)، ولا سيما في مصر (عوض، 2021)، الأمر الذي يتطلب المزيد من البحث في ذلك المجال. كما أن نتائج الدراسات السابقة جاءت متعارضة فيما يتعلق بقدرة الداخلين على تحقيق عوائد غير عادية أم لا، فبينما رأت بعض الدراسات أن الداخلين استطاعوا تحقيق عوائد غير عادية نتيجة تعاملاتهم الداخلية (Kim and Oh, 2023; Katselas, 2018)، إلا أن البعض الآخر لم يجد دليلاً على ذلك (Chen and Li, 2023)، في حين جاءت النتائج عكسية لدى البعض الثالث (Chronopoulos et al., 2019)، بينما رأى آخرون تباين في النتائج على مستوى البيع مقارنة بالشراء (Gangopadhyay and Yook, 2022; Hodgson et al., 2020; He and Rui, 2016). وعلى جانب آخر فإن الدراسات التي وجدت تحقيق للعوائد غير العادية بعد تعاملات الداخلين اختلفت في تفسير النتائج، فبينما يرى البعض أن اتجاه الأسعار بعد تعاملات الداخلين جاء في اتجاه التعامل، أي بالانخفاض بعد البيع والزيادة بعد الشراء إنما يعكس المحتوى المعلوماتي لتلك المعلومات وبالتالي استجابة السوق لها (Coi et al., 2020; He and Marginson, 2023)، إلا أن البعض الآخر يرى أن قدرة الداخلين على تحقيق عوائد غير عادية إنما يعكس سلوكاً انتهازياً نتيجة استغلالهم لعدم تماثل المعلومات



(Kim and Oh, 2023; Cai, 2022; Antoniadis et al., 2019)، الأمر الذي يتطلب المزيد من البحث في بيئات مختلفة للوقوف على ما إذا كان تحقيق الداخليين لعوائد غير عادية مرتبط بعدم تماثل المعلومات كدليل على الاستغلال الانتهازي للمعلومات، للوقوف على ما إذا كانت العوائد غير العادية المحققة انتهازية أم تقدم محتوى معلوماتي.

وعلى جانب آخر فقد قدم الفكر المحاسبي دليلاً على أن المسؤولية الاجتماعية تسهم في تحقيق بيئة رقابية تعزز من القيم المجتمعية، وتخلق بيئة غير انتهازية، كما يؤدي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كأحد آليات الإفصاح عن المعلومات غير المالية الأخرى إلى تعزيز الإفصاح والشفافية ومن ثم الحد من عدم تماثل المعلومات (Tan and Xin, 2023; Lu et al., 2018)، وبالتالي فمن المتوقع أن يؤدي الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلى الحد من العوائد غير العادية الانتهازية. وقد جاءت نتائج الدراسات السابقة في هذا المجال قليلة في حدود معرفة الباحث، وجاءت النتائج متعارضة (Chung et al., 2023; Li et al., 2023)، الأمر الذي يتطلب المزيد من البحث في بيئة مختلفة لم تختبر من قبل. وأخيراً قدمت الدراسات السابقة دليلاً على أن الأزمات المالية تؤدي إلى زيادة درجة عدم التأكد، وبالتالي فقد تؤثر فترات الأزمات المالية والأوبئة على سلوك الداخليين في استغلال المعلومات الخاصة لتحقيق عوائد غير عادية.

واستخلاصاً مما سبق، يمكن صياغة مشكلة البحث في شكل الأسئلة البحثية الآتية:

- هل تؤثر درجة عدم تماثل المعلومات على تحقيق الداخليين (البائعين و/أو المشترين) لعوائد غير عادية؟
- هل يعدل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية من تأثير عدم تماثل المعلومات على تحقيق الداخليين (البائعين و/أو المشترين) للعوائد غير العادية؟ وهل ذلك ناتجاً عن قدرة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على المساهمة في الحد من درجة عدم تماثل المعلومات؟

- هل تختلف علاقة عدم تماثل المعلومات بتحقيق الداخليين (البائعين و/أو المشترين) لعوائد غير عادية والتأثير المعدل للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تلك العلاقة خلال فترة الكورونا مقارنة بالفترات الأخرى؟

### 3- هدف البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث، فإن البحث يستهدف دراسة واختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتحقيق الداخليين لعوائد انتهازية. كما يستهدف البحث أيضاً اختبار دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات كمتغير معدل للعلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية. ويستهدف البحث أيضاً استكشاف مدى اختلاف العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للداخليين ودور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في تلك العلاقة خلال جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى.

### 4- أهمية ودوافع البحث:

يكتسب البحث أهميته في المجال البحثي من عدة جوانب، فمن جانب، لم يلق موضوع تعاملات الداخليين وانعكاساتها الاهتمام الكافي في البحوث المصرية المحاسبية، على الرغم من اهتمام البحوث الأجنبية بذلك المجال البحثي. فضلاً عن أن الدراسات التي بحثت مدى قدرة الداخليين على تحقيق العوائد غير العادية جاءت تفسيراتها مختلفة استناداً على النظرية التي تقف وراءها سواء من منظور الوكالة والسلوك الانتهازي لاستغلال المعلومات الداخلية، أو من منظور نظرية الإشارة والمحتوى المعلوماتي لتعاملات الداخليين، وبالتالي فإن البحث يسعى للمساهمة في ذلك من خلال اختبار ما إذا كانت عوائد الداخليين مرتبطة بارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات، وهو ما يسهم في حل الجدل القائم لما إذا كانت تلك التعاملات انتهازية أم معلوماتية. كما يسهم البحث أيضاً في المجال الأكاديمي من خلال اختبار أحد العوامل التي قد يكون لها دور في الحد من السلوك الانتهازي لتعاملات الداخليين، حيث يختبر البحث قدرة إفصاح الشركات عن مسؤولياتها الاجتماعية في الحد من عدم تماثل المعلومات بصفة عامة من جانب، وفي الحد من استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق

عوائد غير العادية للداخلين من تعاملاتهم من جانب آخر. كما يسهم البحث في اختبار تلك العلاقات في ظل الأزمات المالية (من خلال اختبار تلك النتائج في ظل أزمة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى) والتي قد تمثل دوافع للداخلين لاستغلال معلوماتهم الخاصة لتحقيق مكاسب أو تجنب خسائر غير عادية. إضافة إلى ذلك يكتسب البحث أهميته في المجال البحثي من المنهجية المتبعة والتي تستخدم ثلاثة مقاييس بديلة لقياس تداول الداخلين.

أما الأهمية العملية للبحث فتتبع من تقديم أدلة تطبيقية على العوامل التي قد تمكن الداخلين من تحقيق عوائد غير عادية انتهازية (مثل اختبار دور عدم تماثل المعلومات، ودور الأزمات والكوارث مثل أزمة كورونا)، كذلك اختبار تلك العوائد على مستوى التعامل الداخلي ككل ثم فصله على مستوى البائعين والمشتريين، للحصول على فهم أكبر للنتائج والدوافع المسببة لها، بما يمكن أن يساعد الجهات التنظيمية من اتخاذ الإجراءات اللازمة للحد من ذلك السلوك، مما يسهم في تعزيز الثقة في أسواق المال. إضافة إلى القاء الضوء على أحد العوامل الهامة المتمثلة في المسؤولية الاجتماعية كأحد الضوابط التي يمكن أن تسهم في الحد من قدرة الداخلين على تحقيق عوائد غير عادية. حيث قدمت الدراسة تفسيراً على أن السلوك الانتهازي للداخلين لتحقيق عوائد غير عادية اعتماداً على معلوماتهم الداخلية هو دالة في كل من مخاطر اكتشاف ذلك السلوك وما يترتب عليه من عقوبات، والعوائد المتوقعة من ذلك السلوك، حيث تكون دوافع تجنب الخسائر (في حالات البيع) أكثر تأثيراً من دوافع تحقيق مكاسب (في حالات الشراء)، وأن ذلك يتأثر بشكل معنوي في فترات الأزمات. وبالتالي فإن وضع تلك النتائج أمام الجهات التنظيمية والرقابية يفتح الباب لأخذ تلك العوامل في الاعتبار عند مراجعة القواعد التنظيمية فيما يتعلق بتعاملات الداخلين.

وتتبع دوافع البحث من محاولة إيجاد دليل تطبيقي من واقع البيئة المصرية على قدرة الداخلين على تحقيق عوائد غير عادية، مع فصل عمليات البائعين الداخلين عن عمليات المشتريين الداخلين، للحصول على فهم أكبر لتلك النتائج. كذلك محاولة البحث عن دليل على ما إذا كان الداخلون بمصر يستغلون عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، بما يقدم دليلاً حول ما إذا كانت تلك التعاملات انتهازية أم معلوماتية، وهل يختلف ذلك في

ظل عمليات الشراء مقارنة بعمليات البيع. كذلك الحصول على دليل بشأن الدور المعلوماتي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات في الحد من ذلك السلوك. وأخيراً يسعى البحث للحصول على دليل بشأن تلك النتائج في ظل الأزمات وما إذا كان سلوك الداخلين في مصر يختلف في ظل الأزمات مقارنة بالفترات الأخرى أم لا.

#### 5- حدود الدراسة

يجب أن تؤخذ نتائج البحث وإمكانية تعميمها في حدود الدراسة الزمنية والمكانية والموضوعية، وفي ضوء العينة المستخدمة والشروط المحددة لاختيارها. كذلك تم اختبار جائحة الكورونا بافتراض أن الأثار الجوهرية على السوق المصري بدأت في بدايات عام 2020.

#### 6- منهجية الدراسة:

لتحقيق هدف البحث والاجابة على تساؤلاته، يعتمد البحث على دراسة نظرية وأخرى تطبيقية. حيث تقوم الدراسة النظرية على تحليل وتقييم الدراسات السابقة في ضوء النظريات المستخدمة بهدف اشتقاق فروض الدراسة. ثم يعتمد البحث في شقه التطبيقي على محاولة اختبار فروض البحث من خلال دراسة على عينة من تعاملات الداخلين بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية باستخدام اختبارات الانحدار المتعدد، باستخدام 4 نوافذ مختلفة لقياس العوائد غير العادية (30-20-7-3 يوم). وللتأكيد على جودة النتائج سيقوم الباحث بعمل مجموعة من الاختبارات الإضافية الأخرى من خلال استخدام مقاييس بديلة لتعاملات الداخلين، والعمل على فصل عمليات البيع وعمليات الشراء على ثلاث مستويات.

#### 7- خطة البحث:

انطلاقاً من مشكلة البحث وتحقيقاً لأهدافه سيتم استكمال البحث على النحو التالي:

#### 7-1 تحليل الدراسات السابقة وتطوير الفروض:

7-1-1 تعاملات الداخلين من منظور المحاسبة المالية.

2-1-7 تحليل أثر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للداخلين، وتطوير فرض الدراسة الأول.

3-1-7 تحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من عدم تماثل المعلومات وانعكاسه على العوائد غير العادية لتعاملات الداخلين، وتطوير فرض الدراسة الثاني.

4-1-7 تحليل أثر الأزمات والكوارث على تعاملات الداخلين والعوائد غير العادية، وتطوير فرض الدراسة الثالث.

## 2-7 الدراسة التطبيقية:

1-2-7 عينة الدراسة.

2-2-7 متغيرات الدراسة وقياسها.

3-2-7 الإحصاء الوصفي.

4-2-7 اختبارات الفروض.

5-2-7 مناقشة وتفسير النتائج.

## 8- الخلاصة والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

### 1-7 تحليل الدراسات السابقة وتطوير الفروض:

#### 1-1-7 تعاملات الداخلين من منظور المحاسبة المالية:

لقد كانت تعاملات الداخلين وتأثيرها على أسواق المال موضوعاً هاماً للنقاش لكل من الأكاديميين وصناع القرار والممارسين، حيث إنه يؤثر على كفاءة وشفافية عمليات الأسواق (Antoniadis et al., 2019). فعلى الجانب الأكاديمي، اهتمت الدراسات الأكاديمية منذ أواخر ستينيات القرن الماضي بتعاملات الداخلين على أسهم الشركة (Shkilko, 2019). وهناك اتجاهين في الدراسات السابقة فيما يتعلق بتعاملات الداخلين (Li and Ji, 2021)، الاتجاه الأول يتمثل في الدور المعلومات الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه تعاملات الداخلين بما تتضمنه من محتوى معلوماتي وإشارات للسوق لنقل المعلومات

الخاصة لديهم، بما يزيد من كفاءة السوق وانعكاس تلك المعلومات على الأسعار بما يصحح من تسعير الأسهم، ويستند هذا الاتجاه إلى نظرية الإشارة، ويدعم هذا الاتجاه مجموعة من الدراسات مثل (Choi et al., 2023; He and Marginson, 2020; He and Rui, 2016; Tartaroglu and Imho, 2017; Dargenidou et al., 2017). أما الاتجاه الثاني فإنه يرى أن تعاملات الداخلين تمثل معاملات انتهازية يستغل من خلالها الداخلون المعلومات الخاصة لديهم لتحقيق عوائد غير عادية، بما يؤدي إلى انتقال الثروات إليهم على حساب المستثمرين الآخرين من غير ذوي المعلومات الخاصة، بما يهدد من سلامة وعمل الأسواق المالية بل والثقة فيها (مصطفى، 2014؛ Laiyao, 2023; Tan and Xin, 2023; Deng et al. 2020; He and Rui, 2016). ويستند هذا الاتجاه إلى نظرية الوكالة، بما تتضمنه من مشكلة عدم تماثل المعلومات وما ينبثق عنها من مشكلة الانحراف أو الخطر الأخلاقي (Moral hazard) (Tan and Xin, 2023). ويدعم هذا الاتجاه مجموعة من الدراسات مثل (Kim and Oh, 2023; Cai, 2022; Antoniadis et al., 2019; Cline et al., 2017; Kallunki et al., 2016; Nguyen et al., 2017). بل الأكثر من ذلك فإن تعاملات الداخلين قد تعمق من تكاليف ومشاكل الوكالة، حيث قدمت دراسة (Ryu et al. (2022) دليلاً على أن تعاملات الداخلين التي تتم قبل الإعلان عن تقارير المحللين، قد تؤدي زيادة تكاليف عدم تماثل المعلومات والاختيار المعاكس في الفترة التالية لتقارير المحللين.

وفيما يتعلق بالدافع المعلوماتي فقد كانت النتائج متعارضة وتختلف باختلاف عوامل محددة. فقد اختبرت دراسة (He et al. (2018) المحتوى المعلوماتي لتعاملات الداخلين، وقد قدمت الدراسة دليلاً على أن المعلومات العامة المتاحة عن تعاملات الداخلين لا تتنبأ بعوائد الأسهم المستقبلية، غير أن قدرة تداولات الداخلين للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للأسهم كانت مرتبطة إيجابياً مع قوة حوكمة الشركات. واختبرت دراسة (Aussenegg et al. (2018) تحليل سلوك أسعار الأسهم حول الإفصاح عن تعاملات الداخلين، وقدمت الدراسة دليلاً حول السلوك

المتضارب للداخليين في جميع بلدان العينة، حيث يكشف الداخلون عن معلومات مهمة للجُمهور من خلال كل من عمليات الشراء والبيع، وكان تأثير معاملات الداخلين على الأسعار قوي بشكل خاص في البلدان ذات الالتزام الأقوى بقواعد تداول الداخلين. واختبرت دراسة (He and Marginson, 2020) أثر تعاملات الداخلين على متابعة المحللين الماليين ودقة تنبؤاتهم، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين متابعة واهتمام المحللين وتعاملات الداخلين، وكان ذلك أقوى في حالات الشراء مقارنة بحالات البيع، كما أن المحللين الماليين يعدلون من تنبؤاتهم بحيث يتم زيادتها بعد عمليات شراء الداخلين كما تتحسن جودة تنبؤاتهم بعد عمليات شراء الداخلين، إلا أن النتائج كانت غير معنوية بعد عمليات البيع. كما اختبرت دراسة عوض (2021) المحتوى المعلوماتي لتعاملات الداخلين من خلال استجابة سعر السوق للإعلان عن تعاملات الداخلين في البورصة المصرية، وتوصلت الدراسة إلى أن تعاملات الداخلين لها محتوى معلوماتي من خلال تأثيرها على أسعار السوق، حيث كانت عمليات البيع لها آثار عكسية على سعر السوق بينما عمليات الشراء لها آثار إيجابية، ويختلف ذلك التأثير باختلاف درجة الالتزام بالحوكمة، وباختلاف مستوى عدم تماثل المعلومات.

أما فيما يتعلق بالدافع الانتهازي لتحقيق عوائد غير عادية على تعاملات الداخلين، فهناك أيضاً أدلة كثيرة في الأدبيات التي تشير إلى أن عوائد الداخلين تنشأ من التعامل بناءً على المعلومات الداخلية (Gangopadhyay and Yook, 2022). فقد اختبرت دراسة (Katselas, 2018) إلى أي مدى تكون تداولات الداخلين ناتجة عن المعلومات الداخلية، وتوصلت الدراسة إلى أن المديرين يرتبطون بعمليات صافي شراء أكبر قبل التغيرات الإيجابية في الأداء المحاسبي اللاحقة خلال 12 شهراً تالية. كما أشارت (Shkilko, 2018) أن هناك نوعين من الدوافع لتفسير تعاملات الداخلين على الأسهم بالبيع، الأولى تتعلق بدافع السيولة (والتي لا تكون مرتبطة بتحقيق عوائد معينة وبالتالي يصعب تتبعها أو إيجاد نمط لها، والثانية تتعلق بدافع العوائد، غير أن الدراسة وجدت أن الداخلين يركزون بصفة أساسية على العائد بدلاً من السيولة، حيث ينشأ دافع العائد نتيجة عدم تماثل المعلومات بين

الداخليين والأطراف الأخرى. وأكدت دراسة (Kim and Oh (2023) على السلوك الانتهازي لاستخدام المعلومات الخاصة لتحقيق عوائد غير عادية، حيث توصلت إلى أن أعضاء مجلس الإدارة المستقلين يقومون بعمليات شراء ناجحة قبل اجتماعات مجلس الإدارة نتيجة حصولهم على معلومات خاصة قبل الاجتماعات، وكان نمط عملياتهم في الفترات الأخرى غير مربح على هذا النحو، بما يشير إلى أنهم يستغلون ما يحصلون عليه من معلومات خاصة قبل الاجتماعات. وقد قدمت بعض الدراسات نتائج غير متماثلة فيما يتعلق بتعاملات الشراء مقابل تعاملات البيع من قبل الداخليين، فقد توصلت دراسة (Chronopoulos et al. (2019) إلى نتائج غير متماثلة بين عمليات البيع والشراء باستخدام بيانات من دول شرق آسيا، حيث توصلت الدراسة إلى علاقة عكسية معنوية بين نشاط البيع للداخليين وعائدات الأسهم. ومع ذلك، وجدت الدراسة الحالية أن نشاط شراء الداخليين يرتبط أيضاً بشكل عكسي بعائدات الأسهم المستقبلية. وأظهرت التحليلات الإضافية أن زيادة مستويات الملكية لدى كبار المديرين تؤدي إلى هذه النتيجة، مما يشير إلى أن تعاملات الداخليين لا ترتبط دائماً بدوافع تحقيق الربح ويمكن تفسيرها من خلال مستوى ملكيتهم. علاوة على ذلك تشير النتائج إلى أن استراتيجيات التداول التي تركز فقط على عمليات الشراء التي يقوم بها كبار المديرين في ظل مستويات ملكية عالية تؤدي إلى عوائد أسهم سلبية.

ويرى الباحث أنه في كل الأحوال سواء قام الداخليون بالتعامل الداخلي بهدف نقل المعلومات الخاصة لديهم إلى السوق، أو كان ذلك بدافع انتهازي، فإن اعتماد التعاملات الداخلية على معلومات خاصة سيؤدي إلى تحقيق الداخليين لعوائد غير عادية طالما أن تلك التعاملات استندت لمعلومات خاصة. فتحقيق عوائد غير عادية للداخليين ووجود محتوى معلوماتي لتعاملاتهم الداخلية وجهان لعملة واحدة، إذا أن وجود محتوى معلوماتي للإعلان عن تعاملات الداخليين يعني أن التغييرات اللاحقة لعمليات البيع والشراء الداخلي جاءت في اتجاه تعاملات الداخليين، بما يعني أنهم حققوا استفادة من ذلك. كذلك قيام الداخليين باستخدام



معلوماتهم الداخلية لتحقيق عوائد غير عادية لن يكون ناجحاً ما لم تكن توقعاتهم صحيحة ويستجيب السوق لتلك المعلومات وبالتالي يكون لها محتوى معلوماتي، وقد أكد على ذلك Cohen et al. (2012)<sup>(1)</sup> والذي أوضح أن تعاملات الداخلين الانتهازية مربحة، مما يشير إلى أن تعاملات الداخلين تقدم إشارة جيدة وتحتوي على معلومات للمستثمرين. ويتفق ذلك مع نتائج دراسة Cline et al. (2017) والتي قدمت دليلاً على أن الداخلين يحققون أرباح غير عادية مستمرة نتيجة تعاملاتهم الداخلية، وأن تلك الأرباح المستمرة كانت مدفوعة بالمزايا المعلوماتية للداخلين (تأييداً للدافع الانتهازي)، غير أن تلك المعاملات وما ينتج عنها من أرباح لها قدرة تنبؤية عالية للتنبؤ بمفاجآت الأرباح في المستقبل، وتعديلات تنبؤات المحللين (بما يدعم من المنظور المعلوماتي). وأكد على ذلك أيضاً Karamanou et al. (2021) إذ توصل إلى أن البائعون الداخلون يحققون تجنباً معنوياً للخسائر غير العادية في حال أن معاملاتهم اعتمدت على معلوماتهم الخاصة ولم تكن نتيجة لدافع للسيولة، إذ تنخفض أسعار الأسهم بصورة معنوية في تلك الحالة بعد عمليات البيع، كما أن المحللين يعدلون من تنبؤاتهم بصورة جوهرية بعد عمليات بيع الداخلين المعتمدة على المعلومات الخاصة، بما يشير إلى أن تلك المعاملات أيضاً تضمنت محتوى معلوماتي هام تم نقله إلى السوق. وقدّم Chen and Li (2023) دليلاً على أن عمليات صافي الشراء الداخلي كانت تتضمن عمليات انتهازية، غير أنها لم تكن كذلك في غالبية الأحوال إذ استهدفت غالبية عمليات الشراء تقديم إشارة إلى السوق لعكس آثار عمليات البيع قصيرة الأجل عندما تكون هناك معلومات سلبية متاحة بخصوص الشركة في السوق، لذا تسعى الإدارة إلى إضفاء الثقة على قيمة السهم وأنها مقيمة بأقل من قيمتها من خلال الدخول في عمليات الشراء، خاصة إذا كانت أسعار الأسهم ترتبط بحوافز الإدارة وتقلب أسعارها يرتبط بمخاطر التفاضل.

(1) نقلا عن: (Tartaroglu and Imho, 2017)

وقد رأى البعض أن قدرة الداخلين على تحقيق عوائد غير عادية على معاملاتهم إنما ترتبط بالقوة التنظيمية والاقتصادية والثقافية عبر الدول المختلفة (Gębka et al., 2017)، الأمر الذي دعا الجهات التشريعية والتنظيمية إلى وضع القيود والقواعد الصارمة على تداول الداخلين للحد من وتنظيم تلك الممارسات مع وضع متطلبات لضرورة الإفصاح الفوري عن تلك العمليات (Tan and Xin, 2023; Tartaroglu and Imho, 2017; He and Rui, 2016)، والعمل على متابعتها لمحاولة اكتشافها (Laiyao, 2023). وبالتالي فقد فرق (Mazza and Wang, 2021) بين نوعين من تعاملات الداخلين وهما التعامل الداخلي القانوني والتعامل الداخلي غير القانوني. فالتعامل الداخلي القانوني يشير إلى قيام الداخلين بالتعامل في أسهم الشركة دون الخروج عن اللوائح والقوانين، وبالتالي عدم استخدام المعلومات الداخلية لتحقيق منافع غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين حيث لا تكون أساس تعاملاتهم قائمة على معلومات خاصة. أما التعامل الداخلي غير القانوني فيتم من خلال استغلال الداخلين لمعلومات خاصة داخلية غير متاحة للآخرين لتحقيق عوائد غير عادية.

ويرى البعض أن تدخل الجهات التنظيمية بالعديد من القيود على تعاملات الداخلين، يمكن أن يؤدي إلى تخفيض تعاملات الداخلين (Merl et al, 2023)، وذلك اعتماداً على قوة المؤسسات التنظيمية وانهاء القانون بالدولة، وبعض خصائص الشركات (Zhang and Zhang, 2018)، وما إذا كان التداول الداخلي يرتبط بأحداث ومعلومات هامة. فقد اختبرت دراسة (Gangopadhyay and Yook, 2022) أثر صدور قانون حماية المستهلك وإصلاح سوق المال بالولايات المتحدة على ربحية الداخلين في كل من المؤسسات المالية وغير المالية. وتوصلت الدراسة إلى أن عمليات الداخلين في المؤسسات المالية لم تحقق عوائد غير عادية قبل تطبيق القانون أو بعد التطبيق. أما الداخلين في المؤسسات غير المالية فقد حققوا عوائد غير عادية على عمليات الشراء فقط قبل القانون، إلا أنهم لم يحققوا عوائد غير عادية على عمليات الشراء بعد تطبيق القانون، غير أن العوائد غير العادية لم تكن معنوية على عمليات البيع سواء قبل أو بعد تطبيق القانون. ومع ذلك أشارت دراسات

أخرى إلى أن الداخليين مازالوا قادرين على تحقيق عوائد غير عادية انتهازية في بعض الحالات حتى في ظل التشريعات التنظيمية (Tan and Xin, 2023; Biggerstaff et al., 2020; Verstein, 2018). بل أن تلك القواعد التنظيمية لم تستطع الحد من تلك الممارسات الانتهازية في بعض الدول (Avci, 2023). فقد أشارت نتائج دراسة Biggerstaff et al. (2020) إلى أن الداخليون يحاولون الحفاظ على مزاياهم المعلوماتية وزيادة عوائدهم غير العادية من خلال الكشف عن صفقاتهم بعد إغلاق السوق. فعندما يقوم الداخليون بالإبلاغ عن تداولاتهم بعد ساعات العمل، فمن المرجح أن ينخرطوا في سلسلة أطول من الصفقات، ويتداولون المزيد من الأسهم بشكل عام، وترتبط تداولاتهم بعوائد غير عادية أكبر، وبالتالي تشير الدراسة إلى أن التعرف على أنماط التداول هذه توضح الرؤية وتلقي بالضوء على تعاملات الداخليين تلك التي تعتمد على استغلال المعلومات.

