

**المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل
المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية
(منهج إمبريقي)**

إعداد الباحث

د. أحمد محمد شاكر حسن سمعان

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

ماخص (Abstract)

دَفَعَتْ دلالة المعلومات المحاسبية في الأسواق المالية دراسات عدة للاهتمام بالعوامل المُحَدِّدَة لِتَمَاتِلِهَا؛ ورغم ما أُشير فيها للإفصاح الاختياري كأحد هذه العوامل، إلا أن نتائجها لم تتوصل لقواسم مشتركة في هذا الشأن، وهو ما قد يعني تَوَقُّفَ هذا التأثير - الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات - على عوامل أخرى مُنَظِّمة له؛ واقترح البحث الحالي (الحوكمة، وتوقيت النشر، ونوع إدارة الربح "معلوماتية أم انتهازية") كمتغيرات مُنَظِّمة يمكن أن تدعم هذا الأثر؛ وإمبريقياً استخدم البحث متغيري "حجم التداول، ومدى السعر" لقياس عدم التماثل بثلاثة قياسات مختلفة، أولهما: في تاريخ نشر التقارير المالية، ثانيهما: نافذة ثلاثة أيام، لتمثل الفرق بين يومٍ تالٍ عن يوم سابق لنشر التقارير، وثالثهما: نافذة إحدى عشر يوماً، لتمثل الفرق بين متوسط خمسة أيام تالية للنشر عن سابقتها؛ وذلك لعينة من ٦٠ شركة مساهمة مصرية خلال الفترة ٢٠١٠ - ٢٠١٧؛ وبأسلوب الانحدار التفاعلي وبالاختبارات الإحصائية المناسبة، توصل البحث في نماذجه لصدق تفاعل الحوكمة والإفصاح الاختياري، باستثناء القياس المتعلق بنافذة إحدى عشر يوماً لحجم التداول، وذلك بعد إجراء قدر ما من المبادعات بين مستويات الحوكمة - فكان عدم التماثل حساساً لتغيرات في مؤشر الحوكمة -، وهو ما تَوَاعَمَ مع تفاعل توقيت النشر والإفصاح الاختياري؛ كما نفى البحث معنوية التفاعل بين الإفصاح الاختياري ونوعي إدارة الربح سواء تم الاستدلال عليهما بالحوكمة أو التحصين الإداري، ليعني ذلك ضرورة الرجوع للأثر الأساسي للمتغيرات المتفاعلة، حيث عدم معنوية إدارة الربح في ظل الحوكمة في التأثير على حجم التداول ومدى السعر بالقياسات الثلاثة، ومعنوية إدارة الربح في ظل التحصين الإداري في التأثير على مدى السعر يوم النشر، ونافذة إحدى عشر يوماً؛ ليكُونَا الحوكمة وتوقيت النشر الأبرز إحصائياً كمتغيرين مُنَظِّمين للعلاقة المنشودة.

المصطلحات الأساسية: عدم التماثل المعلوماتي Information Asymmetry، الإفصاح

الاختياري Voluntary Disclosure، مدى السعر Bid-ask-spread،

حوكمة الشركات Corporate Governance، التحصين الإداري

Managerial Entrenchment، إدارة الربح Earning Management،

متغيرات مُنَظِّمة Moderating Variables.

قائمة اختصارات وتعريفات

بعض الاختصارات		
Terminology	الاختصار	المصطلح
Voluntary Disclosure	VD	الإفصاح الاختياري
Earning Management	EM	إدارة الربح
Discretionary Accruals	DAC	الاستحقاقات الاختيارية
Information Asymmetry	IA	عدم تماثل المعلومات
Corporate Governance	CG	حوكمة الشركات
Disclosure Timing	DT	توقيت النشر
Bid-ask-spread	BAS	مدى السعر
Trade Volume	TV	حجم التداول
Managerial Entrenchment	ME	التحصين الإداري
Total Corporate Governance	TCG	المؤشر الكلي لحوكمة الشركات
Ordinary Least Squares	OLS	طريقة المربعات الصغرى
Variance Inflation Factor	VIF	معامل تضخيم التباين
بعض التعريفات		
<p>المنهج الإمبريقي: Empirical Methodology</p> <p>هي إحدى المناهج المتعارف عليها. بل أقدمها. في محيط العلوم الاجتماعية والتي تعتمد بشكل أساسي على فهم وتفسير الواقع من خلال تجميع مشاهدات فعلية؛ ووفقاً لذلك فإن أي مزاعم لا معنى لها مالم يتم توضيح الطريقة التي يتم اتباعها للتأكد من صدقها من خلال الرجوع للمشاهدات الفعلية...وهي تعد ترجمة لمصطلح Empirical؛ وهي ترجمة أدق من مصطلح "اختبارية" والتي تشتمل على مناهج أخرى بخلاف الإمبريقية.</p>		
<p>النظرية الشرطية أو الموقفية: Contingency Theory</p> <p>هي إحدى نظريات العالم الروسي بافلوف، والتي أوضح فيها وجود تفاعل بين المثبر المحايد والمثبر الأصلي، بحيث أصبح المثبر المحايد قادر على استدعاء الاستجابة الأصلية، لذا سُمي المثبر المحايد بالمثبر الشرطي، وسُميت الاستجابة الأصلية بالاستجابة الشرطية؛ بمعنى أن المثبر الشرطي أصبح مشروطاً بمصاحبة المثبر الأصلي حتى يستطيع استدعاء الاستجابة الأصلية؛ والاستجابة الشرطية أصبحت مشروطة بمصاحبة المثبرين المحايد والأصلي حتى تستطيع الاتيان مع المثبر المحايد، فهي توضح عملية اقتران بين مثبر شرطي وغير شرطي ليتمكن المثبر الشرطي (الذي كان مثبر محايد) من انتزاع استجابة المثبر غير الشرطي.</p>		

مشكلة البحث:

تعتبر تماثل المعلومات المحاسبية إحدى العوامل الأساسية التي تعتمد عليها أسواق الأوراق المالية والتي بدونها يحدث عدم تكافؤ بين المستخدمين في حصولهم على المعلومات، لتعني عدم تماثل المعلومات حيازة فئة من المستثمرين لمعلومات خاصة عن قيمة الشركة في حين لا تتوافر تلك المعلومات لآخرين (Lu et al., 2010)، مما يؤدي للعديد من الآثار السلبية على قدرتهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، حيث:

- تؤثر على أحجام التداول، ومن ثم على درجة السيولة^(١) في الأسواق المالية (Gregoriou et al., 2005; Leuz and Verrecchia, 2000).
- تؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال ومن ثم انخفاض في العائد (السيد، ٢٠٠٥).
- انسحاب صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم المعلومات من الاتجار في أسهم بعض الشركات أو الانسحاب من السوق ككل (Brown and Hillegeist, 2007).
- تزيد من تكلفة العمليات في السوق، وبالتالي تقلص حجمه والتأثير سلباً على برنامج التنمية بشكل عام (بلتاجي، ٢٠٠١).

في ضوء تلك الانعكاسات السلبية، كان الاهتمام بالعوامل التي من شأنها أن تقلل من حدتها، فكانت المطالبة بزيادة مستويات الإفصاح في التقارير المالية كأحد هذه العوامل، خاصة في ظل ضعف المعلومات المحاسبية التقليدية في تعبيرها عن المنافع المستقبلية للاستثمارات، بل وضعفها في مواكبة التطورات المتلاحقة في بيئة التصنيع الحديثة^(٢) (Dontoh et al., 2004; Ittner and Larker, 1998; Amir and Lev, 1996).

ويشير ذلك إلى أن الحاجة ماسة لمزيد من الإفصاح عن معلومات محاسبية أخرى، لا تقل أهمية عن المعلومات المحاسبية المتاحة بالتقارير المالية المنشورة؛ ويدعى ذلك بالإفصاح الاختياري Voluntary Disclosure، وهو يتم بدون أي متطلب قانوني، مما قد يساعد في تخفيض المخاطر المتعلقة بدرجة عدم التأكد المرتبط بالمستقبل، وما يستتبعه من إقبال المستثمرين على تلك الشركات (عبد الكريم، ٢٠٠٣):

(Akhtaruddin and Hossain, 2008).

١- أحد خصائص الأوراق المالية التي يبحث عنها المستثمرون في الأسواق، وهي القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسرعة وبسعر معلوم، وكلما زادت درجة السيولة زادت جاذبيتها، وانخفاضها دليل على صعوبة تداول تلك الأوراق داخل سوق الأوراق المالية (Gregoriou et al., 2005).

٢- كإهمال الإفصاح عن بعض البنود الهامة مثل "درجة رضا العميل، معدل نمو الحصة السوقية، درجة مرونة التصنيع، والقدرة الأدائية للمنتج أو الخدمة..الخ".

وقد اهتمت دراسات عدة بدلالة تأثيرات الإفصاح الاختياري، فقد أشارت دراسات (Fazzini and Maso, 2016; Gamerschlag, 2013; Vafaei *et al.*, 2011) لتأثيره على أسعار وعوائد الأسهم؛ وأشارت دراسة (Hamrouni *et al.*, 2017) لدوره في جذب المحللين الماليين لمتابعة الشركات؛ وأشار آخرون لدوره في تحقيق جودة الأرباح المحاسبية (Consoni *et al.*, 2017; Francis *et al.*, 2008).

وامتداداً لسعي الدراسات في تبيان دلالة الإفصاح الاختياري، ربط البعض بينه وبين درجة عدم التماثل المعلوماتي في أسواق الأوراق المالية، مثل (Saadeh *et al.*, 2017; Shroff *et al.*, 2013; Hamrouni and Solonandrasana, 2013; Heflin *et al.*, 2010; Brown and Hillegeist, 2007) حيث مساهمته في تحويل المعلومات الخاصة لمعلومات عامة، كما أنه يزيد من وضوح الشركة، فضلاً عن زيادة الحجم النسبي للمتعاملين، وتخفيض درجة عدم التأكد، ومن ثم زيادة شفافية الشركة لدى المستثمرين.

ولأن هذه العلاقة – علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي – لم تلق اهتمام كاف في البيئة المصرية، فإن التساؤل الأول للبحث الحالي يتمثل في:

هل هناك تأثير للإفصاح الاختياري علي درجة عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية؟

في ضوء التساؤل السابق كانت دراسات عدة في بيانات مختلفة، إلا أنها لم تتوصل لقواسم مشتركة في نتائجها، ففي حين توصل البعض لتأثير إيجابي للإفصاح الاختياري علي عدم تماثل المعلومات (Saadeh *et al.*, 2017; Hamrouni and Solonandrasana, 2013; Heflin *et al.*, 2010; Brown and Hillegeist, 2007) مغايرة (Kim and Verrecchia, 1994: السيد، ٢٠٠٥)؛ وفي ذات الاتجاه المغاير، نفى البعض وجود ردود أفعال في الأسواق المالية لممارسات الإفصاح الاختياري (Belgacem and Omri, 2014; Wang *et al.*, 2013; Banghøj and Plenborg, 2008) وهو ما يفسره البحث الحالي بوجود عوامل أخرى قد يكون لها أثرٌ ما في العلاقة محل الاهتمام، لذا فإن التساؤل الأخرى بالبحث والدراسة ليس عن علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي بقدر ما هو البحث عن ماهية العوامل المنظمة (أو الموقفية)^(٣) لتلك لعلاقة في سوق الأوراق المالية المصرية.

٣- يستخدم هذا النوع من المتغيرات على نطاق واسع في بحوث النظرية الموقفية أو الشرطية في المحاسبة الإدارية وبحوث السلوك التنظيمي، وهي المتغيرات التي تؤثر في علاقة المستقل بالتابع (أبو العز، ٢٠١٤)...راجع قائمة الاختصارات والتعريفات.

وفي سياق تحديد المتغيرات المُنظمة للعلاقة المنشودة، وفي ضوء ما ميّز به البعض بين مستوى الإفصاح الاختياري - من الناحية الكمية - وبين مصداقيته في الأسواق المالية - من ناحية جودته -، ليعني ذلك أن المحتوى المعلوماتي للإفصاح الاختياري دالة في مصداقيته بالنسبة للمستثمرين (Gu and Li, 2007; Hutton *et al.*, 2003; Pownall and Waymire, 1989)، فإن البحث الحالي يقترح حوكمة الشركات كأحد المتغيرات المُنظمة لتلك للعلاقة.

وفي هذا الصدد تشير دراستنا (Enache and Parbonetti, 2013; Farber, 2005) إلى أن الحوكمة تمثل الأداة - بل وتعطي الإشارة - التي يمكن بها التمييز بين مصداقية الإفصاح الاختياري من عدمه، وهو ما أكد عليه (Dabor and Adyemi, 2010) بتعزيزها لمصداقية الأرقام المحاسبية، كما أشارت دراسة (Gordon *et al.*, 2006) لإيجابية رد فعل السوق حال توافر المصداقية تجاه إدارة الشركة، والتي يُستدل منها على مصداقية الإفصاح الاختياري.

وإمبريقياً فقد أيدَ البعض صدق تفاعل^(٤) الحوكمة والإفصاح الاختياري في التأثير على الأسواق المالية؛ فقد توصلت دراسة (أحمد، ٢٠١٦) لمعنوية تأثير الحوكمة كمتغير مُنظم لعلاقة الإفصاح الاختياري بعوائد الأسهم، مشيرة إلى أن الإدارة قد تُوجه الإفصاح الاختياري لخدمة مصالحها الذاتية، فقد لا تتمكن من مقاومة إغراء نشر معلومات خاطئة، عندما يكون لدى المدراء رغبة في بيع أسهم الشركة؛ وفي ذات السياق كانت دراسة (Rahman, 2010) بأن الحوكمة تُعدُّ متغيراً منظمًا لعلاقة الإفصاح عبر الإنترنت بأسعار الأسهم، ودراسة (Enache and Parbonetti, 2013) بمعنوية تأثير تفاعلها على دقة وتشتت تنبؤات المحللين الماليين، وفسرت ذلك بأن الحوكمة أداة مكملة لإضفاء المصداقية على الإفصاح الاختياري وتقليل عدم التأكد وتحسين البيئة المعلوماتية.

فهل هناك تأثير لحوكمة الشركات على العلاقة بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية؟.....تساؤل ثان

وفي إطار محاولة التوصل لمتغيرات مُنظمة للعلاقة محل الاهتمام - الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي - ، وفي ضوء ما أُشير بأن التوقيت المناسب **Timeliness** يمثل أحد الخصائص الهامة لتحقيق الملاءمة للمعلومات والتي تعد إحدى الدعائم الضرورية لجودة المعلومات المحاسبية التي يحتاجها المستخدمون لترشيد قراراتهم (محمد، ٢٠١٢)، فإن البحث الحالي يقترح أن يكون توقيت نشر المعلومات متغيراً منظمًا ثان لتلك للعلاقة.

٤- يقصد بالتفاعل أن تأثير أحد المتغيرين يتوقف على حالة المتغير الآخر.

ويقصد بالتوقيت المناسب إتاحة المعلومات لمتخذي القرارات قبل أن تفقد قدرتها التأثيرية على قراراتهم، وهو أحد العوامل المؤثرة علي نفعية التقارير المالية للمستخدمين، بالإضافة إلي أهميته في زيادة كفاءة السوق ومستوي الشفافية، وبالتالي جودة التقارير المالية (Ayemere and Elijah, 2015; Daoud *et al.*, 2014; Shukeri and Nelson, 2011)؛ ومن ثم ترتبط نفعية المعلومات بتقليل فترة إبطاء التقارير المالية^(٥) لديها الأدنى، بمعنى تقليل الفترة ما بين نهاية السنة وحتى نشر المعلومات المحاسبية، والتي يزيد فيها فرص تسريب معلومات داخلية قد تضر بالمساهمين وبالسوق المالية، وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات، وزيادة اعتماد المستثمرين على التقارير المالية كمدخلات لعملية اتخاذ القرارات (محمد، ٢٠١٢).

في ضوء ما سبق يمكن القول أن تأثيرات الإفصاح الاختياري أمرٌ قد يتوقف أيضاً على توقيت الإفصاح عنه، فقد أكدوا (Guttman *et al.*, 2014) في بحثهم "Not only What but also When: A theory of Dynamic Voluntary Disclosure" بعدم اعتماد رد فعل السوق على كمية المعلومات الاختيارية المُفصح عنها فحسب، بل عن متى يتم الإفصاح أيضاً، وهو ما أوضحاه (Goldstein and Wu, 2015) بأن علاقة كمية الإفصاح بعدم تماثل المعلومات معقدة بسبب أبعاد الإفصاح المختلفة كتوقيته وأسلوبه، وتوصلت لعلاقة بين توقيت الإفصاح وعدم التماثل المعلوماتي وعوائد الأسهم، متفكّة مع دراسة (الخوري، وبالقاسم، ٢٠٠٦) والتي توصلت لتأثير توقيت الإفصاح على أحجام تداول^(٦) الشركات.

في ضوء ذلك يمكن القول بأن نفعية معلومات التقارير المالية ترتبط عكسياً بفترة إعداد وإصدار التقرير المالي، فطول الفترة يكون دافعاً للمستخدمين للبحث عن مصادر بديلة للمعلومات، وبالتالي زيادة مستوى تباين المعلومات والتأثير بالسلب على سوق الأوراق المالية، ومن الدراسات المؤيدة لذلك (Ohaka and Akani, 2017; Guttman *et al.*, 2014; Kieruj, 2013; Atiase *et al.*, 2010; Bagnoli *et al.*, 2002; Givoly and Palmon, 1982).

فهل يتفاعل كلا من الإفصاح الاختياري وتوقيت نشر التقارير المالية في التأثير على عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية؟....تساؤل ثالث.

٥- هي الفترة بين انتهاء السنة المالية وتاريخ نشر التقارير المالية.

٦- أحد مقاييس عدم التماثل المعلوماتي كما سيتم توضيحه لاحقاً.

وفي ذات السياق - بمحاولة التوصل لمتغيرات مُنظمة للعلاقة المنشودة -، وفي ضوء ما توصل إليه البعض من ظاهرة المعلوماتية لإدارة الربح، ومن أنها قد تكون بمثابة إشارة للأسواق المالية بمعلومات تُمكن المستخدمين من التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية للشركة (Badertscher *et al.*, 2012; Ronen and Yaari, 2008)؛ على عكس ما أشار إليه آخرون بانتهازييتها (Mulford and Comiskey, 2002)، فإن البحث الحالي يقترح أن تكون نوع إدارة الربح - معلوماتي أو انتهازي - متغيراً مُنظماً ثالثاً لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات.

في هذا الصدد أشارت دراسة (Noronha *et al.*, 2008) بمنظورين لإدارة الأرباح، أولهما: انتهازي، تسعى الإدارة في ضوئه لتضليل المستثمرين بأمور احتيالية في التقارير المالية؛ وثانيهما: معلوماتي، تسعى من خلاله الإدارة للكشف عن توقعاتهم الخاصة عن التدفقات المستقبلية.

وقد أوضحا (Louis and Robinson, 2005) في بحثهما "Do Managers Credibly Use Accruals to Signal Private Information?" أن المديرين يمكن أن يستخدموا فعلاً وبشكل موثوق الاستحقاقات الاختيارية^(٧) - أحد مقاييس إدارة الربح - للإشارة إلى السوق عن معلومات خاصة، وهو ما أشاروا إليه (Arya *et al.*, 2003) في بحثهم "Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?" من أنها يمكن أن تُقدم وصفاً أفضل لأداء الشركة، وأكدت على ذلك دراسة (Jiraporn *et al.*, 2008).

وبالتالي إذا - وإذا فقط - كانت إدارة الأرباح معلوماتية، فإن ذلك قد يكون بهدف إقناع المستثمرين بجودة شركاتهم، وتمييزاً لها عن غيرها (Morris, 1987)؛ وفي مثل هذه الحالة، تتنبأ نظرية الإشارات^(٨) بأن إدارة الأرباح هنا ستضيف لمحتوى المعلومات المحاسبية، وبالتالي ستتفاعل السوق بشكل إيجابي معها، وهو ما توصل إليه (Subramanyam, 1996) من علاقة موجبة لها مع عوائد الأسهم، بل أنها قد تحقق الثقة بين المستثمرين.

في ضوء ما سبق، فإنه قد يكون انتهازية إدارة الأرباح - المديرون يديرون الأرباح لأغراضهم الذاتية - بمثابة إشارة لذاتية معلومات الإفصاح الاختياري، أما إذا كانت إدارة الأرباح من النوع الآخر - المديرون يديرون الأرباح لتعظيم ثروة المساهمين

٧- هي الجزء الذي يرجع إلى تدخل الإدارة، كأن تتدخل للتحكم في حجم وتوقيت بعض الأحداث المؤثرة في الأرباح مثل بيع وإحلال الأصول.

٨- إحدى النظريات المحاسبية التي تُركز على زيادة فرصة الشركة في الحصول على التمويل الرأسمالي من السوق، بناءً على الثقة التي تكتسبها الشركة من نشر قوائمها المالية والتي تظهر بصورة تدعم سمعتها مما يولد انطباعاً بالثقة لدى المستثمرين.

-، فيمكن لها أن تُحسِّن من التواصل بين الإدارة من جهة، وحملة الأسهم من جهة أخرى، ومن ثم تكون بمثابة إشارة لنتيجة المعلومات الاختيارية. وكما سيتم توضيحه لاحقاً، فقد تباينت الدراسات في كيفية الاستدلال عن نوعي إدارة الربح، فقد أُشير لدى البعض بالتحسين الإداري **Managerial Entrenchment** كإشارة على انتهازية إدارة الربح من معلوماتيتها، من زاوية أن المديرين التنفيذيين المُحصَّنين أقل مشاركة في أنشطة إدارة الأرباح الضارة، وأنه متغيرٌ مُنظَّم لعلاقة إدارة الربح بقيمة الشركة حسبما أشارت دراسة (Meo et al., 2017)، بينما المدير غير المُحصَّن - وبالتالي فهو مُستَكِن لضغط السوق - يتصرف بقصر نظر **Myopically**، بمعنى يحاول زيادة القيمة في الأجل القصير، عند تقديمه إشارات عن كفاءة الشركة لأصحاب المصالح (Stein, 1989)؛ بينما أُشير لدى آخرون بالحوكمة باعتبارها متغير قد يؤثر على نوع إدارة الربح ويضمن معلوماتيته، بل أداة رادعة لإساءة استخدام إدارة الأرباح (Lo, 2012; Rezaei and Roshani, 2012; et al. 2010)، وهو ما أوضحاه (Tang and Chang, 2015) في اختبارهما لتفاعل إدارة الربح والحوكمة في التأثير على الأداء، وبالتالي من المُرجَّح أن يستخدم المديرين في الشركات ذات الحوكمة القوية الخيارات المحاسبية لإرسال إشارة بالوضع الحقيقي للشركة وتخفيض عدم تماثل المعلومات؛ لذا فإن البحث الحالي يُدرج كلا المتغيرين (الحوكمة والتحسين) في الاختبار كمحاولة للحكم على مدى نفعيتهما في منع مشاركة المديرين في الأنشطة الضارة.

في هذا الصدد يشير الباحث إلى أنه قد يكون نوع إدارة الربح (انتهازية أم معلوماتية) إشارة مؤثرة^(٩) لـ (ذاتية أو نفعية) الإفصاح الاختياري، مما قد ينظم معه علاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات؛ وهو ما اختبرته دراسة (عفيفي، ٢٠١٤) لتوضيح الأثر غير المباشر بين إدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي، من خلال الأثر الوسيط للإفصاح الاختياري باستخدام أسلوب تحليل المسار^(١٠) وإن كانت توصلت لعدم دلالة الأثر غير المباشر.

فهل يتفاعل كلا من الإفصاح الاختياري ونوع إدارة الربح - انتهازية كانت أم معلوماتية - في التأثير على عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية؟....تساؤل رابع.

٩ - يجب أن تمتلك الإشارة خاصيتين لتصبح مؤثرة، أولها: أن تقلل من عدم تماثل المعلومات؛ وثانيها: أن تصف الإشارة المعلومات (Kirmani and Rao, 2000).
١٠ - أسلوب إحصائي لتوضيح العلاقات المختلفة بين شبكة متغيرات متعددة.

أهداف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل هدف البحث في اختبار مجموعة من المتغيرات المُنظمة، تحديداً (الحوكمة، وتوقيت النشر ونوع إدارة الأرباح "انتهازي أم معلوماتي")، لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات في السوق المالية المصرية، في محاولة لتفسير التناقض في نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن؛ بالإضافة لاستخدام البحث متغيري "التحصين الإداري والحوكمة" للتمييز بين انتهازية ومعلوماتية إدارة الربح، لتوضيح أيهما أكثر دلالة في الحيلولة دون مشاركة المديرين التنفيذيين في أنشطة إدارة الربح الضارة، من خلال الحكم عليهما في مدى مساهمة إدارة الربح في إضفاء نفعية على الإفصاح الاختياري من ناحية، بالإضافة إلى مدى مساهمتهما في تنظيم العلاقة بين إدارة الربح وعدم تماثل المعلومات من ناحية أخرى.

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من النقاط التالية:

- اهتمت معظم الدراسات السابقة بالأثر الأساسي للإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي، دون الاهتمام بالعوامل المُنظمة لتلك العلاقة، وهو ما يعمل البحث الحالي على تناوله بالتحليل والدراسة، خاصة في ظل تباين نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن، مما يُعطي البحث الحالي بعداً إضافياً يميزه عن الدراسات السابقة.
- في ضوء النقطة السابقة يُعد هذا البحث من أوائل الأبحاث في البيئة المصرية - على حد علم الباحث- التي عملت على دراسة المتغيرات المُنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات، فلم يتوصل الباحث إلى أي دراسة عربية سوى دراسة (عفيفي، ٢٠١٤) والتي اختبرت الأثر المباشر وغير المباشر لعلاقة إدارة الربح - دون محاولة الاستدلال على نوعها- بعدم التماثل من خلال الإفصاح الاختياري باستخدام أسلوب تحليل المسار Path Analysis، ليختلف عن البحث الحالي كما سيتم توضيحه لاحقاً في تقييم الدراسات السابقة.
- في ضوء تمثيل التحصين الإداري لدى البعض كدليل على عدم مشاركة المديرين في أنشطة إدارة الأرباح الضارة، وتمثيل الحوكمة لدى آخرين، فإن البحث الحالي يُدرجهما في الاختيار كمحاولة لتبيين أيهما يُعطي إشارة عن مدى مساهمة إدارة الربح في نفعية الإفصاح الاختياري من ناحية، وفي الحد من عدم تماثل المعلومات من ناحية أخرى، وبالتالي الحكم على مدى نفعيتهما في منع مشاركة المديرين في الأنشطة الضارة.
- يُسهم البحث في توعية الشركات بالعوامل التي من شأنها أن تُحسن من مصداقية الإفصاح الاختياري بهدف تقليل تباين المعلومات وبالتالي زيادة منافع المستخدمين.

خطة البحث:

لتحقيق أهداف البحث، سوف يقوم الباحث بتقسيم البحث كما يلي:

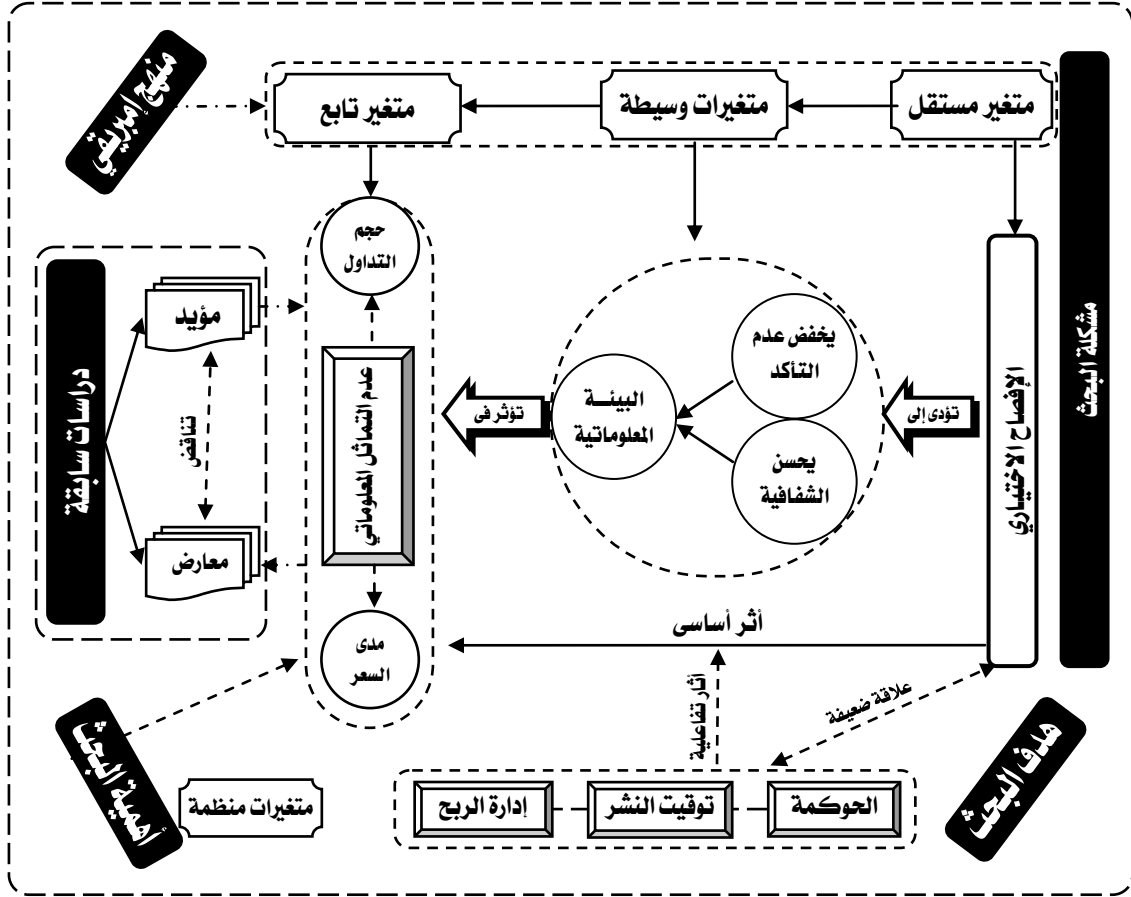
القسم الأول: الإطار النظري للبحث.

القسم الثاني: الدراسة الإمبريقية.

القسم الثالث: مضامين النتائج وحدودها.

ويمكن للباحث أن يعبر عن الإطار السابق للبحث في الشكل التالي:

شكل (١) الإطار العام للبحث



المصدر: الباحث.

القسم الأول الإطار النظري للبحث

مقدمة:

تعد ظاهرة عدم تماثل المعلومات **Information Asymmetry** من الظواهر المؤثرة بالسلب على الأسواق المالية، حيث تسمح الشركات بمعلومات للمشاركين في السوق، وتتعمد حجب أجزائها لاستخدامها في تحقيق عوائد غير عادية، أو لاعتقادها بأن تلك المعلومات قد تضر بمركزها التنافسي باستخدام المنافسين لها في تعديل خططهم الإنتاجية والاستثمارية؛ لذا اهتمت دراسات بالعوامل المُحددة لعدم التماثل، ويمثل الإفصاح الاختياري **Voluntary Disclosure** أحد العوامل التي عوّلت عليه دراسات عدة في هذا الشأن لتوصيل الحقائق المالية للمستخدمين دون تمييز أو تضليل؛ إلا أنه - إمبريقياً - اتسمت نتائج تلك الدراسات بالتباين، وهو ما كان مبرراً للباحث لدراسة العوامل المُنظمة أو الموقفية التي تؤثر على دلالة علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل.

وتُعرف المتغيرات المُنظمة **Moderating Variables** بالمتغيرات التي تؤثر على علاقة المتغير المستقل بالتابع، ليهتم الباحث بأحد الأثرين، أولهما الأثر التفاعلي **Interaction Effect**، ليعني أن تأثير المستقل على التابع يتوقف على متغير آخر، والذي في حالة عدم معنويته، يهتم الباحث بثانيتها وهو الأثر الأساسي **Main Effect** للمتغير المستقل والمُنظم (كل على حده) على التابع.

وفي ضوء ذلك فقد عمل الباحث على تقسيم هذا القسم كما يلي:

أولاً: عدم التماثل المعلوماتي - ماهية ومحددات:

يمكن تناول عدم التماثل المعلوماتي من خلال تناول العديد من النقاط

كما يلي:

١- مفهوم عدم التماثل المعلوماتي:

يعد (Akerlof, 1970) أول من أشار لمشكلة عدم التماثل في دراسته "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism" بسوق الولايات المتحدة للسيارات المستعملة، والتي تُعرف فيها السيارات القديمة والمعيبة بـ (Lemons)، فلدى الشخص البائع لسيارته معرفة كاملة بحالتها، بعكس المشتري الذي تَغيب عنه هذه الظروف، وبالتالي المشتري سيكون مستعداً لدفع ثمن السيارة بأقل من تكلفتها الفعلية، لعدم امتلاكه كل معلومات التحقق من جودتها، في حين يُقاوم المالكون للسيارات الجيدة بيعها بسعر أقل من تكلفتها؛ وفي ظل عدم قدرة المشتريين التمييز بين أنواع السيارات، فإن أسعارها تبقى متساوية، وهنا صاحب السيارة الجديدة لا يمكنه

الحصول على قيمتها الحقيقية مما سيجعل معظم السيارات المتبادلة من النوع الرديئى على خلاف السيارات الجديدة التي قد تُخْرَج من السوق^(١١).

كما أوضحا (Leland and Pyle, 1977) أن عدم التماثل المعلوماتي يَنْشَأ أيضاً بين المقرضين والمقرضين، فالمقرضون لديهم المعلومات عن ضماناتهم ومهاراتهم أكثر من المقرضين، إضافةً لمعلوماتهم الداخلية عن المشروعات المراد تمويلها، إلا أن المشكلة الأخلاقية^(١٢) Moral Hazard تحول دون نقل المعلومات بين المشاركين في السوق (Jensen and Meckling, 1976).

ويمكن استعراض بعض مفاهيم عدم التماثل المعلوماتي بالجدول التالي:

جدول (١) مفاهيم عدم التماثل المعلوماتي

المصدر	المفهوم
Ravi and Hong, 2014	امتلاك بعض المستثمرين لمعلومات خاصة تمكنهم من معالجة المعلومات العامة المتوفرة عن الشركة بطريقة أفضل من باقي المستثمرين، فهي قد تكون بين المستثمرين وبعضهم أو بين الشركة والمستثمرين.
Bloomfield and Fischer, 2011	تَعْمُد إدارة الشركة حجب معلومات معينة وذات تأثير جوهري عن المستثمرين أو تسريب بعض المعلومات الخاطئة لتحقيق عوائد غير طبيعية قبل اتمام النشر.
Wang et al., 2011	مقدار الاختلاف في حجم المعلومات المتاحة للأطراف المتنوعة المختلفة بشأن المعاملات والتي لا تجعلهم على قدم المساواة في اتمام الصفقات.
Lu et al., 2010	حصول بعض المستثمرين على معلومات خاصة مما يزيد من معرفتهم بقيمة الشركة الأساسية وعدم حصول البعض الآخر على نفس المعرفة.
Liang et al., 2006	توافر معلومات معينة لدى طرف ما، قد لا تكون متوفرة لدى طرف آخر.
Paprocki and Stone, 2004	معرفة الأطراف الداخلية بمعلومات عن الأداء الاقتصادي الحالي والمستقبلي للشركة أكثر من معرفة الأطراف الخارجية لها.

في ضوء ما سبق، يشير الباحث إلى عدم تماثل المعلومات بأنها "الحالة التي يتباين فيها المحتوى المعلوماتي لبند ما لدى لأطراف المختلفة المشاركة في المعاملة الواحدة قبل و/أو بعد نشر التقرير المالي، مما يزيد من درجة عدم التأكد في سوق الأوراق المالية، ليسمح للبعض بتجنب خسارة معينة أو تحقيق عائد غير عادي دون آخرون، وهو ما ينعكس سلباً على السوق".

١١- شبه Akerlof خروج السيارات الجديدة من السوق بقانون Gresham في سوق العملات، حيث العملات الرديئة تطرد العملات الجديدة من السوق، وإن كان لا يمكن للمشتري في سوق السيارات التمييز بين الجيد والرديء بخلاف سوق العملات.

١٢- تعني عدم تَمَكُّن الأصيل من متابعة مباشرة للجهد المبذول من الوكيل، مما يدفع الوكيل إلى بذل مستوى متدنٍ من الأداء.

يستخلص الباحث من التعريف السابق النقاط التالية:

- هناك شكلان لعدم تماثل المعلومات، أولهما: حيازة الداخلين لمعلومات لا تتوافر للخارجيين، ثانيهما: حيازة بعض الخارجيين لمعلومات لا تتوافر لأمثالهم؛ ليترتب على ذلك تحقيق الحائز فوائد معلوماتية على حساب غيره، كالشراء قبل إعلان معلومات جيدة قد تؤدي لارتفاع أسعار الأسهم ثم البيع بعدها، أو البيع قبل إعلان معلومات سيئة قد تؤدي لانخفاض أسعار الأسهم.
- من أهم عناصر عدم التماثل، التوقيت - حيث يحاول البعض الحصول على المعلومات قبل نشرها بشكل رسمي؛ والتعمد - لتحقيق عوائد غير عادية -، وإن كان إدارات بعض الشركات قد تُخفي معلومات تضر بمركزها التنافسي.
- يتعدى جوهر عدم التماثل كمية المعلومات المُفصح عنها إلى محتواها المعلوماتي.
- تعد انفصال الملكية عن الإدارة أحد أسباب حيازة الأطراف الداخلية لمعلومات على حساب الأطراف الخارجية؛ حيث تتخفف عملية الرقابة من قبل الخارجيين على الداخلين.
- ينشأ عن عدم التماثل العديد من الآثار السلبية على سوق الأوراق المالية... وهو ما سيوضحه الباحث في البند التالي.

٢- عدم التماثل المعلوماتي وسوق الأوراق المالية:

- ينتج عن عدم التماثل المعلوماتي العديد من الآثار السلبية للأسواق المالية، منها:
- تحاول الأطراف بدون معلومات تخفيض تعاملهم مع ذوي المعلومات، بتكوين محفظة من الأسهم لفترة طويلة، مما يُحرّمهم فرصة إعادة هيكلتها حسب الظروف الاقتصادية؛ كما أن الخارجيين يمكنهم منع الداخلين من استغلال المعلومات الخاصة، بالتعاقد معهم على عدم الاتجار في أسهم الشركة التي يديرونها، مما يقضي على منفعة ملكية المديرين للأسهم^(١٣)؛ كما يستطيع صغار المستثمرين الانسحاب من الاتجار في أسهم شركات معينة أو من السوق ككل، مما قد يُحرّم كبار المستثمرين من قيمة المعلومات التي دفعوا مبالغ كبيرة للحصول عليها كالمبالغ المدفوعة للمحللين الماليين، وهو ما يؤدي لتخفيض الحافز لإنتاج المعلومات والإضرار بالاقتصاد القومي بسبب المشاركة غير المثالية في المخاطر (الدهراوي، ١٩٩٤).
- تؤثر بالسلب على حجم التداول، فعند شعور المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات، تتخفف دوافعهم نحو تنفيذ أوامر الشراء أو البيع بكميات كبيرة لتجنب التعرض للخسارة حال التبادل مع مستثمرين ذوي المعلومات أكثر، وهو ما يؤدي إلى انخفاض عدد الأسهم التي يرغب المستثمرون في شرائها أو بيعها (عبيد، ٢٠٠٨).

١٣- حيث تُحقّق ملكية المديرين (لأسهم شركاتهم) نوع من توافق المصالح بين بين الملاك والمديرين، مما يستتبعه تخفيض تكاليف الوكالة.

- تؤدي إلى انخفاض عدد العمليات في سوق الأوراق المالية، لتخوف المستثمرين تحقيق خسائر من التعامل في الأوراق المالية، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض عدد عمليات البيع والشراء التي تتم في السوق بشكل عام (البلتاجي، ٢٠٠١).
 - تؤدي لارتفاع تكلفة الصفقات من خلال ارتفاع تكلفة حصول المستثمرين ذوي المعلومات الأقل على المعلومات بلجوتهم لكثير من المحللين الماليين (Webster, 2014).
 - ترتبط إيجابياً بمخاطر الأسهم وسلبياً بالعوائد غير العادية للأسهم، بالإضافة لخطورة تأثيرها على السيولة وتكلفة رأس المال (Martins and Paulo, 2014; Kelly and Ljungqvist, 2012; Lakhali, 2008) and لشعور المستثمرين ذوي المعلومات الأقل بالخطر داخل السوق، الأمر الذي يدفعهم لخفض التعامل في السوق أو الخروج نهائياً من السوق.
 - تزيد من تكاليف التمويل في الشركة، لزيادة مخاطر المعلومات، وعدم قدرة المستثمرين ذوي المعلومات الأقل على التقدير الدقيق للعوائد المتوقعة من استثماراتهم في الشركة، وبالتالي مُطالبتهم بعائد إضافي عوضاً عن تلك المخاطر (Healy and Palepu, 2001).
 - تزيد من مدى السعر Bid-ask-Spread^(١٤) كأحد مواصفات الأسواق المالية؛ فقد أظهرها (Glosten and Milgrom, 1985) أن المتخصص – صانع السوق – يواجه مجموعتين، مستثمرين ذوي المعلومات؛ ومتعاملي السيولة الذين لديهم معلومات أقل من المتخصصين؛ والمتخصص – كأى متعامل آخر – سيخسر في المتوسط من الاتجار مع المستثمرين ذوي المعلومات، لأنهم لن يتعاملوا معه إلا إذا عرفوا أن السعر الذي يعرضه ملانما لمعلوماتهم، ولذلك فإن صانع السوق يُخفّض سعر الشراء ويرفع سعر البيع – بمعنى يُزيد من مدى السعر – للحد من التعامل في السهم الذي يتسم بعدم التماثل، حتى يتم الاعلان عن المعلومات الداخلية؛ وكلما زاد عدد المستثمرين ذوي المعلومات الخاصة، كلما زاد المدى، مما يزيد من تكلفة العمليات (الدهراوي، ١٩٩٤).
- في ضوء الآثار السلبية السابقة، كان لابد من الاهتمام بالعوامل التي من شأنها أن تُحد منها في أسواق الأوراق المالية، وهو ما سيتم توضيحه في النقطة التالية:
- ٣- محددات عدم التماثل المعلوماتي:
- من أهم العوامل المؤثرة في مستوى عدم التماثل المعلوماتي ما يلي:

١٤- هو الفرق بين أعلى طلب وأدنى عرض للسهم؛ وهو أحد مقاييس عدم التماثل كما سيتم توضيحه لاحقاً (Frino et al., 2003).

• حوكمة الشركات: Corporate Governance

أدى عدم تماثل المعلومات لتضارب المصالح بين المساهمين والإدارة، مما قد تُسيئ الإدارة معه استعمال موجودات الشركة، لذا أقرحت آليات الحوكمة لكبح جماح هذا التضارب (Haniffa and Hudib, 2006)، وضمان الانضباط السلوكي والتوازن في تحقيق مصالح جميع الأطراف والرقابة الفعالة (Jensen and Meckling, 1976)؛ وإمبريقياً توصلت دراسة (Elbadry et al., 2015) إلى ارتباط مجلس الإدارة كأحد آليات الحوكمة سلبياً بعدم التماثل مقيساً بـ (مدى السعر، وتقلبات عوائد الأسهم، وحجم التداول)؛ وفي نفس السياق كانت دراسة (Cormier et al., 2010) والتي توصلت إلى أن خصائص مجلس الإدارة وحجم لجنة المراجعة تُحدان من عدم التماثل مقيساً بتذبذب أسعار الأسهم وبنسبة $Tobin's Q$ ^(١٥)، وفي نفس الاتجاه كانت دراسات عديدة مثل (Goh et al. 2016; Han et al. 2014; Armstrong et al., 2014; Chen and Nowland, 2010).

• التحفظ المحاسبي: Accounting Conservatism

يعتبر التحفظ أحد نتائج ظروف عدم التأكد المحيطة بالممارسات المحاسبية، وقد عرفاه (La Fond and Roychowdhury, 2008) بأنه اعتراف بالخسائر المتوقعة دون الأرباح المتوقعة، وبالقيم الدنيا للأصول والعليا للالتزامات، وقد أشار (Mohan, 2007) إلى أن جوهر الشفافية - وبالتالي عدم تماثل المعلومات - يكمن في التحفظ المحاسبي، وفي تحقيق جودة المعلومات المُفصح عنها، وهو ما أشار إليه (سمعان، ٢٠١٥) بأن عدم التزام الشركة به يزيد من احتمال تعرض المستثمر لصدمات فجائية لعدم الاعتراف مسبقاً بالأنباء غير السارة، والتي تعتبر في حوزة الإدارة، مما يعني وجود عدم تماثل معلومات، والذي يمكن تجنبه بمزيد من التحفظ، كما أنه يزيد من درجة الاعتماد على التقارير المالية المنشورة لوجودتها دون اللجوء للمصادر البديلة، ومن ثم تخفيض درجة عدم التماثل، وهو ما توصلوا إليه (Lu and Trabelsi, 2013) بتحسين التحفظ المحاسبي للبيئة المعلوماتية للشركة.

• جودة الربح: Earning Quality

هي مدى تعبير الأرباح عن الأداء الاقتصادي للشركة بشكل يوفر المصدقية للمستثمرين في دقة البيانات المقدمة لهم (Shroff, 2015)، وبالتالي تقلل من عدم تماثل المعلومات، لينعكس ذلك على زيادة التعاملات في الأسواق المالية؛ وقد ربطت دراسات عديدة بينها وبين عدم التماثل مثل (Abad et al., 2018; Ajward and

$$Tobin's Q = \frac{\text{القيمة الدفترية للأصول} + \text{القيمة السوقية للأسهم} - \text{القيمة الدفترية للأسهم}}{\text{القيمة الدفترية للأصول}}$$

(Takehara, 2012)، حيث تزيد إدارة الريح من مخاطر الاختيار العكسي^(١٦) Adverse Selection في الأسواق المالية لصعوبة فهم مضامينها، و تجعل الريح المحاسبي غير معبر عن الريح الاقتصادي للشركة، مما يتيح معلومات حقيقية للإدارة عن وضع الشركة الاقتصادي، وعدم إتاحتها للمستثمرين.

• القدرة الإدارية: Managerial Ability

استخدم (Helfat et al. 2007) مصطلح القدرة الإدارية للإشارة إلى قدرة المدراء على استخدام وتطوير موارد الشركة، وأضاف (Holcomb et al., 2009) لثُمَّثل المعرفة والمهارة والخبرة التي تضيف قيمة للشركة؛ وإمبريقياً توصل (Chemmanur, 2009) لارتباطها عكسياً بعدم التماثل، فالمدبرون الأعلى قدرة يُظهرون القيمة الحقيقية لشركاتهم بمصادقية، ومن ثم تحسين البيئة المعلوماتية لها، من خلال زيادة تدفق المعلومات المتاحة لدى المدراء الأفضل سمعة إدارية عن الشركة إلى الأسواق المالية.