وفيما يتعلق بتعاملات الداخليين من المنظور المحاسبي، فقد تناولت الدراسات السابقة العديد من الاتجاهات البحثية، فعلى سبيل المثال تناولت الدراسات السابقة أثر الحوكمة على تعاملات الداخليين من وجهات نظر متباينة، بحسب تناولها للمنظور المعلوماتي أم المنظور الانتهازي. فوفقاً لدراسة (He and Rui, 2016) فإن دور جودة الحوكمة في تسهيل نقل المعلومات (كمنظور معلوماتي) مازال محل جدل، حيث أوضحت الدراسة أنه في الدول ذات الحماية الأكبر للمستثمرين يحمل الإعلان عن تعاملات الداخليين المزيد من المعلومات الهامة والمؤثرة عندما تكون آليات الحوكمة فعالة ومن ثم فإن انعكاسها على تعديل الأسعار تكون فورية وكبيرة. غير أنه على الجانب الآخر فالحوكمة الأفضل يمكن أن تسهم في تحسين الشفافية والافصاح وتحد من عدم تماثل المعلومات وتخفض فجوة المعلومات بين الداخليين والمستثمرين الخارجيين، وكنتيجة لذلك تنعكس المزيد من المعلومات الخاصة عن الشركة قبل تعاملات الداخليين، وبالتالي فإن الإعلان عن تعاملات الداخليين قد يحمل قدراً أقل من المعلومات الخاصة وبالتالي يرتبط به مستوى أقل من تعديل الأسعار.

وعلى الجانب الآخر فمن المفترض أن تؤدي حوكمة الشركات لتخفيف الآثار السلبية لتعاملات الداخليين على كل من الشركات والأسواق (كمنظور انتهازي للتعاملات الداخلية)، حيث أشار

دليلاً على أن حوكمة الشركات يمكن أن تساهم بشكل كبير في السيطرة على الداخليين والحد من الآثار السلبية لتعاملاتهم، إذ يمكن لآليات الحوكمة أن تسهم في تقييد وحظر السلوكيات الانتهازية من خلال الإشراف الفعال ومعاينة المديرين وفقاً لذلك. وأكدت على ذلك دراسة Cai (2022) إذ توصلت إلى أن الحوكمة تحد من سلوك التعامل الانتهازي على الأسهم من قبل الداخليين في ظل عدم التأكد المرتبط بالسياسات الاقتصادية الكلية، فكلما زاد عدم التأكد المرتبط بالسياسات الاقتصادية المالية كلما قدم ذلك دافعاً للشركات على دعم وتفعيل إجراءات الحوكمة، والتي تخلق بيئة داخلية تحد من السلوك الانتهازي للداخليين. بينما كانت نتيجة دراسة Hodgson et al. (2020) غير متماثلة فيما يتعلق بالأثر على عمليات البيع مقابل عمليات الشراء، إذ توصلت الدراسة إلى أن حوكمة الشركات القوية تحد من عمليات البيع الانتهازي وتحد من تحقيق العوائد غير العادية المرتبطة بها، بينما لا تقيّد من عمليات الشراء الداخلي (من حيث حجم الشراء أو قيمة الشراء أو العوائد غير العادية)، إلا أن حجم الشركة ووجود قيود على سياسة تعاملات الداخليين أدت إلى تخفيض مشتريات الداخليين وعوائدهم.

وفي سياق دور المراجعة الخارجية، فقد توصلت دراسة He and Rui (2016) إلى أن رد فعل السوق كان أكبر لتعاملات شراء الداخليين بالنسبة للشركات التي تمت مراجعتها من قبل المكاتب الأربعة الكبرى (بما يعني تعاملات الشراء كان لها محتوى معلوماتي أكبر للشركات التي يتم مراجعتها من قبل المكاتب الكبرى باعتبار أن لها دور حوكمي هام). وبالتالي دعمت الدراسة من أثر الدور الحوكمي في تحسين القرارات الأخلاقية للداخليين وتخفيض القرارات والممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية، وتزيد من دقة ومصداقية المعلومات المتضمنة في تعاملات الداخليين (الدور المعلوماتي). أما فيما يتعلق بدور المراجعة الخارجية من المنظور الانتهازي لتعاملات الداخليين، فقد قدمت دراسة Yang and Ma (2020) دليلاً على أن عمليات بيع الداخليين ترتبط بارتفاع مخاطر المراجعة الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع اتعاب المراجعة. وفي نفس السياق فقد استهدفت دراسة Xiao et al. (2023) اختبار أثر التغيير

الالزامي لمراقبي الحسابات على تعاملات الداخلين، وتوصلت الدراسة إلى قيام الداخلين بزيادة مبيعات أسهمهم قبل تقديم القوائم المالية إلى مراقب الحسابات الجديد. بالإضافة إلى ذلك، فإن مثل هذا الارتباط يكون أقل وضوحاً بالنسبة للشركات التي تحولت من المكاتب الأربع الكبرى إلى المكاتب الأقل، ويكون هذا أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي لديها قدر أكبر من عدم تماثل المعلومات. واستخلصت الدراسة إلى أن تنفيذ التدوير الالزامي لمراقب الحسابات يقلل من أنشطة إدارة الأرباح للشركات، علاوة على ذلك، تتخفف عوائد الشراء الداخلي في السنة الأولى بعد التغيير الالزامي لمراقب الحسابات.

أما فيما يتعلق بأثر هياكل الملكية ودور الملكية المؤسسية، والدور الحوكمي الذي يمكن أن تلعبه، فقد أشارت نتائج دراسة (He and Rui (2016 إلى أن رد فعل السوق جاء معنوياً تجاه تعاملات الداخلين في ظل هياكل الملكية التي تظهر تعارض في المصالح بين الأغلبية والأقلية من المساهمين. كما أكدت نتائج دراسة Chronopoulos et al. (2019) على أن هيكل الملكية له تأثير معنوي على تعاملات الداخلين، حيث ارتبطت مشتريات الداخلين بتغيرات عكسية في أسعار الأسهم اللاحقة في ظل الشركات ذات الملكية المركزة، وبالتالي لم يكن الهدف من تلك التعاملات هدف انتهازى لتحقيق عوائد غير عادية. وفي دراسة (Li and Ji (2021 تم اختبار ما إذا كانت الملكية المؤسسية تؤثر على ربحية الداخلين في الصين، وتوصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية تحد من العوائد غير العادية على مستوى إجمالي تعاملات الداخلين أو مستوى عمليات البيع، ولكنها تزيد من العوائد غير العادية لعمليات الشراء، وهو ما يتوافق مع الفارق بين مواقف الهيئات التنظيمية الصينية المتشددة تجاه مبيعات الداخلين وموقفهم الأقل حدة تجاه مشتريات الداخلين. وقد أشارت التحليلات الإضافية إلى أن المستثمرين المؤسسيين يقللون من تكاليف الوكالة المرتبطة بتعاملات الداخلين بشكل رئيسي من خلال أنشطة المراقبة المباشرة، وهو ما يؤكد صحة دور الحوكمة الذي تلعبه المؤسسات الاستثمارية. وأكدت على ذلك دراسة Chen

et al. (2023) والتي اختبرت أثر الملكية المؤسسية المشتركة لمجموعة شركات في نفس الصناعة على التعامل الداخلي الانتهازي، حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة سلبية بين تلك الملكية المؤسسية المشتركة وبين ربحية الداخلين، خاصة مع الاستفادة من التأثيرات الخارجية الإيجابية للحوكمة في الشركات الأخرى المملوكة لهؤلاء المستثمرين المؤسسيين في نفس الصناعة. وتشير تلك النتيجة إلى أن المساهمين المؤسسيين المشتركين يتمتعون بمزايا معلوماتية، وحوافز الحوكمة، ولديهم الوسائل الفعالة لتقييد التداول الانتهازي من قبل الداخلين. وفي سياق الأثر على الخصائص النوعية للمعلومات، فقد اختبرت دراسة بالصين<sup>(1)</sup> أثر تعاملات الداخلين على القابلية للمقارنة كأحد الخصائص النوعية لجودة المعلومات المحاسبية، وقد توصلت الدراسة إلى أن تعاملات الداخلين يمكن أن تخفض بصورة جوهرية من قابلية المعلومات المحاسبية للمقارنة، ويزيد ذلك الأثر مع تعاملات أعضاء مجلس الإدارة. كما استهدفت دراسة (Tan and Xin (2023) اختبار دور التحفظ المحاسبي في الحد من السلوك الانتهازي للداخلين لتحقيق عوائد غير عادية نتيجة تعاملاتهم الداخلية، وأيدت النتائج قدرة التحفظ المحاسبي على الحد من العوائد غير العادية للداخلين، وأن هذه العلاقة كانت معنوية في حالات البيع.

وفي سياق آخر اختبرت دراسة (Goldman and Ozel (2023) أثر تغير معدلات الضريبة على صافي الحوافز وانعكاس ذلك على تداولات الداخلين، وتوصلت الدراسة إلى أن ارتفاع معدلات الضريبة يؤدي إلى انخفاض صافي حوافز المديرين، مما يدفعهم إلى الدخول في تعاملات على الأسهم واستخدام المعلومات الداخلية لتحقيق عوائد غير عادية تعويضاً عن انخفاض الحوافز. وتتأثر تلك العلاقة بكل من مستوى عدم تماثل المعلومات، ونسبة قيمة الحوافز وحجم ملكية المديرين التنفيذيين، وأيضاً مستوى الرقابة بالشركة، ومعدلات الضريبة. وبالتالي تشير النتائج إلى أن الضرائب تعد أحد الدوافع لاستخدام

(1) نقلا عن: Yang and Ma (2020)

المعلومات الخاصة من قبل الداخليين لتحقيق عوائد غير عادية، إذ أن ارتفاع معدل الضريبة يزيد من تقبل الداخليين للمخاطر القانونية الناتجة عن الاكتشاف لتلك الممارسات. وفيما يتعلق بعلاقة إدارة الأرباح بتعاملات الداخليين، فقد توصلت دراسة صالح (2020) إلى عدم وجود علاقة بين إدارة الأرباح مقاسة بالاستحقاقات غير العادية، وبين صافي تعاملات الداخليين التي تمت قبل الإفصاح عن القوائم المالية، بينما كانت هناك علاقة معنوية موجبة بين إدارة الأرباح وصافي تعاملات الداخليين التي تمت بعد الإفصاح عن القوائم المالية. وتشير تلك النتائج إلى عدم استخدام الإدارة لإدارة الأرباح للتغطية عن استخدام الداخليين لمعلوماتهم الخاصة، غير أنهم يستخدمون إدارة الأرباح للتأثير على الأرباح بما يخدم تعاملاتهم الداخلية. كما ذهب البعض إلى أن الداخليين يتعمدون إدارة الأرباح أو يتعمدون تقديم إفصاحات وصفية غير مالية مع الإفصاح عن الأرباح في اتجاه معين لتسهيل تعاملاتهم الداخلية وتحقيق منافع غير عادية انتهازية (Cheng and Ma, 2023; He, 2023; Hu et al., 2022). حيث قدمت دراسة (Hu et al., 2022) دليلاً على أن الداخليين يلجأون إلى التحول لإدارة الأرباح الحقيقية بدلاً من استخدام الاستحقاقات كلما زادت الرقابة القانونية وكانت اللوائح أكثر تقييداً على تعاملاتهم على أسهم الشركة. كما استهدفت دراسة (He, 2023) اختبار ما إذا كان المديرين يقومون بإفصاحاتهم غير المالية بشكل استراتيجي من أجل تسهيل التعاملات الداخلية الانتهازية، وقد وجدت الدراسة أدلة قوية تشير إلى أن المديرين يتلاعبون بتوقيت وطبيعة إفصاحاتهم غير المالية في محاولة لتعظيم العوائد غير العادية، حيث يميل المديرين إلى الكشف عن الأخبار السيئة الاستراتيجية قبل الشراء والعكس قبل البيع.

7-1-2 تحليل العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للداخليين وتطوير الفرض

#### الأول للبحث:

ينشأ عدم تماثل المعلومات عندما يكون لدى أحد أطراف التعامل في السوق معلومات غير متاحة للأطراف الأخرى، وقد أيدت الدراسات السابقة وجود عدم تماثل للمعلومات في الأسواق المالية حول العالم، حيث يتمتع بعض المستثمرين بميزة معلوماتية مقارنة بالآخرين

وعادة ما يستفيدون من مصادر المعلومات هذه للحصول على منافع خاصة، إذ أيدت الأدلة أن بعض المستثمرين مثل الداخليين لديهم أداء استثماري أفضل من غيرهم بسبب توافر مزايا معلوماتية لديهم (Wu and Yang 2018, Chowdhury et al., 2018, Wu, 2019). فقد توصلت دراسة (Chowdhury et al. (2018) إلى أن تعاملات الداخليين والمركزة على عمليات البيع ترتبط إيجابياً بالاستحقاقات الاختيارية. وتزداد تلك العلاقة مع زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات، مما يؤكد على التأثير المعدل لعدم تماثل المعلومات على هذه العلاقة. كما أشارت النتائج أيضاً إلى أن إدارة الأرباح تسمح بصفقات الشراء والبيع الانتهازية، بدلاً من الصفقات الروتينية، وتسلط تلك النتائج الضوء على أن الجهات التنظيمية يجب أن يكون لها دور في الإشراف والرقابة على تعاملات الداخليين وعمليات إدارة الأرباح للتخفيف من مخاطر السلوك الانتهازي للداخليين لتجنب فضائح الشركات المستقبلية. كما استهدفت دراسة (Wu (2019) اختبار الأثر السببي لعدم تماثل المعلومات على معاملات الداخليين، حيث تم اختبار أثر انخفاض المحللين المتابعين للشركات (والذي يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات للشركات المتأثرة) على تعاملات الداخليين. وتوصلت الدراسة إلى أن العوائد غير العادية للداخليين تزداد بشكل حاد بعد انخفاض متابعة المحللين. ويكون هذا التأثير أقوى بالنسبة للداخليين الانتهازيين في الفترات الزمنية التي يكون فيها الالتزام التنظيمي ضعيفاً، وعندما يكون المحللون تاركي متابعة الشركة من ذوي الجودة العالية. بل أن الداخليين يعدلون من سلوكهم ليستغلوا بصورة أكثر انتهازية من زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات الناتج عن انخفاض المحللين المتابعين، وبالتالي تقدم تلك الدراسة دليلاً على دور عدم تماثل المعلومات كمحدد حاسم لسلوكيات الداخليين وتحقيقهم لعوائد غير عادية.

غير أن دراسات أخرى قدمت بعض الأدلة على أن استخدام الداخليين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية مرهوناً بالعديد من العوامل والمتغيرات مثل استراتيجية الشركة



(استراتيجية المبادرة prospector strategy مقابل الاستراتيجية الدفاعية defender strategy) والقيود المفروضة على تداول الداخلين (Chen and Keung, 2019)، ومخاطر اكتشاف تلك الممارسات والعقوبات المحتملة، وقوة الحوكمة (Fu et al., 2020). وفي نفس مجال مخاطر التقاضي كأحد القيود على التعاملات الانتهازية من قبل الداخلين توصلت دراسة (Adhikari et al., 2022) إلى أن انخفاض مستوى مخاطر التقاضي يشجع الداخلين على التجارة بشكل أكثر انتهازية وبتوقيت أكثر خطورة لتحقيق عوائد غير عادية أكبر خاصة المتعلقة بالبيع الداخلي لتجنب الخسارة.

واستخلاصاً مما سبق فإنه من المتوقع أن تؤدي درجة عدم تماثل المعلومات إلى زيادة العوائد غير العادية للداخلين من تعاملاتهم على الأسهم، إذا كانت تلك التعاملات انتهازية، ومن ثم يمكن تطوير فرض الدراسة الثاني على النحو التالي:

**H1: يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى زيادة العوائد غير العادية نتيجة تعاملات الداخلين في**

**الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

**H1-a: يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تجنب الداخلين خسائر غير عادية بعد عمليات البيع في**

**الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

**H1-b: يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى تحقيق الداخلين مكاسب غير عادية بعد عمليات**

**الشراء في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

**3-1-7 تحليل أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من عدم تماثل المعلومات وانعكاسه على العوائد غير العادية لتعاملات الداخلين وتطوير الفرض الثاني للبحث:**

على الرغم من أهمية القوائم المالية في تقديم معلومات تعكس الوضع المالي ونتائج التشغيل للشركة ككل، إلا أن الكثير من المعلومات المهمة، بخلاف المعلومات المالية، لا يمكن الكشف عنها من خلال القوائم المالية التقليدية. وفي سياق المنافسة التجارية القوية والمتزايدة في السنوات الأخيرة، جذبت المسؤولية الاجتماعية (CSR) والإفصاح عنها انتباه العديد من الأطراف بشكل متزايد لتحسين عملية صنع القرار لدى المستثمرين وتعزيز التنمية

المستدامة للشركات. فالمسؤولية الاجتماعية للشركات هي الطريقة الضرورية لحماية أصحاب المصالح في الشركات وتعزيز التنمية المستدامة للمجتمع، حيث تُعرف المسؤولية الاجتماعية للشركات على أنها "السعي لتحقيق أقصى قدر من الرفاهية الاجتماعية والتنمية المستدامة من خلال الإدارة والتشغيل الفعالين للمؤسسات لتحمل المسؤولية بفعالية تجاه المجتمع وأصحاب المصلحة وحماية البيئة"، وبالتالي لا يجب أن تسعى الشركات فقط إلى تحقيق المصالح الاقتصادية، بل يجب أن تكون أيضاً مسؤولة عن المجتمع، وأصحاب المصلحة، والبيئة الطبيعية، وخلق قيمة اجتماعية (Lu et al. 2018).

إن تعزيز القيم الأخلاقية والتوجه نحو الحوكمة والتنمية المستدامة، قد يخلق بيئة تسهم في الحد من السلوك الانتهازي للداخلين لتحقيق منافع شخصية من خلال المعلومات الداخلية (Tan and Xin, 2023)، فقد قدمت دراسة Kallunki et al. (2016) دليلاً على أن الداخليين غير الملتزمين ضريبياً يستخدمون المزيد من مزايا المعلومات الخاصة بهم لتداول أسهمهم، وتحقيق عوائد غير عادية كبيرة، مقارنة بالداخلين الملتزمين. وبالتالي فالدور الاجتماعي والاهتمام بالمسؤولية الاجتماعية ونشر تلك الثقافة قد يكون له دور في الحد من تلك الممارسات الانتهازية من جانبين، الأول رفع الجانب الأخلاقي وتبسيط الضوء على الجانب الاجتماعي، وقد يتفق ذلك الادعاء مع ما توصلت إليه دراسة Gębka et al. (2017) من أن اختلاف القوة التنظيمية والثقافية قد يكون لها دور في الحد من الممارسات الانتهازية، والثاني من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بتقديم المزيد من الإفصاحات المالية وغير المالية المرتبطة بتحقيق المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، وهو ما يتوافق مع نتائج دراسة Brochet (2018)، إذ توصلت إلى أن شفافية المعلومات تؤدي إلى انخفاض العلاقة بين تعاملات الداخليين والتغيرات في أسعار الأسهم اللاحقة. وقد أكدت دراسة Lu et al. (2018) على ذلك من خلال التأكيد على أن تداول الداخليين يحدث بشكل أساسي عندما يكون هناك عدم تماثل في المعلومات بين الداخليين والمستثمرين العاديين في السوق، ومن ثم فالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن أن يسهم في هذا الشأن من ناحيتين:

- يخفف بشكل فعال من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي الحد من حدوث تداول انتهازي من قبل الداخليين.
- يُحسّن البيئة الداخلية للشركة ويسهم في تعزيز جودة وكفاءة الرقابة الداخلية بالشركة، وهذا يعني أن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية الجيدة يجب أن يكون لديها آلية ضبط داخلية مثالية من أجل منع حدوث تداول انتهازي من قبل الداخليين بشكل فعال. وقد استهدفت دراسة Lu et al. (2018) اختبار العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والتداول من قبل الداخليين، وتوصلت إلى أن هناك ارتباط عكسي معنوي بين المسؤولية الاجتماعية وتداول الداخليين الانتهازي، ومن منظور دافع الإفصاح، يمكن للإفصاح الطوعي أن يحد بشكل كبير من حدوث تداول الداخليين الانتهازي. وقد أكدت دراسة Chung et al. (2023) على أهمية الدور الاجتماعي للشركات من خلال اختبار ما إذا كان رأس المال الاجتماعي للشركة يخفف من تعاملات الداخليين الانتهازية. وتوصلت الدراسة إلى أن مستوى رأس المال الاجتماعي يرتبط بشكل عكسي ومعنوي بربحية تعاملات الداخليين. كما أن ذلك الأثر العكسي يكون أكثر وضوحاً مع ضعف الحوكمة وانخفاض الشفافية والإفصاح للشركات، وهي الحالات التي يكون فيها لدى الداخليين فرص أكبر للتعامل اعتماداً على معلوماتهم الخاصة. وتشير التحليلات الإضافية أن ذلك التأثير يكون أقوى عندما تكون العلاقات الاجتماعية للشركة أكثر كثافة. كما استخدمت دراسة Contreras et al. (2023) الالتزام الديني كمتغير تقريبي للمسؤولية الاجتماعية على افتراض أن التدين هو مصدر للالتزام الاجتماعي، وتوصلت الدراسة إلى أن الأماكن الأكثر تديناً تكون فيها العوائد غير العادية للداخليين أقل بصورة معنوية، ومن غير المرجح أن يستغل الداخليون في تلك المناطق المعلومات الخاصة كأساس للتعامل، أو أن تكون تعاملاتهم انتهازية.
- أما دراسة Li et al. (2023) فتوصلت إلى نتيجة مختلفة، حيث اختبرت الدراسة ما إذا كانت المسؤولية الاجتماعية للشركات تؤثر على ربحية تعاملات الداخليين باستخدام عينة من الشركات الصينية. وتوصلت الدراسة إلى أن المسؤولية الاجتماعية للشركات ترتبط بشكل إيجابي بربحية تعاملات الداخليين، وخاصة عمليات البيع الداخلي، غير أن

تلك العلاقة كانت أقل معنوياً بعد تعزيز دور الجهات التنظيمية الإشرافية على تعاملات الداخلين، كما أن هذه العلاقة تضعف أيضاً في ظل الشركات المملوكة للدولة، والملكية المؤسسية، وزيادة تغطية المحللين. غير أن الدراسة لم تحقق ما إذا كانت أرباح الداخلين ناتجة عن استغلال المعلومات الخاصة أم لأن الشركات ذات المسؤولية الاجتماعية تحقق عوائد أفضل مقارنة بالشركات الأخرى بصفة عامة لما يقدم لها من صورة إيجابية يجعلها في وضع تنافسي أفضل (Albuquerque et al., 2019)، حيث تعزز المسؤولية الاجتماعية من العلاقات مع الأطراف المختلف مثل العملاء والموردين والموظفين والجهات الحكومية بما يدعم من قيمة حقوق المالكين. وهو ما يحتاج إلى المزيد من البحث وهو ما تبحث فيه الدراسة الحالية، حيث يحتاج الأمر إلى ربط عوائد الداخلين بعدم تماثل المعلومات كمؤشر لاستغلال المعلومات الخاصة.

واستخلاصاً مما سبق يمكن أن نتوقع أن جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن أن يحد من استغلال الداخلين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية. ومن ثم يمكن صياغة فرض الدراسة الثالث على النحو التالي:

**H2: يحد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات من قدرة الداخلين على استخدام عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

**H2-a: يحد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات من قدرة البائعين الداخلين على استخدام عدم تماثل المعلومات لتجنب خسائر غير عادية بعد البيع في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

**H2-b: يحد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات من قدرة المشتريين الداخلين على استخدام عدم تماثل المعلومات لتحقيق مكاسب غير عادية بعد الشراء في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

## 7-1-4 تحليل أثر الأزمات والكوارث على تعاملات الداخلين والعوائد غير العادية وتطوير الفرض الثالث للبحث:

يمثل ارتفاع درجة المخاطر في السوق تهديداً كبيراً قد يؤثر على سلوك الداخلين، وقد أكدت دراسة (Akbulut and Ucar, 2023) على ذلك من خلال اختبار تعاملات الداخلين كاستجابة للتغيرات السياسية، وتوصلت الدراسة إلى أن المديرين يزيدون مبيعاتهم الداخلية بشكل غير طبيعي عندما تكون مخاطر السياسة المحلية مرتفعة، وذلك بهدف التنوع وتخفيض المخاطر المحتملة. وقد أدت الأزمات الصحية وانتشار الأوبئة إلى تهديدات كبيرة وتسببت في اضطرابات غير مسبوقه للاقتصاد العالمي والأسواق المالية في العقود الأخيرة، ومع ذلك، فإن آثارها الأولية لا تزال غير مؤكدة (He, 2023). وقد اختبرت دراسة (Hoang et al., 2023) كيفية استجابة الداخلين لتفشي فيروس كورونا باستخدام بيانات المعاملات الداخلية من 25 دولة. وتوصلت الدراسة إلى أنه خلال الأزمات الصحية يكون هناك عمليات بيع مبالغ فيها من قبل الداخلين، تؤدي إلى انعكاسات سلبية على السوق، إلا أن بيع الداخلين يكون أقل وضوحاً في البلدان التي لديها متطلبات أعلى للإفصاح عن المعلومات، ومؤشر إنفاذ للقانون أعلى، ونظام قضائي أكثر كفاءة، وحماية أقوى للمستثمرين. علاوة على ذلك، تساعد الاختلافات الثقافية ومستويات الصرامة في استجابات الحكومة لتفشي فيروس كورونا على تخفيف عمليات البيع المبالغ فيه من قبل الداخلين. وتشير النتائج إلى أن نظام الأعمال الشفاف والموثوق يساهم في إعادة بناء ثقة المستثمرين ومرونة الشركات أثناء الأزمات. وعلى الرغم من أهمية تلك الدراسة إلا أنها تركز فقط على نمط عمليات البيع في ظل الكورونا، إلا أنها لم تدرس ما إذا كان بيع الداخلين استطاع أن يحقق تجنب خسائر غير عادية أم أنها كانت عشوائية، وهو ما يستهدفه البحث الحالي.