• الإفصاح الاختياري: Voluntary Disclosure

يُعد هذا المحدد كما سيتضح لاحقاً، أحد المحددات التي تضاربت حول علاقته بعدم تماثل المعلومات نتائج الدراسات، ويُعتبر ذلك محل اهتمام البحث في باقي هذا القسم كما يلي في ثانياً.

ثانياً: الإفصاح الاختياري وعدم التماثل المعلوماتي – علاقة أساسية أم موقفيه؟:

يُمثل الإفصاح الاختياري نشرًا اختياريًا – إضافة للمتطلبات القانونية – لمعلومات مالية و/أو غير مالية من خلال التقارير السنوية (Barako et al., 2006)، وهو يُمثل توسعاً في الإفصاح يقلل من مشكلة الاختيار الخاطئ للأوراق المالية من قِبَل المستثمر، ويُعزز من السيولة، مما يقلل من تكلفة حقوق الملكية من خلال انخفاض تكاليف المعاملات و/أو زيادة الطلب على الأوراق المالية للشركة (Li, 2010; Easley and O'Hara, 2004).

وقد اكتشفت دراسات عديدة وجود ردود أفعال في الأسواق المالية لممارسات الإفصاح الاختياري، فقد توصلنا (Alfaraih and Alanezi, 2012) لتأثيره على الملاءمة القيمة Value Relevance للمعلومات المحاسبية^(١٧)، حيث المستثمرون ذوي المعلومات الأفضل يكونوا قادرين على تحديد السعر بشكل أدق؛ وفي اتجاه آخر اختبرت دراسات أخرى

١٦- إحدى مشاكل الوكالة، وتعني تصرفات غير رشيدة من قبل الوكيل تجاه الأصل لامتلاك الأول معلومات لا تتوافر للثاني.

١٧- يقصد بالملاءمة القيمة قدرة المعلومات المحاسبية في تفسير أسعار وعوائد الأسهم.

الملاءمة القيمية لبنود الإفصاح الاختياري ذاته^(١٨)، (مثل: Fazzini and Maso, 2016; Gamerschlag, 2013; Vafaei et al., 2011 : خليل، ٢٠٠٣) مُشيرة إلى أن أسعار وعوائد الأسهم دالة في مستوى الإفصاح الاختياري، ليعني ذلك ارتفاع الملاءمة القيمية لبنوده في الأسواق المالية.

ويمكن توضيح مضامين العلاقة بين الإفصاح الاختياري وعدم التماثل المعلوماتي من اتجاهين كما يلي:

١- الاتجاه الأول: العلاقة الأساسية بين الإفصاح الاختياري وعدم التماثل المعلوماتي:

يمكن الإشارة لهذه العلاقة من ناحيتين كما يلي:

أ- من الناحية النظرية:

يمكن للإفصاح الاختياري - باعتباره توسعاً في الإفصاح - أن يُحد من مستوى عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية، حيث:

- يُرسل إشارات إضافية للمستثمرين باحتياجاتهم من معلومات خلاف المعلومات الإلزامية، بالإضافة لدعم توقعاتهم للأرباح والمخاطر المحيطة بالشركة، مما ينعكس على تحديدهم لقيمة الشركة، كما أنه يُحد من تقلبات أسعار الأسهم ويزيد من قدرة المستثمرين على توقع التغييرات المحتملة بأسعارها (Foerster et al., 2013).

- يُخفف من حالة عدم التأكد، ويزيد من شفافية الشركة لدى المستثمرين، ومن ثم فهمهم لاستراتيجيتها (Albawwat and Ali basah, 2015; Healy and Palepu, 2001)، مما يساعدهم على تحديث توقعاتهم، وبالتالي زيادة عمليات التداول، وتعديل سلوك المستثمرين؛ فالمستثمرون ذوى المعلومات الأقل يفضلون الاستثمار في شركات يعرفونها لنقص معلوماتهم عن غيرها (عبيد، ٢٠٠٨)، وهو ما يعني أن غياب الإفصاح الاختياري يخلق سوقاً للمعلومات لا يستفيد منها سوى القادرون على تحمل البحث عنها (خليل، ٢٠٠٣).

ب- من الناحية الإمبريقية:

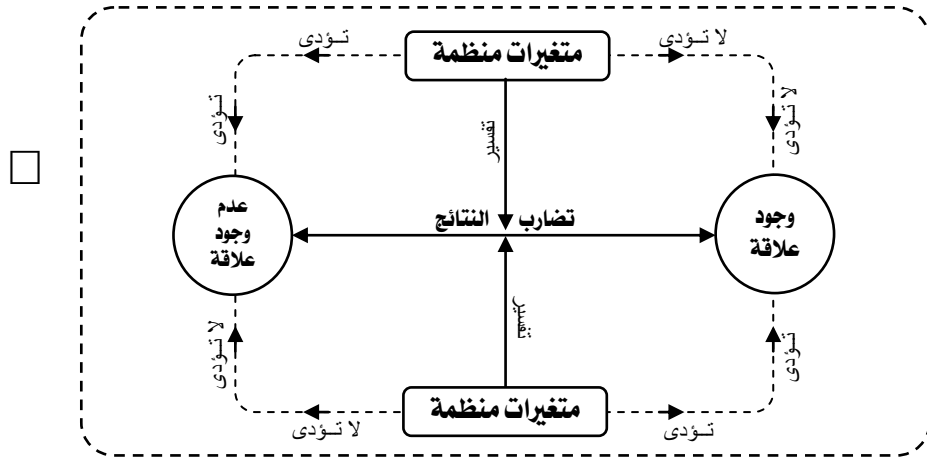
في إطار اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري وعدم التماثل المعلوماتي، لم تتوصل الأدلة البحثية لقواسم مشتركة، حيث انقسمت نتائجها إلى اتجاهين، أولهما: جاءت نتائجه مُؤيدة لعلاقة ارتباطية بينهما، مثل (Saadeh et al., 2017;

١٨- هناك فرق بين ما إذا كان الإفصاح الاختياري يؤثر على الملاءمة القيمية، وبين ما إذا كان الإفصاح الاختياري له ملاءمة قيمية، فالأولى تعني أن الإفصاح الاختياري يؤثر على علاقة المعلومات المحاسبية بأسعار وعوائد الأسهم، أما الثانية: تعني أن الإفصاح الاختياري في حد ذاته يؤثر على أسعار وعوائد الأسهم.

Hamrouni and Solonandrasana, 2013; Heflin *et al.*, 2010; Brown and Hillegeist, 2007)؛ ثانيهما: رفضت نتائج العلاقة الارتباطية بينهما (مثل: Kim and Verrecchia, 1994: السيد، ٢٠٠٥).

ولعل هذا التضارب يُوجب البحث عن متغيرات من شأنها التحكم في دلالة التأثير من عدمه، كما موضح بشكل (٢)، فقد يكون للشركة دوافع انتهازية (وليست معلوماتية) لممارسات الإفصاح الاختياري، مما قد يُقلل من تأثيراته ما لم تُقترن بأدوات أخرى.

شكل (٢): المتغيرات المنظمة كتفسير لتناقض دلالة العلاقات



المصدر: الباحث

في ضوء ما سبق يرى الباحث أن التساؤل الأخرى بالتحليل غير مُتمثل في علاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات، بقدر ما هو عن:

ماهية المتغيرات المنظمة التي قد تؤثر على علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي؟.. في إطار هذا التساؤل، فإن النقاط التالية تمثل محلاً للنقاش في باقي البحث:

• نفعية المعلومات المُفصح عنها دالة في مصداقيتها، وتعتبر الحوكمة إشارة دالة على ذلك. فكيف للحوكمة أن تؤثر - نظرياً - على علاقة الإفصاح الاختياري بعدم

تماثل المعلومات؟

• تفقد المعلومات المحاسبية أهميتها ما لم تُقدّم أو تُنشر لمستخدميها في التوقيت الملائم.

فكيف لتوقيت النشر أن يؤثر - نظرياً - على علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل؟

• يمكن لإدارة الأرباح أن تكون بمثابة إشارة للأسواق المالية بالعديد من

المعلومات (Badertscher *et al.*, 2012; Ronen and Yaari, 2008) الأمر

الذي قد يجعل من إدارة الربح - المعلوماتية فقط - إشارة لجودة المعلومات الاختيارية.

فكيف يمكن - نظرياً - لنوع إدارة الربح - انتهازية كانت أم معلوماتية -

أن تؤثر على علاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات؟

في ضوء النقاط السابقة يكون الاتجاه الثاني كما يلي:

٢- الاتجاه الثاني: العلاقات التفاعلية لأثر الإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي:

أ- الدور المنظم للحوكمة في علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي:

تعتبر الحوكمة نظام يتم من خلاله رقابة الشركة، وتحديد العلاقات وتوزيع الحقوق والمسئوليات على أصحاب المصالح (Khan et al., 2006)؛ وقد أشار (Armstrong et al., 2010) إليها بالهيكل والأنظمة التي تُطبَّق داخل وخارج الشركة لتقليل مشاكل الوكالة وتحقيق التوافق في المصالح بين المديرين والملاك؛ ولعل سمة الرقابية التي تتسم بها الحوكمة من شأنها مراقبة ممارسات الإدارة تجاه المعلومات المُفصَّح عنها للعديد من الأطراف، وهو ما دعا البعض لاعتبار علاقتها بممارسات الإفصاح الاختياري، وهنا يميز الباحث بين منظورين:

• أولهما: علاقة الحوكمة والإفصاح الاختياري علاقة تأثيرية:

حسب هذا المنظور، يمكن للحوكمة - بسمتها الرقابية - أن تؤثر في مستوى الإفصاح الاختياري، كما موضح بشكل (٣)؛ فالشركات التي يتم حوكمتها تزيد بها كمية المعلومات الاختيارية عن غيرها، هو ما كان فرضية لدراسات عدة؛ فقد توصلنا (Al Maskati and Hamdan, 2017) إلى أن الحوكمة ممثلة بـ (كبار الملاك، وحجم واستقلالية المجلس) تزيد من مستوى الإفصاح الاختياري في ٤١ شركة بحرينية لعام ٢٠١٣، وأنها ممثلة بـ (مجلس الإدارة، وحجم شركة المراجعة، والملكية الحكومية) في دراسة (Albawwat and Ali basah, 2015) تحسّن من مستواه أيضاً للتقارير الفترية على ٧٢ شركة أردنية للفترة ٢٠٠٩ - ٢٠١٣؛ وفي هذا الاتجاه كانت نتائج دراسات أخرى (مثل Hermalin and Weisbach, 2012; Eng and Mak, 2003: عفيفي، ٢٠٠٨).

شكل (٣): علاقة التأثير بين الحوكمة والإفصاح الاختياري



المصدر: الباحث.

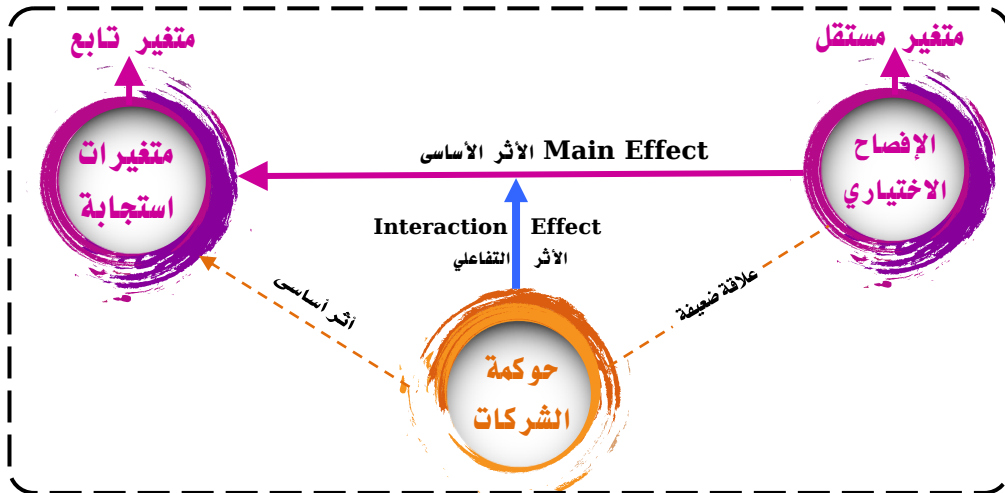
• ثانيهما: علاقة الحوكمة بالإفصاح الاختياري علاقة تفاعلية:

على النقيض من المنظور السابق، فإن الحوكمة لا تؤثر في مستوى الإفصاح الاختياري بقدر ما أن تأثيرات الإفصاح الاختياري تتوقف على مستواها، كما موضح بشكل (٤)، ليعني ذلك أن السمة الفعالة لتأثيرات الإفصاح الاختياري ليست في مستواه بقدر ما هي في مصداقيته، وهو ما فسرتة دراسة (أحمد، ٢٠١٦) من أن الإدارة قد لا تتمكن من مقاومة إغراء نشر معلومات خاطئة، عندما يكون لديها رغبة في رفع القيمة السوقية لأسهم الشركة، فلا يعني الإدارة تخفيض عدم التماثل بقدر ما يعينها الإفصاح عن معلومات تُعظم مصالحها الذاتية، لذا فإن مصداقية الإفصاح الاختياري (وليس مستواه) هي الأخرى بالاهتمام (السيد، ٢٠٠٥)، وفي هذا الاتجاه كانت دراسات عدة (Enache and Parbonetti, 2013; Rahman, 2010; Gu and Li, 2007; Sobel, 1985) ليصبح التساؤل:

كيف يتسنى للمستخدمين التحقق من مصداقية ممارسات الإدارة في إفصاحاتها الاختيارية؟

في ضوء هذا التساؤل كانت الفرضية بأن الحوكمة تُضفي (بل وتعطي الإشارة) للاستدلال على مصداقية المعلومات الاختيارية (Gordon et al., 2006; Farber, 2005)، خاصة في ظل عدم ملاحظتها (Enache and Parbonetti, 2013)، فقد أشارا (Dabor and Adyemi, 2010) إلى أن آليات الحوكمة مُتمثلة في "استقلالية كل من أعضاء المجلس ولجنة المراجعة، وحجم المجلس " تُعزز من مصداقية الأرقام المحاسبية، وأن زيادة نسبة الملكية الإدارية كأحد آليات الحوكمة تُعد أحد عوامل تحقيق مصداقية الإفصاح الاختياري في دراسة (Gu and Li, 2007).

شكل (٤) تفاعل حوكمة الشركات مع الإفصاح الاختياري



المصدر: الباحث

بد الدور المنظم لتوقيت النشر في علاقة الإفصاح الاختياري بمستوى عدم التماثل المعلوماتي: يعتبر التوقيت المناسب **Timeliness** من أهم الخصائص النوعية المؤثرة في نفعية معلومات التقارير المالية، بالإضافة لأهميته في زيادة كفاءة السوق ومستوى الشفافية (Ayemere and Elijah, 2015; Daoud *et al.*, 2014; Shukeri and Nelson, 2011)؛ ويُقصد بالتوقيت هنا الفترة ما بين نهاية السنة المالية وحتى يوم الإعلان رسمياً عن الأرباح (Lehtinen, 2013)، وقد عملت دراسة (Lee *et al.*, 2008) على تقسيمها لفترتين، الأولى: بين نهاية السنة المالية وتاريخ توقيع مراجع الحسابات، والثانية: بين تاريخ توقيع المراجع وتاريخ نشر التقرير المالي. ولاشك أن شركات الأسواق المالية مُلزَمة قانوناً بإتاحة بياناتها المالية للجمهور، إلا أن لها سلطة تقديرية بشأن توقيت الإفصاح، فقد ترى الشركة التأخير في الإفصاح لأمر ما^(١٩)، وإن كان ذلك قد يُعرضها لمخاطر التقاضي وتكاليف السمعة، وهو ما يعني أن المديرين بحاجة لإجراء تحليل للتكاليف والفوائد عند البت في توقيت الإفصاح^(٢٠) (Kieruj, 2013)؛ في هذا الصدد أشارا (Kinney and McDaniel, 1993) إلى أن تفاعلات الأسواق مع المعلومات تنشأ حال نشرها؛ لذا عملت العديد من الأسواق على تقليل الحد الأقصى المسموح به للنشر، فقد قامت لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة بتقليل الحد الأقصى من ٩٠ يوم إلى ٦٠ يوم لتحسين كفاء الأسواق المالية (Lehtinen, 2013).

وقد تناولت دراسات عديدة ردود أفعال الأسواق المالية لتوقيت الإفصاح، فأشارا (Givoly and Palmon, 1982) لتضاؤل رد فعل أسعار الأسهم وقت النشر حال زيادة فترة إبطاء التقارير المالية، نظراً لتسريب المعلومات من مصادرها البديلة وانعكاسها في أسعار الأسهم وقت تسريبها، وهو ما يتفق مع (Bagnoli *et al.*, 2002) حيث تُلبى الإفصاحات المُبكرة ردود أفعال أكبر لسعر السهم، وهو ما يعني انخفاض دلالة الإفصاح حال تأخير النشر، ليوكد ذلك على أن توقيت النشر سمة أساسية لنفعية الإفصاح (Atiase *et al.*, 2010) أشارت إلى أن حجم الشركة قد يعوض تأثير التأخير في النشر.

وقد كشفت (Chambers and Penman, 1984) على أن المديرين يجب أن يُفصِحوا عن أخبار الأرباح (الجيدة والسيئة) في وقت مُبكر لتحقيق عوائد وأسعار أسهم أكثر ملاءمة، وتوصلا إلى انخفاض كبير في أسعار الأسهم في حالة التقارير الإخبارية السيئة المتأخرة والتقارير الإخبارية الجيدة المُبكرة، وتتفق هذه النتيجة مع (Kieruj, 2013; Sengupta, 2004; Bagnoli *et al.*, 2002; Begley and Fischer, 1998 : الخوري، وبالقاسم، ٢٠٠٦).

١٩ - كالتأخير بشأن الخطط مستقبلية، ومفاوضات العقود وإدارة الأرباح.

٢٠ - أشارا (Begley and Fischer, 1998) إلى أن المديرين يستفيدون من تأخير إعلانهم عن الأخبار السيئة في حالة إكمال مفاوضات العقود لأن شروط العقد ستكون غير ملائمة في هذه الحالة، بالإضافة إلى أن التأخير يمنحهم مزيداً من الوقت لإعداد تفسيرات للنتائج في محاولة لإقناع المستثمرين.

في ضوء ما سبق يعتبر توقيت النشر أحد المحددات الرئيسية لحركة أسعار الأسهم في الأسواق المالية، حيث يُتيح للمستثمرين تقييم العوائد والمخاطر المتوقعة بالشركة، ومن ثم تحديد الأسهم التي يمكن شراؤها والآخرى التي يمكن بيعها، وبالتالي الحد من عدم التماثل المعلوماتي (Ohaka and Akani, 2017)؛ كما تؤدي المعلومات المتأخرة لضعف تخصيص رأس المال وزيادة مشكلتي الاختيار العكسي والمخاطر الأخلاقية (Leventis and Weetman, 2004).

وفي هذا الصدد، توصلنا (Goldstein and Wu, 2015) لتأثير التوقيت على عدم تماثل المعلومات وعلى عوائد الأسهم، حيث تأخير عشرة أيام في الإفصاح أدى لزيادة مدى السعر (أحد مقاييس عدم التماثل) بمقدار ١٣.٨٧%، وإن كان تأثير التوقيت على عوائد الأسهم يختلف حسب نوع الحدث، فزيادة فترة النشر ترتبط معنوياً بانخفاض العوائد غير الطبيعية في الأحداث السارة (بمقدار ٠.٤٣% حسب نتائج الدراسة) وذلك خلال الأربعة أيام المحيطة بالنشر (Four-day Window ، مُتفقاً في ذلك مع نتائج دراسة Easley and O'hara, 2004، على النقيض من حالة الأخبار السيئة، حيث زيادة فترة النشر أدى لزيادة العوائد غير الطبيعية (بمقدار ٠.٣٧% حسب نتائج الدراسة) مُتفقاً في ذلك مع نتائج دراسة (Guttman et al., 2014).

وفي سبيل توضيح العلاقة التفاعلية للإفصاح الاختياري وتوقيت النشر وتأثيرها على عدم تماثل المعلومات، أشارا (Goldstein and Wu, 2015) إلى أن العلاقة بين كمية الإفصاح وعدم تماثل المعلومات مُعقّدة بسبب الأبعاد المختلفة للإفصاح كتوقيته وأسلوبه؛ وهو ما أوضحته دراسة (Guttman et al., 2014) من أن رد فعل السوق لا يعتمد فحسب على كمية المعلومات الاختيارية بل أيضاً عن متى يتم الإفصاح عنها، فكلما طالبت فترة إعداد وإصدار التقرير المالي، كلما انخفضت منفعتها للمستخدمين، مما يكون دافعاً لهم للبحث عن المصادر البديلة للمعلومات، وبالتالي زيادة مستوى تباين المعلومات والتأثير بالسلب على الأسواق المالية؛ كما أشارا (Choi and Pae, 2011) إلى أن التوقيت المناسب يمثل أحد الأبعاد الأساسية لجودة التقارير المالية.

جـ- الدور المُتَظَم لنوع إدارة الأرباح في علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي:

تضاربت الأدبيات المحاسبية في سبيل وضع تعريف محدد لإدارة الأرباح، فقد أشارت دراستنا (Mulford and Comiskey, 2002; Schipper, 1989) بأنها تتدخل إدارة الشركة في التأثير على رقم الربح المعلن لتحقيق مصالحها الذاتية، وفي ذات الاتجاه أشارا (Healy and Wahlen, 1999) بأنها استخدام الإدارة للتقديرات الشخصية في التأثير على الأرقام المحاسبية عند إعداد التقارير المالية وفي هيكل الصفقات لتضليل المستخدمين عن الأداء الحقيقي لها أو التأثير في النتائج التعاقدية.

وفي اتجاه مُعَاير للتعريفات السابقة، أشارت دراسة (Badertscher et al., 2012) بأنها ممارسات تهدف بها الإدارة توفير معلومات مستقبلية لثُمَّن المستخدمين من

التنبؤ بأوضاع للشركة؛ لتصبح إدارة الربح معلوماتية لدى البعض؛ فقد ميزا (Ronen and Yaari, 2008) بين ثلاث وجهات نظر، أولها: إدارة الأرباح البيضاء وهي مفيدة لشفافية التقارير المالية، ثانيها: إدارة الأرباح السوداء وهي تحريف صريح للتقارير المالية، ثالثها: إدارة الأرباح الرمادية وهي إما أن تكون انتهازية أو معلوماتية ضمن حدود الامتثال للمعايير؛ وهو ما أكدت عليه دراسة (Noronha et al., 2008) من منظورين لإدارة الأرباح، أولهما: انتهازي، تسعى من خلاله الإدارة لتضليل المستثمرين بأمور احتيالية في التقارير المالية، وثانيهما: معلوماتي، تسعى من خلاله الإدارة للكشف عن توقعاتهم الخاصة لتدفقات الشركة المستقبلية؛ وقد أشارت دراسة (Beneish, 2001) للمنظور المعلوماتي بأنه ينطوي على اعتبار التقديرات الإدارية وسيلة للمديرين للكشف عن توقعاتهم الخاصة للمستثمرين.

وفي هذا الصدد أشارت دراستنا (Jiraporn et al., 2008; Louis and Robinson, 2005) إلى أن المديرين يمكن أن يستخدموا بشكل موثوق الاستحقاقات الاختيارية كإشارة للسوق عن معلوماتهم الخاصة، وهو ما أشارت إليه دراستنا (Holthausen, 1990; Subramanyam, 1996) من أن إدارة الأرباح على أساس الاستحقاقات ليست سلبية بالضرورة، بل قد تكون مفيدة ومعلوماتية.^(١١)

هنا يكون التساؤل:

كيف يستدل المستثمرون عن المنظور الجيد (المعلوماتي) لإدارة الأرباح؟

في ضوء هذا التساؤل، وفي ضوء فرضية أن المديرين التنفيذيين يكونون أقل مشاركة في أنشطة إدارة الأرباح الضارة إذا كانوا مُحَصِّنِينَ - لدى بعض الدراسات مثل (Meo et al., 2017) -، وفي حالة حوكمة شركاتهم - لدى آخرين مثل (Bugshan, 2005) -، فإن البحث الحالي يُدرجهما (التحصين الإداري، والحوكمة) في الاختبار كمحاولة للحكم على مدى نفعية كل منهما في الحيلولة دون مشاركة المديرين في الأنشطة الضارة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

• التحصين الإداري كإشارة لكفاءة ممارسات إدارة الأرباح:

يعتبر التحصين الإداري أحد مظاهر الخلاف بين الأصيل والوكيل، فالمديرون الذين يُؤلون أهمية كبيرة للسيطرة ويستمدون منافع ذاتية منها، يحاولون البقاء في وظائفهم، حتى وإن كانوا غير مؤهلين لإدارة الشركة، بدخولهم في ممارسات تُحدِ رقابة آليات الحوكمة (Berger et al., 1997; Shleifer and Vishny, 1989).

وقد تناولت الأدبيات المحاسبية التحصين الإداري من منظورين، أولهما: أنه قد يضر بالمساهمين، لأنه يحمي المديرين من رقابة الحوكمة (Kumar and Rabinovitch, 2002)؛ ثانيهما: أنه قد يحقق انسجام مصالح المديرين مع المساهمين. (Gompers et al., 2010; Claessens et al., 2002)

٢١ - كأن تعمل إدارة الشركة على تغيير في التقدير المحاسبي للعمر الافتراضي لبعض الأصول، رغبةً منها في تمكين السوق من حقيقية وضع الأصول لديها، من حيث درجة تقادمها أو زيادة قدرتها الإنتاجية.

في ضوء المنظور الثاني كانت الفرضية بنفعية التحصين الإداري للملاك، وهو ما توصلت إليه دراسة (Meo et al., 2017) بتأثيره العكسي على الاستخدام الانتهازي للاستحقاقات والتلاعب بالأنشطة الحقيقية، فالمديرون يكونون أقل مشاركة في أنشطة إدارة الأرباح الضارة بقيمة الشركة حال تحصنهم؛ أما الذين يتعرضون لضغوط السوق يستخدمون الاستحقاقات بطريقة انتهازية للتلاعب بمعتقدات أصحاب المصالح حول ربحية وقيمة الشركة، ليعني ذلك أن التحصين متغير منظم لعلاقة إدارة الأرباح بقيمة الشركة.

وفي هذا الصدد أشار (Stein, 1989) إلى أن المدير التنفيذي غير المُحصّن - وبالتالي تحت ضغط السوق - يتصرف بقصر نظر *Myopically* عند تقديم إشارات للسوق عن كفاءة الشركة باختياره للمشروعات التي تُسفر عن نتائج قصيرة المدى على حساب الاستثمارات بعيدة المدى؛ لذا فالتحصين قد يقلل هذا الضغط لصالح الاستثمارات بعيدة المدى، وهو ما توصلت إليه دراسة (Zhao et al., 2012) من أن أدوات الحماية ضد الاندماج العدواني^(٢٢) *Anti-takeover Provisions* تُحد من إدارة الأرباح الحقيقية الهادفة لتحسين الربح في الأجل القصير، حيث تُعزز هذه الأدوات من معلوماتية الأرباح (Zhao and Chen, 2009)، وهو ما توصلت إليه دراسة (Pugh et al., 1992) بزيادة الاستثمار في مجال البحث والتطوير كاستثمارات طويلة الأجل بعد اعتماد أدوات الحماية ضد الاندماج العدواني.

• حوكمة الشركات كإشارة لكفاءة ممارسات إدارة الأرباح:

تناولت بعض الأدبيات المحاسبية (Tang and Chang, 2015; Rezaei and Roshani, 2012; Lo et al., 2010) فكرة أن الحوكمة يمكن أن تكون أداة رادعة لإساءة استخدام إدارة الأرباح - بمعنى انتهازياتها -، لتعني أن الحوكمة قد تُحدد نوع إدارة الربح، وتضمن معلوماتيتها، بالشكل الذي يعني ارتفاع ممارسات إدارة الربح - المعلوماتية طبعاً - في ظل ارتفاع مستوى الحوكمة؛ ليمثل هذا تفسيراً - بل دافعاً - عن عدم مقدرة الحوكمة تخفيض إدارة الربح لدى بعض الدراسات؛ فقد توصلت دراسة (Shah et al., 2009) لتزايد مستوى إدارة الأرباح مع التزام الشركات بالحوكمة، ليعكس ذلك في مضمونه اتسام ممارسات إدارة الأرباح المطبقة هنا بالوجه الجيد.

ويرى الباحث أن اقتران إدارة الربح بالحوكمة كان دافعاً لدى البعض لاختبار آثار تفاعل الحوكمة وإدارة الربح باعتبارها إدارة جيدة - لطالما وُجِدَت الحوكمة -؛ فقد توصلنا (Tang and Chang, 2015) لتأثير تفاعلها على أداء الشركات، حيث التأثير السلبي للاستحقاقات الاختيارية على العائد على الأصول، ونسبة "Tobin's Q" للشركات ضعيفة الحوكمة، والإيجابي للشركات قوية الحوكمة؛ وهو ما أشار إليه (Bugshan, 2005) من تأثير تفاعل الاستحقاقات الاختيارية والحوكمة على المحتوى المعلوماتي للأرباح المحاسبية؛ ليعني ذلك ارتفاع المحتوى المعلوماتي نتيجة ممارسات إدارة الربح في ظل ممارسات جيدة للحوكمة، وهو ما قد يعكس قدرة الحوكمة على تحويل إدارة الربح لتصبح ذات جدوى؛ لذا فإنه من المُرجح أن يستخدم المديرون في الشركات ذات الحوكمة

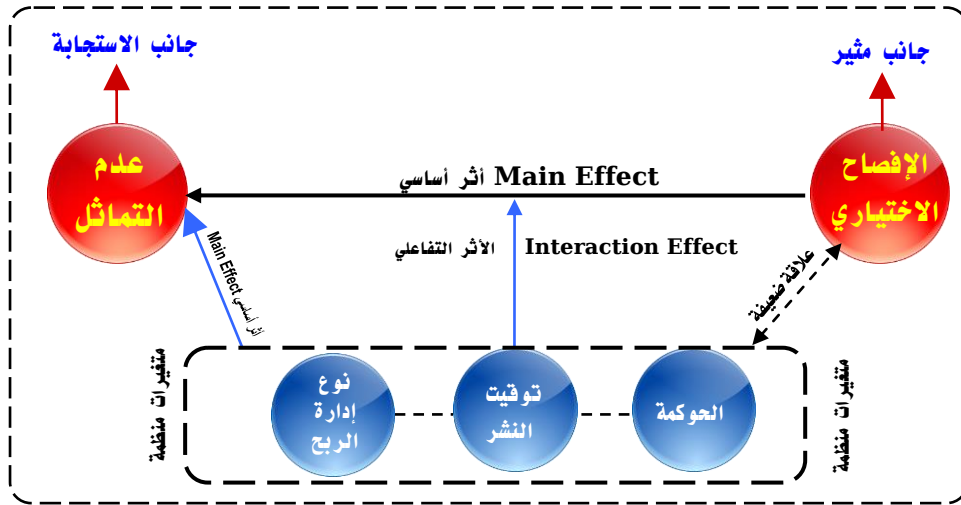
٢٢- إحدى الأدوات التي انتشرت في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعني قيام شركة ما بتقديم عرض لدمج شركة أخرى لا يعمل مديروها لصالح ملاكها من خلال طرد المديرين الحاليين.

القوية الخيارات المحاسبية لإظهار الوضع الحقيقي للشركة، بل وإرسال إشارة للسوق بمعلوماتية إدارة الربح، وبالتبعية تخفيض عدم تماثل المعلومات.

وفي سبيل توضيح التفاعل المنشود بين الإفصاح الاختياري ونوع إدارة الربح - سواء أكانت معلوماتية أم انتهازية -، فقد أشارت دراسة (Prior et al., 2008) إلى أن المديرين يمكن أن يستخدموا خيارات محاسبية معينة كإشارة للسوق ببعض المعلومات الإيجابية و/أو السلبية عن التدفقات النقدية، ليعني الأمر بالتبعية أن نوعي إدارة الربح يمكن أن يكونا إشارة للمستخدمين بمدى جودة المعلومات الاختيارية من عدمه، وهو ما أشارت إليه دراسة (Verrecchia, 1990) بالتكامل بين جودة المعلومات والإفصاح؛ وفي ذات السياق اختبرت دراسة (عفيفي، ٢٠١٤) الأثر غير المباشر بين إدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي من خلال الإفصاح الاختياري كمتغير وسيط^(٢٣) وإن كانت توصلت لعدم دلالة الأثر غير المباشر للاستحقاقات الاختيارية على هامش العرض والطلب وعلى حجم التعامل.

فهل فعلا - إمبيريقيا - تتحقق صحة المزاعم النظرية السابقة بتأثير الحوكمة وتوقيت النشر ونوع إدارة الربح على علاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية؟.. هو ما سيخضعه الباحث للاختبار في القسم التالي.

شكل (٥) المتغيرات المنظمة محل الاختبار



المصدر: الباحث

٢٣ - يقصد بالمتغيرات الوسيطة بالمتغيرات المتداخلة Intervening Variable والتي تُستخدم في تفسير العلاقة بين متغير تابع وآخر مستقل، وهي لاتخضع للملاحظة أو القياس - وفقاً لتصميم البحث - وتختلف عن المتغيرات المنظمة في أن الأخيرة تؤثر على علاقة المستقل بالتابع وتخضع للقياس والملاحظة (لمزيد من التفاصيل راجع أبو العز، ٢٠١٤، ص ٦٠).

القسم الثاني

الدراسة الإمبريقية

أولاً: منهجية البحث:

- ١- دراسات سابقة واشتقاق فرضيات البحث:
 - اشتقاق الفرضية الأولى: الأثر الأساسي: (الإفصاح الاختياري ← عدم التماثل المعلوماتي)

تناولت العديد من الأدبيات المحاسبية علاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي، فقد توصلت دراسة (Saadeh *et al.*, 2017) لدوره في تقليل عدم التماثل والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال في بورصة عمان، ويزيد هذا الدور في الأسواق النشطة؛ وعلى ٦٠ شركة في ذات البيئة والاتجاه كانت دراسة (Haddad *et al.*, 2009).

وعلى ٤٦٥١ مشاهدة في السوق الأمريكية في الفترة ٢٠٠٣ - ٢٠٠٨ بحثت دراسة (Shroff *et al.*, 2013) في النتائج الاقتصادية لسلوك الإفصاح الاختياري - تحديداً تنبؤات الإدارة والبيانات الصحفية للشركات -، مع الأخذ في الاعتبار إصلاحات لجنة الأوراق المالية والبورصات للأسواق المالية في عام ٢٠٠٥، واستخدمت الاتحاد اللوجستي بنافذة ٩٠ يوم و٣٦٥ يوم قبل وبعد الإفصاح، وتوصلت إلى أن هذه الإفصاحات أدت لانخفاض عدم تماثل المعلومات بثلاثة مقاييس، أولها: مَكُون الاختيار العكسي لمدى السعر اليومي؛ وثانيها: عمق السوق، واللذان تم حسابهما من قاعدة TAQ database؛ وثالثها: دقة تنبؤات المحللين الماليين باعتبارها دالة في البيئة المعلوماتية للشركة؛ وفي ذات البيئة والاتجاه كانت (Heflin *et al.*, 2010) لـ ٢٢١ شركة، حيث الإفصاح المرتفع يُخفف من هامش العرض والطلب ويزيد من عمق السوق كمقياسين لعدم التماثل.

وعلى ١٥٩ شركة فرنسية في الفترة ٢٠٠٤ - ٢٠٠٩ توصل (Hamrouni and Solonandrasana, 2013) إلى أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري يُخفف من مدى السعر وتكاليف الاختيار العكسي، وأوضحا أن انخفاض عدم التماثل بنسبة أكبر يتوقف على جودة المعلومات المفصح عنها.

كما أوضحا (Brown and Hillegeist, 2007) مساهمة الإفصاح الاختياري في تحويل المعلومات الخاصة لمعلومات عامة، وتقليل دوافع المستثمرين للبحث عن المعلومات الداخلية، حيث يقلل نسبة حجم المعلومات الداخلية لحجم المعلومات العامة، ومن ثم عدم تماثل أقل، فضلاً عن أنه يزيد من الحجم النسبي للتعامل من قبل المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم معلومات؛ وعلى عينة من ١٠٤ شركة في سوق سنغافورة، توصلت دراسة (Cheng *et al.*, 2006) لعلاقة عكسية بينهما؛ وفي ذات الاتجاه كانت دراسة (Petersen and Plenborg, 2006) في السوق الدنماركي.

وفي سياق اختبار آثار الإفصاح الاختياري على الأسواق المالية، اختبرنا (Fazzini and Maso, 2016) الملاءمة القيمية للإفصاح البيئي في السوق الإيطالية خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣، واعتمدا على نموذج (٢٤) Ohlson Model, 1995، وتوصلا إلي أن الإفصاح البيئي الاختياري ذو ملاءمة قيمية؛ وفي ذات الاتجاه كانتا دراساتا (Gamerschlag, 2013; Vafaei et al., 2011).

وفي اتجاه مُغاير كانا (Kim and Verrecchia, 1994) اللذان توصلا لعدم مساهمة الإفصاح الاختياري في الحد من عدم التماثل مقيساً بمدى السعر وحجم التداول؛ كما أن العلاقة موجبة بينهما في التقارير الربع سنوية في دراسة (Brown and Hillegeist, 2007)؛ وفي ذات السياق أشارت دراسة (السيد، ٢٠٠٥) إلى أن الإفصاح الاختياري غير كاف لحل مشكلة عدم التماثل، وأن هناك حوافز شخصية تحكم سلوك الإدارة ويصعب تحديد تأثيرها بدقة، فقد لايعني الإدارة تخفيض عدم التماثل بقدر ما يعينها الإفصاح عن معلومات تعظم مصالحها الذاتية؛ ومن الدراسات التي نفت وجود ردود أفعال سوقية لممارسات الإفصاح الاختياري (Belgacem and Omri, 2014; Wang et al., 2013; Banghøj and Plenborg, 2008).

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

فا١:- " هناك علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري للشركات ومستوى عدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية".

• تقييم ما تم عرضه من دراسات سابقة: (٢٥)

في ضوء نتائج الدراسات السابقة، يخلص الباحث لما يلي:

- عدم استقرار الأدلة البحثية حول تأثير الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يجعل هذا التأثير مرهون بعوامل أخرى قد تكون مُنظمة له، وهو ما يعمل البحث الحالي علي استكشافه.
- في ضوء النقطة السابقة، تبدو الحاجة مُلحة بوجود العمل علي مراجعة طبيعة التأثير محل الاهتمام، ويُقدم البحث الحالي "الحوكمة، والتوقيت المناسب، ونوع إدارة الأرباح" كمتغيرات مُنظمة ومُفسرة للتعارض في الدراسات السابقة، ولعل هذا ما يميزه عن باقي الدراسات.
- ندرة اهتمام الدراسات العربية بوجه عام والمصرية بوجه خاص بالتساؤلات البحثية الحالية، فلم يتوصل الباحث لأي دراسة عربية انتهجت ذات النهج، وإن كان

٢٤- إحدى نماذج قياس الملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية؛ والتي اعتبرت الأرباح و/ أو القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقاييس مرجعية لاختبار أثر المعلومات المحاسبية علي قيمة الشركة معبراً عنها بأسعار و/أو عوائد الأسهم.

٢٥- فضّل الباحث مناقشة تقييم الدراسات في هذا الموضوع من البحث لأن ما تلى ذلك من دراسات تمثل تاصيلًا للفروض أكثر منه دراسات سابقة.

(عفي، ٢٠١٤) استخدم تحليل المسار **Path Analysis** لدراسة الآثار المباشرة وغير المباشرة لعلاقة إدارة الربح - دون استدلال لانتهازيها أو معلوماتيتها - بعدم تماثل المعلومات من خلال الإفصاح الاختياري، باعتباره متغير يتأثر بإدارة الربح من ناحية، ويؤثر في عدم التماثل من ناحية أخرى، ليعني الأمر أن الإفصاح الاختياري في هذه الحالة متغير وسيط للعلاقة، وهو ما يتنافى مع منطق العلاقة التفاعلية التي يعمل البحث الحالي على اختبارها من خلال التعامل مع الإفصاح الاختياري كمتغير مستقل يتفاعل مع المتغيرات المنظمة للعلاقة.

في ضوء التقييم السابق، يتسنى للباحث تأصيل الفرضيات الأخرى للبحث

كما يلي:

- اشتقاق الفرضية الثانية: الأثر التفاعلي للحوكمة والإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي: (الإفصاح الاختياري والحوكمة ← عدم التماثل المعلوماتي)
- الأثر الأساسي للحوكمة على عدم التماثل المعلوماتي:

من خلال استخدام أسلوب تحليل المسار **Path Analysis**، توصلت دراسة (Goh et al., 2016) لتأثير إيجابي لاستقلالية مجلس الإدارة على البيئة المعلوماتية للشركة، ومن ثم الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين مقيساً بمدى السعر خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٦، من خلال تأثيرها على الإفصاح الاختياري وتغطية المحللين الماليين للشركات كمتغيرين وسيطين؛ وفي ذات الاتجاه، وعلى عينة من ٣٩٢ شركة غير مالية في سوق لندن، توصلت دراسة (Elbadry et al., 2015) إلى أن آليات مجلس الإدارة ترتبط بشكل سلبي بدرجة عدم التماثل مقيساً بـ (مدى السعر، وتقلبات عوائد الأسهم، وحجم التداول)، وإن كان التأثير إيجابياً لتركز الملكية.

وقد اختبرت دراسة (Shiri et al., 2016) في أحد أهدافها تأثير هيكل الملكية (تركز الملكية والملكية المؤسسية) على عدم التماثل مقيساً بمدى السعر على ١٠٢ شركة في سوق طهران خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٤، وتوصلت لزيادة عدم التماثل مع ارتفاع تركيز الملكية والملكية المؤسسية؛ وعلى عينة من ١٤٥ شركة في ذات السوق خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣ كانت دراسة (Jamalinesari and Soheili, 2015) والتي استخدمت التغيرات في سيولة السوق المالية كمقياس لعدم التماثل، وتوصلت لعلاقة سلبية بين "نسبة الاستثمارات المؤسسية واستقلال أعضاء المجلس" وعدم التماثل، في حين كانت العلاقة إيجابية مع تركيز الملكية، بينما ضُعفت مع نوع مراجع الحسابات.

وفي ذات السياق، وباستخدام دراسة (Ajina et al., 2015) لسيولة سوق الأوراق المالية كمقياس لعدم تماثل المعلومات على ١٦٢ شركة فرنسية خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩، كان التأثير إيجابياً للملكية المؤسسية - خاصة لصناديق التقاعد - على الشفافية، وبالتالي مستوى عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي إلى خفض تكلفة العمليات والصفقات وتحسين سيولة الأوراق المالية، وهو ما يؤكد أن هذا النوع من المستثمرين أكثر نشاطاً من غيره.

وفي سوق الأوراق المالية المصرية اختبرا (Mohamed and Elewa, 2016) أثر تطبيق الحوكمة على أسعار الأسهم وأحجام التداول على عينة من ٦٢ شركة في الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٤، وتوصلت لمعنوية التأثير على أسعار الأسهم وعدم معنويته على أحجام التداول.

وقد اختبرت دراسة (Pisano et al., 2015) علاقة الحوكمة بعدم تماثل المعلومات بين حملة الأسهم والمقرضين في الشركات الإيطالية، ودورها في تخفيض تكاليف الوكالة، وتوصلت إلى أن المديرين المستقلين المُنتخبين من قبل مساهمي الأقلية، واستقلالية لجنة المراجعة يُحدان من نزاعات الوكالة بين المقترضين والمقرضين، وأن تعزيز سلطة اتخاذ القرار في يد شخص واحد يُزيد من احتمالية اتخاذ الإدارة لقرارات انتهائية تؤثر على فعالية الدور الرقابي للمديرين المستقلين، مما يُزيد من عدم التماثل بين المقرضين والمقرضين؛ وفي ذات الاتجاه وعلى عينة من ١٣١ شركة في عام ٢٠٠٥ في Toronto Stock Exchange، توصلت دراسة (Cormier et al., 2010) لتأثير استقلالية وحجم مجلس الإدارة وحجم لجنة المراجعة على عدم التماثل مقيساً بتذبذب أسعار الأسهم ونسبة Tobin's Q.

○ الأثر التفاعلي للحوكمة والإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي:

في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٣، اختبرت دراسة (Hassan, 2015) دور الإفصاح الاختياري في تخفيض عدم تماثل المعلومات في ظل تركّز الملكية، مُشيرةً في نتائجها لدوره في الحد من مستوى عدم التماثل بين المساهمين المُسيطرين والأقلية منهم في الشركات التي تتسم بتركز الملكية، ليعني ذلك أن الإفصاح الاختياري من أهم الأدوات التي من خلالها يمكن خفض مستوى عدم التماثل بين كبار وصغار المستثمرين في الشركات ذات هياكل الملكية المركزة.

وفي ذات الاتجاه، اختبرت دراسة (Jiang et al., 2011) أثر تفاعل تركّز الملكية والإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات حول تاريخ نشر التقارير المالية مقيساً بمدى السعر في سوق نيوزيلندا، خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٥، من خلال نموذجي انحدار، أولهما لاختبار علاقة هيكل الملكية بعدم التماثل، وثانيهما لاختبار التفاعل بين الإفصاح الاختياري وهيكل الملكية، وتوصلت إلى أن الإفصاح الاختياري يقلل من مخاطر عدم التماثل مع تركّز الملكية المرتفع خصوصاً تركّز الملكية الإدارية، في حين كان الأثر الأساسي لتركّز الملكية طردياً مع عدم التماثل، وهو ما فسّر بملاحظة السوق لحيازة الملاك المُسيطرين - سواء من الإدارة أو المؤسسات - لمعلومات خاصة، مما كان دافعاً لأقلية المساهمين بزيادة مدى السعر حمايةً لحقوقهم.

وفي هذا الصدد، عملا (Nakhodchari and Garkaz, 2014) على إعادة اختبار نموذجي انحدار دراسة (Jiang et al., 2011) لتأكيد تأثير تفاعل هيكل الملكية والإفصاح الاختياري على عدم التماثل على ٤٠ شركة في سوق طهران، خلال الفترة

٢٠٠٢-٢٠١٢؛ وأوضحت النتائج عدم معنوية الأثرين الأساسيين لكل من هيكل الملكية، والإفصاح الاختياري على عدم التماثل، ورغم عدم معنوية التفاعل أيضاً، إلا أن النتائج كشفت عن تحسن في معنوية تفاعل تركيز الملكية المؤسسية مع الإفصاح الاختياري على مدى السعر (P- value=0.08)، وإن كانت معنوية تفاعل تركيز الملكية الإدارية مع الإفصاح الاختياري أفضل نوعاً ما (p- value=0.059).