ووفقاً لنتائج دراسة (Kallunki et al., 2018)، فإن الداخلين الأقل ثروة، والأقل تجنباً للمخاطرة (الأكثر توجها لتقبل مخاطر اكتشاف تلك الممارسات) يقومون بالبيع لتجنب الخسائر غير العادية الناتجة عن انخفاض أسعار الأسهم، وبالتالي تشير تلك الدراسة إلى أن درجة المخاطر تعد من العوامل المؤثرة في القرارات الانتهازية للداخلين، والتي تتوقف بدورها على العديد من العوامل المحيطة الداخلية والخارجية. وقد أشارت دراسة (Chitimira, 2023) أن

أزمة جائحة كورونا واستمرارها لفترة طويلة أدى إلى تفاقم العديد من المشكلات التي تحد من القدرة التنظيمية على الرقابة على تعاملات الداخلين الانتهازية، ومنها، نقص الموارد المالية الكافية لإنفاذ القانون ومراقبة تعاملات الداخلين، والافتقار إلى الكفاءات اللازمة والخبرة لدى الجهات التنظيمية للرقابة، والافتقار إلى الإرادة السياسية، وضعف التعاون بين الهيئات التنظيمية، وكل ذلك يؤدي عدم القدرة على التنظيم الفعال ومكافحة التداول الانتهازي للداخلين لاسيما في الدول النامية في ظل الأزمات.

وبدمج نتائج دراستي (Kallunki et al., 2018; Chitimira, 2023) مع نتائج دراسة (Hoang et al. 2023) والتي توصلت إلى أنه في ظل الأزمات تزداد درجة عدم التأكد الاقتصادي والذي يمكن أن يحد من شفافية الشركات ويزيد من عدم تماثل المعلومات بين الداخلين والمستثمرين الآخرين، مما يجعل المعلومات الداخلية أكثر قيمة، يمكن أن نتوقع احتمال بأن يقيم الداخلون العوائد التي يمكن تحققها (تجنب الخسائر للبائعين أو تحقيق مكاسب للمشترين) من استغلال المعلومات الداخلية بصورة أكبر من مخاطر اكتشاف التعاملات الانتهازية نتيجة انخفاض مستويات الرقابة والشفافية في ظل فترات الأزمات الصحية. وبالتالي يمثل ذلك دافعاً لاستغلال المعلومات الخاصة في التعاملات الداخلية.

وبناء على ما سبق يمكن استخلاص فرض الدراسة الثالث والذي يستهدف اختبار أثر الأزمات الاقتصادية (بالتطبيق على فترة الكورونا) على كل من استغلال عدم تماثل المعلومات في تحقيق عوائد غير عادية للداخلين، ودور المسؤولية الاجتماعية في الحد من استغلال عدم تماثل المعلومات، وذلك على النحو التالي:

**H3: يختلف أثر عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية للداخلين، ودور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.**

ويتم اختبار ذلك الفرض من خلال الفروض الفرعية التالية:

**H3-1: يختلف أثر عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية للداخلين، في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .**

H3-1-a: يختلف أثر عدم تماثل المعلومات على تجنب خسائر غير عادية للداخليين البائعين، في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

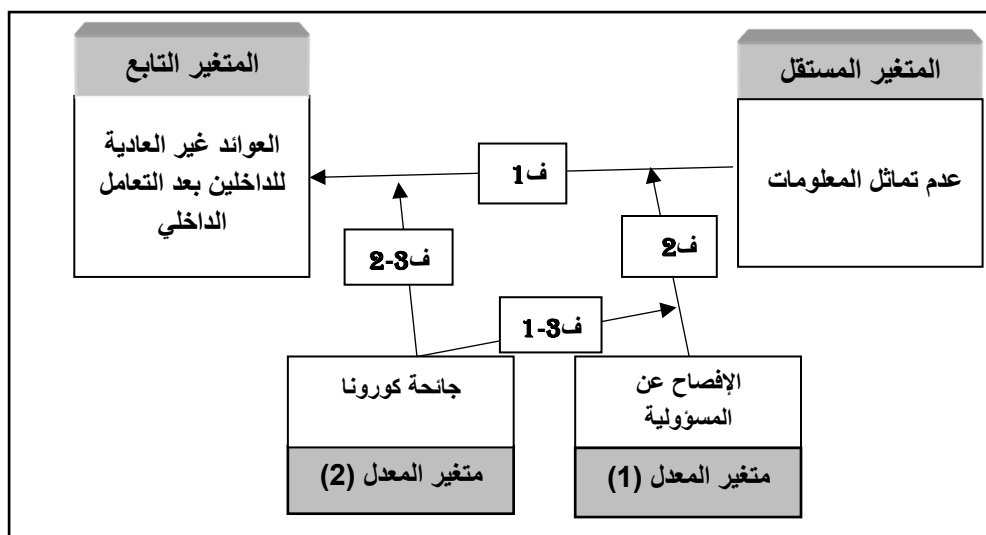
H3-1-b: يختلف أثر عدم تماثل المعلومات على تحقيق مكاسب غير عادية للداخليين المشتريين، في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

H3-2: يختلف دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من استغلال الداخليين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

H3-1-a: يختلف دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من استغلال الداخليين البائعين لعدم تماثل المعلومات لتجنب خسائر غير عادية في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

H3-1-b: يختلف دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من استغلال الداخليين المشتريين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق مكاسب غير عادية في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

ويمكن توضيح نموذج فروض الدراسة في الشكل التالي:



شكل رقم (1): نموذج البحث

من إعداد الباحث

## 2-7 الدراسة التطبيقية:

### 1-2-7 عينة وفترة الدراسة:

تم تجميع كافة بيانات التعامل على أسهم الشركات المقيدة بالبورصة من قبل الداخلين خلال الفترة من 2018/1/1، وحتى 2021/12/31، من خلال موقع مباشر، حيث تم الحصول على عدد الأسهم المتعامل عليها من قبل الداخلين سواء في عمليات شراء أو عمليات بيع، وكذلك سعر التعامل والتاريخ. وقد بلغت إجمالي عمليات التعامل الداخلي خلال تلك الفترة 11639 عملية شراء أو بيع داخلي، منها 1578 عملية شراء وبيع على نفس الأسهم في نفس اليوم. ثم تم تجميع البيانات عن أسعار التداول قبل وبعد كل عملية تداول خلال النوافذ المستخدمة في البحث بالاستعانة ببرنامج METASTOCK، وقد تم استبعاد عدد من المشاهدات، إما لعدم توافر البيانات المطلوبة للبحث، أو لعدم منطقيّة بعض الأرقام، مثلاً حجم التداول الداخلي تجاوز إجمالي حجم التداول اليومي على السهم، كذلك سعر تنفيذ التعامل الداخلي كان خارج نطاق أدنى وأقل سعر تداول على السهم في ذلك اليوم، كما تم استبعاد الشركات ذات الأسهم



المسجلة، بالعملة الأجنبية، والشركات التي قامت بعمل تجزئة للسهم، وإصدار أسهم مجانية حيث يؤثر ذلك على احتساب العائد المتوقع للسهم واحتساب العائد غير العادي للسهم خلال النوافذ المستخدمة في الاختبارات. ولغرض احتساب العوائد غير العادية خلال النوافذ الأربعة المستخدمة فقد تم استبعاد عدد من المشاهدات حيث يجب أن يتوافر لكل مشاهدة أسعار الأسهم لمدة 30 يوم سابقة و30 يوم لاحقة لعملية التداول، وهو ما أدى إلى استبعاد عدد من المشاهدات. ونتيجة لما سبق وصل حجم العينة النهائية المستخدمة 1947 مشاهدة (بحيث تمثل المشاهدات الواحدة مجموعة من عمليات البيع والشراء الداخلي على أسهم شركة محددة في يوم محدد)، ويختلف حجم العينة بكل اختبار بحسب طبيعة الاختبار ومتغيراته. ويوضح الجدول التالي تقسيم شركات العينة على القطاعات:

جدول (1) عينة الدراسة

عدد المشاهدات	عدد الشركات	القطاع
19	1	اتصالات واطلام وتكنولوجيا معلومات
340	6	البنوك
69	8	أغذية ومشروبات وتبغ
160	2	تجارة وموزعون
44	2	خدمات النقل والشحن
84	6	خدمات مالية غير مصرفية
26	2	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
24	2	رعاية صحية وأدوية
225	2	سياحة وترفيه
81	2	طاقة وخدمات مساندة
445	13	عقاري
102	1	مقاولات وانشاءات هندسية
97	4	منسوجات و سلع معمرة
41	2	مواد البناء
190	9	مواد أساسية
<b>1947</b>		<b>حجم العينة النهائي المستخدم في اختبارات الفروض</b>

المصدر: إعداد الباحث

## 2-2-7 متغيرات الدراسة- التوصيف والقياس:

- العوائد غير العادية التراكمية خلال النافذة  $CAR_{it}(w)$ : تتمثل العوائد غير العادية في تحقيق مكاسب بعد عمليات الشراء، أو تجنب خسائر بعد عمليات بيع الداخلين (Tang and Xin, 2023).

وتمثل العوائد غير العادية للشركة (i) خلال النافذة التي طولها (w) بعد تاريخ التعامل الداخلي (t)، حيث استخدمت الدراسة أربع نوافذ في الاختبارات (3، 7، 20، 30 يوم). وقد تم قياس العائد غير العادي التراكمي خلال الفترة (النافذة w) كما يلي (Antoniadis et al., 2019):

$$CAR_{it} = \sum_{t=t+1}^{t+w} AR_{it} \dots\dots\dots (1)$$

حيث:

$AR_{it}$ : هو العائد غير المتوقع للشركة (i) في اليوم (t) ويحسب كما يلي:

$$AR_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \dots\dots\dots (2)$$

$R_{it}$ : هو العائد الفعلي للشركة (i) في اليوم (t) وتم احتسابه كما يلي:

$$(P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \dots\dots\dots (3)$$

حيث،  $P_{it}$  هو سعر إقفال سهم الشركة (i) في اليوم (t).

$\hat{R}_{it}$  العائد المتوقع للشركة (i) في اليوم (t) وتم احتسابه من خلال تقدير معاملات النموذج التالي:

$$R_{it} = a_i + \beta_i \cdot R_{mt} + \varepsilon \dots\dots\dots (4)$$

حيث تمثل  $R_{mt}$ : عائد السوق، وتم احتسابه من خلال مؤشر EGX100 كما يلي:

$$(MI_{it} - MI_{it-1}) / MI_{it-1} \dots\dots\dots (5)$$

ويمثل  $MI_t$  المؤشر في نهاية اليوم (t)

ثم بتقدير معاملات  $a$  &  $\beta$ ، تم تطبيقها على المعادلة رقم (4) في كل يوم (t) للحصول على العائد المتوقع في ذلك اليوم.

\* وقياس متغير العوائد غير العادية على مستوى العينة تم تعديل إشارة العوائد غير العادية لحالات البيع، حيث أن العوائد غير العادية السالبة ما بعد البيع تشير إلى تجنب خسائر للبائعين، وبالتالي تم ضربها في -1 لتشير الإشارة الموجبة إلى مكاسب (تجنب الخسارة).

- عدم تماثل المعلومات **BID**: ويقاس بمدى سعر العرض والطلب bid ask spread.
- الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية **SOCIAL<sub>ip</sub>**: متغير يعبر عن جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركة (i) في الفترة (p)، ويتم قياسها بمتغير ثنائي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة مدرجة ضمن المؤشر المصري للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة، و (0) بخلاف ذلك.
- **تعاملات الداخلين (INTERNAL)**: تم قياس تعاملات الداخلين في الاختبارات الأساسية كدراسة حدث، من خلال تجميع كافة البيانات المتعلقة بتعاملات الداخلين بالبيع أو الشراء، حيث تم اختبار الفروض على مستوى عمليات التداول ككل، ثم على مستوى عمليات البيع وعلى مستوى عمليات الشراء (Li and Ji, 2021). وقم تم تصنيف تلك التعاملات في الاختبارات بطرق مختلفة وهي:
  - مقاييس تستخدم كأساس لتقسيم العينة إلى بيع داخلي وشراء داخلي، وقد تم استخدام مدخلين لتلك المقاييس:

(1) صافي تعاملات الداخلين للشركة (i) في اليوم (t)  $NIT_{it}$ : حيث تصنف العمليات الداخلية إما إلى صافي عمليات بيع (NST)، أو صافي عمليات شراء (NBT)، وبالتالي يستخدم هذا المتغير لتقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين، معاملات صافي بيع، ومعاملات صافي شراء، دون أخذ الأهمية النسبية لنسبة صافي البيع أو نسبة صافي الشراء في الاعتبار (Biggerstaff et al., 2020). ويقاس هذا المتغير كما يلي:

$$NIT_{it} = (B_{it} - S_{it}) / (B_{it} + S_{it}) \quad \dots \dots \dots (6)$$

حيث:

- $B_{it}$ : تعبر عن حجم شراء الداخلين للشركة (i) في اليوم (t).
- $S_{it}$ : تعبر عن حجم شراء الداخلين للشركة (i) في اليوم (t).
- $NIT_{it}$ : صافي تعاملات الداخلين للشركة (i) في اليوم (t)، وهو متغير ثنائي يأخذ قيمة (1) إذا كانت قيمته موجبة (أي صافي عمليات شراء NBT)، ويأخذ قيمة (0) إذا كانت قيمته سالبة (أي صافي عمليات بيع NST). وبالتالي يستخدم هذا المتغير كمتغير ثنائي لتقسيم العينة ويعبر إما عن صافي عمليات شراء (NBT)، أو صافي عمليات بيع (NST) (دون أخذ الأهمية النسبية في الاعتبار).
- (2) البيع المطلق أو الشراء المطلق  $PIT_{it}$  لفصل التعاملات إلى عمليات شراء فقط غير مقترنة بعمليات بيع داخلي Pure Buy (PBT) لاسهم الشركة (i) في يوم التداول (t)، وعمليات بيع فقط غير مقترنة بأي عمليات شراء داخلي pure sale (PST) للشركة (i) في اليوم (t). ويهدف هذا المتغير إلى استبعاد الأثار المتعارضة الناتجة عن حدوث عمليات بيع وشراء من الداخلين في نفس اليوم، وبالتالي يتم تخفيض العينة نتيجة استبعاد تلك المشاهدات.

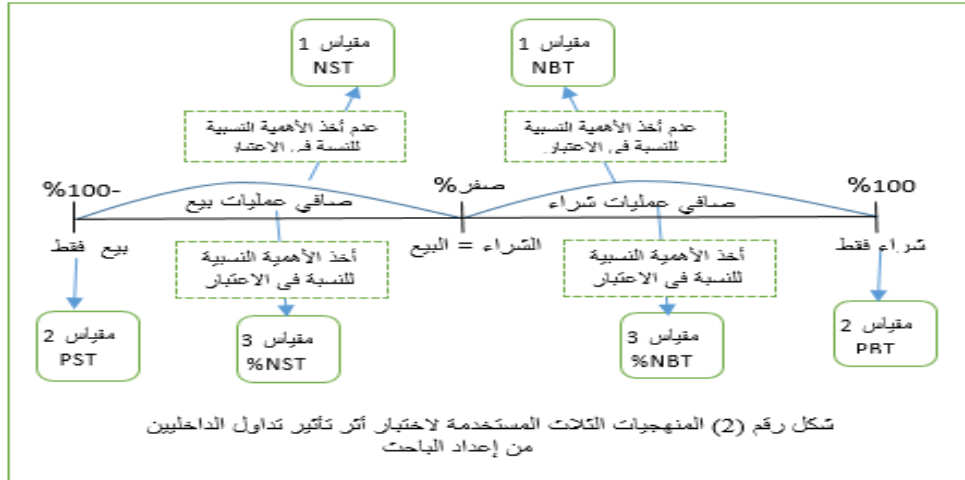
○ مقياس يستخدم لإدخاله كمتغير في نماذج الانحدار:

(3) نسبة صافي التعامل الداخلي  $NIT_{it}$  %: ويقاس بنسبة صافي التداول الداخلي إلى إجمالي التداول الداخلي

$$\%NIT_{it} = (B_{it} - S_{it}) / (B_{it} + S_{it}) \dots\dots\dots (7)$$

على أن يستخدم مقاييس فرعية لنسبة لصافي عمليات البيع ( $\%NST_{it}$ )، ونسبة صافي عمليات الشراء ( $\%NB_{it}$ )، حيث تتراوح تلك النسبة ما بين 100% (عمليات شراء كاملة) إلى -100% (عمليات بيع كاملة)

ويمكن توضيح تلك المقاييس الثلاثة لتعاملات الداخلين كما بالشكل التالي:



- المقياس الأول: متغير ثنائي يستخدم لفصل العينة إلى عينتين فرعيتين، حيث يأخذ قيمة (1) ليعبر عن صافي عمليات شراء (NBT)، وبأخذ قيمة صفر ليعبر عن صافي عمليات بيع (NST)، دون النظر إلى الأهمية النسبية لنسبة البيع والشراء الداخلي (حيث تتساوى الأهمية النسبية لأي مشاهدة تكون فيها مبيعات الداخلين أكبر من مشترياتهم في ذلك اليوم لتلك المشاهدة، أو العكس).
- المقياس الثاني: يفصل عمليات البيع فقط (PST) غير المقترنة بعمليات الشراء وكذلك عمليات الشراء فقط (PBT) غير المقترنة بعمليات بيع.
- المقياس الثالث: تم أخذ الأهمية النسبية لنسبة عمليات البيع والشراء (%NIT) في الاعتبار من خلال إدخال متغير يعبر عن نسبة عمليات البيع (الشراء) ضمن نموذج الانحدار.
- كما تم استخدام متغير INTERNAL1: يعبر عن نسبة التعامل الداخلي إلى إجمالي التداول على أسهم الشركة (i)، خلال اليوم (t): كأحد الاختبارات الإضافية.
- متغير الكورونا COVID: هو متغير ثنائي يأخذ القيمة (1) للتعاملات الداخلية التي تمت خلال فترة الكورونا، و(0) بخلاف ذلك، وقد حددت الدراسة بداية آثار فترة كورونا بمصر اعتباراً من عام 2020 على الرغم من بداية الجائحة عالمياً في أواخر عام 2019، حيث لم تظهر تبعات المرض في مصر إلا في يناير 2020 مع بداية الإجراءات الاحترازية عندما

تم حظر الرحلات القادمة من الصين في يناير 2020. وبالتالي حددت الدراسة فترة ما قبل الكورونا عامي 2018/2019 بينما فترة الكورونا 2020/2021.

#### متغيرات الرقابة:

تم استخدام بعض المتغيرات الرقابية التي استخدمتها بعض الدراسات السابقة ذات التأثير على العوائد غير العادية للأسهم، والتي تعبر ثلاث جوانب أساسية وهي؛ ربحية الشركة (من خلال العائد على الأصول) (He and Marginson, 2020)، وهيكل التمويل (من خلال الرفع المالي) (Wu, 2019; He and Rui, 2019)، وخصائص الشركة (من خلال حجم الشركة) (Wu, 2019; He and Rui, 2019)، وذلك على النحو التالي:

- **حجم الشركة SIZE:** وتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (Wu, 2019; He and Rui, 2019).
- **ربحية الشركة ROA:** وتم قياسها من خلال مقياس العائد على الأصول = صافي الربح / إجمالي الأصول (He and Marginson, 2020).
- **الرفع المالي للشركة LEV:** وتم قياسها بقسمة الالتزامات/ حقوق الملكية (Wu, 2019; He and Rui, 2019).

جدول (2) تعريف متغيرات الدراسة	
CAR	العوائد غير العادية للشركة بعد التعامل الداخلي خلال النافذة المستخدمة وتم قياسه كما بالمعادلة رقم (1)، مع تعديل إشارة العوائد غير العادية لحالات البيع، حيث أن العوائد غير العادية السالبة ما بعد البيع تشير إلى تجنب خسائر اللبائعين، وبالتالي تم ضربها في -1 لتشير الإشارة الموجبة إلى مكاسب (تجنب الخسارة).
CAR1	العوائد غير العادية للشركة بعد التعامل الداخلي خلال النافذة المستخدمة وتم قياسه كما بالمعادلة رقم (1)، دون تعديل إشارة العوائد غير العادية للعوائد غير العادية بعد عمليات البيع، ويستخدم هذا المتغير غير المعدل مع استخدام المتغير %NIT كمقياس لنسبة التداول الداخلي داخل الانحدار، حيث يأخذ متغير %NIT إشارة سالبة إذا كانت المشاهدة تمثل صافي عمليات بيع ويتركب على ذلك ضرورة أخذ متغير العوائد غير العادية بإشارته دون ضربه $\times (1-)$ ، حيث ترتبط نسبة صافي المبيعات بإشارتها السالبة كمتغير مستقل بالعوائد اللاحقة السالبة بإشارتها كمتغير تابع (تحقق خسارة بعد البيع)، وترتبط صافي المشتريات بإشارتها الموجبة كمتغير مستقل بالعوائد اللاحقة الموجبة بإشارتها كمتغير تابع (تحقق مكاسب بعد الشراء).
BID	عدم تماثل المعلومات، ويقاس بمدى سعري العرض والطلب
SOCIAL	الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، وهو متغير ثنائي يأخذ القيمة (1) إذا كانت الشركة مدرجة ضمن المؤشر المصري للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية خلال فترة الدراسة، و(0) بخلاف ذلك.
INTERNAL	متغير تعاملات الداخلين، وقد تم قياس باستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة (مقاييس تستخدم كمراسم حداث (NIT, PIT)، ومقاييس يستخدم كمتغير ضمن تحليل الانحدار (%NIT))
INTERNAL1	متغير يعبر عن نسبة تعاملات الداخلين إلى إجمالي حجم التداول للشركة خلال اليوم
NIT	أحد مقاييس تعاملات الداخلين والذي يستخدم كمتغير حداث، حيث يستخدم كأساس لتقسيم العينة إلى صافي بيع داخلي وصافي شراء داخلي دون النظر إلى الأهمية النسبية لنسبة البيع والشراء الداخلي. ويقاس بمتغير ثنائي يأخذ قيمة (1) ليعبر عن حالات صافي الشراء NBT (أي حجم مشتريات الداخلين أكبر من حجم مبيعاتهم لنفس الشركة في نفس اليوم)، ويأخذ قيمة صفر ليعبر عن حالات صافي البيع NST (أي حجم مشتريات الداخلين أكبر من حجم مبيعاتهم لنفس الشركة في نفس اليوم) مع استبعاد الحالات التي تساوى فيها حجم بيع الداخلين مع حجم الشراء.
PIT	أحد مقاييس تعاملات الداخلين والذي يستخدم كمتغير حداث، حيث يستخدم كأساس لتقسيم العينة إما إلى شراء داخلي فقط غير مقترنة بأي عمليات بيع أنية PBT وتأخذ القيمة (1)، أو عمليات بيع فقط غير مقترنة بأي عمليات شراء أنية PST وتأخذ القيمة (0). مع استبعاد الحالات التي حدثت بها أي عمليات بيع وشراء خلال اليوم.
%NIT	أحد مقاييس تعاملات الداخلين والذي يستخدم كمتغير يدخل لنموذج الانحدار، حيث يأخذ في الاعتبار الأهمية النسبية لنسبة عمليات بيع الداخلين لإجمالي تعاملات الداخلين خلال اليوم (%NST) ونسبة عمليات شراء الداخلين لإجمالي تداولات الداخلين خلال اليوم (%NBT)، حيث يتراوح ما بين 100% (عمليات شراء كاملة) إلى -100% (عمليات بيع كاملة).
COVID	هو متغير ثنائي يعبر عن فترات كورونا مقابل الفترات الأخرى، ويأخذ القيمة (1) للتعاملات الداخلية التي تمت خلال فترة الكورونا، و(0) بخلاف ذلك.
BID*SOCIAL	متغير تفاعلي بين عدم تماثل المعلومات والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، ويقاس الأثر المعدل للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على علاقة عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للتعامل الداخلي
BID*COVID	متغير تفاعلي يقاس الأثر المعدل لفترة كورونا على علاقة عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للتعامل الداخلي
BID*SOCIAL*COVID	متغير تفاعلي يقاس الأثر المعدل لفترة كورونا على التأثير التفاعلي لكل من الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وعدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للتعامل الداخلي
ROA	العائد على الأصول، وهو مقياس يعبر عن الربحية ويقاس بنسبة الربح إلى إجمالي الأصول.
LEV	الرفع المالي ويقاس بإجمالي الالتزامات/إجمالي الأصول
SIZE	حجم الشركة، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

## 7-2-3 الإحصاء الوصفي:

جدول رقم (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة						
	N	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
BID	1947	.0429	.0347	.0322	.0000	.2899
SOCIAL	1947	.5449	1.0000	.4981	.0000	1.0000
COVID	1947	.5968	1.0000	.4907	.0000	1.0000
%NIT	1947	-.1239	-1.0000	.9727	-1.0000	1.0000
CAR (3-day window)	1947	.0040	.0036	.0699	-.8190	.4626
CAR (7-day window)	1947	.0080	.0070	.1259	-1.2677	.9067
CAR (20-day window)	1947	-.0047	.0114	.2993	-5.0648	1.2894
CAR (30-day window)	1931	.0131	.0214	.2045	-.8553	1.4376
ROA	1944	.0115	.0063	.0313	-.1215	.7554
LEV	1945	2.6025	1.7639	2.8688	-15.4270	14.6200
SIZE	1945	6.8528	6.7542	1.0565	.0000	10.6312

يلخص الجدول رقم (3) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة الأساسية، بينما تلخص الجداول أرقام (4، 5، 6) معاملات الارتباط على مستوى العينة ككل، وعلى مستوى عمليات البيع فقط غير المقترنة بعمليات شراء آنية (PST)، وعلى مستوى عمليات الشراء فقط غير المرتبطة بعمليات بيع آنية (NBT) على التوالي.

ويلخص الجدول رقم (4) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة الأساسية على مستوى العينة ككل. كما يقدم الجدول رقم (5) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة في ظل العينة الفرعية لعمليات البيع (باستخدام المقياس PST)، ويقدم الجدول رقم (6) معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة في ظل العينة الفرعية لعمليات الشراء (باستخدام المقياس PBT).

وتشير نتائج معاملات الارتباط (جدول رقم 4) إلى وجود علاقة معنوية موجبة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية على مستوى العينة ككل في النوافذ الثلاثة الأولى، بينما كانت علاقة عدم تماثل المعلومات معنوية مع عمليات البيع في ظل النوافذ الأربعة (جدول 5)، إلا أنها لم تكن معنوية مع عمليات الشراء إلا في نافذة واحدة فقط (جدول 6)، بما يشير بصورة مبدئية إلى أن عمليات الشراء لم تكن انتهازية من خلال استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، وأن هناك مؤشر مبدئي على أن عمليات البيع كانت انتهازية، غير أن الأمر يتطلب التحقق من تلك المؤشرات المبدئية من خلال اختبارات



الفروض وفي ظل استخدام المقاييس البديلة. كما كانت علاقة المتغير التفاعلي SOCIAL\*BID مع العوائد غير العادية على مستوى العينة ككل وعلى مستوى عمليات البيع معنوي وسالب في نافذتين على الأقل، بما يشير إلى قدرة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على الحد من أثر استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق العوائد غير العادية، بينما لم يكن ذلك معنوياً في عمليات الشراء في أي من النوافذ الأربع. كما كان المتغير التفاعلي COVID\*BID معنوي موجب مع العوائد غير العادية في ظل العينة ككل وعمليات البيع فقط في ظل ثلاث نوافذ على الأقل، بما يشير إلى أنه في ظل فترات الكورونا يزيد ميل الداخليين البائعين إلى استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير العادية، بينما لم تكن العلاقة معنوية في ظل عمليات الشراء إلا في نافذة واحدة فقط. كما يتضح وجود علاقة عكسية ومعنوية بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية ومستوى عدم تماثل المعلومات، سواء على مستوى العينة ككل أو على مستوى عمليات البيع أو عمليات الشراء. وتحتاج تلك المؤشرات إلى الاختبارات الإحصائية للفروض باستخدام بدائل القياس المستخدمة في الدراسة للتأكيد على النتائج وهو ما يقوم به الباحث في القسم التالي من البحث.

جدول (4) معاملات ارتباط Pearson بين متغيرات الدراسة للعينة ككل													
	BID	SOCIAL	COVID	SOCIAL *BID	COVID *BID	COVID*SOCIAL*BID	ROA	LEV	SIZE	CAR (3-day window)	CAR (7-day window)	CAR (20-day window)	CAR (30-day window)
BID	1	-.194**	.197**	.243**	-.051*	.302**	-.021	-.232**	-.287**	.068**	.051*	.011**	.020
SOCIAL		1	-.043	.620**	.619**	.464**	.177**	.298**	.509**	-.003	.016	-.046*	.009
COVID			1	.032	.557**	.418**	-.001	-.162**	-.025	.054*	.084**	.072**	.020
SOCIAL*BID				1	.445**	.651**	.039	.054*	.258**	-.010*	-.011**	-.003	.000
COVID*BID					1	.750**	.146**	.065**	.283**	.053**	.051*	.029*	-.003
COVID*SOCIAL*BID						1	.091**	-.024	.115**	.044	.014	.025	.021
ROA							1	-.091**	-.026	.016	.004	.003	-.013
LEV								1	.590**	.007	.001	.015	.002
SIZE									1	-.043	-.010	.045*	-.034
CAR (3-day window)										1	.750**	.570**	.309**
CAR (7-day window)											1	.711**	.458**
CAR (20-day window)												1	.834**
CAR (30-day window)													1

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

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

جدول (٥) معاملات ارتباط Pearson بين متغيرات الدراسة لعمليات البيع فقط غير المقترنة بعمليات الشراء

	BID	SOCIAL	COVID	SOCIAL* *BID	COVID* BID	COVID* SOCIAL *BID	ROA	LEV	SIZE	CAR (3- day window)	CAR (7- day window)	CAR (20-day window)	CAR (30-day window)
BID	1	-.132**	.171**	.140**	-.005	.338**	.058	-.131**	-.233**	.183**	.157**	.106**	.153**
SOCIAL		1	-.218**	.690**	.582**	.454**	.169**	.237**	.445**	-.089*	-.046	-.24	-.018
COVID			1	-.236**	.453**	.353**	-.024	-.321**	-.115**	.056*	.056*	.104**	.116**
SOCIAL*BID				1	.305**	.345**	.060	.165**	.314**	-.081*	-.081*	-.158**	-.047*
COVID*BID					1	.781**	.161**	-.048	.208**	.106**	.134**	.070	.152**
COVID*SOCIAL*BID						1	.089*	-.079*	.034	-.027	.002	.065	.070
ROA							1	.006	.013	.060*	.059*	.015	.035*
LEV								1	.356**	.030	.013	-.017	.030
SIZE									1	-.061*	-.039*	.063	-.019
CAR (3-day window)										1	.704**	.427**	.338**
CAR (7-day window)											1	.616**	.472**
CAR (20-day window)												1	.790**
CAR (30-day window)													1

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

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

جدول (٦) معاملات ارتباط Pearson بين متغيرات الدراسة لعمليات الشراء فقط غير المقترنة بعمليات البيع

	BID	SOCIAL	COVID	SOCIAL* BID	COVID *BID	COVID*S OCIAL*BI D	ROA	LEV	SIZE	CAR (3- day window)	CAR (7- day window)	CAR (20- day window)	CAR (30- day window)
BID	1	.095*	.272**	.541**	.139**	.516**	-.115**	.073	.016	.010	-.006-	.061	.123**
SOCIAL		1	.144**	.669**	.637**	.501**	.182**	.296**	.578**	.064	-.081*	.073	-.027-
COVID			1	.188**	.664**	.522**	.005	.167**	.086*	.102*	.146**	.115**	.005
SOCIAL*BID				1	.522**	.776**	-.060-	.297**	.400**	.056	.044	.052	.008
COVID*BID					1	.786**	.081*	.318**	.324**	.058	.057	.038	.073*
COVID*SOCIAL*BID						1	.034	.257**	.220**	.056	.045	.032	-.039-
ROA							1	-.305**	-.014-	.035*	.031*	.079**	.030*
LEV								1	.405**	.001	-.012-	-.023-	-.080-
SIZE									1	-.006-	-.053-*	.049	-.098-*
CAR (3-day window)										1	.861**	.670**	.272**
CAR (7-day window)											1	.797**	.393**
CAR (20-day window)												1	.847**
CAR (30-day window)													1

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

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

## 4-2-7 اختبارات الفروض

1-4-2-7 اختبار فرض الدراسة الأول "يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى زيادة العوائد غير العادية

نتيجة تعاملات الداخلين في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية "

ولاختبار هذا الفرض تم استخدام معادلة الانحدار التالية:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{iq} + \beta_3 SIZE_{iq} + \beta_4 ROA_{iq} + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

حيث:

$CAR_{it}$ : تمثل العائد غير العادي للشركة (i) بعد التعامل في التاريخ (t) خلال النافذة window

التي تلي تاريخ التعامل، حيث تم استخدام 4 نوافذ (3، 7، 20، 30 يوم).

$BID_{it}$ : تمثل عدم تماثل المعلومات للشركة (i) في تاريخ تداول الداخلين (t).

$SIZE_{iq}$ : حجم الشركة (i) في الربع السنوي (q) الذي تم فيه تداول الداخلين.

$ROA_{iq}$ : العائد على أصول الشركة (i) في الربع السنوي (q) الذي تم فيه تداول الداخلين كمقياس

لربحية الشركة.

جدول نتائج رقم (7)

اختبارات الانحدار لتأثير عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية بعد عمليات تداول الداخلين

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{iq} + \beta_3 SIZE_{iq} + \beta_4 ROA_{iq} + \varepsilon_{it}$$

Test (1): 3-day Window  
Test (2): 7-day Window

Test (3): 20-day Window  
Test (4): 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
(Constant)	.020 (1.572)	.020 (1.572)	-.134*** (-.008)	.024 (.696)
BID	.141*** (2.740)	.141*** (2.740)	.310 (1.409)	.358** (2.362)
LEV	.001** (2.066)	.001* (2.066)	-.056* (-1.728)	-.000 (-.002)
SIZE	-.004** (-2.026)	-.004** (-2.026)	.022*** (2.881)	-.004 (-.718)
ROA	.047 (.924)	.047 (.356)	-.048 (-.215)	-.079 (-.516)
F	3.720	3.720	2.327	2.050
sig.	.005	.005	.054	.085
N	1943	1943	1943	1939
Adj. R <sup>2</sup>	.060	.060	.030	.020

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب. احصائية (t) تم وضعها بين قوسين

LEV<sub>iq</sub>: الرفع المالي كمقياس لهيكل التمويل للشركة (i) في الربع السنوي (q) الذي تم فيه تداول الداخليين.

• يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

وتوضح النتائج بالجدول رقم (7) أن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى زيادة العوائد غير العادية بعد تعاملات الداخليين بصورة معنوية في النافذتين الأولى والثانية وذلك على مستوى العينة ككل. وعلى الرغم من أن معنوية متغير عدم تماثل المعلومات في النافذة الرابعة إلا أن النموذج ككل كان معنوي فقط عند مستوى 10% (حيث كانت إحصائية اختبار F تساوي 2.050 بمستوى معنوية 0.085).

ولاختبار الفرضين الفرعيين (H1-a، H1-b) فقد تم استخدام ثلاث مقاييس لتعاملات الداخليين:

الاختبار الأول: تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين الأولى تمثل صافي عمليات البيع (NST)

(اختبار من 1 إلى 4 - جدول 8)، وتمثل العينة الثانية صافي عمليات شراء (NBT)

(اختبار من 5 إلى 8 - جدول 8).

جدول رقم (8)

اختبارات الانحدار لتقدير عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية بعد عمليات تداول الداخلين مع فصل العينة إلى عشرين فرعين الأولى تمثل صفاتي عمليات بيع NST، والثانية تمثل صفاتي عمليات شراء NBT

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \epsilon_{it}$$

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.020 (1.455)	.018 (.699)	-.053 (-1.299)	-.131** (-2.055)	.060*** (3.122)	.057** (2.290)	-.235** (-2.215)	.069 (1.055)
BID	.130** (2.429)	.244** (2.411)	-.094 (-.520)	.360 (1.306)	.098 (1.212)	.153 (1.476)	.793* (1.675)	.581** (2.154)
LEV	.001* (2.070)	.001 (1.227)	-.023 (-.935)	-.080** (-2.100)	.002 (1.338)	-.001 (-.408)	-.136* (-1.903)	.001 (.116)
SIZE	-.003 (-1.632)	-.006 (-.715)	.013** (2.114)	-.027*** (-2.967)	-.010*** (-3.236)	-.007* (-1.901)	.036** (2.147)	-.014 (-1.385)
ROA	.0021 (.022)	-.049 (-.536)	-.088* (-1.821)	-.177 (-.702)	.165* (1.702)	.181 (1.444)	.025 (.679)	.068 (.207)
F	2.952	3.856	2.034	2.582	3.781	3.313	2.023	2.113
sig	.019	.004	.087	.036	.005	.011	.089	.077
N	1088	1088	1088	1084	844	844	844	837
Adj. R <sup>2</sup>	.019	.004	.004	.013	.011	.001	.001	.005

\*, \*\*, \*\*\* تمثل معنوية عند 10٪، 5٪، 1٪ على الترتيب احصائية (t) تم وضعها بين قوسين

• يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

• تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى صفاتي بيع داخلي (NST) (حجم مبيعات الداخلين أكبر من حجم مشترياتهم) لنفس الشركة في يوم التداول. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى صفاتي عمليات شراء داخلي (NBT) (حجم مشتريات الداخلين أكبر من حجم مبيعاتهم) لنفس الشركة في يوم التداول.

وتوضح نتائج الاختبار إلى أنه في حالات صفاتي البيع (NST) في النافذتين القصيرتين

(3، 7 أيام) كان هناك تأثير معنوي لعدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية، بما

يشير إلى استغلال الداخلين الباعون للمعلومات الداخلية لتجنب الخسائر المتوقعة غير

العادية، إلا أن النتائج جاءت غير معنوية في عمليات الشراء، بما يشير إلى أن الداخلين لا

يسعون لاستغلال المعلومات الداخلية لتحقيق مكاسب غير عادية من شراء الأسهم، وهو ما يشير أن الممارسات الانتهازية تكون محفوزة بالتخوف من الخسائر وليس السعي للمكاسب. أما النافذتين الأطول فلم تكن النتائج معنوية سواء على مستوى البيع أو الشراء<sup>(5)</sup>. وفيما يتعلق بتفسير وجود أثر معنوي في النوافذ القصيرة والمتوسطة لعدم تماثل المعلومات عن النافذة الأطول فيمكن تفسير تلك النتيجة من خلال افتراضين تفسيريين؛ الأول أنه يمكن أن يستغل الداخليون ما لديهم من معلومات خاصة في النوافذ القصيرة، إلا أن تلك النتائج تنعكس في السوق لاحقاً وبالتالي لا تحقق لهم عوائد غير عادية في النافذة الأطول، والثاني هو أنه مع زيادة طول النافذة فقد يؤدي ذلك إلى اختلاط آثار عمليات البيع والشراء حيث قد تحدث عمليات شراء وبيع داخل النافذة تنعكس على العوائد غير العادية بشكل متعاكس.

**الاختبار الثاني:** فصل عمليات البيع فقط التي لم يقترن معها أي عملية شراء (PST)، وكذلك تم فصل عمليات الشراء فقط التي لم يقترن معها أي عملية بيع (PBT)، بحيث نحصل على الأثر المطلق لعمليات البيع والشراء، وذلك لعزل أي آثار متداخلة بين عمليات البيع والشراء كما يتضح من جدول رقم (9)

<sup>(5)</sup> على الرغم من معنوية النتيجة في عمليات صافي الشراء في نافذة الـ 30 يوم إلى أن النموذج ككل جاء معنوي فقط عند مستوى 10% حيث جاءت إحصائية F (2.113) وبلغت قيمة p-value (0.077). بما يعني أن عدم قبول النتائج عند مستوى معنوية 5%

121

جدول رقم (٩)

اختبارات الانحدار لتقدير عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية بعد عمليات تداول الداخلين مع فصل العينة إلى عشرين فرعين الأولى عمليات بيع فقط لم يقترن معها أي عمليات شراء (PST)، والثانية عمليات شراء فقط لم يقترن معها أي عمليات بيع (PBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1): Subsample(1) - 3-day window

Test (5): Subsample(2) - 3-day window

Test (2): Subsample(1) - 7-day window

Test (6): Subsample(2) - 7-day window

Test (3): Subsample(1) - 20-day window

Test (7): Subsample(2) - 20-day window

Test (4): Subsample(1) - 30-day window

Test (8): Subsample(2) - 30-day window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.009 (.166)	-.002 (-.073)	-.145** (.014)	-.001 (-.021)	-.019 (-.564)	-.129** (-2.251)	-.292* (-1.855)	.078 (1.076)
BID	.361*** (4.656)	.588*** (4.072)	.855*** (3.232)	1.093*** (4.185)	.101 (.740)	.137 (.604)	1.006 (1.549)	.458 (1.566)
LEV	.001* (1.707)	.001 (.970)	-.002 (-.933)	.003 (1.316)	.000 (-1.138)	-.005 (-1.187)	-.196** (-2.160)	-.011* (-1.753)
SIZE	-.003 (-1.047)	-.002 (-.396)	-.021** (2.537)	-.002 (-.229)	.002 (.335)	.019** (2.226)	.048** (1.962)	-.011 (-.971)
ROA	-.011 (-.227)	-.051 (-1.561)	-.035 (-1.215)	-.192 (-1.201)	.050*** (2.853)	.116*** (3.979)	-.442 (-6.21)	-.280 (-8.92)
F	6.603	4.584	3.589	4.930	2.057	4.596	2.079	2.247
sig	.000	.001	.007	.001	.085	.001	.082	.063
N	684	684	684	682	592	592	592	584
Adj. R <sup>2</sup>	.032	.021	.015	.023	.007	.024	.007	.008

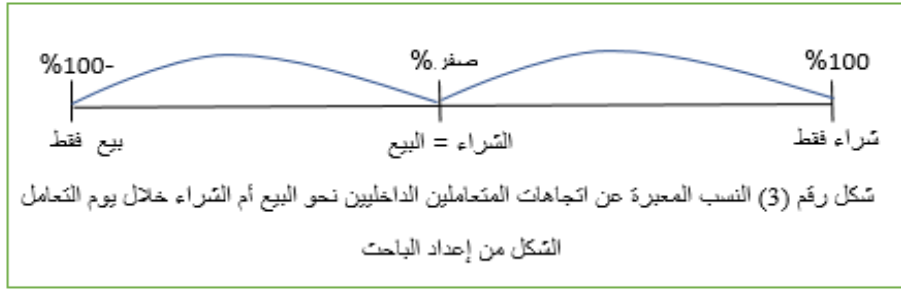
\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 1٪، 5٪، 10٪ على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
  - تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى عمليات بيع داخلي فقط غير مقترنة بعمليات شراء آنية في يوم التداول (PST). بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى عمليات شراء داخلي فقط غير مقترنة بعمليات بيع آنية في يوم التداول (PBT).
- وتشير النتائج إلى أن عدم تماثل المعلومات له تأثير جوهري على العوائد غير العادية في ظل عمليات البيع من قبل الداخلين في النوافذ الأربعة، بما يدعم من أن البائعون يستطيعون استخدام المعلومات الداخلية لديهم لتجنب الخسائر غير العادية خلال نوافذ الدراسة



الأربع. أما المشترون فلم تظهر النتائج وجود علاقة معنوية بين عدم تماثل المعلومات وتحقيق الداخليين للعوائد غير العادية.

الاختبار الثالث: يقيس الأثر المعدل لنسبة صافي التعامل الداخلي إلى إجمالي تعاملات الداخليين على علاقة عدم تماثل المعلومات مع العوائد غير العادية، ويقاس هذا الاختبار تعاملات الداخليين من خلال متغير متصل يأخذ في الاعتبار الأهمية النسبية لنسبة عمليات البيع مقابل عمليات الشراء (%NIT)، حيث يأخذ هذا المتغير نسبة 100% إذا كانت العمليات الداخلية كلها عمليات شراء، أو -100% إذا كانت عمليات الداخلية كلها عمليات بيع، وما بينهما من مدى.



وذلك من خلال الانحدار التالي:

$$CAR1_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{iq} + \beta_3 SIZE_{iq} + \beta_4 ROA_{iq} + \beta_5 INTERNAL_{it} + \beta_6 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \epsilon_{it} \dots \dots \dots (9)$$

حيث: %NIT =INTERNAL<sub>it</sub>

INTERNAL\*BID: متغير تفاعلي يشير إلى الأثر المعدل لنسبة صافي التعاملات الداخلية

على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتحقيق العوائد غير العادية، هو المتغير محل

الاهتمام بهذا الاختبار.

وقد اشارت النتائج كما يتضح بجدول رقم (10) إلى الآتي:

جدول رقم (10)

اختبار الأثر المعدل لفسبة التعاملات بالبيع والشراء من إجمالي تعامل الداخلين على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية بعد عمليات تداول الداخلين

$$CAR1_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 INTERNAL_{it} + \beta_6 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1) : 3-day Window      Test (3) : 20-day Window  
Test (2) : 7-day Window      Test (4) : 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
(Constant)	-0.005 (-0.378)	-0.024 (-1.035)	-0.099* (-1.941)	.028 (.803)
BID	.009 (.165)	-0.050 (-.519)	.441* (1.955)	.408*** (2.614)
LEV	-0.001 (-1.025)	-0.002 (-1.389)	-0.048 (-1.493)	-0.001 (-.051)
SIZE	.000 (.751)	.003 (.986)	.015* (1.901)	-0.005 (-.897)
ROA	.038 (.202)	.086 (.938)	.000 (.457)	-0.063 (-1.415)
INTERNAL	-0.003 (-1.119)	-0.001 (-.219)	-0.037*** (-3.149)	-0.020** (-2.447)
INTERNAL1*BID	.160*** (3.045)	.198*** (2.098)	.273 (1.220)	.221 (1.431)
F	2.787	2610	3.801	2.512
sig	.011	.016	.001	.020
N	1943	1943	1942	1927
Adj. R <sup>2</sup>	.050	.050	.090	.050

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 10٪، 5٪، 1٪ على الترتيب. احصائية (t) تم وضعها بين قوسين

• يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

وجاءت النتائج لتشير إلى أنه في كل من النافذتين الأقصر (3، 7 أيام) كان لنسبة صافي تعاملات الداخلين أثر معنوي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية المحققة من تعامل الداخلين، بمستوى معنوية 5%، أي أنه كلما كانت تعاملات الداخلين متجهة بصورة حادة في أحد الاتجاهين اتجاه الشراء أو العكس في اتجاه البيع، كلما كان لعدم تماثل المعلومات أثر معنوي أكبر على تحقيق عوائد غير عادية في الأجل القصير.

أما في كل من النافذتين الأطول (20، 30 يوم) فلم يكن لنسبة صافي تعاملات الداخلين أثر معنوي على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية المحققة بعد تعامل الداخلين، بمستوى معنوية 5%. وتشير تلك النتائج إلى أن التعاملات التي تتقارب فيها مشتريات الداخلين مع مبيعاتها لم تكن محفوزة باستغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، أما العمليات الحادة (التي تميل إلى البيع فقط أو الشراء فقط)، فقد تكون مدفوعة باستغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية. وللمزيد من التحليل تم فصل العينة إلى عينتين، الأولى تمثل صافي عمليات شراء والثانية تمثل صافي عمليات بيع.

ومن ثم فقد تم تقسيم العينة إلى صافي عمليات بيع (أي مبيعات الداخلين في ذلك اليوم أكبر من مشترياتهم لكل مشاهدة)، حيث تتراوح تلك النسبة في حالات البيع من (-100%) إلى (0%)، وصافي عمليات شراء (أي مشتريات الداخلين في ذلك اليوم أكبر من مبيعاتهم لكل مشاهدة) وتتراوح تلك النسبة في حالات الشراء من (0%) إلى (100%)، وجاءت النتائج (جدول نتائج رقم 11) لتشير إلى أنه في النافذتين (3، 7 أيام) فإن الزيادة في نسبة صافي المبيعات لها أثر معنوي موجب على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية المحققة بعد تعامل الداخلين، بمستوى معنوية 5%، أي أنه كلما كانت تعاملات الداخلين متجهة بصورة حادة في اتجاه البيع، كلما كان لعدم تماثل المعلومات أثر معنوي أكبر على تحقيق عوائد غير عادية في الأجل القصير. غير أن النتيجة كانت غير معنوية بالنسبة لنسبة صافي المشتريات. أما في النافذتين (20، 30 يوم) لم يكن هناك أثر معنوي لنسبة عمليات البيع أو نسبة عمليات الشراء.

جدول نتائج رقم (1)

اختبار الأثر المعدل لنسبة التعاملات البيع والشراء إلى إجمالي تعامل الداخلين على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والحوادث غير العادية بعد عمليات تداول الداخلين (من خلال فصل العينة لعينتين فرعيتين، نسبة صفافي البيع %NST، ونسبة صفافي الشراء %NBT)

$$CAR1_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 INTERNAL_{it} + \beta_6 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \epsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window

Test (2) : Subsample 1- 7-day Window

Test (6) : Subsample 2- 7-day Window

Test (3) : Subsample 1- 20-day Window

Test (7) : Subsample 2- 20-day Window

Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-280*** (-2.696)	-147 (-1.521)	-009 (-1.172)	-016 (-0.545)	-019 (-0.202)	.309 (1.086)	.301 (1.040)	.192 (1.359)
BID	-324*** (-3.512)	-220** (-2.558)	.577 (.734)	.248 (.592)	1.630 (1.071)	2.546 (.566)	2.938 (.653)	-2.952 (-1.318)
LEV	.000 (-.193)	.002 (1.021)	-.001 (-1.160)	-.001** (-2.010)	-.021 (-.713)	.156* (1.821)	.006 (.600)	-.005 (-.125)
SIZE	-.008 (-1.146)	-.013** (-2.073)	.003 (.727)	.003 (1.642)	-.003 (-.400)	-.070*** (-3.619)	-.058*** (-2.890)	-.013 (-1.302)
ROA	.103 (.602)	-.018 (-1.14)	.040 (.444)	-.005 (-1.01)	.396* (1.724)	.917 (1.333)	.618 (.913)	.036 (.108)
INTERNAL	6.524*** (4.413)	5.297*** (3.849)	.009 (.186)	.004 (.160)	.047 (.538)	.115 (.442)	.125 (.481)	-.131 (-1.011)
INTERNAL*BID	6.746*** (4.305)	5.387*** (3.865)	.846 (1.061)	.389 (.919)	-1.977 (-1.278)	-2.654 (-.380)	-2.654 (-.670)	3.630 (1.592)
F	3.887	3.699	2.238	2.628	1.932	2.429	1.929	1.951
sig	.001	.001	.037	.016	.073	.025	.074	.070
N	1088	1088	1088	1088	840	837	837	837
Adj. R <sup>2</sup>	.016	.015	.001	.001	.007	.010	.007	.007

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 10٪، 5٪، 1٪ على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

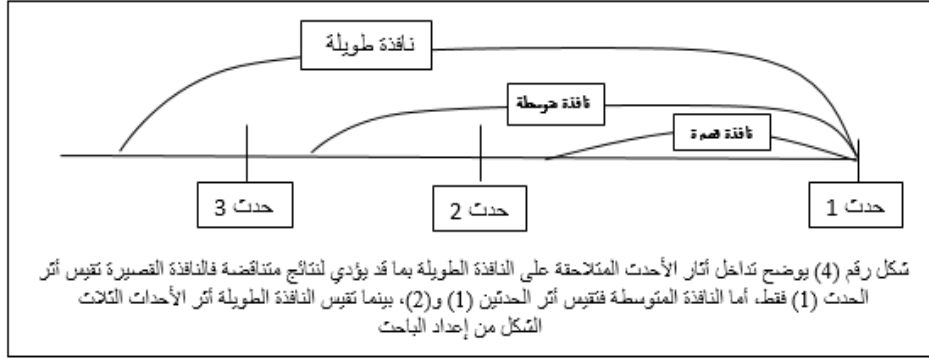
- تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى نسبة صفافي بيع داخلي إلى إجمالي تعاملات الداخلين %NST (مبيعات الداخلين أكبر من مشتريات الداخلين) في يوم التداول. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى نسبة صفافي عمليات شراء داخلي %NBT (مشتريات الداخلين أكبر من مبيعات الداخلين) في يوم التداول.