وقد استخدم (Alves, 2011) تحليل المسار لدراسة العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين خصائص الحوكمة (تحديداً: هيكل مجلس الإدارة وهيكل الملكية) والإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات مقيساً بـ (معدل دوران السهم Turnover Ratio، ومدى السعر)؛ وأشارت النتائج إلى أن هيكل الملكية تؤثر تأثيراً مباشراً على عدم التماثل، بينما تؤثر هيكل مجلس الإدارة بشكل غير مباشر على عدم التماثل من خلال الإفصاح الاختياري، ليعنى ذلك أن زيادة الإفصاح الاختياري وحده ليس حلاً كافياً لمشكلة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية.

ومن الدراسات التي اختبرت تأثير الحوكمة كمتغير مُنظَّم لتأثيرات الإفصاح الاختياري، دراسة (أحمد، ٢٠١٦) في السوق المصرية، والتي توصلت لمعنوية تأثير الحوكمة كمتغير مُنظَّم على علاقة الإفصاح الاختياري بعوائد الأسهم؛ كما أن الحوكمة تعد متغيراً مُنظَّمًا لعلاقة الإفصاح عبر الإنترنت بأسعار الأسهم في دراسة (Rahman, 2010)؛ وقد توصلنا (Enache and Parbonetti, 2013) لمعنوية تفاعل الحوكمة والإفصاح الاختياري على تحسين دقة تنبؤات المحللين الماليين وتشتتها في السوق الأمريكية، وفسرنا ذلك التفاعل بأن الحوكمة أداة مكملة لإضفاء المصداقية على الإفصاح الاختياري وتقليل درجة عدم التأكد وتحسين البيئة المعلوماتية؛ ومن الدراسات المؤيدة أيضاً (Farber, 2005; Gu and Li, 2007; Clemente and Labat, 2009) والتي أشارت إلى أن الحوكمة بمثابة إشارة للسوق بجودة المعلومات المُفصَّح عنها.

بالاعتماد على ما تم عرضه آنفاً، فإنه يمكن صياغة فرضية البحث الثانية

كما يلي:

ف٢: "تؤثر حوكمة الشركات على العلاقة بين مستوي الإفصاح الاختياري للشركات وعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية".

- اشتقاق الفرضية الثالثة: الأثر التفاعلي لتوقيت النشر والإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي: (الإفصاح الاختياري وتوقيت النشر ← عدم التماثل المعلوماتي):
- الأثر الأساسي لتوقيت النشر على عدم التماثل المعلوماتي:

اختبرت دراسة (Shiri et al., 2016) ضمن أهدافها تأثير جودة الإفصاح (الموثوقية Reliability والتوقيت Timeliness) على عدم تماثل المعلومات مقيساً بمدى السعر على ١٠٢ شركة في بورصة طهران خلال الفترة ٢٠٠٧ - ٢٠١٤،

وتوصلت إلى انخفاض عدم التماثل في الشركات التي تنشر معلومات ذات موثوقية وفي التوقيت المناسب، وأن موثوقية المعلومات وحسن توقيتها لهما دور إيجابي في تحديد أسعار الأسهم؛ وفي الولايات المتحدة اختبرا (Goldstein and Wu, 2015) علاقة توقيت الإفصاح بعدم التماثل وعوائد الأسهم باستخدام بيانات ١٩٩٤ - ٢٠١٢، وبرهنت على تأثير التوقيت على عدم التماثل المعلوماتي وعلى أسعار الأسهم، حيث تأخير عشرة أيام في الإفصاح يزيد من مدى السعر بمقدار ١٣.٨٧%، وإن كان تأثير التوقيت على عوائد الأسهم يختلف حسب نوع الحدث، ففي الأحداث السارة تقل العوائد غير الطبيعية مع زيادة فترة الإفصاح، على النقيض من الأخبار السيئة.

وفي ذات السياق كانت دراسة (Kieruj, 2013) والتي اختبرت ردود أفعال أسعار الأسهم لتوقيت الإفصاح، واعتمدت على عينتين من الشركات بعدد ٩٣٢ مشاهدة، تحتوي الأولى على ٦٨٣ مشاهدة بها أخبار جيدة، بينما تحتوي الثانية على ٢٤٩ مشاهدة بها أخبار سيئة، في الفترة ٢٠١٠-٢٠١١، في ظل "حجم الشركة والتحفيز المحاسبي، ونسبة الديون لحقوق الملكية، ونسبة القيمة الدفترية للقيمة السوقية" كمتغيرات ضابطة، وتوصلت إلى أن توقيت الإعلان عن الأرباح يؤثر على رد فعل أسعار الأسهم في حالة الأخبار السيئة فقط.

○ الأثر التفاعلي لتوقيت النشر والإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي:

في إطار العلاقة التفاعلية بين توقيت النشر والإفصاح الاختياري وتأثيرها على عدم التماثل المعلوماتي، فلم يتوصل الباحث - علي حد علمه - لأي دراسة لهذا الربط، وهو ما سيكون محل اختبار في البحث الحالي؛ وكتأصيل لهذه الفرضية، فقد أشارا (Goldstein and Wu, 2015) إلى أن العلاقة بين كمية الإفصاح وعدم التماثل المعلوماتي معقدة بسبب الأبعاد المختلفة للإفصاح كتوقيت الإفصاح وأسلوبه؛ حيث لا يعتمد رد فعل السوق على كمية المعلومات الاختيارية التي يتم الإفصاح عنها فحسب بل أيضاً عن متى يتم الإفصاح عنها حسبما أشارت دراسة (Guttman et al., 2014)؛ فكلما طالت فترة إعداد وإصدار التقرير المالي، كلما انخفضت منفعيتها بالنسبة لمستخدمي التقارير المالية، مما يكون دافعاً للمستخدمين للبحث عن المصادر البديلة للمعلومات، وبالتالي زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات.

في ضوء ذلك، يُعتبر توقيت النشر عنصراً هاماً في نفعية المعلومات الاختيارية، ليعني ذلك تناقص دلالة المعلومات المحاسبية المُفصَح عنها في التقارير السنوية حال زيادة فترة نشر التقارير، وهو ما يُدلّ على أن توقيت النشر قد يكون أحد المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي، لذا فإن الفرضية الثالثة تتمثل في:

ف٣: "يؤثر توقيت النشر على العلاقة بين مستويي الإفصاح الاختياري للشركات وعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية".

- اشتقاق الفرضية الرابعة: الأثر التفاعلي لنوع إدارة الربح والإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي: (الإفصاح الاختياري ونوع إدارة الربح ← عدم التماثل المعلوماتي)
- الأثر الأساسي لنوع إدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي:

اختبرت دراسة (Abad *et al.*, 2018) علاقة إدارة الأرباح الحقيقية Real Earnings Management، بعدم تماثل المعلومات في السوق المالية الأسبانية، خلال الفترة ٢٠٠١-٢٠٠٨، وتوصلت إلى أن أنشطة إدارة الأرباح الحقيقية (خاصة التلاعب بالمبيعات وتكاليف الإنتاج) تزيد من مخاطر الاختيار العكسي بين المستثمرين، لغموضها وصعوبة فهم مضامينها، مما يعني أنها تُربك garbles السوق، وتزيد من انتاج المعلومات الخاصة، وبالتالي عدم التماثل، وأن تطبيق المعايير الدولية للتقارير المالية IFRS يقلل من عتامة Opacity إدارة الأرباح، وأوضحت الدراسة أنه رغم الممارسات المعلوماتية لإدارة الأرباح، إلا أن الشركة قد تتعمد تضليل أصحاب المصالح، مما يُخفّض من المحتوى المعلوماتي وسيولة السوق ويزيد من عدم التماثل، وبالتالي ارتفاع تكلفة رأس المال، وأنه من غير الواضح اكتشاف ما إذا كانت الشركة تستخدم إدارة الربح بشكل انتهازى أم للإشارة بمعلومات مستقبلية، ومن ثم فإنها تزيد من عدم يقين المستثمرين بشأن توزيع التدفقات النقدية المستقبلية.

وقد توصلت دراسة (Bafghi *et al.*, 2014) لعلاقة عكسية بين إدارة الأرباح وسيولة الأسهم على عينة من ٨٠ شركة في سوق طهران للأسهم خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١١، وترجع الدراسة السبب في ذلك إلى أن إدارة الأرباح تؤدي لعدم تماثل معلومات وارتفاع تكلفة المعاملات؛ وهو عكس ما توصلت إليه دراسة (Khan, 2013) باختلافات بسيطة في أسعار أسهم الشركات التي تتلاعب بالأرباح، وهو ما يجعل أسهمها أكثر سيولة، وذلك على ٧٢ شركة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الكويتي في الفترة ٢٠٠٥ - ٢٠٠٩.

وفي السوق المالية الكندية اختبرت دراسة (Cormier *et al.*, 2013) علاقة إدارة الأرباح بعدم تماثل المعلومات مقيساً بـ (تقلبات سعر السهم، ومدى السعر)، من خلال تأثيرها على درجة عدم التأكد، وتوصلت لإيجابية العلاقة بينهما، بينما تضعف تلك العلاقة للشركات التي تستثمر بشكل مكثف في البحث والتطوير وتلك التي تواجه بتقلبات عالية في المبيعات، وهو ما يعني صعوبة تقييم المستثمرين لإدارة الأرباح في بيئة غير مؤكدة؛ حيث الاستحقاقات المرتفعة تجعل الربح المحاسبي غير معبر عن الربح الاقتصادي للشركة، لتكون معه الإدارة على علم بالأوضاع الحقيقية للشركة، في حين لا تتاح تلك المعلومات للمستثمرين، مما يعني ارتفاع درجة عدم التماثل، وذلك حسبما أشارت دراسة (Ajward and Takehara, 2012).

○ الأثر التفاعلي لنوع إدارة الربح والإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي:

في البيئة المصرية اختبرت دراسة (عفيفي، ٢٠١٤) الأثر غير المباشر بين إدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي، من خلال الأثر الوسيط للإفصاح الاختياري باستخدام أسلوب تحليل المسار، على عينة من ٤٢ شركة مساهمة مصرية في عام ٢٠٠٩؛ وقد استخدمت الدراسة هامش العرض والطلب وحجم التعامل كمقياسين لعدم التماثل، واستخدمت نموذجي (Jones) الأصلي والمعدل لقياس إدارة الربح، وتوصلت لتأثير مباشر - وعدم دلالة الأثر غير المباشر - لمتغير الاستحقاقات الاختيارية على هامش العرض والطلب، إضافة لعدم دلالة الآثار المباشرة وغير المباشرة على حجم التعامل.

وكتأصيل للتفاعل المُشار إليه، فقد أشارت دراسة (Prior et al., 2008) إلى أن المديرين يمكن أن يستخدموا خيارات محاسبية معينة كإشارة للسوق ببعض المعلومات الإيجابية و/أو السلبية عن التدفقات النقدية، ليعني الأمر بالتبعية أن نوعي إدارة الربح - الانتهازية أو المعلوماتية - يمكن أن يكونا إشارة للمستخدمين بجودة المعلومات الاختيارية من عدمه؛ وفي هذا الصدد أشارت دراسة (Apergis et al., 2012) إلى ممارسة السوق لضغوط كبيرة على مديري الشركات - من خلال تخفيض قيمتها - للإفصاح عن معلومات؛ وهو ما أشارت إليه دراسة (Verrecchia, 1990) بالتكامل بين جودة المعلومات والإفصاح.

في ضوء ذلك يمكن صياغة الفرضية الرابعة كما يلي:

فء:- "تؤثر نوع إدارة الأرباح - انتهازية كانت أم معلوماتية - على العلاقة بين مستوي الإفصاح الاختياري للشركات وعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية".

٢- نماذج البحث:

في ظل عدم ملاحظة السوق لظاهرة عدم تماثل المعلومات، يعتمد البحث على مُتغيري "حجم التداول ومدى السعر" كمقياسين كميين للاستدلال عليها، حيث:

• حجم التداول كمقياس لعدم التماثل:

يعتبر حجم التداول من المؤشرات التي يُستدل منها على ظاهرة عدم تماثل المعلومات حسبما أشار البعض (عفيفي، ٢٠١٤: البلتاجي، ٢٠٠١: Leuz and Verrecchia, 2000)؛ حيث تتوقف رغبة بعض المستثمرين في بيع الأسهم ورغبة آخرين في الشراء على مدى توافر المعلومات الملائمة لكل المتعاملين؛ لذا يرتبط حجم التداول بعلاقة عكسية مع عدم التماثل، ليعني ذلك أن شيوع هذه الظاهرة داخل الأسواق المالية، تؤدي لتخفيض هؤلاء المتعاملون من تعاملاتهم، بل انسحابهم نهائياً من السوق.

• مدى السعر كمقياس لعدم التماثل:

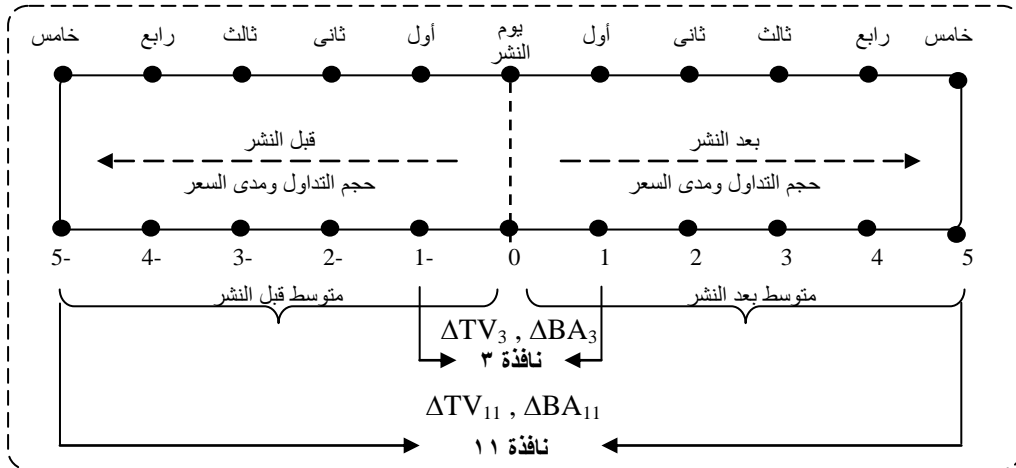
هو يمثل الفرق بين السعر الذي يرغب المستثمر في شراء أسهم شركة ما به ويطلق عليه Ask Price، والسعر الذي يرغب في البيع به ويطلق عليه Bid Price، ليمثل الفرق بين أعلى طلب وأدنى عرض للسهم (Frino et al., 2003)؛ وقد عوّل البعض عليه كأحد الدلائل على ارتفاع التباين المعلوماتي؛ وهو يحتوي على ثلاثة عناصر: أولها: تكلفة تشغيل الأمر، لتمثل التكاليف التي يتحملها المتعامل نتيجة اتمام التعاملات التي تتم بينهم وبين كل المتعاملين في السوق؛ ثانيها: تكلفة الاحتفاظ بالمخزون من الأوراق المالية، وذلك لسد الاحتياجات عند الطلب عليها بدون تحقيق خسائر؛ ثالثها: تكلفة الاختيار العكسي، لتجنب صناع السوق من الخسائر والتكاليف الناتجة عن تعاملهم مع المستثمرين ذوي المعلومات الخاصة، وهو العنصر الذي يُعَوّل عليه المحاسبون في ارتباطه بشكل جليّ بتدفق المعلومات في الأسواق المالية (Stoll, 1989).

وفي ضوء استمرار ردود أفعال الأسواق المالية لما بعد تاريخ نشر التقارير المالية (Lakhal, 2008)، فقد عبّر الباحث عن هذين المتغيرين بثلاثة قياسات مختلفة:

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

ويعبّر الباحث عن القياسات الثلاثة بالشكل التالي:

شكل (٦) قياسات عدم التماثل المعلوماتي



المصدر: الباحث.

ويتسنى للباحث توضيح النماذج المختلفة للبحث بالجدول التالي:

جدول (٢) نماذج البحث

نماذج بدلالة حجم التداول			
النوع	صيغة النماذج	القياس	النموذج
تفاعل	$TV_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 DT_{it} + \beta_4 DAC_{it} + \beta_5 ME_{it} + \beta_6 DAC_{it} * CG_{it} + \beta_7 DAC_{it} * ME_{it} + \beta_8 VD_{it} * CG_{it} + \beta_9 VD_{it} * DT_{it} + \beta_{10} VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} + \beta_{11} VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Lev_{it} + \beta_{14} Roa_{it} + \varepsilon_1$	يوم النشر	الأول
	$\Delta TV 3_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 DT_{it} + \beta_4 DAC_{it} + \beta_5 ME_{it} + \beta_6 DAC_{it} * CG_{it} + \beta_7 DAC_{it} * ME_{it} + \beta_8 VD_{it} * CG_{it} + \beta_9 VD_{it} * DT_{it} + \beta_{10} VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} + \beta_{11} VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Lev_{it} + \beta_{14} Roa_{it} + \varepsilon_1$	نافذة ٣ أيام	الثاني
	$\Delta TV 11_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 DT_{it} + \beta_4 DAC_{it} + \beta_5 ME_{it} + \beta_6 DAC_{it} * CG_{it} + \beta_7 DAC_{it} * ME_{it} + \beta_8 VD_{it} * CG_{it} + \beta_9 VD_{it} * DT_{it} + \beta_{10} VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} + \beta_{11} VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Lev_{it} + \beta_{14} Roa_{it} + \varepsilon_1$	نافذة ١١ يوم	الثالث
<p>تهتم النماذج بالتعرف على المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات بدلالة أحجام التداول بثلاث قياسات، وفي حالة معنوية معاملات التفاعل ($\beta_8, \beta_9, \beta_{10}, \beta_{11}$)، فإن ذلك يجعل من معنوية المتغيرات الأساسية أمراً غير هام، بل لا معنى لتفسيرهم نهائياً؛ أما في حالة عدم معنوية لذات المعاملات، فإن ذلك يرجع بالباحث بضرورة تفسير معنوية المتغيرات المتفاعلة من عدمه؛ ويشير معامل الانحدار الموجب (السالب) لتأثير طردي (عكسي) على حجم التداول ومن ثم انخفاض (زيادة) درجة عدم التماثل؛ كما يمكن لمعنوية معاملي التفاعل (β_6, β_7) أن يكشف عن نوع ممارسات إدارة الربح (المعلوماتية أو الانتهازية) لشركات العينة، كما سيتضح بالتحليلات الإحصائية.</p>			
نماذج بدلالة مدى السعر			
النوع	صيغة النماذج	القياس	النموذج
تفاعل	$BA_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 DT_{it} + \beta_4 DAC_{it} + \beta_5 ME_{it} + \beta_6 DAC_{it} * CG_{it} + \beta_7 DAC_{it} * ME_{it} + \beta_8 VD_{it} * CG_{it} + \beta_9 VD_{it} * DT_{it} + \beta_{10} VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} + \beta_{11} VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Lev_{it} + \beta_{14} Roa_{it} + \varepsilon_1$	يوم النشر	الرابع
	$\Delta BA 3_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 DT_{it} + \beta_4 DAC_{it} + \beta_5 ME_{it} + \beta_6 DAC_{it} * CG_{it} + \beta_7 DAC_{it} * ME_{it} + \beta_8 VD_{it} * CG_{it} + \beta_9 VD_{it} * DT_{it} + \beta_{10} VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} + \beta_{11} VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Lev_{it} + \beta_{14} Roa_{it} + \varepsilon_1$	نافذة ٣ أيام	الخامس
	$\Delta BA 3_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 DT_{it} + \beta_4 DAC_{it} + \beta_5 ME_{it} + \beta_6 DAC_{it} * CG_{it} + \beta_7 DAC_{it} * ME_{it} + \beta_8 VD_{it} * CG_{it} + \beta_9 VD_{it} * DT_{it} + \beta_{10} VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} + \beta_{11} VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + \beta_{12} Size_{it} + \beta_{13} Lev_{it} + \beta_{14} Roa_{it} + \varepsilon_1$	نافذة ١١ يوم	السادس
<p>تهتم النماذج بالتعرف على المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل بدلالة مدى السعر بقياسات مختلفة، وتخضع معاملات التفاعل لذات التفسير في النماذج السابقة، ويشير معامل الانحدار الموجب (السالب) لتأثير طردي (عكسي) على مدى السعر ومن ثم زيادة (انخفاض) درجة عدم التماثل؛ وأيضاً يمكن لمعنوية معاملي التفاعل (β_6, β_7) أن يكشف عن نوع ممارسات إدارة الربح لشركات العينة، كما سيتضح بالتحليلات الإحصائية.</p>			

التعريف بمتغيرات النماذج			
المتغير	التعريف	الأثر	الرمز
متغير	حجم التداول للشركة I في الفترة T	أساسي	TV _{it}
	مدى السعر للشركة I في الفترة T		BA _{it} □
مستقل	الإفصاح الاختياري للشركة I في الفترة T	أساسي	VD _{it}
	حوكمة الشركات للشركة I في الفترة T		CG _{it}
منظم	توقيت النشر للشركة I في الفترة T	أساسي	DT _{it}
	الاستحقاقات الاختيارية للشركة I في الفترة T		DAC _{it}
	التحصين الإداري للشركة I في الفترة T		ME _{it}
تفاعل	تفاعل الإفصاح الاختياري مع الحوكمة للشركة I في الفترة T	أثر تفاعلي	VD _{it} *CG _{it}
	تفاعل الإفصاح الاختياري مع توقيت النشر للشركة I في الفترة T		VD _{it} *DT _{it}
	تفاعل الاستحقاقات الاختيارية مع الحوكمة للشركة I في الفترة T		DAC _{it} *CG _{it}
	تفاعل الاستحقاقات الاختيارية مع التحصين للشركة I في الفترة T		DAC _{it} *ME _{it}
	تفاعل الإفصاح مع الاستحقاقات والحوكمة للشركة I في الفترة T		VD _{it} *DAC _{it} *CG _{it}
تفاعل الإفصاح مع الاستحقاقات والتحصين للشركة I في الفترة T	VD _{it} *DAC _{it} *ME _{it}		
ضابط	حجم الشركة للشركة I في الفترة T	أساسي	Size _{it}
	الرافعة المالية للشركة I في الفترة T		Lev _{it}
	معدل العائد على الأصول للشركة I في الفترة T		Roa _{it}
β ₀ : ثابت الانحدار؛ β ₁ : β ₁₄ : معاملات الارتباط			β
الخطأ العشوائي (البواقي)			ε ₁

٣- متغيرات البحث والتعريف الإجرائي لها:

يمكن تلخيص متغيرات البحث وقياسها الإجرائي في الجدول التالي:

جدول (٢) التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

المتغيرات	المتغير المستقل		المتغيرات المنظمة		المتغيرات الضابطة		المتغيرات التابعة				
	النظري	الإجرائي	النظري	الإجرائي	النظري	الإجرائي	النظري	الإجرائي			
الفرض الأول	عدد البنود المفصح عنها / إجمالي عدد بنود المؤشر (عقبي، ٢٠١٤). أنظر الملحق	نوع إدارة الربح	الحوكمة	مؤشر للحوكمة كما هو موضح أدناه	اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول	اللوغاريتم الطبيعي لأحجام التعامل اليومية يوم النشر وحول النشر	الافتراض الأول	الافتراض الثاني			
									إدارة الربح	الرافعة المالية	الافتراض الثالث
									التحصين	العائد على الأصول	الافتراض الرابع
				مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه	إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول للشركة	(السعر عند أعلي طلب - السعر عند أعلي عرض) / (السعر عند أعلي طلب + أدني عرض) / ٢					

ويمكن توضيح تفصيل قياس بعض المتغيرات المدرجة بالجدول السابق

كما يلي:

• المؤشر الكلي لحوكمة الشركات (TCG):^(٢٦)

- يعمل البحث على تطوير مؤشر لقياس مستوى تطبيق الحوكمة، بسبب:
- عدم وجود مؤشرات لحوكمة الشركات مُعترف بها من قبل الهيئات الرسمية لتكون شاملة وملئمة لسوق الأوراق المالية المصرية.
- في بعض الأحيان - ومن أجل تعظيم التباين المنتظم^(٢٧) Systematic Variance الذي يعود لأثر المتغيرات المُفسرة - يحتاج الباحث لإجراء مبادعات قدر الإمكان بين مستويات المتغير المُفسر، حتى تتوافر الفرصة للتباين التجريبي أن يعلن عن نفسه؛ فقد تكون متغيرات الاستجابة - حجم التداول ومدى السعر هنا - حساسة لتغيرات (طفيفة كانت أم كبيرة) في مستويات المتغيرات المُفسرة، ليتطلب الأمر من الباحث إجراء مبادعات بين مستوياته (لمزيد من التفاصيل: أبو العز، ٢٠١٤، ص ١١٨)، وهو ما يراعيه الباحث بتطوير مؤشر يعتمد على الربيعيات الإحصائية^(٢٨).
- عدم تجانس وحدات قياس آليات حوكمة الشركات، ليعني الأمر ضرورة التوصل لقيمة معيارية إجمالية لها، وهو ما يراعيه الباحث بمؤشر يتسم بتجانس لوحدات قياس آلياته.