وتشير نتائج اختبار الفرض الأول إلى أن عدم تماثل المعلومات كان له تأثير معنوي على تحقيق عوائد غير عادية للمتعاملين الداخلين بصفة عامة في الناقدتين الأولى والثانية، غير أن ذلك التأثير كان فقط للبايعين، ولم يكن معنوياً للمشتريين. غير أن المزيد من التحليل

والاختبارات أشارت إلى أنه كلما كانت صافي المبيعات تتحاز أكبر نحو عمليات البيع (أي زيادة نسبة عمليات البيع إلى إجمالي تعاملات الداخلين) كلما كان لعدم تماثل المعلومات أثراً أكبر على تحقيق العوائد غير العادية بعد عملية التداول الداخلي، فاستخدام المقياس NST، والمقياس NST% اظهر معنوية النافذتين القصيرتين في عمليات البيع حيث تتضمن تلك المقاييس وجود مشتريات متداخلة بجانب المبيعات ولم تكن عمليات المبيعات منفردة، أما مع استخدام المقياس PST والذي يركز فقط على عمليات البيع فقط غير المقترنة بعمليات شراء فقد جاءت النوافذ الأربع معنوية، أي أنه كلما كانت تعاملات الداخلين متجهة بصورة حادة في اتجاه البيع، كلما كان لعدم تماثل المعلومات أثر معنوي أكبر على تحقيق عوائد غير عادية، إلى أن تصبح عمليات البيع مطلقة فيكون الأثر معنوي في النوافذ الأربعة. وتشير تلك النتائج معاً إلى أن عمليات البيع من قبل الداخلين لتجنب خسائر غير عادية بعد عملية البيع تكون مستندة إلى معلومات داخلية لديهم، وبالتالي يستغل هؤلاء الداخلون تلك المعلومات لتجنب الخسائر غير العادية، إلا أن ذلك لم يتم إثباته على مستوى المشتريين الداخلين، حيث لم تثبت الاختبارات قيام المشترون باستغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق مكاسب غير عادية بعد عمليات الشراء.

وعلى جانب آخر فلم تتفق الاختبارات باستخدام الثلاث مقاييس تأثير لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية في النوافذ الأطول إلا باستخدام مقياس واحد فقط وهو مقياس المبيعات المطلقة PST وقد يرجع ذلك لعاملين؛ الأول أن المعلومات الداخلية تنعكس بصورة سريعة في السوق وبالتالي لا تتحقق العوائد غير العادية في النوافذ الأطول. والتفسير الثاني هو أنه في النوافذ الأطول قد تتلاحق عمليات التداول من قبل الداخلين وبالتالي تكون نتائج تلك التعاملات متداخلة ويصعب فصلها بدقة خاصة إذا تضمنت تلك التعاملات عمليات

بيع وشراء، وبالتالي يتطلب الأمر أن تكون عمليات البيع حادة حتى يظهر أثرها في النوافذ الأطول. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:



وبصفة عامة تشير النتائج السابقة إلى معنوية النتائج في ظل عمليات البيع الداخلي وليس في عمليات الشراء الداخلي، بل أنه كلما تم فصل عمليات البيع وعزلها عن عمليات الشراء والتركيز على كل جانب من جانبي التعامل بصورة أكثر وضوحاً، كلما ظهرت قوة النتائج المعبرة عن تأثير عدم تماثل المعلومات على تحقيق عوائد غير عادية.

#### تحليل إضافي:

تم إجراء اختبار إضافي للفرضية القائلة بأنه كلما زادت نسبة حجم تعاملات الداخلين إلى إجمالي حجم التداول اليومي كلما زاد تأثير عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية بعد تعاملات الداخلين، حيث تم استخدام المتغير INTERNAL1، والذي تم قياسه من خلال نسبة صافي تعاملات الداخلين إلى إجمالي التداول في اليوم. وباستخدام معادلة الانحدار رقم (9) كانت النتائج كما بجدول رقم (12):

جدول نتائج رقم (١٢)

اختبار الأثر المعدل للحجم النسبي لتعاملات الداخلين لإجمالي تداول اليوم على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية بعد عمليات تداول الداخلين

$$CAR1_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 INTERNAL_{it} + \beta_6 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1): 3-day Window

Test (3): 20-day Window

Test (2): 7-day Window

Test (4): 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
(Constant)	.000 (-.009)	.010 (.604)	-1.36*** (-2.706)	-.006 (-.304)
BID	-.031 (-.746)	-.074 (-1.113)	.335 (1.505)	-.138* (-1.800)
LEV	-.001 (-1.154)	-.001 (-1.535)	-.060* (-1.857)	-.001 (-1.226)
SIZE	.000 (-.009)	-.001 (-.444)	.022*** (2.920)	.001 (.308)
ROA	.022 (.538)	.061 (.925)	-.020 (-.088)	.064 (.848)
INTERNAL1	.019** (2.302)	.033** (2.568)	-.055*** (-2.830)	.043*** (2.890)
INTERNAL1*BID	.131 (1.277)	.232 (1.405)	.000 (.463)	.198 (1.047)
F	3.913	5.481	2.891	5.301
sig.	.001	.000	.008	.000
N	1943	1943	1943	1943
Adj. R2	.010	.014	.006	.013

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند ١٠٪، ٥٪، ١٪ على الترتيب. احصائية (t) تم وضعها بين قوسين

• يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

وقد جاءت النتائج في اختبارات النوافذ الأربعة لتشير إلى عدم وجود تأثير للحجم النسبي لتعاملات الداخلين إلى إجمالي حجم التداول الكلي خلال اليوم على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية اللاحقة لتعاملات الداخلين. وكتحليل إضافي تم تقسيم العينة إلى مجموعتين فرعيتين (صافي عمليات شراء وصافي عمليات بيع، وأيضاً لم تكن أي من النتائج معنوية).

7-2-4-2 اختبار فرض الدراسة الثاني " يحد الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات من قدرة الداخلين على استخدام عدم تماثل المعلومات لتحقيق غير عادية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"

لاختبار فرض الدراسة الثاني تم استخدام اختبار أساسي واختبارات إضافية، حيث تضمن الاختبار الأساسي استخدام نموذج الانحدار التالي (حيث تم تطبيق النموذج على مستوى العينة ككل، ثم مع تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين، الأولى تمثل صافي عمليات البيع والثانية تمثل صافي عمليات الشراء):

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{iq} + \beta_3 SIZE_{iq} + \beta_4 ROA_{iq} + \beta_5 SOCIAL_{ip} + \beta_6 SOCIAL_{ip} * BID_{it} + \varepsilon_{it} \dots (10)$$

وقد جاءت نتيجة ذلك الاختبار على مستوى العينة ككل على النحو التالي (جدول رقم 13):

(جدول رقم 13)

اختبار الأثر المحدد للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية لتعاملات الداخلين

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{iq} + \beta_3 SIZE_{iq} + \beta_4 ROA_{iq} + \beta_5 SOCIAL_{ip} + \beta_6 SOCIAL_{ip} * BID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)
(Constant)	.048 (1.195)	-.148*** (-2.541)	.001 (.027)	.022 (1.593)
BID	.580*** (3.395)	.721*** (2.905)	.318*** (3.041)	.174*** (3.008)
LEV	.002 (.979)	-.003 (-.978)	.000 (.240)	.001* (1.867)
SIZE	-.011* (-1.755)	.016* (1.745)	-.002 (-.470)	-.005** (-2.162)
ROA	-.161 (-1.049)	-.119 (-.527)	-.025 (-.261)	.028 (.530)
SOCIAL	.042*** (2.839)	.067*** (3.126)	.021** (2.305)	.008 (1.520)
SOCIAL*BID	-.654** (-2.394)	-1.307*** (-3.322)	-.347** (-2.096)	-1.106 (-1.158)
F	3.122	3.201	1.910	2.873
sig	.005	.004	.076	.009
N	1943	1943	1943	1927
Adj. R <sup>2</sup>	.070	.070	.001	.001

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 10%، 5%، 1% على الترتيب. احتمالية (0) تم وضعها بين قوسين

• يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

وتشير النتائج إلى أن المسؤولية الاجتماعية لها أثر معنوي على الحد من تأثير عدم تماثل المعلومات على تحقيق العوائد غير العادية للداخلين في النوافذ القصيرة (3، 7 أيام) أما في النافذة المتوسطة 20 يوم فكان التأثير معنوي غير أن النموذج ككل جاء معنوياً فقط عند مستوى 10%. أما في النافذة الطويلة فلم يتضح معنوية التأثير.



ولاختبار الفرضين الفرعيين (H2-a، H2-b) يتم استخدام ثلاث مقاييس لتعاملات الداخلين: الاختبار الأول: استخدام مقياس (NIT) لتقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين الأولى تمثل صافي عمليات البيع (NST)، والثانية تمثل صافي عمليات الشراء (NBT)، وجاءت النتائج كالتالي (جدول رقم 14):

جدول نتائج رقم (14)  
اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على عدم تماثل المعلومات والموارد غير العادية للداخلين (من خلال فصل العينة لجنين فرعيين، صافي عمليات البيع NST، وصافي عمليات الشراء NBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 SOCIAL_{it} * BID_{it} + \epsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window  
Test (2) : Subsample 1- 7-day Window  
Test (3) : Subsample 1- 20-day Window  
Test (4) : Subsample 1- 30-day Window  
Test (5) : Subsample 2- 3-day Window  
Test (6) : Subsample 2- 7-day Window  
Test (7) : Subsample 2- 20-day Window  
Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.012 (.816)	.005 (.182)	-.116** (-2.481)	-.002 (-.040)	.010 (.477)	-.012 (-.276)	-.193* (-1.689)	.101 (1.430)
BID	.161*** (2.825)	.311*** (2.903)	.218 (1.167)	.464** (2.406)	-.076 (-.665)	.213 (.936)	1.258** (2.030)	.938** (2.388)
LEV	.001* (1.781)	.001 (.886)	-.004* (-1.780)	.004 (.170)	-.006 (-.414)	-.035 (-1.326)	-.113 (-1.566)	.002 (.411)
SIZE	-.002 (-.828)	-.001 (-.154)	.020*** (2.870)	.001 (.090)	-.001 (-.385)	.001 (.218)	.021 (1.126)	-.024** (-2.143)
ROA	.007 (.141)	-.047 (-504)	.022 (.138)	-.140 (-814)	.075 (.657)	.181*** (3.400)	-.060 (-414)	-.218 (-637)
SOCIAL	.001 (.229)	.007 (.661)	.029 (1.633)	.020 (1.111)	.016* (1.813)	.025 (1.492)	.099** (2.210)	.073*** (2.757)
SOCIAL*BID	-.222** (-2.114)	-.447** (-2.266)	-.1596*** (-4.637)	-.758** (-2.138)	-.293* (-1.838)	-.053 (-1.171)	-1.069 (-1.267)	-.824* (-1.712)
F	3.020	2.357	4.882	1.996	2.089	3.277	2.144	2.719
sig	.006	.029	.000	.053	.052	.003	.046	.013
N	1088	1088	1088	1084	841	844	844	837
Adj. R <sup>2</sup>	.011	.007	.021	.013	.008	.016	.008	.012

\*\*\*، \*\*، \* تمثل منوية عند 10٪، 5٪، 1٪ على الترتيب احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى صافي بيع داخلي NST، وتشير العينة الفرعية (2) إلى صافي عمليات شراء داخلي NBT.

وتشير النتائج إلى أنه على مستوى الداخلين البائعين فإن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية تحد من تأثير عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية في الثلاث نوافذ الأولى والثانية والثالثة، أما في النافذة الرابعة فقد كان النموذج ككل معنوياً فقط عند مستوى 10%. أما على مستوى المشتريين الداخلين، فقد جاءت نتائج الاختبار هنا لتشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية لم يكن لها تأثير معنوي (عند مستوى معنوية 5%) على علاقة عدم تماثل المعلومات بالعوائد غير العادية للداخلين المشتريين.

الاختبار الثاني: استخدام مقياس (PIT) لتقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين الأولى تمثل عمليات بيع فقط غير مقترنة بعمليات شراء آنية (PST)، والثانية تمثل عمليات شراء فقط غير مقترنة بعمليات بيع آنية (PBT)، وجاءت النتائج كالتالي (جدول رقم 15):

جدول نتائج رقم (15)

اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للداخلين (من خلال فصل العينة لعينتين فرعيتين: الأولى عمليات بيع فقط لم يقترن معها أي عمليات شراء PST، والثانية عمليات شراء فقط لم يقترن معها أي عمليات بيع PBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 SOCIAL_{it} * BID_{it} + \epsilon_{it}$$

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.05 (-2.54)	-0.19 (-5.69)	-2.22*** (-3.723)	-0.39 (-6.24)	0.16 (4.05)	-0.090 (-1.394)	-3.10* (-1.667)	.141 (1.637)
BID	.423*** (5.158)	.759*** (4.983)	1.471*** (5.407)	1.312*** (4.798)	.068 (3.350)	.254 (7.85)	2.182** (2.336)	1.519*** (3.496)
LEV	.001* (1.903)	.001 (1.086)	-.002 (-.731)	.003 (1.280)	-.001 (-3.300)	-.006 (-1.246)	-.018 (-1.342)	-.011 (-1.627)
SIZE	.000 (-.143)	.001 (.121)	.030*** (3.399)	.002 (.257)	-.005 (-7.62)	.011 (1.067)	.025 (.885)	-.028** (-2.073)
ROA	-.008 (-1.70)	-.073 (-7.95)	-.115 (-7.03)	-.235 (-1.441)	.056*** (2.827)	.117*** (4.005)	.184** (2.178)	-.565 (-1.597)
SOCIAL	.002 (.378)	.022* (1.803)	.078*** (3.617)	.039* (1.801)	.050 (1.247)	.033 (1.488)	.127** (2.010)	.073** (2.301)
SOCIAL*BI	-.319** (2.427)	-.832*** (-3.405)	-2.988*** (-6.853)	-1.233*** (-2.643)	.016 (.235)	-.201 (-5.08)	-1.596 (-1.395)	-1.068* (-1.948)
D	5.916	5.108	10.697	4.476	2.067	3.542	2.269	3.852
F	.000	.000	.000	.000	.055	.002	.036	.001
sig	.684	.684	.684	.682	.592	.592	.592	.586
N	.040	.039	.080	.031	.011	.025	.013	.030
Adj. R <sup>2</sup>								

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 1%، 5%، 10% على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى عمليات بيع داخلي فقط غير مقترنة بعمليات شراء آنية في يوم التداول PST. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى عمليات شراء داخلي فقط غير مقترنة بعمليات بيع آنية في يوم التداول PBT.

تشير النتائج إلى أنه مع فصل عمليات الشراء المنفردة عن عمليات البيع المنفردة فإن المسؤولية الاجتماعية تحد من استخدام عدم تماثل المعلومات في عمليات البيع لتحقيق عوائد غير عادية في النوافذ الأربعة، بينما لم يكن للمسؤولية الاجتماعية تأثير معنوي على تلك العلاقة بالنسبة للمشتريين، حيث لم تظهر نتائج الفرض الأول أن المشتريين يستغلون عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، ومن ثم فلم يكن للمسؤولية الاجتماعية أثر على تلك العلاقة وبالتالي يخلص الباحث إلى أن عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى تحقيق البائعون عوائد غير عادية في النوافذ الأربعة وذلك في حالات البيع فقط التي لم يقترن بها حالات شراء PST (اختبارات الفرض الأول)، غير أن المسؤولية الاجتماعية تؤدي إلى تخفيض تأثير عدم تماثل المعلومات على تحقيق العوائد غير العادية للبائعين أما على مستوى المشتريين، فإن عدم تماثل المعلومات ليس له تأثير معنوي على العوائد غير العادية في النوافذ الأربعة (الفرض الأول) ومن ثم لم تظهر للمسؤولية الاجتماعية أثر معدل على تلك العلاقة.

**الاختبار الثالث:** يقيس الأثر المعدل لنسبة صافي التعامل الداخلي إلى إجمالي تعاملات الداخلين على علاقة عدم تماثل المعلومات مع العوائد غير العادية، ويقاس هذا الاختبار تعاملات الداخلين من خلال متغير متصل يأخذ في الاعتبار الأهمية النسبية لعمليات البيع مقابل عمليات الشراء (NIT%)، والذي يأخذ قيمة من (-100%) عمليات بيع داخلي فقط إلى (+100%) عمليات شراء داخلي فقط، وما بينهما من عمليات يقترن فيها بيع وشراء داخلي بنسب متفاوتة.

وقد تم استخدام نموذج الانحدار التالي:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{iq} + \beta_3 SIZE_{iq} + \beta_4 ROA_{iq} + \beta_5 SOCIAL_{ip} + \beta_6 SOCIAL_{ip} * BID_{it} + \beta_7 INTERNAL_{it} + \beta_8 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \beta_9 INTERNAL_{it} * SOCIAL_{ip} + \beta_{10} INTERNAL_{it} * BID_{it} * SOCIAL_{ip} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(11)$$

وجاءت النتائج على النحو التالي (جدول نتائج رقم 16):

جدول نتائج رقم (16)

اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على أثر المتغير التقاطعي بين نسبة صفحي تعاملات الداخلين وعدم تملأ المعلومات على الموائد غير المدية للداخلين (من خلال فصل العينة لمتين فرعين، نسبة صفحي عمليات البيع %NST، ونسبة صفحي عمليات الشراء %NBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 SOCIAL_{it} * BID_{it} + \beta_7 INTERNAL_{it} + \beta_8 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \beta_9 INTERNAL_{it} * SOCIAL_{it} + \beta_{10} INTERNAL_{it} * BID_{it} * SOCIAL_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window

Test (2) : Subsample 1- 7-day Window

Test (6) : Subsample 2- 7-day Window

Test (3) : Subsample 1- 20-day Window

Test (7) : Subsample 2- 20-day Window

Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.15 (-.427)	-0.24 (-.353)	.106 (.901)	.196 (1.484)	.050 (1.377)	.149** (1.981)	.329 (1.515)	.171 (.922)
BID	-0.78 (-.176)	-4.12 (-.497)	-5.200*** (-3.611)	-2.706 (-1.409)	-0.090 (-.722)	-.381 (-1.481)	-.921 (-1.216)	-2.274 (-.906)
LEV	.001** (2.009)	.001 (1.100)	-.003 (-1.493)	.002 (.962)	.000 (-.122)	-.002 (-.555)	.165* (1.906)	.003 (.641)
SIZE	-.001 (-.415)	.001 (.317)	.023*** (3.227)	.000 (.057)	-.002 (-.532)	-.004 (-.537)	-.047** (-2.214)	-.024** (-2.127)
ROA	.013 (.259)	-.030 (-.323)	.030 (.188)	-.111 (-.680)	.011 (1.596)	.047*** (3.245)	1.540** (2.123)	-.102 (-.288)
SOCIAL	.030*** (-1.010)	.026 (.469)	.019 (.202)	-.022 (-.228)	-.035 (-.854)	-.108 (-1.260)	-.132 (-.503)	.122 (.848)
BID*SOCIAL	-.444 (-3.645)	-.939*** (-4.106)	-2.356*** (-5.932)	-1.230*** (-2.987)	-.107 (-.303)	-.827 (-1.071)	1.150 (.448)	.418 (.415)
INTERNAL	-.027 (-.816)	-.029 (.465)	.222** (2.051)	.182 (1.478)	-.040 (-1.443)	-.122** (-2.145)	-.009 (-.053)	-.086 (-.487)
INTERNAL*BID	-.149 (-.332)	-.525 (-.623)	-5.211*** (-3.560)	-2.831 (-1.457)	.031 (.144)	.076 (.170)	2.011 (1.531)	3.578 (1.388)
INTERNAL*SOCIAL	.043 (1.421)	.050 (.882)	.036 (.362)	-.001 (-.008)	.056 (1.318)	.121 (1.377)	-.014 (-.053)	-.031 (-.213)
INTERNAL*BID*SOCIAL	-.469*** (-3.486)	-1.040*** (-4.121)	-1.560*** (-3.559)	-1.303*** (-2.915)	-.221 (-.555)	.797 (.20)	.099 (.035)	-1.728 (-1.532)
F	3.526	3.693	6.121	1.881	1.696	2.167	2.509	2.261
sig.	.000	.000	.000	.044	.077	.018	.006	.013
N	1088	1088	1088	1084	844	840	837	837
Adj. R <sup>2</sup>	.023	.024	.045	.008	.008	.014	.018	.015

\*، \*\*، \*\*\* تمثل ديموية على 1، 5، 10، 1 على الترتيب احتمالية (t) تروضها بين فوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى نسبة صافي بيع داخلي NST%. وتشير العينة الفرعية (2) إلى نسبة صافي شراء داخلي NBT%.

وفي النموذج السابق فإن المتغير محل الاهتمام هو (INTERNAL\* BID\* SOCIAL) وتشير النتائج إلى أن المسؤولية الاجتماعية تحد من الأثر التفاعلي لكل من نسبة البيع الحادة وأثر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للبائعين في النوافذ الأربعة، بينما لم يكن للمسؤولية الاجتماعية أثر في ظل عمليات الشراء.

وتشير نتائج الاختبارات المختلفة إلى اتفاق المقاييس الثلاثة على أن المسؤولية الاجتماعية تحد من استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية في عمليات البيع ولم يكن لها أثر معنوي في ظل عمليات الشراء إذ أن نتائج اختبارات الفرض الأول أوضحت عدم استغلال المشتريين الداخليين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية.

#### تحليل إضافي:

للقوف على ما إذا كانت المسؤولية الاجتماعية تسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات ومن ثم الحد من تحقيق الداخليين لعوائد غير عادية انتهازية. تم اختبار ما إذا كان هناك فرق معنوي في مستوى عدم تماثل المعلومات بين شركات مؤشر المسؤولية الاجتماعية مقارنة بالشركات خارج المؤشر. وذلك من خلال اختبار (t) فرق بين متوسطين، وقد كانت النتيجة على النحو التالي (جدول نتائج رقم 17):

جدول نتائج رقم (17)					
اختبار (t) لمعنوية فرق عدم تماثل المعلومات بين شركات مؤشر المسؤولية الاجتماعية والشركات خارج المؤشر					
اختبار فرق متوسطين لعينات غير مستقلة			متوسط (الانحراف)		
P-Value	احصائية (t)	فرق المتوسطين (الانحراف)			
.000	8.777	.012517	38.401	.03718	شركات المؤشر
		(.0014261)	(.000)	(.02633)	
				.04970	شركات خارج المؤشر
				(.03659)	

وتشير نتائج الاختبار إلى أن عدم تماثل المعلومات في شركات المؤشر أقل بصورة معنوية من عدم تماثل المعلومات في الشركات الأخرى. وبالتالي يمكن القول بأن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية له دور معنوي في الحد من عدم تماثل المعلومات.

3-4-2-7 اختبار الفرض الثالث "يختلف أثر عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية للداخلين، ودور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في ظل فترة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"

أولاً: اختبار استخدام عدم تماثل المعلومات من قبل الداخلين لتحقيق عوائد غير عادية في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى، (إعادة اختبار الفرض الأول في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى)

لاختبار الفرض تم استخدام الانحدار بمعادلة رقم (8) لكل نافذة مع تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين الأولى تعبر عن الفترات بخلاف فترة كورونا والثانية تعبر عن جائحة كورونا. وأظهرت النتائج أن استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية على مستوى العينة ككل كان معنوياً فقط خلال فترة كورونا في النوافذ القصيرة (3، 7 أيام)

أما في النافذة 20 يوم فعلى الرغم من معنوية متغير عدم تماثل المعلومات إلا أن النموذج ككل كان معنوياً فقط عند مستوى 10%. ولم يكن ذلك معنوياً في ظل الفترات غير فترة كورونا. بما يشير إلى أن المخاطر المرتبطة بتلك الأزمات تمثل دافعاً للداخلين

لاستغلال المعلومات الداخلية لتحقيق عوائد غير عادية (تجنب خسائر غير عادية)، إلا أن ذلك السلوك لم يكن موجوداً في ظل الفترات الأخرى بخلاف فترة الكوفيد (جدول نتائج 18).

جدول نتائج رقم (18)

اختبار نُقبر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للداخلين (في فترة الكورونا مقارنة بالفترات الأخرى)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Test(1): Subsample 1- 3-day Window

Test(5): Subsample 2- 3-day Window

Test(2): Subsample 1- 7-day Window

Test(6): Subsample 2- 7-day Window

Test(3): Subsample 1- 20-day Window

Test(7): Subsample 2- 20-day Window

Test(4): Subsample 1- 30-day Window

Test(8): Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.037*** (2.890)	-.062* (-1.706)	-.202* (-1.989)	.020 (.490)	.074 (1.194)	.032 (1.247)	.031 (.584)	-.015 (.238)
BID	.059 (.766)	-.096 (-.443)	.360 (.602)	.121 (.508)	.411** (2.009)	.192** (2.264)	.411** (2.007)	.328 (1.371)
ROA	-.069 (-.918)	.066*** (4.250)	.153*** (3.547)	.056*** (3.261)	-.234 (-1.214)	.041 (.507)	-.259 (-1.313)	.473** (2.017)
LEV	.002** (2.333)	.002 (.908)	.003 (.589)	.002 (.994)	.005 (1.320)	.001 (.584)	-.003 (-.446)	.004 (.483)
SIZE	-.006*** (-2.893)	.008 (1.361)	.020 (1.323)	-.004 (-.631)	-.012 (-1.358)	-.004 (-1.115)	-.014 (-.459)	-.038 (-1.087)
F	2.933	5.663	3.887	2.860	2.395	2.379	2.009	2.131
sig	.020	.000	.004	.023	.049	.050	.091	.075
N	782	782	782	775	1160	1160	1152	1153
Adj. R <sup>2</sup>	.010	.023	.015	.010	.049	.052	.031	.040

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على الترتيب. احصائية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) إلى إجمالي تعاملات الداخلين أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى إجمالي تعاملات الداخلين أثناء جائحة كورونا.
- ولاختبار الفرضين الفرعيين (H3-1a، H3-1b) فقد تم استخدام ثلاث مقاييس لتعاملات الداخلين:

الاختبار الأول: تقسيم العينة إلى عينتين فرعيتين الأولى تمثل صافي عمليات البيع (NST) (جدول 19)، والثانية تمثل صافي شراء (NBT) (جدول 20)،

وقد جاءت النتائج لتؤكد على استخدام البائعين الداخليين لعدم تماثل المعلومات لتجنب الخسائر غير العادية في النافذتين القصيرتين (3، 7 أيام) فقط في ظل فترة الكوفيد وعدم معنوية النتائج في الفترات الأخرى، وتشير تلك النتائج إلى أن البائعين يتقبلون المخاطر الناتجة عن استغلال المعلومات الداخلية في مقابل تجنب خسائر غير العادية في ظل فترات الأزمات (مثل فترة كورونا)، إلا أنهم لا يقومون بتلك الممارسات في الفترات العادية (جدول نتائج 19):

جدول نتائج رقم (19)  
اختبار تقيس عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للداخلين البائعين (في فترة الكورونا مقارنة بالفترات الأخرى)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.017 (.986)	.029 (1.573)	.047 (.544)	-.027 (-.262)	.028 (1.399)	.009 (.266)	.233*** (3.414)	.182** (2.249)
BID	.002 (.019)	.173* (1.704)	.386 (.810)	-.744 (-1.319)	.151** (2.159)	.291*** (2.594)	-.444 (-1.633)	-.351 (-1.092)
ROA	-.182 (-1.514)	-.274** (-2.123)	-4.362*** (-7.197)	5.481*** (7.645)	.029 (.503)	-.056 (-.600)	-.286 (-1.253)	-.425 (-1.570)
LEV	-.004 (-1.249)	-.006* (-1.724)	.026* (.698)	.253*** (2.827)	.002 (1.588)	.002 (1.316)	-.033*** (-3.523)	-.032*** (-2.913)
SIZE	.028* (1.862)	.023 (1.454)	-.243*** (-3.211)	-.032* (-1.742)	-.005 (-1.620)	-.002 (-.522)	.040 (1.064)	.094** (2.109)
F	2.390	3.506	13.775	15.753	2.842	2.387	3.704	3.619
sig	.050	.008	.000	.000	.024	.050	.005	.006
N	444	444	444	444	643	643	643	643
Adj. R <sup>2</sup>	.012	.022	.103	.117	.011	.010	.017	.016

\*\*\*، \*\*، \*، تمثل معنوية عند 1%، 5%، 10% على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

• يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات



- تشير العينة الفرعية (1) إلى صافي عمليات البيع الداخلي أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى صافي عمليات البيع الداخلي أثناء فترة كورونا. أما على مستوى المشتريين الداخليين، فلم تكن النتائج معنوية في ظل فترة كورونا أو الفترات الأخرى (جدول نتائج رقم 20).

جدول نتائج رقم (٢٠)

اختبار تـكبر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير المعالجة للداخلين المشتريين (في فترة الكورونا مقترنة بالفترات الأخرى)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window

Test (2) : Subsample 1- 7-day Window

Test (6) : Subsample 2- 7-day Window

Test (3) : Subsample 1- 20-day Window

Test (7) : Subsample 2- 20-day Window

Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	061*** (3.221)	-019 (-.584)	-.414** (2.126)	051 (.885)	022 (.825)	063 (1.468)	007 (.069)	055 (.495)
BID	.197 (1.530)	.168 (.763)	.665 (.511)	.439 (1.127)	.137 (1.711)	.046 (.349)	.407 (1.213)	.628* (1.670)
ROA	.054 (.518)	.087*** (3.954)	.475*** (3.665)	-.007 (-.734)	.248** (2.100)	.344* (1.781)	.001 (.049)	-.011 (-.627)
LEV	.003 (1.263)	.003 (.553)	-.287** (2.319)	-.129 (-.396)	.000 (.246)	-.002 (-.953)	-.059** (-2.509)	-.019 (-.295)
SIZE	-.011*** (-3530)	-.029 (-1.139)	.070* (-1.898)	-.129*** (-2.675)	-.003 (-.810)	-.006 (-.948)	-.057 (-.974)	-.170* (-1.653)
F	3.620	4.241	4332	2.244	2.289	2.978	2.303	2.292
sig.	.007	.002	.002	.048	.059	.019	.058	.059
N	336	336	336	329	507	507	507	507
Adj. R <sup>2</sup>	.031	.037	.038	.017	.010	.015	.010	.010

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 1٪، 5٪، 10٪ على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

- تشير العينة الفرعية (1) إلى صافي عمليات الشراء الداخلي أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى صافي عمليات الشراء الداخلي أثناء فترة كورونا.
- الاختبار الثاني:** من خلال تم تقسيم العينة إلى عينتين الأولى تمثل عمليات بيع فقط PST (غير مقترنة بعمليات شراء أنية لكل مشاهدة)، والثانية عمليات شراء فقط PBT (غير مقترنة بعمليات شراء أنية لكل مشاهدة)، وجاءت النتائج لتشير إلى أن البائعون يستخدمون عدم تماثل المعلومات لتجنب خسائر غير عادية لاحقة لعملية البيع في النوافذ الأربعة في ظل جائحة كورونا، أما في الفترات بخلاف فترة كورونا فلم يكن هناك تأثير لعدم تماثل المعلومات لتجنب خسائر غير عادية بعد عمليات بيع الداخليين (جدول رقم 21).

جدول نتائج رقم (21)

اختبار نُقِّر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للداخلين في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الداخلين (التي تمثل عمليات بيع فقط غير مقترنة بعمليات شراء PST)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window  
 Test (2) : Subsample 1- 7-day Window  
 Test (3) : Subsample 1- 20-day Window  
 Test (4) : Subsample 1- 30-day Window  
 Test (5) : Subsample 2- 3-day Window  
 Test (6) : Subsample 2- 7-day Window  
 Test (7) : Subsample 2- 20-day Window  
 Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.007 (.292)	-.016 (-.390)	.041 (.592)	-.002 (-.026)	.008 (.368)	.006 (.132)	-.223*** (-2.682)	.002 (.984)
BID	.046 (.381)	.033 (.162)	.283 (.850)	.007 (.019)	.444*** (4.368)	.740*** (3.764)	1.077*** (2.934)	1.366*** (3.969)
ROA	.187*** (3.522)	.242*** (2.728)	.874** (2.579)	.644*** (3.361)	.007 (.129)	-.076 (-.704)	-.168 (-.831)	-.358* (-1.925)
LEV	-.003 (-.723)	.001 (.106)	.000 (-.129)	.003 (.192)	.003* (1.959)	.003 (1.256)	.004 (.817)	.014*** (6.108)
SIZE	.029* (1.797)	.032 (1.194)	-.008 (-.791)	-.013 (-.265)	-.003 (.349)	-.003 (-.521)	.033*** (2.786)	-.003 (.758)
F	4.533	2.677	2.228	2.882	6.664	4.415	3.886	6.792
sig	.001	.032	.066	.025	.000	.002	.002	.000
N	267	267	266	266	417	417	417	417
Adj. R <sup>2</sup>	.050	.025	.020	.027	.050	.030	.031	.052

\*\*\*، \*\*، \* تمثل معنوية عند 1%، 5%، 10% على الترتيب. الحاصلات (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

- تشير العينة الفرعية (1) إلى عمليات البيع الداخلي فقد غير المقترنة بعمليات الشراء (PST) أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى عمليات البيع الداخلي PST أثناء جائحة كورونا.

أما على مستوى المشتريين الداخليين، قد جاءت النتائج لتشير إلى عدم معنوية العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والمكاسب غير العادية للمشتريين في الفترات بخلاف الكورونا، إلا أنه خلال جائحة كورونا كانت النافذة (30 يوم) فقط معنوية، (جدول نتائج رقم 22).

جدول نتائج رقم (22)

اختبار تأثير عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للداخلين في ظل جائحة الكورونا مقابل الفترات الأخرى لعمليات الداخلين (التي تمثل عمليات شراء فقط غير مقترنة بعمليات بيع PBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \epsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window

Test (2) : Subsample 1- 7-day Window

Test (6) : Subsample 2- 7-day Window

Test (3) : Subsample 1- 20-day Window

Test (7) : Subsample 2- 20-day Window

Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.61 (-1.439)	-1.69** (-2.133)	-7.61*** (-2.902)	0.98 (1.573)	3.75** (2.343)	1.22 (1.393)	3.86** (2.358)	1.55 (3.845)
BID	-1.56 (-5.31)	-5.38 (-9.45)	-0.20 (-0.11)	7.76* (1.693)	4.17 (1.073)	-2.03 (-9.82)	3.83 (9.81)	9.87** (2.256)
ROA	0.95*** (3.778)	4.67*** (3.352)	5.33*** (3.392)	3.32 (1.053)	0.24 (1.00)	-0.21 (-6.30)	-3.95 (-7.31)	-1.147 (-1.894)
LEV	-0.02 (5.32)	-0.09 (-1.015)	-0.35 (-1.222)	-0.04 (-5.16)	-0.67 (-1.079)	-0.12 (-8.42)	-0.09 (-9.34)	-0.14* (-1.335)
SIZE	0.08 (1.247)	0.26** (2.154)	1.05*** (2.623)	-0.18* (-1.826)	-0.050** (-2.021)	-0.61** (-2.157)	-0.53 (-2.201)	-0.22 (-8.09)
F	3.645	3.547	3.696	2.086	3.213	2.172	3.180	3.376
sig	0.07	0.08	0.06	0.83	0.13	0.72	0.14	0.10
N	263	263	263	263	328	321	328	328
Adj. R <sup>2</sup>	0.39	0.37	0.39	0.17	0.26	0.14	0.26	0.28

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
  - تشير العينة الفرعية (1) إلى عمليات شراء داخلي غير مقترنة بعمليات بيع PBT أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى فترة كورونا
- اختبار إضافي لهذا المقياس مع إدخال متغير كورونا كمتغير معدل لأثر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية لكل نافذة من النوافذ الأربعة، ويقاس ذلك الاختبار الأثر المقارن لكورونا مقارنة بفترات غير الكورونا، حيث كان المقياس السابق يقيس أثر فترة كورونا كعينة مستقلة عن الفترات الأخرى من خلال تقسيم العينة لعينتين فرعيتين. وبالتالي فقد تم إجراء الاختبار الإضافي باستخدام نموذج الانحدار التالي:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{iq} + \beta_3 LEV_{iq} + \beta_4 SIZE_{iq} + \beta_5 COVID + \beta_6 COVID * BID_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (12)$$

وقد أشارت النتائج إلى أن المتغير التفاعلي المعبر على الأثر المعدل للكورونا على علاقة عدم تماثل المعلومات بالعوائد غير العادية ( $BID * COVID$ ) كان معنوياً موجباً في كل نوافذ البيع، بما يعني أن الداخليون البائعون يستغلون عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية بصورة معنوية في ظل فترة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى، وكان ذلك معنوياً في النوافذ الأربع. أما المشترون فلا يستخدمون عدم تماثل المعلومات لتحقيق العوائد غير العادية سواء في فترات الكورونا أو في غيرها (جدول رقم (23)).

جدول نتائج رقم (٢٣)

اختبار تكرر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للداخلين في ظل جائحة الكورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الداخلين (التي تمثل عمليات شراء فقط غير مقترنة بعمليات بيع PBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window

Test (2) : Subsample 1- 7-day Window

Test (3) : Subsample 1- 20-day Window

Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window

Test (6) : Subsample 2- 7-day Window

Test (7) : Subsample 2- 20-day Window

Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.061 (-1.439)	-0.169** (-2.133)	-0.761*** (-2.902)	0.098 (1.573)	0.375** (2.343)	0.122 (1.393)	0.386** (2.358)	0.155 (0.845)
BID	-0.156 (-0.531)	-0.538 (-1.945)	-0.020 (-0.11)	0.776* (1.693)	0.417 (1.073)	-0.203 (-0.982)	0.383 (0.981)	0.987** (2.256)
ROA	0.095*** (3.778)	0.467*** (3.352)	0.533*** (3.392)	0.332 (1.053)	0.024 (1.00)	-0.021 (-0.630)	-0.395 (-1.731)	-1.147 (-1.894)
LEV	-0.002 (0.532)	-0.009 (-1.015)	-0.035 (-1.222)	-0.004 (-0.516)	-0.067 (-1.079)	-0.012 (-0.842)	-0.009 (-0.934)	-0.014* (-1.335)
SIZE	0.008 (1.247)	0.026** (2.154)	0.105*** (2.623)	-0.018* (-1.826)	-0.050** (-2.021)	-0.061** (-2.157)	-0.053 (-2.201)	-0.022 (-0.809)
F	3.645	3.547	3.696	2.086	3.213	2.172	3.180	3.376
sig	0.007	0.008	0.006	0.083	0.013	0.072	0.014	0.010
N	263	263	263	263	328	321	328	328
Adj. R <sup>2</sup>	0.39	0.37	0.39	0.17	0.26	0.14	0.26	0.28

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على التوالي. احتمالية (1) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى عمليات البيع الداخلي فقط غير مقترنة بعمليات شراء آني PST . بينما تشير العينة الفرعية (2) إلى عمليات شراء داخلي فقط غير مقترنة بعمليات بيع آني PBT.

**الاختبار الثالث:** حيث تم استخدام مقياس NIT % داخل معادلة الانحدار، وقد كانت النتائج مشابهة لنتائج الاختبار الأول، حيث كانت التعاملات بالبيع في ظل فترة كورونا توضح علاقة معنوية بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير عادية حيث جاء المتغير (INTERNAL\*BID) معنوي في ظل النافذتين الأولى والثانية (جدول رقم 24)، أما في ظل عمليات الشراء فلم يكن المتغير معنوي (جدول رقم 25)

جدول رقم (٢٤)

اختبار أثر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير المعدلة للداخلين (في ظل جائحة الكورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الداخلين  
التي تمثل نسبة صافي عمليات بيع NST%)

$$CAR1_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INTERNAL_{it} + \beta_6 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window

Test (2) : Subsample 1- 7-day Window

Test (6) : Subsample 2- 7-day Window

Test (3) : Subsample 1- 20-day Window

Test (7) : Subsample 2- 20-day Window

Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.007 (.085)	.081 (.561)	.310 (1.255)	.226 (.842)	-.273** (-2.018)	-.114 (-.901)	-.005 (-.076)	-.020 (-.550)
BID	-.299 (-1.152)	-1.776 (-5.27)	-7.647 (-1.329)	-2.947 (-.471)	6.540*** (3.713)	5.209*** (3.170)	.470 (.503)	.243 (.503)
ROA	.088*** (3.633)	.131*** (3.168)	-.009 (-.220)	.057*** (3.082)	.195 (.928)	.058 (.297)	.061 (.546)	-.034 (-.581)
LEV	.001 (.963)	.000 (.285)	.001 (.110)	.044 (.989)	-.004 (-.870)	.001 (.222)	-.003 (-1.302)	-.002 (-1.571)
SIZE	.000 (-.059)	.002 (.446)	-.077*** (-2.964)	.000 (-.052)	-.007 (-.657)	-.018* (-1.825)	.005 (.945)	.005 (1.610)
INTERNAL	.002 (.028)	.082 (.576)	.301 (1.234)	.251 (.948)	-.305*** (-2.637)	-.210* (-1.943)	.028 (.452)	.008 (.244)
INTERNAL*BID	-.271 (-1.137)	-1.602 (-4.75)	-7.467 (-1.295)	-2.876 (-.459)	6.779*** (3.794)	5.351*** (3.210)	.807 (.852)	.405 (.828)
F	2.436	2.008	1.965	2.121	3.201	3.020	2.399	2.481
sig	.025	.063	.069	.050	.004	.006	.027	.022
N	445	445	445	445	643	643	643	643
Adj. R <sup>2</sup>	.019	.013	.013	.015	.020	.018	.013	.014

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) الفترات الأخرى بخلاف كورونا، أما العينة (2) فتتمثل فترة كورونا وذلك بالنسبة للعمليات التي تمثل نسبة صافي عمليات البيع NST % .

جدول رقم (٢٥)

اختبار أثر عدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية للأخلاء (في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات الأخرى لعمليات الأبطالين  
(التي تمثل نسبة صافي عمليات شراء NBT %)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 INTERNAL_{it} + \beta_6 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window

Test (2) : Subsample 1- 7-day Window

Test (6) : Subsample 2- 7-day Window

Test (3) : Subsample 1- 20-day Window

Test (7) : Subsample 2- 20-day Window

Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.18 (-.148)	-0.42 (-.180)	-1.56 (-.218)	-2.70 (-1.115)	.026 (.321)	.008 (.097)	.440*** (2.585)	.177 (.877)
BID	1.710 (.746)	2.409 (.541)	-1.045 (-.077)	7.059 (1.540)	.389 (.342)	.453 (.400)	1.176 (.519)	-3.463 (-1.234)
ROA	.086*** (3.898)	.175*** (4.102)	.071** (2.335)	.021** (.039)	-.003 (-.035)	.433* (1.928)	.038* (1.802)	.206 (.855)
LEV	-.031 (-1.204)	-.136*** (-2.736)	-.287* (-1.895)	-.178*** (-3.487)	-.031 (-1.172)	-.001 (-.407)	.015** (2.514)	.005 (.076)
SIZE	.003 (.623)	.012 (1.246)	.475*** (3.651)	-.170*** (-2.730)	-.010 (-1.337)	-.012 (-1.538)	-.069*** (-4.489)	-.015 (-.813)
INTERNAL	-.002 (-.019)	.008 (.037)	-.264 (-3.376)	-7.131 (-1.534)	.083 (1.203)	.090 (1.323)	.015 (.107)	-.126 (-.743)
INTERNAL*BID	-1.606 (-.692)	-2.718 (-.602)	1.654 (.120)	-1.170 (-1.534)	-.452 (-.389)	-.486 (-.421)	-1.136 (-.492)	4.337 (1.517)
F	3.366	4.085	2.952	3.844	2.067	2.633	4.474	1.798
sig	.003	.001	.008	.001	.056	.016	.000	.098
N	336	336	336	329	507	507	500	507
Adj. R <sup>2</sup>	.041	.052	.034	.049	.012	.019	.040	.009

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على الترتيب الاحتمالية (t) ثم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) الفترات الأخرى بخلاف كورونا، أما العينة (2) فتمثل فترة كورونا وذلك بالنسبة للعمليات التي تمثل نسبة صافي عمليات شراء NBT %

ثانياً: اختبار استخدام دور المسؤولية الاجتماعية للشركات في الحد من استخدام عدم تماثل المعلومات من قبل الداخلين لتحقيق عوائد غير عادية في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى (إعادة اختبار فرض الدراسة الثاني في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى).

لاختبار الفرض: تم تقسيم العينة إلى عینتين فرعيتين الأولى تعبر عن الفترات بخلاف فترة الكورونا، والثانية تعبر عن فترة جائحة كورونا، باستخدام نموذج الانحدار بالمعادلة رقم (10) على مستوى العينة ككل، وتشير النتائج (جدول رقم 26) إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يحد من التأثير المعنوي لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية في فترات كورونا في النافذتين (3، 7 أيام)، ولم تكن تلك العلاقات معنوية في ظل الفترات الأخرى بخلاف كورونا في أي من النوافذ.

جدول نتائج رقم (٢٦)  
اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية غير العادية (في ظل فترات الكورونا مقابل الفترات الأخرى)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 SOCIAL_{it} * BID_{it} + \epsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window  
Test (2) : Subsample 1- 7-day Window  
Test (3) : Subsample 1- 20-day Window  
Test (4) : Subsample 1- 30-day Window  
Test (5) : Subsample 2- 3-day Window  
Test (6) : Subsample 2- 7-day Window  
Test (7) : Subsample 2- 20-day Window  
Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.021 (1.010)	-.016 (-.385)	-.081 (-.724)	.065 (1.458)	.060 (.924)	-.126** (-2.078)	.046 (1.461)	.033* (1.787)
BID	.159 (1.189)	-.060 (-.230)	.688 (.961)	.255 (.892)	.643*** (2.813)	.479** (2.196)	.244** (2.175)	.116* (1.743)
ROA	-.118 (-1.042)	-.116 (-.528)	-.013 (-.021)	.378 (1.568)	-.326 (-1.624)	-.073 (-.378)	.027 (.269)	.086 (1.459)
LEV	.001 (1.183)	.001 (.301)	.000 (.051)	.002 (.892)	.004 (1.253)	-.002 (-.642)	.001 (.644)	.001 (1.335)
SIZE	-.006 (-1.720)	-.001 (-.132)	-.004 (-.246)	-.014** (-2.014)	-.013 (-1.282)	.019** (2.072)	-.006 (-1.259)	-.005* (-1.752)
SOCIAL	.021** (2.421)	.035** (2.021)	.117*** (2.486)	.041** (2.188)	.040* (1.868)	.027** (1.336)	.004 (.428)	-.002 (-.391)
SOCIAL*BID	-.154 (-.816)	-.086 (-.232)	-.701 (-.690)	-.169 (-.419)	-.812*** (-2.199)	-.1302*** (-3.745)	-.278 (-1.555)	-.032 (-.302)
F	1.845	1.846	1.898	2.077	2.463	3.129	2.120	2.466
sig	.088	.088	.079	.054	.023	.005	.049	.022
N	782	782	782	774	1160	1160	1160	1152
Adj. R <sup>2</sup>	.001	.001	.001	.001	.008	.011	.001	.001

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على التوالي. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) إلى الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار العمليات الداخلية أثناء فترة كورونا وذلك على مستوى العينة ككل.
- ولاختبار الفرضين الفرعيين H3-2a، H3-2b تم ذلك من خلال ثلاث مقاييس للتعاملات الداخلية على مستوى البيع ومستوى الشراء.



الاختبار الأول: تقسيم العمليات الداخلية إلى صافي عمليات بيع NST وصافي عمليات شراء NBT. وقد أشارت النتائج على مستوى عمليات البيع الداخلي إلى أن المسؤولية الاجتماعية أدت إلى تخفيض استخدام عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للداخلين (في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات في ظل فترات الكورونا في الثلاث نوافذ (3، 7، 20 يوم)، ولم تكن النتيجة معنوية في ظل النافذة الأطول (30يوم). ولم يكن هناك تأثير معنوي في ظل الفترات الأخرى بخلاف كورونا<sup>(6)</sup> (جدول نتائج رقم 27)

جدول نتائج رقم (27)

اختبار الأكثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للداخلين (في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الداخلين التي تمثل صافي عمليات بيع)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 SOCIAL_{it} * BID_{it} + \epsilon_{it}$$

Test(1): Subsample 1- 3-day Window  
Test(2): Subsample 1- 7-day Window  
Test(3): Subsample 1- 20-day Window  
Test(4): Subsample 1- 30-day Window

Test(5): Subsample 2- 3-day Window  
Test(6): Subsample 2- 7-day Window  
Test(7): Subsample 2- 20-day Window  
Test(8): Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.007 (.385)	.010 (.333)	.000 (-.006)	-.020 (-.330)	.012 (.635)	-.006 (-.214)	-.131** (-2.099)	-.031 (-.497)
BID	-.023 (-.208)	-.131 (-.684)	.263 (.806)	.453 (1.273)	.186*** (2.723)	.366*** (3.428)	.211 (.828)	.517** (2.073)
ROA	.142*** (3.235)	.225*** (2.990)	.742*** (2.201)	.703** (1.917)	.031 (.548)	-.086 (-.988)	-.022 (-.196)	.237*** (3.808)
LEV	.031** (2.148)	.030 (1.213)	.000 (.004)	.001 (.273)	.001 (1.042)	.001 (.614)	.001 (.021)	.020 (.637)
SIZE	-.003 (-.429)	-.003 (-.429)	-.004 (-.493)	-.003 (-.280)	-.003 (-.893)	-.002 (-.375)	.024*** (2.592)	.006 (.598)
SOCIAL	-.004 (-.563)	.002 (.158)	.047** (2.194)	.055** (2.321)	.006 (.882)	.027** (2.395)	.027 (1.070)	.001 (.022)
SOCIAL*BID	.013 (.088)	-.055 (-.223)	-1.048** (-2.454)	-1.140** (-2.453)	-.287** (-2.004)	-.539** (-2.416)	-2.012*** (-3.859)	-.539 (-.997)
F	3.078	2.237	2.092	1.961	2.430	2.693	3.922	2.816
sig	.006	.039	.053	.070	.025	.014	.001	.010
N	445	445	444	444	643	643	643	639
Adj. R <sup>2</sup>	.027	.016	.015	.013	.013	.016	.027	.017

\*\*\*، \*\*، \*، \*\*\*\* تمثل معنوية عند 10٪، 5٪، 1٪، 0.1٪ على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) إلى صافي عمليات البيع الداخلي أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى صافي عمليات البيع الداخلي أثناء جائحة كورونا.

(6) على الرغم من أن اختبار نافذتي 20، 30 يوم في ظل فترات غير كورونا كان معامل (SOCIAL\*BID) معنويًا إلا أن النموذج ككل كان معنويًا فقط عند مستوى معنوية 10% حيث كانت إحصائية (F) 2.092 ، 1.961 على التوالي، بمستوى معنوية 0.053 ، 0.070. على التوالي.