ويمكن توضيح خطوات تطوير المؤشر كما يلي:

- تم تنقيح المؤشر - من خلال دراسة استكشافية على عينة من الشركات المصرية - بالآليات المستخدمة؛ ليتم استبعاد الآليات غير المناسبة، حتى يتحقق صدق المضمون^(٢٩) Content Validity للمقياس قدر الإمكان.
- تم توزيع آليات الحوكمة على خمسة محاور أساسية، وذلك بالاسترشاد بدليل حوكمة الشركات المصري الصادر في ٢٠١٦، كما سيتضح لاحقاً بجدول (٥).
- أعطى الباحث أوزان متكافئة للآليات، للحد قدر الإمكان من التحيزات الشخصية، ولعدم وجود أدلة على تفوق آلية على أخرى في التأثير.

٢٦- من إعداد الباحث.

٢٧- أشار (Kerlinger, 1964) إلى مبدأ عام في تصميم البحوث، وهو تعظيم التباين المنتظم التجريبي، وتحييد التباين المنتظم الراجع للمتغيرات الثالثة التي لا تدخل في نطاق البحث، وتدنية تباين الخطأ العشوائي (أبو العز، ٢٠١٤، ص ١١٨).

٢٨- هي القيم التي تقسم المفردات المبنية إلى أربعة أقسام متساوية.

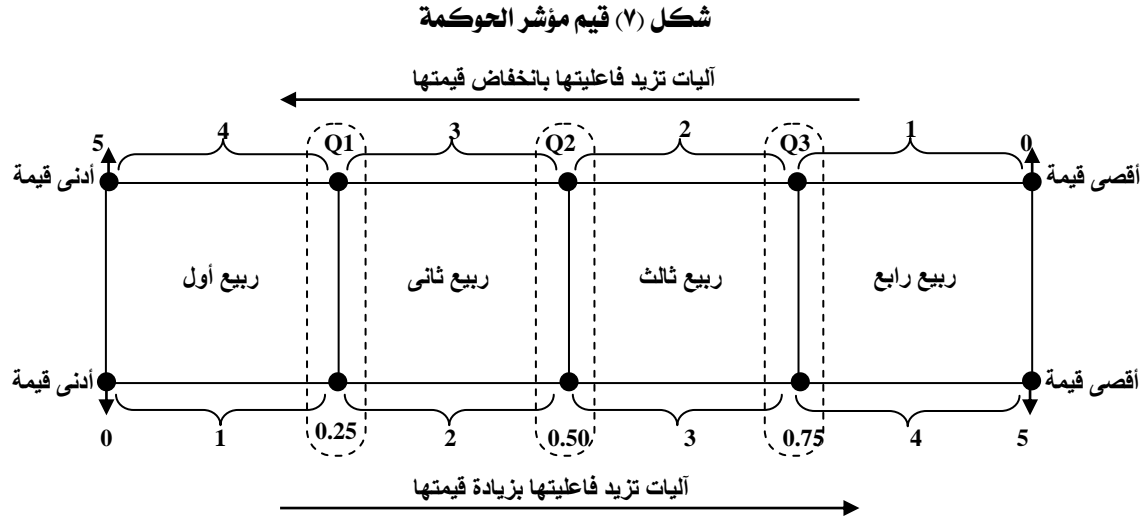
٢٩- يتمتع مقياس ما بصدق المضمون بقدر ما تعتبر بنود المقياس مُمثلة لمجتمع البنود المرتبطة بالمتغير المقيس (أبو العز، ٢٠١٤، ص ٩٢).

- صنّف الباحث آليات الحوكمة ثلاثة تصنيفات، أولها: تكتسب قيمةً متصلة، وتزيد فعاليتها بزيادة قيمتها؛ ثانيها: تكتسب قيمةً متصلة، وتزيد فعاليتها بانخفاض قيمتها^(٣٠)؛ وثالثها: تكتسب قيمةً منفصلة.
- استخدم الباحث معامل ألفا^(٣١) Cronbach Alpha Coefficient لكرونباك Internal Consistency Measures، للتحقق من الاتساق الداخلي للمؤشر Internal Consistency Measures، وهو ما كان نتيجته ما يقرب ٠.٦٧، ليعني ذلك أن درجة الاتساق الداخلي للمؤشر تعد مقبولة للقياس.
- حساب الرُبعيات الإحصائية للآليات ذات القيم المتصلة، لتُعطى ثلاث قيم^(٣٢) (Q_1, Q_2, Q_3) ، وتقسّم المفردات لأربعة أقسام متساوية، هي (الرُبع الأدنى، والرُبع الثاني، والرُبع الثالث، والرُبع الأعلى) كما موضح بشكل (٧).
- في ضوء النقطة السابقة، يتم منح الآليات ذات القيم المتصلة قيمةً تبدأ من (صفر) وتنتهي بـ(٥)، بالإضافة لمنح قيم ثنائية (١،٠) للآليات بقيم منفصلة، لتتراوح قيمة المؤشر الإجمالية ما بين (صفر) كحد أدنى و (١٦٠) كحد أقصى، كما هو موضح بجدول (٤)، وبشكل (٧):

جدول (٤) تصنيف مجموعات مؤشر حوكمة الشركات

آليات بقيم منفصلة (٥ آليات)		آليات بقيم متصلة			
		آليات ترتبط فعاليتها بانخفاض قيمتها (٧ آليات)		آليات ترتبط فعاليتها بزيادة قيمتها (٢٤ آلية)	
الدرجة	التصنيف	الدرجة	التصنيف	الدرجة	التصنيف
(١٠)	آليات تمثل متغيرات وهمية	٥	أدنى قيمة للآلية	٠	أدنى قيمة للآلية
		٤	أدنى قيمة > قيمة الآلية $Q_1 \geq$	١	أدنى قيمة > قيمة الآلية $Q_1 \geq$
		٣	$Q_1 >$ قيمة الآلية $Q_2 \geq$	٢	$Q_1 >$ قيمة الآلية $Q_2 \geq$
		٢	$Q_2 >$ قيمة الآلية $Q_3 \geq$	٣	$Q_2 >$ قيمة الآلية $Q_3 \geq$
		١	أقصى قيمة < قيمة الآلية $Q_3 <$	٤	أقصى قيمة < قيمة الآلية $Q_3 <$
٠	أقصى قيمة للآلية	٥	أقصى قيمة للآلية		
5	(٥ آليات) × ١	35	عدد الآليات (٧) × أقصى درجة (٥)	120	عدد الآليات (٢٤) × أقصى درجة (٥)
TCG = 120 + 35 + 5 = 160 إجمالي قيمة المؤشر					

- ٣٠- تتمثل آليات القيم المتصلة التي تزيد فعاليتها بانخفاض قيمتها في (حجم المجلس، وحجم اللجان المنبثقة وعددها ٦ لجان كما بجدول ٥) لتصبح عددها ٧ آليات؛ أما باقي الآليات تزيد فعاليتها بزيادة قيمتها وعددها ٢٤ آلية تأخذ قيم متصلة. انظر جدولي ٥ و٦.
- ٣١- هو دالة في نسبة مجموع تباين أجزاء الاختبار إلى تباين المقياس الكلي؛ وكلما كانت معامل الاختبار تعادل أو تزيد عن ٠.٦٥ تعد مقبولة لأغراض اختبار ثبات الأداة (أبو العز، ٢٠١٤، ص ٨٧).
- ٣٢- "Q₁" هي التي يكون ٢٥% من المفردات أقل منها؛ "Q₂" وهي تمثل قيمة الوسيط وهي التي يكون نصف المفردات أقل منها؛ "Q₃" وهي التي يكون فيها ٧٥% من القيم أقل منها والرُبع الأخير أكبر منها.



ويوضح الجدول التالي آليات الحوكمة المستخدمة في البحث مع مقاييسها الإجرائية:

جدول (٥) مؤشر الحوكمة^(٣٣)

المحور	آليات فرعية						إجمالي الدرجة		
							أقصى	أدنى	
المساهمين الجمعية العامة	وجود نظام التصويت التراكمي						إجرائي	١	٠
	قياس ثنائي								
	١-٠						رقمي		
هيكل مجلس الإدارة	إجرائي	البيات فرعية	نسبة الأعضاء غير التنفيذيين	استقلالية المجلس	ذوي الخبرة	اجتماعات المجلس	حجم المجلس	استقلالية رئيس المجلس	
			الأعضاء الخارجيون / إجمالي الأعضاء	الأعضاء المستقلون / إجمالي الأعضاء	أعضاء ذو خبرة / إجمالي الأعضاء	عدد الاجتماعات / حجم الشركة	عدد الأعضاء / حجم الشركة	ثنائي	
			٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	١<٠	
لجان مجلس الإدارة	إجرائي	لجان فرعية	المراجعة	مكافآت	المخاطر	حوكمة	ترشيحات	اخرى	
			٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	
	رقمي	استقلالية القياس	الأعضاء المستقلون / حجم اللجنة						
			٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	
	رقمي	العدد القياس	عدد اجتماعات اللجنة / حجم الشركة						
			٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	
	رقمي	الحجم القياس	عدد أعضاء اللجنة / حجم الشركة						
			٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	
	رقمي	الخبرة القياس	الأعضاء ذو خبرة مالية/ حجم اللجنة (٢٤)						
			٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	
إجمالي درجة كل آلية فرعية		٢٠<٠		١٥<٠		١٥<٠		١٥<٠	
المراقبة	إجرائي	مراجعة - خارجية، داخلية	مراجعة خارجية			مراجعة داخلية			
			المراجعة من قبل المكاتب الأربعة الكبار	شهادات المراجعين الداخليين الحاصلين على CIA, CAP / إجمالي العدد	خبرة عدد سنوات الخبرة للمراجعين الداخليين	استقلالية ثنائي	١<٠	٥<٠	٥<٠
	رقمي	١<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠		
الملكيتة	إجرائي	تركز الملكية	ملكية مؤسسية	إدارية	أجنبية	عائلية	GDR		
			ملكية المؤسسات / إجمالي عدد الأسهم	نسبة ملكية الإدارة	نسبة ملكية الأجانب	نسبة ملكية اصحاب العائلة	ثنائي		
	رقمي	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	٥<٠	١<٠		
المدى الكلي لدرجات المؤشر									
١٦٠									

٣٣ - تم قسمة بعض متغيرات المؤشر على حجم الشركة (مقيساً باللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول) لاختلاف أمثلية هذه المتغيرات باختلاف أحجام الشركات.

٣٤ - لم يتم احتساب الخبرة المالية لهذه اللجان لعدم وجود أدلة على أهمية الخبرة المالية لها.

ويوضح الجدول التالي مضمون وآليات محاور حوكمة الشركات المستخدمة في الاختبار:

جدول (٦) مضمون محاور حوكمة الشركات بالاستعانة بالدليل المصري ٢٠١٦^(٣٥)

المحور	المضمون
الجمعية العامة	هو أحد المحاور التي أولى لها الدليل اهتماماً كبيراً؛ حيث أشار لتفضيل اتباع أسلوب "التصويت التراكمي"، والذي يتيح لكل مساهم عدداً من الأصوات يساوي عدد الأسهم التي يمتلكها، بحيث يُمكنه التصويت بها كلها لصالح مرشح واحد أو توزيعها بين من يختارهم من المرشحين دون تكرار لهذه الأصوات، مما يتيح فرصة أكبر لتمثيل صغار المساهمين في مجلس إدارة الشركة.
هيكل مجلس الإدارة	يعتبر مجلس إدارة الشركة صاحب الحق في إدارة أنشطتها؛ وفي ضوء أفضل ممارسات الحوكمة، يجب توافر الأدوات التي تضمن كفاءة أعضائه؛ ومنها: <ul style="list-style-type: none"> • زيادة نسبة الأعضاء غير التنفيذيين: حيث يجب أن يكون أغلب أعضاء المجلس من الأعضاء الخارجيين، وهم أعضاء لا يشغلون منصباً تنفيذياً في الشركة، ولا يجوز لهم تقديم أي خدمات مدفوعة الأجر للشركة أو لتوابعها أو للأطراف المرتبطة بها. • زيادة نسبة الأعضاء المستقلين^(٣٦): فيجب وجود عضوين مستقلين على الأقل من الأعضاء غير التنفيذيين يتمتعون بمهارات فنية وتحليلية، وهو ما يؤدي لإحكام الرقابة على الشركة. • نسبة العضء من ذوي الخبرة: وهم أعضاء لديهم خبرات في بعض مجالات الشركة. • عدد اجتماعات مجلس الإدارة: كأحد المؤشرات الدالة على كفاءة المجلس. • حجم المجلس: حيث يساهم صغر حجمه في تفعيل دور الأعضاء من خلال انسجامهم. • استقلالية رئيس المجلس: حيث يجب الفصل بين وظيفتي رئيس المجلس والعضو المنتدب للفصل بين رقابة وإدارة القرار كضمان لاستقلالية الرئيس.
لجان مجلس الإدارة	هي لجان يشكلها المجلس من بين أعضائه غير التنفيذيين والمستقلين لمساعدته في إنجاز مهامه، ويحدد المجلس صلاحياتها واختصاصاتها ومتابعة أعمالها للتأكد من فعالية دورها؛ وطبقاً لأفضل ممارسات الحوكمة يفضل ألا يكون من بين أعضاء اللجان عضواً تنفيذياً من مجلس الإدارة؛ ومنها (لجنة مراجعة، لجنة مكافآت، لجنة مخاطر، لجنة حوكمة، لجنة ترشيحات، ولجان أخرى كاللجان التنفيذية ولجنة الاستثمار ولجنة المسئولية الاجتماعية) ^(٣٧) ؛ ووفقاً لأفضل ممارسات الحوكمة؛ يجب توافر بعض الخصائص لهذه اللجان؛ من استقلالية وخبرة مالية لأعضائها وحجم وعدد اجتماعات.

٣٥- لمزيد من التفاصيل حول آليات الحوكمة ومضمونها وأدوارها الرقابية، يتم الرجوع إلى (سمعان، ٢٠١٥).

٣٦- يختلف العضو غير التنفيذي عن العضو المستقل؛ فالعضو المستقل هم غير تنفيذي وغير مساهم في الشركة؛ وتتنحصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلس إدارتها، وهذا العضو لا يمثل الملاك وليس له تعاملات جوهرية مع الشركة ولا يتقاضى منها أجر أو عمولات أو أتعاب باستثناء ما يتقاضاه مقابل عضويته بمجلس الإدارة، وليس له مصلحة خاصة بالشركة، كما لا تربطه صلة نسب أو قرابة بأي من مساهميها، أو أعضاء مجلس إدارتها، أو قياداتها التنفيذية حتى الدرجة الثانية؛ وهو أيضاً ليس من كبار العاملين بالشركة أو مستشاريها أو مراقبي حساباتها خلال الثلاث سنوات السابقة على تعيينه في المجلس؛ كما يجب ألا تتجاوز مدة عضويته كمستقل بالمجلس ست سنوات متتالية كحد أقصى والآن أصبح عضواً غير مستقل (الدليل المصري، ٢٠١٦).

٣٧- لمزيد من التفاصيل حول هذه اللجان، واختصاصاتها وتكوينها: راجع الدليل المصري، ٢٠١٦، الإصدار الثالث، ص ص ٢٣-٢٨.

الرقابة	<p>في ضوء أفضل ممارسات الحوكمة، يجب توافر الأدوات التي تضمن كفاءة عملية الرقابة، ومنها:</p> <ul style="list-style-type: none"> • جودة المراجعة الخارجية: فيجب تعيين مراجع مستقل ومؤهل وذو كفاءة مهنية لإجراء عملية المراجعة؛ وإجرائياً يمكن قياس ذلك بالمراجعة من قبل شركات المراجعة الأربعة الكبار (Big 4) (٣٨). • جودة المراجعة الداخلية: باعتبارها أداة تستخدمها الإدارة لغرض التحقق من فاعلية الرقابة الداخلية؛ ويمكن قياسها إجرائياً من خلال: <ul style="list-style-type: none"> ○ عدد المراجعين الحاصلين على شهادات مهنية مثل CIA, CAP لإجمالي عدد المراجعين. ○ عدد سنوات الخبرة للمراجعين الداخليين إلى إجمالي عدد المراجعين الداخليين. ○ الاستقلالية: إذا كان المراجع الداخلي يرفع تقريره إلى لجنة المراجعة يعتبر مستقلاً.
هيكل الملكية	<p>يعتبر هذا المحور أحد الأدوات التي عولت عليه الدراسات في هذا الشأن؛ ومن خلاله تتحقق فعالية عملية الرقابة؛ ووفقاً لأفضل ممارسات الحوكمة؛ فإنه يُستدل على هذا المحور من خلال مجموعة من الأدوات، كزيادة نسب تركيز الملكية، وارتفاع نسب الملكية المؤسسية والإدارية والأجنبية والعائلية، ووجود شهادات ايداع دولية.</p>

• قياس جودة الاستحقاقات (TAC):

يستخدم الباحث نموذج (Jones) المعدل في دراسة (Dechow *et al.*, 1995)، وهو من أكثر النماذج المستخدمة لقياس جودة الاستحقاقات، والتي عبر عنها بالانحراف المعياري للبواقي في معادلة الانحدار التالية (٣٩):

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 \left[\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right] + \beta_1 \left[\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right] + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

- TAC_{i,t}: الاستحقاقات الإجمالية في نهاية الفترة (t) للشركة (I).
- TA_{i,t-1}: إجمالي الأصول في نهاية الفترة (t-1) للشركة (I).
- Δ REV_{i,t}: التغير في إيرادات المبيعات في نهاية الفترة (t) للشركة (I).
- Δ REC_{i,t}: التغير في حسابات المدينين في نهاية الفترة (t) للشركة (I).
- PPE_{i,t}: إجمالي الآلات والمعدات والتجهيزات في نهاية الفترة (t).
- β₀, β₁, β₂: معاملات الانحدار.
- ε_{i,t}: البواقي الإحصائية (حجم الاستحقاقات الاختيارية).

٣٨ - (Big 4):

- KPMG (Klynveld Peat Marwick Goerdeler), EY (Ernst & Young), Deloitte (Deloitte Touche Tohmatsu Limited), PWC (Price water house Coopers).

٣٩ - تم قسمة متغيرات النموذج على إجمالي أصول الشركة في الفترة السابقة (TA_{t-1}) لتحديد أثر الفروق في أحجام الشركات؛ كما تم إضافة التغير في الإيرادات (ΔREV_{it}) للتحكم في التغيرات التي تطرأ على الاستحقاقات غير الاختيارية الناتجة عن التغيرات في الظروف الاقتصادية للشركة؛ وتم إضافة إجمالي الآلات والمعدات والتجهيزات (PPE) للتحكم في الجزء غير الاختياري من الاستحقاقات الإجمالية والمتعلق بمصروف الإهلاك، ولم يتم إضافة التغير في الآلات والمعدات والتجهيزات لأن ما أضيف ضمن إجمالي الاستحقاقات هو إجمالي مصروف الإهلاك وليس التغير؛ ويمثل استبعاد التغير في حسابات المدينين من التغير في إجمالي الإيرادات هو التغير الذي أدخلته دراسة (Dechow *et al.*, 1995) على نموذج (Jones) الأصلي، لما يتعرض له هذا النموذج من تحيز قياس للاستحقاقات غير الاختيارية، حيث تتدخل الإدارة بشكل متعمد للتأثير على الإيرادات (خاصة المبيعات الأجلة).

حيث: الاستحقاقات الإجمالية (TAC) = Total Accruals

صافي الدخل قبل البنود غير العادية - التدفقات النقدية التشغيلية

ويتم تقدير الاستحقاقات الاختيارية (Discretionary Accruals) بطرح الاستحقاقات غير الاختيارية (Nondiscretionary Accruals) من إجمالي الاستحقاقات (TAC)، كما يلي:

$$DAC = \frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \beta_0 \left[\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right] + \beta_1 \left[\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right]$$

• توقيت النشر:

تم قياس توقيت النشر بعدد الأيام بين تاريخ انتهاء السنة المالية وتاريخ نشر التقارير المالية في الجرائد المصرية.

• التحصين الإداري:

تم الاعتماد على فترة بقاء المدير التنفيذي الأول في منصبه (CEO Tenure) كأحد المؤشرات الدالة على تحصيله، فطول فترة استقرار المدير التنفيذي في منصبه، يزيد من تحصيله في وظيفته، لامتلاكه الفرصة والوقت الكافيين لبناء التحالفات وتجميع القوة، التي قد تدفعه لتحقيق انتهازيته الإدارية أو مصالح الملاك (Chen et al., 2012).

٤- مجتمع وعينة وفترة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، حيث تم اختيار عينة ميسرة^(٤٠) Convenience Sampling من ٦٠ شركة مُمثلة لمجتمع البحث من الشركات المصرية، موزعة على مختلف القطاعات، وذلك في الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٧، ليكون عدد المشاهدات ٤٨٠ مشاهدة، مع استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية لطبيعة أنشطتهما وتقاريرهما الخاصة.

٥- مصادر جمع البيانات:

اعتمد الباحث على المصادر التالية في حصوله على البيانات المطلوبة:

- الموقع الإلكتروني للبورصة www.egx.com.eg للحصول على تقارير الإفصاح، وتقارير لجان مجلس الإدارة لكل شركة.
- برنامج (Meta Stock) للحصول على أحجام التداول وأسعار الأسهم اليومية للعينة.
- شركة مصر لنشر المعلومات للحصول على التقارير المالية، وتقارير مجلس الإدارة ومحاضر اجتماع الجمعية العامة.

٤٠- هي العينة التي تلائم أغراض الدراسة ويمكن عملياً الحصول عليها (لمزيد من التفاصيل راجع أبو العز، ٢٠١٤، ص ٤٠٣).