أما على مستوى عمليات الشراء الداخلي فلم تكن أي من النتائج معنوية (جدول نتائج رقم 28) حيث لم تظهر النتائج مسبقاً استغلال المشتريين الداخليين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية سواء في فترة جائحة كورونا أو الفترات الأخرى<sup>(7)</sup>، وبالتالي لم تظهر النتائج تأثيراً معنوياً للمسؤولية الاجتماعية للحد من ذلك السلوك.

جدول نتائج رقم (28)

اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للاختبارين (في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات الأخرى لمعاملات الداخلين التي تمثل صافي عمليات شراء)

$$CAR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 BID_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 SOCIAL_{i,t} + \beta_6 SOCIAL_{i,t} * BID_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window  
Test (2) : Subsample 1- 7-day Window  
Test (3) : Subsample 1- 20-day Window  
Test (4) : Subsample 1- 30-day Window

Test (5) : Subsample 2- 3-day Window  
Test (6) : Subsample 2- 7-day Window  
Test (7) : Subsample 2- 20-day Window  
Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.076*** (3.539)	.169** (2.517)	-.228 (-1.058)	.157** (2.452)	.047 (1.649)	.075 (1.617)	.006 (.058)	.008 (.065)
BID	.248 (1.568)	-.056 (-.116)	.369 (.230)	-.110 (-.228)	-.086 (-.803)	-.100 (-.571)	.592 (1.283)	1.501*** (2.913)
ROA	.001 (.011)	1.628** (2.085)	.490*** (3.790)	.004 (.712)	.313** (2.525)	.402* (1.967)	.596*** (3.592)	.000 (.445)
LEV	.003 (1.583)	.006 (.930)	-.253* (-1.664)	.010 (.226)	.423*** (3.123)	-.002 (-.897)	-.030 (-.511)	.010 (.158)
SIZE	-.014*** (-4.020)	-.030*** (-2.688)	.031 (.886)	-.026** (-2.541)	-.006 (-1.305)	-.007 (-.968)	-.002 (-.140)	-.016 (-.821)
SOCIAL	.019* (1.696)	.006 (.188)	.127 (1.146)	.013 (.379)	-.016* (-1.928)	-.013 (-.977)	.033 (.984)	.086** (2.290)
SOCIAL*BID	-.138 (-1.554)	.390 (1.151)	.833 (3.223)	1.490* (1.935)	.001 (.470)	.279 (1.251)	-.923 (-1.601)	-1.391** (-2.135)
F	3.149	2.794	3.720	2.589	3.225	2.246	2.917	2.052
sig	.005	.012	.001	.018	.005	.038	.008	.057
N	336	336	336	329	507	507	507	502
Adj. R <sup>2</sup>	.035	.032	.046	.027	.026	.015	.022	.012

\*\*\*, \*\*, \*، تمثل معنوية عند 1٪، 5٪، 10٪ على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) في هذا الاختبار إلى صافي عمليات الشراء الداخلي أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) إلى صافي عمليات الشراء الداخلي أثناء جائحة كورونا.

<sup>(7)</sup> أظهرت نتائج النافذة 30 يوم وجود تأثير معنوي غير أن النموذج لكل كان معوياً فقط عند مستوى 10% حيث جاءت احصائية F (2.052) بمستوى معنوية (.057).

الاختبار الثاني: حيث تم تقسيم العينة إلى عينتين الأولى تمثل عمليات بيع فقط PST (غير مقترنة بعمليات شراء آنية)، والثانية عمليات شراء فقط PBT (غير مقترنة بعمليات بيع آنية)، وقد أظهرت النتائج على مستوى عمليات البيع في ظل جائحة كورونا أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى الحد من استخدام عدم تماثل المعلومات لتجنب الخسائر من خلال البيع الداخلي، في النافذتين (7، 20) غير أن النتائج لم تكن معنوية في ظل النافذتين (3، 30). بينما لم تكن النتائج معنوية في ظل الفترات الأخرى بخلاف فترة الكورونا.

جدول نتائج رقم (٢٩)

اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والحوافز غير العادية للائجلين (في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الـ ١٠٪ الداخلي التي تمثل عمليات بيع فقط غير مقترنة بشراء آني PST)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 SOCIAL_{it} * BID_{it} + e_{it}$$

Test(1): Subsample 1- 3-day Window  
Test(2): Subsample 1- 7-day Window  
Test(3): Subsample 1- 20-day Window  
Test(4): Subsample 1- 30-day Window  
Test(5): Subsample 2- 3-day Window  
Test(6): Subsample 2- 7-day Window  
Test(7): Subsample 2- 20-day Window  
Test(8): Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.12 (-.391)	-0.64 (-1.303)	-0.27 (-.344)	-0.67 (-1.724)	.001 (.050)	-.002 (-.034)	-.257*** (-3.149)	.009 (.105)
BID	.102 (.636)	.247 (.932)	.744* (1.699)	.701 (1.401)	.479*** (4.624)	.843*** (4.209)	1.528*** (4.323)	1.422*** (4.075)
ROA	.028* (1.704)	.137*** (2.837)	.897*** (3.646)	.634*** (3.310)	.008 (.137)	-.107 (-1.959)	-.298 (-1.486)	-.411** (-2.146)
LEV	-.043** (-2.522)	.025 (.909)	-.001 (-.376)	-.030 (-.575)	.003** (2.131)	.004 (1.390)	.005 (1.176)	.013*** (3.055)
SIZE	.001 (.105)	.009 (.981)	.001 (.095)	-1.492** (-2.137)	-.002 (-.544)	-.003 (-.442)	.035*** (2.917)	-.006 (-.497)
SOCIAL	-.008 (-.743)	.006 (.317)	.018* (.623)	.047 (1.409)	.002 (.287)	.024 (1.470)	.103*** (3.530)	.033 (1.185)
SOCIAL*BID	-.080 (-3.57)	-.518 (-1.405)	-1.015* (-1.666)	.010 (.626)	-.324* (-1.816)	-.849** (-2.459)	3.733*** (6.001)	-.444 (-6.650)
F	2.377	2.405	2.109	2.686	5.217	3.891	8.822	4.757
sig	.030	.028	.053	.015	.000	.001	.000	.000
N	267	267	266	266	417	417	417	415
Adj. R <sup>2</sup>	.030	.031	.024	.037	.057	.041	.101	.052

\*, \*\*, \*\*\* تمثل معنوية عند 10٪، 5٪، 1٪ على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) المعاملات الداخلية أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) العمليات أثناء جائحة كورونا وذلك لتعاملات البيع فقط غير المقترنة بعمليات شراء آني PST.

أما على مستوى عمليات الشراء الداخلي فلم تكن أي من النتائج معنوية (جدول نتائج رقم 30) إلا أنه في ظل جائحة كورونا أدى الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية إلى الحد من العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والمكاسب غير العادية في النافذة (30 يوم فقط) وكان النموذج ككل معنوي عند مستوى 5%، ولا تتسق تلك النتيجة مع نتيجة الاختبار السابق حيث كانت معاملات عمليات الشراء غير معنوية في جميع النوافذ. الأمر الذي يتطلب إجراء اختبار إضافي لذلك المقياس.

جدول نتائج رقم (30)

اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للأحليلين (في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الأحليلين التي تمثل عمليات شراء فقط غير مقترنة بعمليات بيع أي PBT)

$$CAR_{it,t+30} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 SOCIAL_{it} * BID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window  
 Test (2) : Subsample 1- 7-day Window  
 Test (3) : Subsample 1- 20-day Window  
 Test (4) : Subsample 1- 30-day Window  
 Test (5) : Subsample 2- 3-day Window  
 Test (6) : Subsample 2- 7-day Window  
 Test (7) : Subsample 2- 20-day Window  
 Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.001 (-.030)	-0.030 (-.564)	-.406 (-1.404)	.218*** (3.149)	.088 (1.150)	.044 (.432)	.326 (1.639)	.104 (.471)
BID	-.347 (-.822)	-1.291 (-1.572)	-.945 (-3.60)	-.388 (-.598)	-.207 (-.908)	-.361 (-1.189)	1.113** (1.969)	2.141*** (3.398)
ROA	.101*** (4.017)	.484*** (3.451)	.575*** (3.672)	1.898*** (2.305)	-.010 (-.843)	-.038 (-1.160)	-.621 (.289)	-1.578** (-2.421)
LEV	-.029 (-1.028)	-.068 (-1.258)	-.347** (-1.986)	-.008 (-1.162)	-.007 (-.294)	.003 (.203)	-.008 (.381)	-.014 (-1.310)
SIZE	.398 (.734)	1.460 (1.381)	2.150 (.638)	-.033*** (-2.983)	-.001*** (-3.165)	-.001** (-2.438)	-.049 (-1.631)	-.023 (-.687)
SOCIAL	.022 (.993)	.004 (.085)	.115 (.823)	.004 (.109)	-.011 (-.597)	-.025 (-1.027)	.051 (1.070)	.096* (1.800)
SOCIAL*BID	-.001 (-.088)	.012 (.846)	.062 (1.389)	.080 (.793)	.285 (1.044)	.229 (.630)	-1.209* (-1.775)	-1.927** (-2.537)
F	3.766	3.381	3.716	3.926	2.080	1.799	2.661	3.355
sig	.001	.003	.001	.001	.055	.099	.016	.003
N	263	263	263	257	325	325	328	328
Adj. R <sup>2</sup>	.059	.052	.058	.064	.020	.015	.029	.041

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على الترتيب. إحصائية (F) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
  - تشير العينة الفرعية (1) إلى العمليات أثناء الفترات بخلاف كورونا، بينما تشير العينة الفرعية (2) إلى العمليات أثناء فترة كورونا، وذلك بالنسبة لتعاملات الشراء فقط غير المرتبطة بعمليات بيع أي PBT.
- اختبار إضافي: تم إعادة الاختبار وفقاً لنفس المقياس مع إدخال متغير COVID كمتغير معدل لأثر التفاعل بين المسؤولية الاجتماعية وعدم تماثل المعلومات على العوائد غير العادية لكل نافذة من النوافذ الأربعة، ويقاس ذلك الاختبار الأثر المقارن لكورونا مقارنة

بفترات غير الكورونا، حيث كان المقياس السابق يقيس أثر فترة كورونا كعينة مستقلة عن الفترات الأخرى من خلال تقسيم العينة لعينتين فرعيتين. وقد تم إجراء هذا الاختبار باستخدام معادلة الانحدار التالية:

$$\begin{aligned} CAR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{iq} + \beta_3 LEV_{iq} + \beta_4 SIZE_{iq} + \beta_5 SOCIAL_{ip} + \\ & \beta_6 COVID + \beta_7 SOCIAL_{ip} * BID_{it} + \beta_8 COVID * BID_{it} + \\ & \beta_9 COVID * SOCIAL_{ip} + \\ & \beta_{10} COVID * SOCIAL_{ip} * BID_{it} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (13) \end{aligned}$$

وقد أشارت النتائج بالنسبة لعمليات البيع من قبل الداخلين، إلى أن المتغير التفاعلي (COVID\* BID\* SOCIAL) لم يكن معنوياً في تأثيره على العوائد غير العادية للداخلين البائعين والمشتريين في أي من النوافذ الأربعة بما يشير إلى أن المسؤولية الاجتماعية لم يختلف تأثيرها بصورة معنوية في ظل فترة الكورونا مقارنة بالفترات الأخرى في الحد من استخدام عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية للبائعين الداخلين أو للمشتريين الداخلين (جدول نتائج رقم 31).

جدول نتائج رقم (31)

اختبار أثر المتغير المعدل COVID على علاقة المتغير التفاعلي بين المسؤولية الاجتماعية وعدم تماثل المعلومات بالعوائد غير العادية للاختبارين (مع تقسيم العينة إلى عمليات بيع فقط غير مقترنة بشراء أي PST، وعمليات شراء فقط غير مرتبطة ببيع أي PBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 COVID + \beta_7 SOCIAL_{it} * BID_{it} + \beta_8 COVID * BID_{it} + \beta_9 COVID * SOCIAL_{it} + \beta_{10} COVID * SOCIAL_{it} * BID_{it} + \varepsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window  
 Test (2) : Subsample 1- 7-day Window  
 Test (3) : Subsample 1- 20-day Window  
 Test (4) : Subsample 1- 30-day Window  
 Test (5) : Subsample 2- 3-day Window  
 Test (6) : Subsample 2- 7-day Window  
 Test (7) : Subsample 2- 20-day Window  
 Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.08 (-433)	-0.29 (-925)	-0.29 (-477)	-0.17 (-260)	0.69** (2.924)	0.33 (.872)	-1.36 (-739)	1.77** (2.128)
BID	.251 (1.561)	.540** (1.974)	1.057** (2.136)	1.331** (2.087)	-.196 (-.928)	-.161 (-.477)	-.047 (-.029)	-.145 (-1.96)
ROA	.018 (.355)	-.019 (-.222)	-.084 (-1.555)	-.190 (-1.156)	.118 (1.211)	.076 (.491)	-.921 (1.202)	-.276 (-807)
LEV	.001* (1.947)	.002 (1.489)	.001 (.460)	.005** (2.032)	.002 (.914)	-.002 (-.526)	-.208** (-2.235)	-.012* (-1.857)
SIZE	.001 (.391)	.003 (.657)	.000 (.028)	.000 (.045)	-.010*** (-2.870)	-.005 (-.793)	.010 (.361)	-.026** (-2.038)
SOCIAL	.002 (.221)	.024 (1.560)	1.281** (2.182)	.014 (.458)	-.002 (-.210)	.004 (.225)	.192** (2.210)	.022 (.569)
COVID	.661 (3.529)	1.502*** (4.708)	.012 (.352)	.018 (.483)	.016 (1.252)	.048** (2.266)	.163 (1.590)	-.035 (-.757)
SOCIAL*BID	-.350 (-2.479)	-.953*** (-3.956)	-1.643*** (-3.512)	-.772 (-1.518)	.314 (1.389)	.207 (.575)	.161 (.091)	-2.428** (-2.263)
BID*COVID	-.034 (-.171)	-.299 (-878)	-.065 (-1.05)	.346 (.517)	-.065 (-2.45)	-.245 (-575)	1.221 (.589)	1.333 (1.396)
COVID*SOCIAL	-.031 (-2.406)	-.067*** (-3.074)	-.026 (-.674)	-.036 (-.837)	-.010 (-.620)	-.024 (-.911)	-.160 (-1.252)	.053 (.912)
BID*COVID*SOCI L	.005 (.447)	.017 (.864)	.044 (1.595)	.531 (.984)	.152 (.505)	.176 (.367)	-1.235 (-523)	1.294 (1.636)
F	5.074	6.000	5.295	4.110	2.337	1.694	2.765	1.982
sig.	.000	.000	.000	.000	.011	.079	.002	.033
N	684	684	684	682	592	592	592	584
Adj. R <sup>2</sup>	.056	.068	.059	.044	.022	.012	.029	.017

\*, \*\*, \*\*\* تمثل معنوية عند 10٪، 5٪، 1٪ على الترتيب. احتمالية (t) تم وضعها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) إلى عمليات بيع داخلي فقط (غير مقترنة بشراء أي) PST. بينما تشير العينة الفرعية (2) في هذا الاختبار إلى عمليات شراء داخلي فقط (غير مقترنة ببيع أي) PBT.

الاختبار الثالث: من خلال ادخال المقياس الثالث لتعاملات الداخلين NIT % إلى معادلة الانحدار (معادلة رقم 11)، وتشير النتائج المتعلقة بعمليات البيع إلى معنوية المتغير محل الاختبار (SOCIAL\*INTERNAL\*BID) في النوافذ الأربعة في ظل فترات كورونا، وعدم معنويتها في ظل الفترات الأخرى بخلاف الكورونا (جدول رقم 32)

جدول نتائج رقم (32)  
اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والعوائد غير العادية للداخلين (في ظل جائحة كورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الداخلين التي تمثل نسبة صافي عمليات البيع (%NST))

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 BID_{it} * SOCIAL_{it} + \beta_7 INTERNAL_{it} + \beta_8 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \beta_9 INTERNAL_{it} * SOCIAL_{it} + \beta_{10} INTERNAL_{it} * BID_{it} * SOCIAL_{it} + \epsilon_{it}$$

Test (1) : Subsample 1- 3-day Window      Test (5) : Subsample 2- 3-day Window  
Test (2) : Subsample 1- 7-day Window      Test (6) : Subsample 2- 7-day Window  
Test (3) : Subsample 1- 20-day Window      Test (7) : Subsample 2- 20-day Window  
Test (4) : Subsample 1- 30-day Window      Test (8) : Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	-0.02 (-0.021)	.241 (1.231)	.755 (2.258)	.457 (1.257)	-.018 (-.415)	-.057 (-.663)	.029 (.193)	.208 (.204)
BID	-.006 (.003)	-4.185 (-1.066)	-14.547 (-2.168)	-6.152 (-.840)	-.022 (-.044)	-.109 (-.112)	-4.786*** (-2.806)	-2.535 (-1.134)
ROA	.034** (2.341)	.002 (.454)	.908 (2.619)	.877** (2.237)	.046 (.774)	-.040 (-.350)	-.040 (-.200)	-1.178 (-.902)
LEV	-.003 (-.824)	.000 (-.002)	.001 (.250)	.059 (1.180)	.003** (2.287)	.005** (2.112)	.002 (.441)	.011*** (2.652)
SIZE	-.066*** (-4.126)	-.102*** (-3.690)	-.006 (-.684)	-.011 (-.942)	-.002 (-.716)	-.001 (-.129)	.028*** (2.723)	-.008 (-.752)
SOCIAL	.013 (.203)	-.129 (-1.201)	-.345* (-1.839)	-.178 (-.872)	.039 (1.075)	.059 (.850)	.070 (.582)	-.004 (-.032)
SOCIAL*BID	.090 (.441)	.101 (.286)	-.473 (-.789)	-.422 (-.648)	-.556*** (-3.346)	-1.168*** (-3.651)	-2.995*** (-5.352)	-1.120* (-1.918)
INTERNAL	-.006 (-.053)	.252 (1.306)	.762** (2.300)	.477 (1.321)	-.040 (-.998)	-.080 (-1.037)	.163 (1.203)	.117 (.786)
INTERNAL*BID	-.053 (-.023)	-4.230 (-1.075)	-15.107** (-2.245)	-6.932 (-.944)	-.071 (-.137)	-.171 (-1.172)	-4.650*** (-2.677)	-2.387 (-1.055)
INTERNAL*SOCIAL	.012 (.194)	-.146 (-1.344)	-.417** (-2.187)	-.259 (-1.248)	.061 (1.643)	.108 (1.504)	.123 (.978)	.073 (.585)
INTERNAL*BID.SOCIAL	.199 (.759)	.546 (1.216)	1.032 (1.347)	1.200 (1.427)	-.654*** (-3.875)	-1.537*** (-4.725)	-2.292*** (-4.030)	-2.178*** (-3.823)
F	2.586	1.895	2.025	1.716	3.578	4.141	5.415	2.377
sig	.005	.044	.029	.075	.000	.000	.000	.009
N	445	445	444	444	643	643	643	639
Adj. R <sup>2</sup>	.034	.020	.023	.016	.039	.047	.064	.021

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على الترتيب احصائية (t) ثم وضعتها بين قوسين

- يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات
- تشير العينة الفرعية (1) المعاملات الداخلية أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) العمليات أثناء جائحة كورونا وذلك لتعاملات التي تمثل نسبة صافي البيع %NST.

أما على مستوى عمليات الشراء الداخلي فلم تكن أي من النتائج معنوية (جدول نتائج رقم 33)، ويتسق ذلك مع النتائج السابقة بأن مشتريات الداخلين لم تكن انتهائية من خلال استغلال عدم تماثل المعلومات، ومن ثم فلم يتضح وجود تأثير معنوي للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على تلك العلاقة سواء في فترة الكورونا أو في غير فترة كورونا.

جدول نتائج رقم (33)

اختبار الأثر المعدل للمسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات والموائد غير المعادة للداخلين (في ظل فترات الكورونا مقابل الفترات الأخرى لتعاملات الداخلين التي تمثل نسبة صافي الشراء %NBT)

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BID_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SOCIAL_{it} + \beta_6 BID_{it} * SOCIAL_{it} + \beta_7 INTERNAL_{it} + \beta_8 INTERNAL_{it} * BID_{it} + \beta_9 INTERNAL_{it} * SOCIAL_{it} + \beta_{10} INTERNAL_{it} * BID_{it} * SOCIAL_{it} + \epsilon_{it}$$

Test(1): Subsample 1- 3-day Window      Test(5): Subsample 2- 3-day Window  
 Test(2): Subsample 1- 7-day Window      Test(6): Subsample 2- 7-day Window  
 Test(3): Subsample 1- 20-day Window      Test(7): Subsample 2- 20-day Window  
 Test(4): Subsample 1- 30-day Window      Test(8): Subsample 2- 30-day Window

Dependent Variable	Test (1)	Test (2)	Test (3)	Test (4)	Test (5)	Test (6)	Test (7)	Test (8)
(Constant)	.041 (.295)	.099 (.364)	.141 (.170)	.100 (.403)	.031 (.479)	.024 (.218)	.067 (.279)	.235 (.867)
BID	1.854 (.772)	1.328 (.282)	-2.360 (-1.165)	1.284 (.302)	.550 (.681)	.089 (.065)	-1.998 (-6.64)	-4.023 (-1.211)
ROA	.088*** (4.021)	.177*** (4.131)	.490*** (3.766)	.344 (.974)	.067** (2.521)	.597** (2.325)	-.034 (-.560)	-.496 (-.789)
LEV	-.024 (-.917)	.006 (.484)	-.266* (-1.715)	.006 (.915)	.024 (1.471)	-.001 (-.395)	-.586*** (-3.522)	.004 (.460)
SIZE	-.005 (-.854)	-.137*** (-2.685)	.032 (.910)	-.029*** (-2.616)	-.010** (-2.207)	-.009 (-1.102)	.001 (.048)	-.020 (-.942)
SOCIAL	-.011 (-.090)	-.176 (-1.758)	-.149 (-.211)	.133 (.612)	.027 (.556)	-.054 (-.657)	-.019 (-.104)	.041 (.203)
SOCIAL*BID	-.285 (-.192)	1.861 (638)	5.368 (.606)	2.797 (1.037)	-.229 (-.719)	.560 (1.091)	-.210 (-.177)	-.473 (-.377)
INTERNAL	-.025 (-.183)	-.101 (-.381)	-.376 (-1.464)	.064 (.267)	.047 (.769)	.060 (.583)	-.092 (-.404)	-.229 (-.911)
INTERNAL*BID	-1.755 (-.718)	-1.619 (-.338)	2.756 (.189)	-1.322 (-.306)	-.927 (-1.108)	-.098 (-.070)	2.903 (.923)	6.171* (1.759)
INTERNAL*SOCIAL	.045 (.369)	.213 (.889)	.297 (.409)	-.122 (-.549)	-.022 (-.422)	.048 (.565)	.070 (.366)	.096 (.459)
INTERNAL*BID.SOCIAL	.275 (.174)	-1.975 (-6.37)	-4.925 (-5.23)	-1.360 (-4.79)	.043 (.118)	-.561 (-9.47)	-1.120 (-8.25)	-1.868 (-1.289)
F	2.841	2.660	2.298	1.904	3.824	1.757	1.980	2.209
sig.	.002	.004	.013	.044	.000	.066	.034	.016
N	336	336	336	329	504	507	504	507
Adj. R <sup>2</sup>	.052	.047	.037	.027	.053	.015	.019	.023

\*\*\*, \*\*, \* تمثل معنوية عند 1%, 5%, 10% على الترتيب. إحصائية (t) تم وضعها بين قوسين

• يرجع لجدول رقم (2) لتعريف المتغيرات

تشير العينة الفرعية (1) إلى العمليات أثناء الفترات بخلاف كورونا. بينما تشير العينة الفرعية (2) إلى العمليات أثناء فترة كورونا، وذلك بالنسبة لتعاملات التي تمثل نسبة صافي الشراء %NBT.



وبذلك جاءت نتائج الاختبارات فيما يتعلق بالفرض الثالث، والمتعلقة باستغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، ودور المسؤولية الاجتماعية في ظل كورونا كما يلي:

-فيما يتعلق باستغلال الداخليين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية خلال فترة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى (الفرض H3-1)، فقد أشارت الدراسات أن الداخليين يستطيعون تحقيق عوائد غير عادية بصفة عامة في ظل جائحة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى، وأن تلك العوائد كانت في حالات البيع وليس في حالات الشراء، حيث أشار المقياس الأول لتعاملات بيع الداخليين (NST) والمقياس الثالث (NST%) تحقيق البائعين لعوائد غير عادية (تجنب خسارة) فقط في النافذتين القصيرتين (3، 7 أيام). بينما أشار المقياس الثالث (PST) إلى تحقيق عوائد غير عادية معنوية للبائعين في الأربع نوافذ وحتى في ظل استخدام الاختبار الإضافي للمقياس الثاني تم التأكيد على نفس النتيجة.

-أما بما يتعلق بدور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية في الحد من الاستغلال الانتهازي لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية للداخليين خلال فترة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى (فرض H3-2) فقد أشارت نتائج الاختبارات باستخدام المقاييس الثلاثة إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يحد من السلوك الانتهازي للبائعين لاستغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية على الأقل في نافذتين من النوافذ الأربعة، غير أن النتيجة لم تكن معنوية باستخدام الاختبار الإضافي للمقياس الثاني، وبالتالي يمكن القول أن دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لتعاملات البائعين الداخليين قد تم إثباته لكن ليس بصورة قوية في ظل أحد الاختبارات البديلة. أما فيما يتعلق بتعاملات المشتريين فلم يكن لهم استغلال لعدم تماثل المعلومات وبالتالي لم يكن للإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية دوراً مؤثراً من واقع الاختبارات.

## 7-2-5 مناقشة وتفسير النتائج:

أظهرت النتائج أن العوائد غير العادية للداخلين على مستوى العينة ككل كانت مدفوعة باستخدام عدم تماثل المعلومات، وبتقسيم العينة إلى عمليات شراء وعمليات بيع باستخدام المقاييس الثلاثة البديلة، اتضح أن عمليات بيع الداخلين فقط هي التي كانت مدفوعة باستغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق العوائد غير العاية، أما عمليات الشراء فلم تكن انتهازية أو محفوزة باستغلال عدم تماثل المعلومات (فرض الدراسة الأول)، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Karamanou et al., 2021; Chiang et al., 2017) وتتعارض تلك النتيجة مع نتائج دراسات (katselas, 2018; Tartaroglu and Imho, 2017) والتي ترى أن عمليات الشراء هي الأكثر انتهازية من عمليات البيع، ذلك لأن هناك العديد من الدوافع التي يمكن أن تقف خلف عمليات البيع مثل الدافع للتنوع أو للسيولة وليس فقط الدافع للربحية. إن عدم التماثل في النتائج فيما يتعلق بسلوك الداخلين البائعين والمشتريين، ثم تأييده من قبل العديد من الدراسات السابقة مثل (Tan and Xin, 2023)، حيث تختلف الدوافع التي تقف وراء عمليات البيع وعمليات الشراء، فقد تكون عمليات البيع ناتجة عن الدافع للتنوع، أو الدافع لتجنب الخسائر الناتجة عن خطر انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل، أما دوافع المشترين فقد تكون راجعة لإضفاء الثقة على أسهم شركاتهم من خلال توصيل إشارة إلى السوق بوجود معلومات تفاؤلية حول مستقبل الأسهم، أو قد تكون راجعة إلى دافع تحقيق مكاسب غير عادية. ولتحليل ذلك الاختلاف قام الباحث بتحليل نتائج عمليات الشراء والبيع في ظل أزمة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى، كأحد العوامل التي ترتبط بفترة عدم تأكد والتي قد تدفع الداخلين للتعامل على أسعار الأسهم إما لاغتنام فرص أو لتجنب تهديدات. وتوصلت الدراسة إلى أن عمليات البيع والشراء للداخلين في البورصة المصرية لم تكن انتهازية

بصفة عامة إلا في حالات البيع في ظل جائحة كورونا (فرض الدراسة الثالث- أولاً)، ويمكن تفسير ذلك من خلال النقاط التالية:

- أن القواعد الموضوعية من البورصة للحد من الممارسات الانتهازية للتداول الداخلي في الفترات الأخيرة كان لها تأثير إيجابي على عدم قيام الداخلين بصفة عامة بذلك السلوك. إذ ترتب على تلك الإجراءات ارتفاع درجة المخاطر بالنسبة للداخلين (مخاطر الاكتشاف وفرض العقوبات)، وهو ما أشار إليه (Fu et al., 2020) من أن سلوك تداول الداخلين يتسم بالعشوائية ولا يوجد له نمط منتظم كلما ارتفعت مخاطر التقاضي وانخفض الدافع لدى الداخلين لتحقيق العوائد غير العادية من التعاملات على الأسهم. وأكدت نتائج دراسة (Adhikari et al. 2022) على ذلك حيث توصلت إلى أن الانخفاض في مخاطر التقاضي يشجع الداخلين على التجارة بشكل أكثر انتهازية وبتوقيت أكثر خطورة لتحقيق عوائد غير عادية أكبر خاصة المتعلقة بالبيع الداخلي لتجنب الخسارة. ويتسق ذلك أيضاً مع نتائج دراسة (Kallunki et al. 2018)، والتي أشارت إلى أن الداخلين يسعون للبيع لتجنب الخسائر، خاصة كلما زادت درجة تقبلهم لمخاطر اكتشاف تلك الممارسات. إضافة إلى أنه خلال فترة الكورونا انخفضت القدرات المالية والتنظيمية لدى الدول-خاصة النامية- على إنفاذ الرقابة اللازمة على تعاملات الداخلين الانتهازية (Chitimira, 2023)، وبالتالي تتخفف تكلفة مخاطر الاكتشاف.

وبالتالي جاءت نتائج الدراسة متسقة مع هذه الفرضية التفسيرية، إذ أن تكلفة التداول الداخلي الانتهازي (اكتشافها وفرض العقوبات) أكبر من العوائد التي تتحقق منها، غير أن الداخلين يكون الميل الحدي لديهم لتحمل مخاطر تبعات ذلك السلوك تكون أعلى في ظل فترة كورونا، عندما يكون لديهم توقع بحدوث خسائر متوقعة، الأمر الذي يدفعهم للبيع، وليس عندما يكون لديهم التوقع بتحقيق مكاسب متوقعة لاتخاذ قرار الشراء (أي

- الأهمية النسبية لتجنب الخسائر كدافع للتعامل الانتهازي أعلى من الأهمية النسبية لتحقيق مكاسب، ويظهر ذلك بصورة أكبر في فترات الأزمات)، بمعنى أن:
- الداخليون البائعون يتحملون المخاطر باستغلال المعلومات الداخلية لتجنب الخسائر غير العادية وذلك في ظل فترات الأزمات، ولا يتحملون تلك المخاطر في ظل الفترات الأخرى (إذ أنه في فترات الأزمات تنخفض قدرة الجهات التنظيمية على الرقابة اللازمة (Chitimira, 2023).
  - الداخليون المشترون لا يتحملون مخاطر استغلال المعلومات الخاصة لتحقيق مكاسب غير عادية سواء في فترة الأزمات أو في الفترات الأخرى، حيث لم ترتبط عوائدهم معنوياً بعدم تماثل المعلومات. وقد يفسر ذلك بأن المشترون قد يسعون إلى إصدار إشارات إلى السوق من خلال عمليات الشراء بما يدعم من ثقة السوق في أداء الشركة المستقبلي (خاصة في ظل نسب الملكية المرتفعة للداخليين المشتريين)، وبالتالي لا تسعى غالبية عملياتهم لتحقيق مكاسب غير عادية (Li and Ji, 2021)، وإنما تحقيقهم لعوائد غير عادية جاء نتيجة استجابة السوق لتعاملاتهم مما أدى إلى ارتفاع سعر السهم بعد عمليات شراء الداخليين، بما يشير إلى أن عمليات الشراء لم تكن انتهازية ولكنها كانت معلوماتية تتضمن محتوى معلوماتي ملائم.
  - ويشير ذلك إلى أنه في ظل الإجراءات الرقابية الصارمة على تعاملات الداخليين وضرورة الإفصاح عنها بصورة فورية فإن مخاطر ارتكاب تلك التعاملات على أساس انتهازي تكون عالية، غير أن الوزن النسبي لتجنب الخسارة (في حالة البيع) يكون أكبر من الوزن النسبي لتحقيق المكاسب (في حالة الشراء). وأن ذلك الوزن النسبي لتجنب الخسارة يتزايد بصورة معنوية في ظل فترات الأزمات، بما يقدم دافعاً لاستغلال المعلومات الداخلية وتحمل مخاطر اكتشاف ذلك في ظل الأزمات.

• ويمكن تفسير عدم تماثل نتائج البيع والشراء بسبب توقيت افصاح الشركات عن المعلومات الداخلية بصورة أكثر سرعة، فعادة ما تميل الشركات للإفصاح غير المالي عن الأنباء الجيدة بصورة أكثر فورية، بينما يتم تأجيل الاعتراف بالأنباء السلبية لحين التحقق من نتائج الفترة المحاسبية ويتم نشرها ضمن القوائم المالية، وبالتالي فعدم الإفصاح عن الأنباء السيئة الوقتي -خاصة في ظل الأزمات- يسمح للداخليين بتجنب خسائر غير عادية من بيع الأسهم، حيث المعلومات السلبية غير منعكسة في السوق. بينما الإفصاح الوقتي والمستمر من قبل الشركات عن الأنباء الجيدة، لا يعطي للداخليين الفرصة الكافية لاستغلال تلك المعلومات لتحقيق مكاسب غير عادية من عمليات الشراء، إذ أن تلك المعلومات منعكسة في السوق.

كما أظهرت النتائج بصفة عامة أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية له أثر إيجابي على الحد من استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية (فرض الدراسة الثاني). وكان له دور على الحد من استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق البائعين لعوائد غير عادية خلال فترة كورونا بصورة جزئية<sup>(8)</sup> (فرض الدراسة الثالث-ثانياً). كما توصلت الدراسة في اختبار إضافي إلى أن الشركات ذات جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية لديها بصفة عامة مستوى منخفض من عدم تماثل المعلومات بصورة معنوية مقارنة بالشركات الأخرى. وبالتالي فإن شفافية الإفصاح كأحد متطلبات الحوكمة، وتنوع مصادرها يمكن أن تسهم في الحد من الممارسات الانتهازية للداخليين لتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين، وهو ما يتفق مع دراسة (Lu et al. 2018).

(8) أيدت الاختبارات الثلاثة الأساسية قدرة جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للحد من استغلال البائعين الداخليين لعدم تماثل المعلومات لتحقيق عوائد غير عادية، لكن الاختبار الإضافي للمقياس الثاني لم يثبت ذلك الأثر.

## 8- الخلاصة والتوصيات ومجالات البحث المقترحة:

استهدفت الدراسة اختبار ما إذا كان الداخليون بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية يستغلون عدم تماثل المعلومات للاستفادة من معلوماتهم الداخلية لتحقيق عوائد غير عادية انتهازية، كما اختبرت الدراسة دور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كمتغير معدل للحد من استغلال عدم تماثل المعلومات لتحقيق تلك العوائد غير العادية. ثم بحثت الدراسة كل تلك العلاقات في ظل أزمة كورونا مقارنة بالفترات الأخرى، للمساهمة في محاولة البحث حول أحد الدوافع التي يمكن أن تقدم تفسيراً حول سلوك الداخليين لغرض إتمام تلك التعاملات. وقد استخدمت الدراسة ثلاثة مقاييس مختلفة لتعاملات الداخليين، بالتركيز على مستوى تعاملات الداخليين الاجمالية ثم فصل تلك التعاملات إلى تعاملات خاصة بعمليات الشراء وأخرى خاصة بعمليات البيع، إضافة إلى العديد من الاختبارات الإضافية للتأكيد على النتائج. وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن تعاملات الداخليين لم تكن انتهازية فيما يتعلق بعمليات الشراء حيث لم ترتبط تلك العوائد بعدم تماثل المعلومات. أما في عمليات البيع فقد ارتبطت العوائد غير العادية معنوياً بعدم تماثل المعلومات بما يشير إلى أن البائعين يستغلون المعلومات الخاصة لتجنب الخسائر اللاحقة، وأن تلك التعاملات الانتهازية تمت خلال فترة كورونا ولم تكن معنوية خلال الفترات الأخرى، بما يدعم من التفسير بأن البائعين خلال فترة الازمات يكون لديهم استعداد لتقبل مخاطر اكتشاف

استخدامهم للمعلومات الخاصة والمتمثلة في فرض العقوبات التنظيمية نتيجة الممارسات، وذلك لتجنب مخاطر التعرض للخسارة والتي يرون أنها أكبر أهمية في ظل فترات كورونا. كما أيدت الدراسة أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يمكن أن يحد بصفة عامة من استخدام عدم تماثل المعلومات لتجنب خسائر غير عادية للمستثمرين، وأن الشركات الداخلة ضمن مؤشر جودة الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية كان لديها عدم تماثل معلومات أقل بصوة معنوية من الشركات الأخرى.

واستناداً لما تم التوصل إليه من نتائج، فإن الباحث يوصي هيئة سوق المال باستخدام تكنولوجيا المعلومات خاصة تلك المتعلقة بالبيانات الضخمة، والخوارزميات، لتتبع أنشطة الداخلين، حيث أشارت دراسة (Laiyao (2023 إلى صعوبة إحكام الرقابة على تلك الممارسات لتعقدها ومحاولة اخفاءها، خاصة في ظل الأزمات والكوارث والتي قد تقدم بيئة خصبة لارتكاب تلك التصرفات الانتهازية. إضافة إلى محاولة العمل على توسيع متطلبات الإفصاحات الأخرى غير المالية مثل الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وغيرها من الإفصاحات والتي تزيد من مستوى الشفافية وتحد من عدم تماثل المعلومات، إضافة إلى العمل المستمر على نشر الثقافة الاجتماعية واحترام البيئة القانونية والتشريعية والأخلاقية ونشر تلك الثقافة والوعي بين المتعاملين في السوق.

وكمجالات للبحث المقترحة، فإن الباحث يوصي إعادة اختبار فروض الدراسة من خلال تصنيف تعاملات الداخلين إلى مستثمر داخلي مؤسسي ومستثمر فرد، حيث قد يلعب المستثمر المؤسسي دور رقابي مما يحد من التعاملات الانتهازية، غير أن المستثمر الداخلي المؤسسي قد يكون لديه معلومات أكثر وقتية من المستثمر الداخلي الفرد بما قد يؤدي للمزيد من عدم تماثل المعلومات وتكلفة الاختيار المعاكس (Ryu et al. 2022). كذلك يمكن اختبار خصائص الشركات التي تؤثر على تعاملات الداخلين لتحقيق لعوائد غير العادية بالتطبيق على السوق المصرية، كما يمكن اختبار العوامل الأخرى التي يمكن أن تحد من الممارسات الانتهازية لتعاملات الداخلين، مثل حوكمة الشركات، وجودة المراجعة. كما يمكن دراسة أثر مخاطر الأمن السيبراني على تعاملات الداخلين، كما يمكن دراسة واختبار أثر إدارة مخاطر الأمن السيبراني على السلوك الانتهازي لتعاملات الداخلين.



قائمة المراجع

أولا : المراجع العربية

- خليفة، ذكري عبد الرازق محمد. 2019. حظر التعامل على الأدوات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية وفقاً لمعلومات داخلية. *مجلة البحوث الإدارية*. 2019. [https://jso.journals.ekb.eg/article\\_230866\\_8b93375e7889bbef816b3cc98995fea5.pdf](https://jso.journals.ekb.eg/article_230866_8b93375e7889bbef816b3cc98995fea5.pdf)
- صالح، أبو الحمد. 2020. إدارة الأرباح والتعاملات الداخلية على الأسهم في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية. *مجلة البحوث التجارية المعاصرة*. كلية التجارة - جامعة سوهاج. 34 (1): 1-43. <http://search.mandumah.com/Record/1129001>
- عوض، أيمن. 2021. مدى استجابة سوق رأس المال للمحتوى المعلوماتي للتداول الداخلي للأسهم. رسالة دكتوراه غير منشوره. كلية التجارة-قسم المحاسبة-جامعة دمنهور.
- مصطفى، محمد عبده محمد. 2014. تداولات العالمين ببواطن الأمور في البورصة. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة: كلية التجارة- جامعة عين شمس*. 44 (3): 115-173.

- Adhikari, B., Agrawal, A., Sharma, B. 2022. Does litigation risk deter insider trading? Evidence from universal demand laws (May). Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3404720>
- Akbulut, Me. E., Ucar, E. 2023. Policy risk and insider trading. *Journal of Empirical Finance*. 72 (June): 341-353.
- Antoniadis, I., Gkasis, C., Kontsas, S. 2019. International Journal of Economics and Finance. 11(7): 13-27.
- Aussenegg, W., Jelic, R., Ranzi, R. 2018. Corporate insider trading in Europe. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*. 54 (May): 27-42. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2017.05.004>
- Avci, S. B. 2023. *Profitability of insider trading in Turkey*. ***European Journal of Finance***. [DOI:10.1080/1351847X.2023.2216730](https://doi.org/10.1080/1351847X.2023.2216730)
- Biggerstaff, L., Cicero, D., Wintoki . M. B. 2020. Insider trading patterns. *Journal of Corporate Finance*. 64 (October). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101654>
- Brochet, F. 2018. Aggregate insider trading and market returns: The role of transparency. *Journal of Business Finance and Accounting*. 46 (3-4): 336-369. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12357>

- Cai, C, Bao, R., Wang, P., Yang, H. 2022. *Impact of macroeconomic policy uncertainty on opportunistic insider trading* .**China Journal of Accounting Research** (15): 1-21.  
<https://doi.org/10.1016/j.cjar.2022.100270>
- Chen, G. Z., Keung, E. C., 2019. The impact of business strategy on insider trading profitability. **Pacific-Basin Finance Journal**. 55 (June): 270-282. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.04.007>
- Chen, Y., Li, H. 2023. The dual purpose of insider trading: Signaling quality and battling shorts. **Finance Research Letters**. 55. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.104011>
- Chen, Y., Ma, H., Wu, Q., Zhang, H. 2023. Does common ownership constrain managerial rent extraction? Evidence from insider trading profitability, **Journal of Corporate Finance**. 80. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102389>
- Cheng, L., Jin, Q., Ma, H. 2023. *Tone emphasis and insider trading*. **Journal of Corporate Finance**. 50(June). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2023.102419>
- Chiang, C-H., Chung, S. G., Louis, H. 2017. Insider trading, stock return volatility, and the option market's pricing of the information content of insider trading. **Journal of Banking and Finance**. 76 (March): 65-73 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.11.027>

- Chitimira, H. 2023. Overview analysis of the regulation of insider trading in Zimbabwe during the corona virus pandemic. *Journal of Financial Crime Emerald Publishing Limited*. DOI 10.1108/JFC-04-2023-0089
- Choi, L., Faurel, L., Hillegeist, S. A. 2023. Insider trading, future earnings, and post-earnings announcement drift. *Journal of Accounting and Public Policy*. 42 (4). <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2023.107117>
- Chowdhury, A., SaburMollah, and Al-Farooque, O. 2018. Insider-trading, discretionary accruals and information asymmetry. *The British Accounting Review*. 50 (4): 341-363. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.08.005>
- Chronopoulos, D. K., McMillan, D. G., Papadimitriou, F. I., Tavakoli, M. 2019. Insider trading and future stock returns in firms with concentrated ownership levels. *The European Journal of Finance*. 25 (2): 139-154. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2018.1487312>
- Chung, S. G., Lee, J., Park, S. H. 2023. Does Social capital mitigate managerial self-dealing? Evidence from insider trading. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. <https://doi-org.sdl.idm.oclc.org/10.1177/0148558X231167202>
- Cline, B. N., Gokkaya, S., Liu, X. 2017. The Persistence of Opportunistic Insider Trading. *Financial Management*. 46 (4): 919-964. <https://doi.org/10.1111/fima.12177>

- Contreras, h., Korczakb, A., Korczak, P. 2023. Religion and insider trading profits. *Journal of Banking and Finance*. 149. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2023.106778>
- Dargenidou, C., Tonks, I., Tsofigkas, F. 2017. Insider trading and the post-earnings announcement drift. *Journal of Business Finance and Accounting*. 45(3-4): 482-508. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12305>
- Deng, S., Wang, C., Fu, Z., Wang, M. 2020. An intelligent system for insider trading identification in Chinese security market. *Computational Economics*. 57: 593–616. <https://doi.org/10.1007/s10614-020-09970-8>
- Devi,S., Warasniasih, N. M. S., Masdiantini, P. R., Musmini, L. S. 2020. The impact of COVID-19 pandemic on the financial performance of firms on the Indonesia stock exchange. *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*. 23 (2): 226 – 242. <http://dx.doi.org/10.14414/jebav.v23i2.2313>
- Fua, X., Kong, L., Tang, T., Yan, X. 2020. Insider trading and shareholder investment horizons. *Journal of Corporate Finance*. 62 (June). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101508>
- Gangopadhyay, P., Yook, K. 2022. Insider Trading Profits Before and after the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*. 60 (1/2): 29-64.

- Gębka, B., Korczak, A., Korczak, P. 2017. Profitability of insider trading in Europe: A performance evaluation approach. *Journal of Empirical Finance* 44 (December): 66-90 .  
<https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2017.08.001>
- Goldman, N. C., Ozel, N. B. 2023. Executive compensation, individual-level tax rates, and insider trading profits. *Journal of Accounting and Economics*. 76 (1) August.  
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2022.101574>
- He, G. 2023. How do insider trading incentives shape nonfinancial disclosures? Evidence from product and business expansion disclosures. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 60: 147–194. <https://doi.org/10.1007/s11156-022-01093-5>
- He, G., Marginson, D. 2020. The impact of insider trading on analyst coverage and forecasts. *Accounting Research Journal*. 33 (3):499-521. [DOI 10.1108/ARJ-08-2019-0148](https://doi.org/10.1108/ARJ-08-2019-0148)
- He, Q. Rui, O. M. 2016. Ownership Structure and Insider Trading: Evidence from China. *Journal of Business Ethics*. 134:553–574.  
[DOI 10.1007/s10551-014-2384-4](https://doi.org/10.1007/s10551-014-2384-4)
- He, Q., Cheng, B., Wen, J. 2018. Does aggregate insider trading predict stock returns in China?. *International Journal of Finance and Economics*. 24 (2): 922-942. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1699>

- Hoang, K., Nguyen, C., Nguyen, H., Vo, L. V. 2023. *Disaster response: The COVID-19 pandemic and insider trading around the world. Global Finance Journal.* 56. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2023.100814>
- Hodgson, A., Seamer , M., Uylangco, K., 2020. Does stronger corporate governance constrain insider trading? Asymmetric evidence from Australia. *Accounting and Finance.* 60(3): 2665-2687. <https://doi.org/10.1111/acfi.12423>
- Hu, F., Kusnadi, Y., Wang, J., Wang, Y. 2022. Insider trading restrictions and real activities earnings management: International evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money.* 80 (September). <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101641>
- Kallunki, J., Kallunki, J.P., Nilsson, H., Puhakka, M. 2018. Do an insider's wealth and income matter in the decision to engage in insider trading? *Journal of Financial Economics.* 130 (1): 135–165. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.06.005>
- Kallunkia, J. P., Mikkonenb, J., Nilsson, H., Setterberg, H. 2016. Tax noncompliance and insider trading. *Journal of Corporate Finance.* 36 (February): 157-173. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.12.005>

- Karamanou, I., Pownall, G., Prakash, R. 2021. Asymmetric information condolidation and price discovery: Inferring bad news from insider sales. *Journal of Business, Finance and Accounting*. 48 (1-2): 230-268. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12476>
- Katselas, D. 2018. Insider trading in Australia: Contrarianism and future performance. *Pacific-Basin Finance Journal*. 48 (April): 112-128. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.01.004>
- Kim, S., Oh, S. 2023. Outside directors' insider trading around board meetings. *ReviewofAccountStudies*.  
<https://doi-org.sdl.idm.oclc.org/10.1007/s11142-023-09774-9>
- Laiyao, C. 2023. *Risk and Legal Regulation of Algorithm Application in Insider Trading Supervision*. *Technium Social Science Journal*. 43 (May): 274-287.
- Li, T., Wang, Y., Li, H. 2023. Corporate social responsibility and insider trading profitability: Evidence from an emerging market. *Pacific-Basin Finance Journal*. 77 (February). <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2022.101911>
- Li, T., Ji, Y. 2021. Institutional ownership and insider trading profitability: Evidence from an emerging market. *Pacific-Basin Finance Journal*. 70 (December). <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101668>
- Lu, C., Zhao, X., Dai, J. 2018. Corporate social responsibility and insider trading: Evidence from China. *Sustainability*. 10(9):3163. <https://doi.org/10.3390/su10093163>



Mazza, P., Wang, S. 2023. *Corporate legal insider trading in China: Performance and determinants. International Review of Law and Economics.* 68 (December).  
<https://doi.org/10.1016/j.irl.2021.106024>

Merl, R., Thomas Stöckl, T., Palan, S. 2023. Insider trading regulation and shorting constraints. Evaluating the joint effects of two market interventions. *Journal of Banking and Finance.* 154.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2022.106490>

Nguyen, V., Tran, A., Zeckhauser, R. 2017. *Journal of International Money and Finance.* 74 (June): 69-87.  
<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2017.02.028>

Rokita, S. 2020. The influence of the COVID-19 pandemic on management actions and the financial performance of enterprises in Poland during the first half of 2020. *Humanities and Social Sciences.* 27 (4): 97-110.  
<https://doi.org/10.7862/rz.2020.hss.45>

Ryu, D., Yang, H., Yu, J. 2022. *Insider trading and information asymmetry: Evidence from the Korea Exchange. Emerging Markets Review.* 51 (June). <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100847>

Shkilko, A. 2019. *Insider Trading Under the Microscope.* Working paper. Manuscript, Wilfrid Laurier University.

- Tang, M., & Xin, H. (Christine). (2023). Asymmetric Timing of Gain and Loss Recognition and Insider Trading Profitability. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*. 38(4): 749-776. <https://doi.org/10.1177/0148558X211008840>
- Tartaroglu, S., Imhof, M. 2017. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 49:315–336. [DOI 10.1007/s11156-016-0592-y](https://doi.org/10.1007/s11156-016-0592-y)
- Verstein, A. 2018. Insider trading: are insolvent firms different?. **Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law**. 13 (1). <https://brooklynworks.brooklaw.edu/bjcfcl/vol13/iss1/4>
- Wu, C-C., Yang, T-H. 2018. Insider Trading and Institutional Holdings in Seasoned Equity Offerings. *Journal of Risk and Financial Management*. 11(3):53. <https://doi.org/10.3390/jrfm11030053>
- Wu, W. "Information asymmetry and insider trading." *Fama-Miller Working Paper, Chicago Booth Research Paper* 13-67 (2019). [https://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper\\_225.pdf](https://www.cicfconf.org/sites/default/files/paper_225.pdf)
- Xiao, H., Xi, J., Meng, H. 2023. Does mandatory audit rotation affect insider trading? Evidence from China. *Managerial Auditing Journal*. 2023. 38 (4): 514-522. <https://doi.org/10.1108/MAJ-11-2021-3381>.

- Yang, H., Ma, Y. 2020. Does insider selling affect audit fees?, *China Journal of Accounting Studies*, 8 (4): 556-574. DOI: 10.1080/21697213.2021.1966178
- Yoo, S., Keeley, A. R., Managi, S. 2021. Does sustainability activities performance matter during financial crises? Investigating the case of COVID-19. *Energy Policy*. 155. <https://doi.org/10.1016/j.enpol.2021.112330>
- Zhang, I., Zhang, Y. 2018. Insider Trading Restrictions and Insiders' Supply of Information: Evidence from Earnings Smoothing. *Contemporary Accounting Research*.35(2). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1976555>