ثانياً: النتائج الإحصائية لاختبار فرضيات البحث:

استخدم الباحث الإصدار السادس عشر من الحقيبة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (The Statistical Package for the Social Sciences "SPSS, Version 16") بالإضافة إلى الإصدار التاسع من برنامج التحليل الإحصائي E-VIEWS واللذان في ضوء نتائجهما يتم عرض مجموعة من الإحصاءات الوصفية والتحليلية للمتغيرات محل الاهتمام، كما هو موضح في النقاط التالية:

أ- الإحصاءات الوصفية:

يوضح الجدول التالي بعض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات لإظهار جزء من خصائصها على مستوى العينة، متضمنةً مقاييس للنزعة المركزية^(٤١) والتشتت^(٤٢) وشكل التوزيع^(٤٣):

٤١- تعود فكرتها للباحث الإنجليزي فرانسيس جالتون؛ وهي مقاييس عددية تصف نقطة تجمع المشاهدات؛ حيث بيانات أي ظاهرة تُنَزَع في الغالب للتركز أو التجمع حول قيم معينة تسمى مقاييس النزعة المركزية وهي تعتبر قيم نموذجية أو مثالية للبيانات؛ هذه المقاييس هي المتوسط الحسابي، الوسيط، والمنوال.

٤٢ مقاييس لتحديد درجة تقارب أو تباعد قيم توزيع ما عن إحدى القيم المركزية، وهي تفيد في تكوين فكرة عن مدى تجانس قيم مجموعة من المفردات.

٤٣ مقاييس تستخدم في تحديد شكل توزيع البيانات وأهمها معاملي الالتواء والتفرطح.

جدول (٧) إحصاءات وصفية

شكل توزيع		مقاييس تشتت					مقاييس نزعة مركزية		مقاييس إحصائية	
معامل التفرطح	معامل الالتواء	المدى			الانحراف المعياري	خطا معياري للمتوسط	المتوسط	المتوال	متغيرات الدراسة	
		القيمة	أدنى	أعلى					فرعي	أساسي
المتغيرات التابعة										
٢.١٠٢	-٠.٣٢	١٠٧٨٦١٦٥١	١.٠٠	١٠٧٨٦١٦٥٢	١١.٨	-٠.١	٣٥٠	٦٠٨٧٠٢	يوم النشر	عدم التماثل الطوماتي
١.٩	-٠.٤٣	٣٢٣٤٠١٧٣	٢٩٣٥٧٦٨	٢٩٨٢٤٩٣	٨.٣٤	-٠.١٤	١٩١٨٨٣	٩١٩٩٣	نافذة ٣	
٢.٢	-٠.٠١	١٣٨٥٢٣٣٣	٨٨٧٠٥٣٦	٤٩٨١٧٩٧	٧.٢٨	-٠.١٠	١٠٣٩٧٣	١٠٦٧٠	نافذة ١١	
٢.٣	-٠.٠٢	٣٧٢.٤٥	-٠.٤٥	٣٧٢.٠٠	٦.٧٤	-٠.٠٨	-٠.٣	٢.٥٢٩٥	يوم النشر	
٢.٠١	-٠.٠٢	٩٧.٩٤	١٧.٠٥	٨٠.٨٩	٦.٥	-٠.٠٨	-٠.١	-٠.٤٨٩٢	نافذة ٣	
٢.٥٢	-٠.٠٩	١٤١٦	٨٧٨	٥٣٨	٥.٧	-٠.٠٩	-٠.٠٢	٢.٤٠٣٢	نافذة ١١	
المتغير المستقل										
-٠.٤٢	-٠.٩	-٠.٥٦	-٠.١	-٠.٦٦	-٠.١٢	-٠.٠٠٥	-٠.١٤	-٠.٢٧	الإفصاح الاختياري	
المتغيرات المنظمة										
١.٩٠٦	-٠.٨٤	-٠.٢٦	-٠.١٢	-٠.٣٨	-٠.٠٤	-٠.٠٠١	-٠.١٧	-٠.٢١	إجمالي المؤشر	حوكمة الشركات
٩.٢	-٠.١	١	٠	١	-٠.١٦	-٠.٠٠٧	٠	-٠.٠٢	الأول	
-٠.٨	-٠.٣٩	-٠.٦٢	-٠.١٤	-٠.٧٦	-٠.٠١٤	-٠.٠٠٦	-٠.٣٨	-٠.٤٢	الثاني	
٢٠.٦	٣.٦١١	-٠.٣٤	-٠.٠٧	-٠.٤١	-٠.٠٤	-٠.٠٠١	-٠.١٢	-٠.١٤	الثالث	
٣.٨٠	٢.١٤٦	-٠.٩٢	٠	-٠.٩٢	-٠.٢	-٠.٠١	٠	-٠.١٣	الرابع	
-٠.١٩	-٠.١	-٠.٥٨	٠	-٠.٥٨	-٠.٠٩	-٠.٠٠٤	-٠.٣٣	-٠.٢٩	خامس	
٨.٥	١.٧٥٨	٢٤٢	١٠	٢٥٢	٦.١٨	-٠.٢٨	٩٠	٧٧	توقيت النشر	
٨.٤	٢.٦٦	-٠.٥	٠	-٠.٥	-٠.٠٨	-٠.٠٠٣	٠	-٠.٠٧	جودة الاستحقاقات	
-٠.١١	١.١	٦	١	٧	١.٨٦٣	-٠.٠٨	١	٢.٥	التحصين الإداري	
المتغيرات الضابطة										
٤.٤٣٨	١.٤٣	٤١٠٢٩٩٣٣٨٩	٢٠٠٧٠٣	٤١٠٢٠١٢٨٩٢	١.٨	-٠.٠٨	١٢٥٥٣٣١٢٥٧	١٢٣٥٣٣١٢٥٧	حجم الشركة	
٧.٤٨	٤.٤١٣	٤.٢٤	-٠.٦	٣.٦٤	-٠.٣٢	-٠.٠١	-٠.٠٩	-٠.٦٤	الرافعة المالية	
٢.٤٩٥	١.٢٢٨	-٠.٦	-٠.١٦	-٠.٤٤	-٠.٠٩	-٠.٠٠٤	٠	-٠.٠٧	الأداء	
الربيعيات لمؤشر الحوكمة										
مقياس لشكل التوزيع	الربيع الثالث ٧٥%			الربيع الثاني (الوسيط) ٥٠%			الربيع الأول ٢٥%		القيمة الإجمالية للمؤشر	
	٠.٢٤			٠.٢٠			٠.١٧			

وبتمحيص النظر في الجدول الموضح أعلاه، يلاحظ مايلي:

• المتغير التابع: عدم التماثل المعلوماتي:

- انخفاض الخطأ المعياري - انحراف متوسطات العينات عن متوسط مجتمعها - لمتوسطات القياسات الثلاثة لأحجام التداول ومدى السعر، لِيُذَلَّ على دقة الوسط الحسابي كتقدير لوسط المجتمع.
- انخفاض الانحراف المعياري - أحد مقاييس التشتت لقياس التبعثر الإحصائي - للقياسات الثلاثة، لِيُذَلَّ على عدم وجود تشتت كبير بين قيم مفردات العينة.
- اقتراب معامل الالتواء - أحد مقاييس الحكم على مدى تماثل التوزيع - للقياسات الثلاثة من الصفر، لِيُذَلَّ على تماثل التوزيع إلى حد كبير؛ واقتراب معامل التفرطح - مقدار التغير في قمة المنحنى مقارنة بقمة منحنى التوزيع الطبيعي - من قيمة ٣ لِيُذَلَّ على اعتدالية التوزيع.
- انخفاض أحجام تداول اليوم التالي للنشر عن سابقه بمقدار ٩١٩٩٣، وانخفاض متوسطها في الخمسة أيام التالية للنشر عن سابقتها بمقدار ١٠٦٧٠؛ وهو ما تؤكد أيضاً من زيادة مدى السعر في اليوم التالي للنشر عن سابقه بمقدار ٤٨٩٢.٠، وزيادة متوسط الخمسة أيام التالية للنشر عن سابقتها بمقدار ٤٠٣٣.٢؛ ليعني ذلك وجود تباين كبير في عدم تماثل المعلومات، وهو ما يعمل الباحث على تفسير مسبباته في الجزء التحليلي.

• المتغير المستقل: الإفصاح الاختياري:

- وجود مدى واسع في التزام شركات العينة بالإفصاح الاختياري، حيث تراوح مستوى التزام شركات العينة به ما بين نسبيتي ١٠% إلى ٦٦%؛ كما بلغ متوسط المؤشر ٢٧%، ليعطي انطباعاً عن مستوى ضعيف للإفصاح الاختياري في عينة الدراسة، بانحراف معياري ٠.١٢.

• المتغيرات المنظمة:

- وجود مدى واسع في التزام شركات العينة بالحوكمة - على مقياس من ١٦٠ نقطة -، حيث تراوح مستوى الالتزام بها ما بين ١٢% و ٣٨%، كما بلغ متوسط التزام شركات العينة بها ٢١%، ليعني انخفاض مستوى تطبيق الحوكمة في عينة لدراسة، وإن كانت هذه النسبة تمثل تقريباً القيمة الوسطى لشركات العينة (قيمة الوسيط للمؤشر ٢٠%)؛ ويُعتبر المحور الثاني (الخاص بهيكل مجلس الإدارة) الأعلى التزاماً من شركات العينة بمتوسط ٤٢%، في حين كان المحور الأول (الخاص بالجمعية العامة للمساهمين) الأدنى التزاماً بمتوسط ٢%.
- متوسط توقيت نشر التقارير المالية لشركات العينة ٧٧ يوماً؛ كما بلغت قيمة المنوال ٩٠ يوماً، لتعني أن أكثر شركات العينة تنشر تقاريرها المالية بعد حوالي ثلاثة شهور.

- بلغ قيمة المتوسط لجودة الاستحقاقات (٠.٠٧)، مما يعني انخفاض الانحراف المعياري لبواقي النموذج، يعني ارتفاع جودة الاستحقاقات، وارتباطها بالتدفقات النقدية؛ كما أن هناك تفاوت بين شركات العينة لها، حيث تبلغ أعلى قيمة (٠,٥)، وأقلها (٠).
- متوسط فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه - كمؤشر للتحصين - ٢.٥ عام، ويتفاوت هذا المعدل ما بين عام لسبعة أعوام؛ وأن أكثر فترة لبقاء المديرين التنفيذيين في العينة هي عام واحد.

بد الإحصاءات التحليلية:

بعد عرض الإحصاءات الوصفية للمتغيرات محل القياس، يمكن إجراء اختبارات فرضيات البحث من خلال بعض الإحصاءات التحليلية، حيث تم استخدام أسلوب الانحدار التفاعلي، وتقدير معلماته بطريقة المربعات الصغرى (OLS) لخطية وعدم تحيز تقديراتها، إضافة إلى أن لها أقل تباين؛ إلا أن هناك ضوابط هامة لسلامتها يناقشها الباحث مع بعض الاشتراطات اللازمة لاختبار المتغيرات المنظمة كما يلي:

١- ضوابط لضمان سلامة النتائج الإحصائية:

- اختبارات التحقق من خواء النماذج من مشاكل القياس:

جدول (٨) اختبارات التحقق من مشاكل القياس

النموذج	نوع المشكلة	مقاييس إحصائية	المتغيرات المفردة													
			مستقلة	منظمة					متفاعلة				ضابطة			
			VD	CG	DT	DAC	ME	VD*CG	VD*DT	DAC*CG	DAC*ME	VD*DAC*CG	VD*DAC*ME	Size	Lev	Roa
كل النماذج	أزواج خطي	VIF	٢٤	٦.٥	٧.٠٢	٣١	١.٥	٣٠	٨.٦٨	٢٤	١٠.١	٨.٨	٩.١	١.٢١	١.١	١.٢
		Tolerance	٠.٠٤	٠.١٥	٠.١٤	٠.٠٣	٠.٦	٠.٠٣	٠.١١	٠.٠٤	٠.٠٩	٠.١١	٠.١	٠.٨	٠.٩	٠.٨
		Condition Index	٣.٧	٤.١	٥.٦	٦.٧	٧.٨	٢٥.٢	٢٨.٠١	٢٨	٢٧	٤٨.٢	٤٢.١	١٠.١	١٤	١٨.٨
		Dimension	Variance Proportions													
		VD*DAC*G	٠.٠٦	٠.٠٥	٠.٠	٠	٠.٩	٠.٠٧	٠	٠.٠٢	٠.٠٢	٠.٤	٠.٤	٠	٠	٠.٤
		VD*DAC*M	٠.٣	٠.٤	٠.٢	٠.٠٢	٠.٠٢	٠.٨	٠.٠٢	٠.٠٢	٠.٠١	٠.٠٢	٠.٠٢	٠.٠٧	٠.٣	٠.٠٢
النموذج	نماذج حجم التداول					نماذج مدى السعر										
	يوم النشر		نافذة ٣		نافذة ١١	يوم النشر		نافذة ٣		نافذة ١١						
لكل نموذج	ذاتي	D.W	١.٧٥	١.٧٣	١.٧٣	١.٨٤	٢.٠٥	١.٨								
		K.S	Value	١.١٣٦	٠.٧٧	٠.٨٦٥	١.١٨٥	٠.٧٢	٠.٩٩							
	Sig		٠.١٥١	٠.٥٨٩	٠.٤٤٤	٠.١٢٠	٠.٦٧	٠.٠٧								
	تباين	Sperman	٠.٣	٠.١	٠.٤	٠.١٣	٠.٨	٠.١								

في ضوء الجدول السابق يتضح ما يلي:

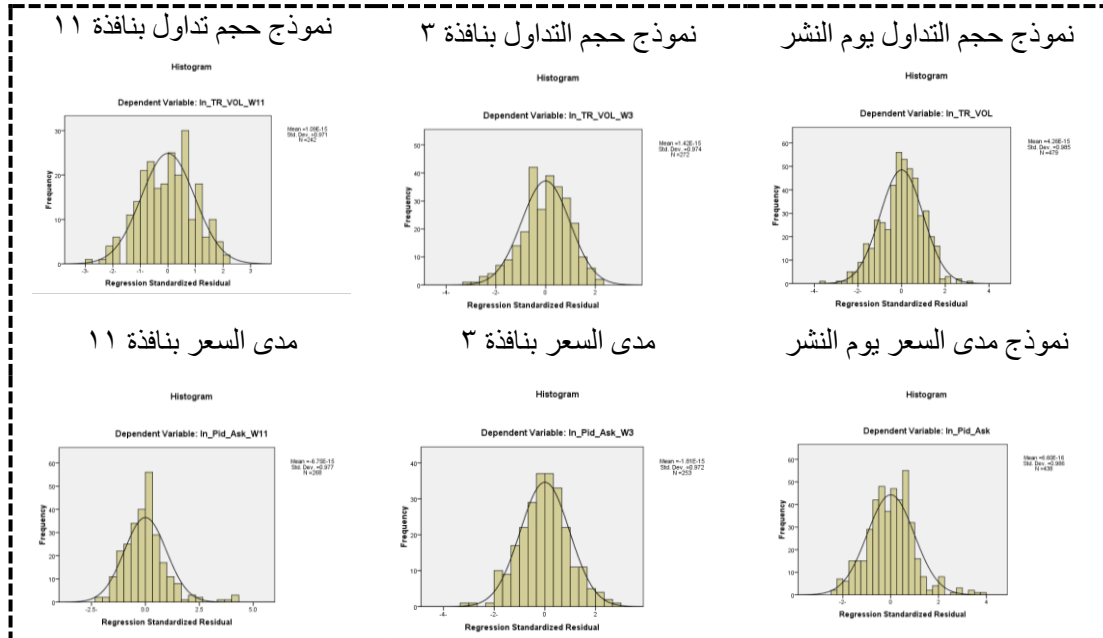
أولاً: مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation :

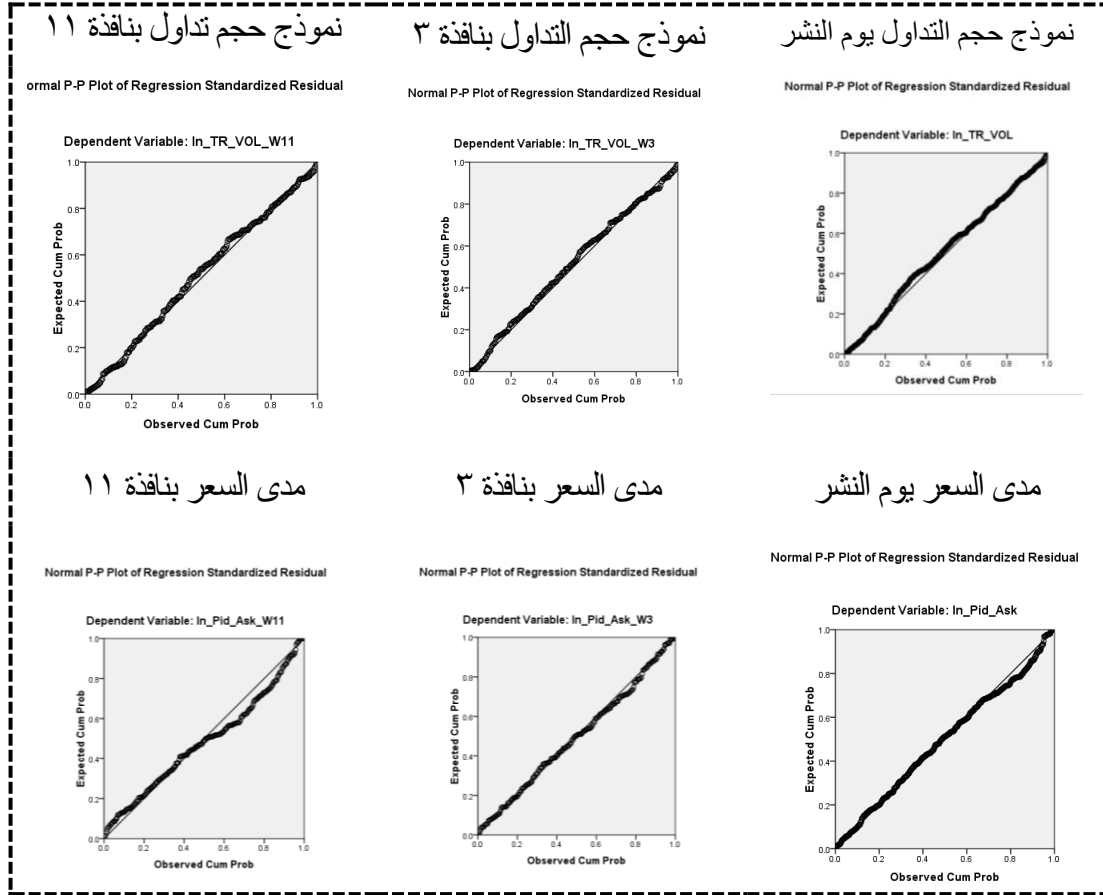
تنشأ هذه المشكلة حال وجود ارتباط بين بواقي نماذج الانحدار، فاستقلالية الأخطاء عن بعضها البعض تُمثّل أحد افتراضات نماذج الانحدار المتعدد؛ وقد استخدم الباحث اختبار (Durbin-Watson "D.W") للتأكد من عدم وقوع النماذج في هذه المشكلة، فكلما اقتربت قيمة الاختبار من (٢) دل ذلك على عدم وجود المشكلة، وبالكشف عن قيم الاختبار كما هو موضح بجدول (٨) اتضح أن جميعها لا يوجد بها ارتباط ذاتي، وذلك عند مستوى معنوية ٥%.

ثانياً: مشكلة عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality of Random Errors:

يعتبر اتباع الأخطاء العشوائية التوزيع الطبيعي أحد افتراضات نماذج الانحدار المتعدد، وقد استخدم الباحث اختبار (Kolmogorov-Smirnov "K.S")، كأحد الاختبارات اللامعلمية لاختبار فرضية العدم بأن "المشاهدات تتبع التوزيع الطبيعي"، ضد الفرضية البديلة بأن "المشاهدات لا تتبع التوزيع الطبيعي"؛ وبعد أخذ "Ln" لقياسات المتغير التابع، اتضح اعتدالية الأخطاء العشوائية لجميع النماذج، فكانت نتيجة الاختبار غير دالة إحصائياً بمستوى معنوية ٥% (أنظر جدول ٨)، وهو ما تؤكدته الأشكال التالية:

شكل (٥) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

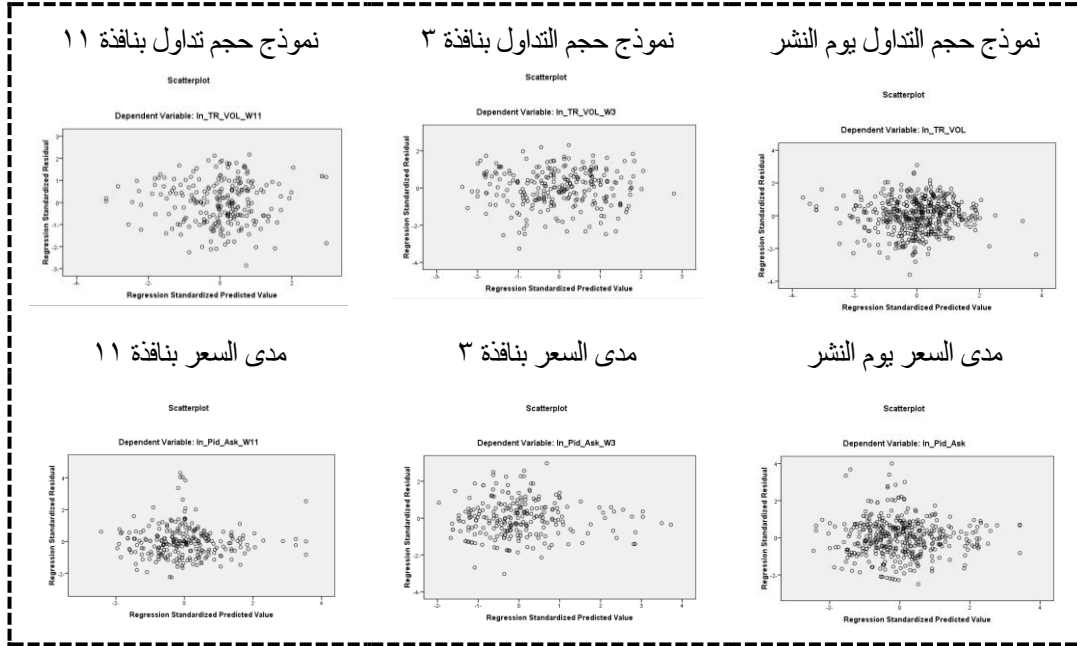




ثالثاً: مشكلة عدم ثبات التباينات Heteroscedasticity:

تنشأ هذه المشكلة إذا ما كانت تباينات البواقي لقيم المتغير التابع في نماذج الانحدار المقدرة غير ثابتة وتتغير بتغير قيم المتغيرات المستقلة؛ وقد تحقق الباحث من ذلك باستخدام معامل ارتباط سبيرمان بين القيم المطلقة للبواقي والقيم التقديرية للمتغيرات المستقلة في النماذج المقدرة، و اتضح أن جميعها غير دالة إحصائياً يعني عدم وقوع النماذج المقدرة في مشكلة اختلاف التباينات، وهو ما تؤكد الأشكال التالية:

شكل (٦) نتائج اختبار ثبات التباينات



رابعاً: مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة Multi-Collinearity:

تنشأ هذه المشكلة حال وجود علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، وللتحقق من وقوع النماذج في هذه المشكلة تم استخدام معامل تضخيم التباين (Variance Inflation Factor "VIF" (معكوس معدل السماح Tolerance)، وهو مقياس لتأثير الارتباط بين المتغيرات المستقلة على زيادة تباين معلمة المتغير المستقل - حيث تتسم مشكلة الازدواج الخطي بارتفاع تباين معالم النموذج وبالتالي عدم ظهور المعلمة معنوياً نتيجة انخفاض القيمة الإحصائية لاختبار T بالرغم من احتمال أهمية المتغير في النموذج - وكلما زادت قيمة معامل "VIF" عن (١٠) دل ذلك على أن تقدير المعلمة قد تتأثر بمشكلة الازدواج الخطي - وإن كان البعض سمح بهذا المعدل لقيمة (١٠٠) (مثل: Kleinbaum *et al.*, 1988: أحمد، ٢٠١٥)؛ وبالنظر لجدول (٨) يتضح ارتفاع بعض المعاملات عن قيمة (١٠) (تحديداً: VD; DAC; VD*CG; DAC*CG).

وللتأكيد على خطورة المشكلة من عدمه، استخدم الباحث دليل الحالة (٤)؛ Condition Index في مصفوفة Collinearity Diagnostics؛ فزيادة قيمة الدليل عن (١٥) يعد مؤشراً على إمكانية وجود مشكلة ازدواج خطي، وزيادتها عن (٣٠) قد يكون مؤشر على خطورتها، وهو بالفعل ما ظهر في قيمة متغيرين للتفاعل

٤٤- عبارة عن الجذر التربيعي لحاصل قسمة أكبر جذر مميز Eigenvalue على كل من الجذور المميزة.

Variance إلا أن مقياس $(VD*DAC*CG=48.2; VD*DAC*ME=42.1)$ **Proportions** يؤكد على عدم خطورة المشكلة، حيث تعتبر المشكلة مُؤثرة إذا كان نسبة تباين التقدير المفسر بواسطة المكون الأساسي المرافق لدليل حالة مرتفع نسبياً يساهم بصورة أساسية في تباين اثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة (بشير، ٢٠٠٣) وهو ما لم يحدث لمتغيري التفاعل المذكورين، حيث لم يساهما سوى في تباين متغير واحد فقط، مما يدل على عدم خطورة المشكلة (انظر جدول ٨).

• ضمان فعالية اختبار المتغيرات المنظمة:

كما تمت الإشارة نظرياً، فإنه يُشترط لاعتبار "الحوكمة وتوقيت النشر ونوع إدارة الربح من خلال التحصيل والحوكمة" متغيرات مُنظمة، أن تكون علاقتهم بالمتغير المستقل (تحديداً: الإفصاح الاختياري) ضعيفة، وهو ما تأكد من درجة الارتباط على الترتيب (٠.٣، ٠.٢، ٠.١، ٠.٣).

٢- نتائج تحليل الانحدار لفرضيات الدراسة:

بعد التأكد من خلو النماذج من مشاكل القياس، يتسنى للباحث عرض نتائج الاختبارات كما يلي:

جدول (٩) نتائج قياس نماذج الانحدار

نماذج حجم التداول													
H ₀ : β ₈ = β ₉ = β ₁₀ = β ₁₁ = 0												علم	فروض احصائية
H ₁ : β ₈ ≠ β ₉ ≠ β ₁₀ ≠ β ₁₁ ≠ 0												بدليل	
ANOVA	Model		تاريخ نشر			نافذة ٣			نافذة ١١			رفض العدم وقبول البديل	
			Sum of Squares	df		Sum of Squares	df		Sum of Squares	df			
	Regression		350.328	12		135.914	12		232.540	12			
	Residual		3422.228	466		1345.548	259		1131.920	229			
	Total		3772.556	478		1481.461	271		1364.460	241			
F-Test	F-Value		3.9			2.18			3.9				
	P-Value		0.000			0.013			0.002				
Adjusted R ²		9.3%			9.3%			17%					
Coefficients													
النوع	الرمز	Unstandardized Coefficients		t-test		Unstandardized Coefficients		t-test		Unstandardized Coefficients		t-test	
		β	Std. Error	t	p-value	β	Std. Error	t	p-value	β	Std. Error	t	p-value
ثابت	Constant	23.5	6.2	3.7	0.00	10.3	1.7	6	0.00	10.2	2.5	4.2	0.00
مستقل	VD	-10.5	4.3	-2	0.02	1.5	1	1.3	0.4	6.7	6.1	1.1	0.2
منظم	CG	-10.4	6.4	-1.6	0.1	-14	4.3	-3	0.1	6.4	8	0.7	0.4
	DT	-0.02	0.01	-2	0.04	-0.02	0.01	-1.2	0.09	-0.02	0.01	-1.4	0.1
	DAC	15	5.1	1.2	0.2	3	2.3	-0.5	0.6	8.3	2.7	3	0.003
	ME	0.08	0.12	0.6	0.5	0.5	0.3	-0.8	0.4	0.22	0.27	0.8	0.4
تفاعلي	VD*CG	2.9	1.2	2.3	0.02	11	5.4	2	0.04	-9	4.6	-1.8	0.4
	VD*DT	1.4	0.7	1.9	0.05	0.06	0.04	1.3	0.02	1.6	0.8	2	0.3
	DAC*CG	-32.1	21	-2	0.1	-20	20	-0.3	0.7	43.5	26.6	0.9	0.3
	DAC*ME	-1.7	2	-0.8	0.4	-3.7	2.7	-1.3	0.1	-2.3	2.6	-0.8	0.4
	Vd*dac*Me	-1.3	0.4	-1.1	0.2	-1.6	0.7	-0.2	0.9	-0.9	0.7	-1.2	0.1
	VD*DAC*G	-20	112	0.6	0.5	1.4	0.7	0.3	0.7	0.3	0.7	0.3	0.6
ضابط	Size	-0.07	0.07	-0.1	0.9	0.04	0.08	0.5	0.6	-0.1	0.08	-1.1	0.2
	Lev	1.2	0.4	3	0.003	0.8	0.4	2.1	0.03	0.9	0.4	2	0.04
	Roa	-6.4	1.4	-4	0.000	-4.5	1.8	-2.6	0.05	-5.4	1.8	-3	0.002
$TV_{it} = 23.5 - 10.5 VD_{it} - 10.4 CG_{it} - 0.02 DT_{it} + 15 DAC_{it} + 0.08 ME_{it} - 32 DAC_{it} * CG_{it} - 1.7 DAC_{it} * ME_{it} + 2.9 VD_{it} * CG_{it} + 1.4 VD_{it} * DT_{it} - 20 VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} - 1.3 VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} - 0.07 Size_{it} + 1.2 Lev_{it} - 4.6 Roa_{it}$ $\Delta TV3_{it} = 10.3 - 1.5 VD_{it} - 14 CG_{it} - 0.02 DT_{it} + 3 DAC_{it} + 0.5 ME_{it} - 20 DAC_{it} * CG_{it} - 3.7 DAC_{it} * ME_{it} + 11 VD_{it} * CG_{it} + 0.06 VD_{it} * DT_{it} + 14 VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} - 1.6 VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + 0.04 Size_{it} + 0.8 Lev_{it} - 4.5 Roa_{it}$ $\Delta TV11_{it} = 10.2 + 6.7 VD_{it} + 6.4 CG_{it} - 0.02 DT_{it} + 8.3 DAC_{it} + 0.22 ME_{it} + 43.5 DAC_{it} * CG_{it} - 2.3 DAC_{it} * ME_{it} - 9 VD_{it} * CG_{it} + 1.6 VD_{it} * DT_{it} + 0.3 VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} - 0.9 VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} - 0.1 Size_{it} + 0.9 Lev_{it} - 5.4 Roa_{it}$													
نماذج مدى السعر													
H ₀ : β ₈ = β ₉ = β ₁₀ = β ₁₁ = 0												علم	فروض احصائية
H ₁ : β ₈ ≠ β ₉ ≠ β ₁₀ ≠ β ₁₁ ≠ 0												بدليل	
ANOVA	Model		تاريخ نشر			نافذة ٣			نافذة ١١			رفض العدم وقبول البديل	
			Sum of Squares	df		Sum of Squares	df		Sum of Squares	df			
	Regression		193.179	12		172.704	12		192.147	12			
	Residual		1126.810	425		725.309	240		899.377	255			
	Total		1319.989	437		898.012	252		1091.524	267			
F-Test	F-Value		7.8			6.6			4.5				
	P-Value		0.000			0.000			0.000				
Adjusted R ²		14.6%			19.2%			17.6%					

فا الى فاء بدلالة ابحام التداول

قيم المعاملات ودلالة التغيرات

نتيجة الانحدار بطريقة Enter

فا الى فاء بدلالة مدى السعر

التقدير بطريقة المربعات الصغرى

Coefficients													
Variables		Unstandardized Coefficients		t-test		Unstandardized Coefficients		t-test		Unstandardized Coefficients		t-test	
النوع	الرمز	β	Std. Error	t	p-value	β	Std. Error	t	p-value	β	Std. Error	t	p-value
ثابت	Constant	-11.4	4	-2.8	0.005	-2	1.9	-1.2	0.02	-17	5.4	-3.1	0.002
مستقل	VD	6.8	2.8	2.4	0.003	-3	4.6	-0.7	0.5	9.7	3.7	2.6	0.01
منظم	CG	6.2	4.1	1.5	0.008	-7	5.8	-1.1	0.004	4.3	4.5	0.96	0.33
	DT	0.02	0.007	2.4	0.06	0.01	0.009	1.6	0.05	-0.02	0.009	-2.4	0.017
	DAC	1.5	1.7	0.9	0.3	-2	2.5	-0.3	0.7	-2.8	2.3	-1.7	0.08
	ME	-0.12	0.05	-2.3	0.002	-2	0.07	-2.3	0.01	-0.6	0.21	-1.4	0.03
تفاعلي	VD*CG	-1.5	0.52	-2.3	0.02	-2	0.7	2.3	0.01	-1.2	0.6	-2	0.03
	VD*DT	-1.07	0.5	-2.9	0.03	-2	0.7	-2.7	0.006	-0.07	0.02	2.7	0.006
	DAC*CG	26.5	18	0.9	0.3	25	20	0.7	0.4	17.6	17	1.02	0.3
	DAC*ME	-2.7	1.2	2.1	0.03	1.4	1.8	0.7	0.4	-4.9	2.4	2.04	0.04
	Vd*dac*Me	-7.6	3.5	-2.1	0.03	-1	2.1	0.9	0.8	-10	0.6	-1.5	0.1
	VD*DAC*G	20.3	19	0.52	0.60	-22	20	-0.6	0.5	23	0.6	0.7	0.4
ضابعا	Size	0.07	0.04	1.7	0.06	0.1	0.07	1.7	0.05	0.16	0.07	2.3	0.02
	Lev	-0.05	0.2	-0.2	0.8	-0.2	0.3	-0.6	0.5	-0.5	0.35	-1.5	0.14
	Roa	4.8	0.9	5.2	0.00	7	1.3	5.3	0.000	5.9	4.5	4.5	0.00
$BAS_{it} = -11.4 + 6.8 VD_{it} + 6.2 CG_{it} + 0.02 DT_{it} + 1.5 DAC_{it} - 0.12 ME_{it} + 26.5 DAC_{it} * CG_{it} - 2.7 DAC_{it} * ME_{it} - 1.5 VD_{it} * CG_{it} - 1.07 VD_{it} * DT_{it} + 20 VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} - 7.6 VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} + 0.07 Size_{it} - 0.05 Lev_{it} - 4.8 Roa_{it}$ $\Delta BAS_{3it} = -2.3 VD_{it} - 7 CG_{it} + 0.01 DT_{it} - 2 DAC_{it} - 2 ME_{it} + 25 DAC_{it} * CG_{it} - 1.4 DAC_{it} * ME_{it} - 2 VD_{it} * CG_{it} - 2 VD_{it} * DT_{it} - 22 VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} - 1 VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} - 0.1 Size_{it} - 0.2 Lev_{it} + 7 Roa_{it}$ $\Delta BAS_{11it} = -17 + 9.7 VD_{it} + 4.3 CG_{it} - 0.02 DT_{it} - 2.8 DAC_{it} + 0.6 ME_{it} + 17.6 DAC_{it} * CG_{it} - 4.9 DAC_{it} * ME_{it} - 1.2 VD_{it} * CG_{it} - 0.07 VD_{it} * DT_{it} + 23 VD_{it} * DAC_{it} * CG_{it} - 10 VD_{it} * DAC_{it} * ME_{it} - 0.16 Size_{it} + 0.5 Lev_{it} + 5.9 Roa_{it}$													نتيجة الانحدار بطريقة Enter

بتمحيص النظر في الجدول السابق، يمكن إجراء المناقشات التالية:

أولاً: مناقشة إحصائية عامة لنماذج التفاعلات:

- يتضح من خلال جدول تحليل التباين (ANOVA) والمدرجين بجدول "٩" لنماذج الانحدار: ارتفاع معاملات التحديد - وهي مقاييس لجودة توفيق النماذج وخارج قسمة مجموع مربعات الانحدار SSR على مجموع المربعات الكلية SST^(٤٥) - للنماذج بدلالة مدى السعر عن نماذج حجم التداول؛ فقد فسرت متغيرات نموذج مدى السعر في تاريخ نشر التقارير المالية ما يعادل ١٤.٦% من التغيرات في مدى السعر لشركات العينة "R²=14.6%"، ليعني الأمر أن العلاقة الخطية تفسر نحو ١٤.٦% من التباين في مدى السعر في تاريخ النشر، وأن ٨٥.٤% ترجع لعوامل عشوائية أو متغيرات أخرى لم يتم تضمينها في

٤٥- يُعبر عن معامل التحديد بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{Explained Variation}}{\text{Total Variation}} = \frac{\text{SSR}}{\text{SST}}$$

النموذج؛ في حين بلغ معامل التحديد ما يعادل ٩.٣% لنموذج حجم التداول في تاريخ النشر، ليعني أن ٩١.٧% من الانحرافات الكلية في نموذج حجم التداول في تاريخ النشر ترجع لعوامل أخرى لم يتم تضمينها في النموذج؛ وعلى نافذة ثلاثة أيام فسّرت العلاقة الخطية في نموذج حجم التداول ما يعادل ٩.٢% من التباينات في المتغير التابع، في حين بلغت هذه النسبة ١٩.٢% في نموذج مدى السعر لنفس النافذة؛ وفي نافذة إحدى عشر يوماً فسّرت العلاقة الخطية في نموذج حجم التداول ما يعادل ١٧% وهي متقاربة إلى حد كبير مع نموذج مدى السعر لذات النافذة والتي بلغت ١٧.٦%.

- يتضح من نتائج "F-Test" معنوية جميع نماذج الانحدار (سواء بدلالة حجم التداول أو مدى السعر)، عند مستوى معنوية ٥%؛ فقد بلغت قيمة ومعنوية الاختبار لنماذج حجم التداول على الترتيب (F-Value= 3.9, 2.18, 3.9; P-value= 0.000, 0.013, 0.002) ولنماذج مدى السعر على الترتيب (F-Value= 7.8, 6.6, 4.5; P-value= 0.000, 0.000, 0.000) ليغني ذلك أنه في كل نموذج هناك متغير "مستقل و/أو منظم و/أو تفاعلي و/أو ضابط" على الأقل له علاقة بعدم التماثل مقيساً بـ "حجم التداول، و مدى السعر بالقياسات الثلاثة"؛ بمعنى آخر تختلف معلمة واحدة على الأقل من معالم الانحدار ($\beta_1:\beta_{14}$) عن الصفر.

- في ضوء النقطة السابقة، يُرفض فرض العدم القائل "بعدم معنوية معاملات متغيرات النماذج القائمة على حجم التداول ومدى السعر"، وهو ما يُبَيِّر اللجوء لـ (T-Test) لتحديد أياً من هذه المتغيرات له علاقة معنوية بالمتغير التابع، وهو ما سيوضحه الباحث في المناقشات الخاصة بالتفاعلات.

• يُلاحظ أن قيم الخطأ المعياري للتقدير Standard Error of Estimate الذي يوضح تشتت قيم المشاهدات عن خط الانحدار صغيرة، (حيث يقترب انتشار النقاط من الصفر كما اتضح من أشكال رقم ٦)، ليبدل على صغر الأخطاء العشوائية، وبالتالي جودة تمثيل خط الانحدار لنقاط شكل الانتشار.

• قبل اللجوء لاختبار "T-Test"، تجدر الإشارة إلى أنه حال اكتشاف معنوية لأحد معاملات التفاعلات، تحديداً: " $\beta_8:\beta_{11}$ " – بالأحرى حاصل ضرب متغير الإفصاح الاختياري مع المتغيرات المنظمة – فإن ذلك يجعل من معنوية المتغيرات الأساسية أمراً غير هام، بل لامتني لتفسيرهم نهائياً؛ وعلى النقيض، أي في حالة اكتشاف عدم معنوية لذات المعاملات، فإن ذلك يُرجع بالباحث إلى ضرورة تفسير معنوية المتغيرات الأساسية من عدمه، وهو أمر سيتضح من المناقشات التالية^(٤٦).

ثانياً: مناقشة إحصائية لنتائج تفاعل الإفصاح الاختياري والحوكمة:

- في ضوء ما نُكِرَ في أولاً، فإنه إذا - وإذا فقط - اتسم معامل التفاعل بالمعنوية، تحديداً: " β_8 " - وهو معامل تفاعل متغيري الإفصاح الاختياري والحوكمة في نماذج البحث " $VD_{it} * CG_{it}$ " - ، فلا داعي لتفسير الأثر المُنفصل لكل متغير (أي متغيري الإفصاح الاختياري والحوكمة، "كل على حدة")، وإلا فالأمر يحتاج لتفسير أثر كل متغير منهما (نلك في حالة عدم المعنوية).
- بالنظر لنتائج "T-Test"، لاحظ الباحث عند مستوى معنوية 5%:
 - في بادئ الأمر اتسم تفاعل المتغيرين بعدم المعنوية، مما كان دافعاً للباحث بإجراء مبادعات قدر الإمكان بين مستويات الحوكمة - وهو ما سمح به المؤشر المُطَوَّر في هذا البحث - من أجل تعظيم التباين المنتظم التجريبي كما طُرِحَ آنفاً، ليؤدي ذلك بالفعل إلى تحسين معنوية التفاعل المذكور، ليعني الأمر أن استجابة حجم التداول ومدى السعر للإفصاح الاختياري حساسة لتغيرات طفيفة في مؤشر الحوكمة، كما سيتضح من باقي النقاط التالية.
 - معنوية تفاعل المتغيرين في التأثير على عدم تماثل المعلومات مقيساً بـ (حجم التداول ومدى السعر) في تاريخ نشر التقارير المالية، وفي نافذة ثلاثة أيام؛ حيث بلغت معنوية التفاعل في تاريخ النشر لنموذجي حجم التداول ومدى السعر $\alpha = 0.02, P\text{-Value} = 0.02$ (بينما كانت المعنوية في نافذة ثلاثة أيام لهما على الترتيب $P\text{-Value}=0.04, \alpha = 0.05$) وفي نافذة إحدى عشر يوماً، اتضح عدم معنوية التفاعل على حجم التداول ($P\text{-Value}=0.4$)، في حين معنويته في التأثير على مدى السعر ($P\text{-Value}=0.03$)؛ ليعني ذلك وجود معنوية لتأثير التفاعل على عدم التماثل المعلوماتي بأغلب القياسات المستخدمة.
 - لطالما أُكشِفَتْ معنوية لتفاعل المتغيرين "الإفصاح الاختياري، والحوكمة" في التأثير على عدم التماثل - باستثناء القياس المتعلق بحجم التداول لنافذة إحدى عشر يوماً -، فلا معنى لاختبار معنوية معاملات الانحدار الفردية للمتغيرات المستقلة المتفاعلة (تحديداً: معنوية الإفصاح الاختياري β_1 ، ومعنوية الحوكمة β_2)؛ بمعنى آخر فإن الأثر الأساسي (المنفصل) لكل من الإفصاح الاختياري و الحوكمة غير واضح ولا يمكن تفسيره، حيث يعتمد أحد العاملين على حالة الآخر في إحداث الأثر على عدم تماثل المعلومات، وبالتالي لا داعي لتفسير الأثر الأساسي لهما في هذه الحالة - باستثناء نافذة إحدى عشر يوماً لحجم التداول -، فكل منهما يتوقف على الآخر في التأثير.
- معالم ميول معادلات الانحدار تشير إلى أن زيادة تفاعل الإفصاح الاختياري والحوكمة بمقدار 1% يزيد من حجم التداول بمقدار 18.17 في يوم النشر؛ وبمقدار

٤.١٤.٥٩٨٧ في نافذة ثلاثة أيام؛ ويُخفض من مدى السعر بمقدار ٤.٤٨ جـ في وقت النشر، وبمقدار ٧.٤ جـ في نافذة ثلاثة أيام، وبمقدار ٣.٢ جـ في نافذة إحدى عشر يوماً، وهو أمر اختلف جوهرياً عن مقدار تأثير كل متغير، حيث أظهرت النتائج أن زيادة الإفصاح الاختياري بمفرده بمقدار ١% أدى لانخفاض حجم التداول يوم النشر بمقدار ٣٦٣١٥.٥ وأدى لزيادته بمقدار ٤.٤٨ جـ في نافذة ثلاثة أيام؛ كما أنه أدى لزيادة مدى السعر بمقدار ٨٩٧.٨ جـ يوم النشر، ونقصانه بمقدار ٢٠.٠٨ جـ في نافذة ثلاثة أيام؛ وزيادته بمقدار ١٦٣١٧.٦ جـ في نافذة إحدى عشر يوماً.^(٤٧)

• في ضوء النقاط السابقة الدالة على المعنوية الإحصائية لمعامل التفاعل " β_8 "، يمكن الاستنتاج بـ:

- رفض فرض العدم للقياسات المختلفة "عنا نافذة إحدى عشر يوماً لحجم التداول"، والقائل بأن (الحوكمة والإفصاح الاختياري لا يتفاعلان معاً للتأثير على حجم التداول ومدى السعر " $H_0: \beta_8=0$ ") وقبول الفرض البديل ($H_1: \beta_8 > 0$) بالنسبة لنماذج حجم التداول، ($H_1: \beta_8 < 0$) لنماذج مدى السعر.
- أن حوكمة الشركات بأغلب القياسات المستخدمة تعد متغيراً منظماً لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي.

ثالثاً: مناقشة إحصائية لنتائج تفاعل الإفصاح الاختياري وتوقيت النشر:

- بالنظر لنتائج "T-Test" عند مستوى معنوية ٥%، يُلاحظ مُوَاعمة تأثير توقيت النشر كمتغير مُنظَّم لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات بالقياسات المختلفة، مع التأثير المُنظَّم للحوكمة لذات العلاقة؛ حيث:
- معنوية تأثير التفاعل بين توقيت النشر والإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات مقيساً بـ (حجم التداول ومدى السعر) في تاريخ نشر التقارير المالية، وفي نافذة ثلاثة أيام؛ فقد بلغت المعنوية للمقياسين في تاريخ نشر التقارير المالية على الترتيب (P-Value=0.05, $0.03 < \alpha = 0.05$)، وكانت في نافذة ثلاثة أيام لهما على الترتيب (P-Value=0.02, $0.006 < \alpha = 0.05$)، بالإضافة لمعنوية تأثير التفاعل على نافذة إحدى عشر يوماً لمدى السعر (P-Value=0.006)، إلا أن التفاعل اتسم بعدم معنوية في التأثير على حجم التداول لنفس النافذة (P-Value=0.3).
- في ضوء النقطة السابقة، وبأغلب القياسات المستخدمة – باستثناء حجم التداول لنافذة إحدى عشر يوماً – يكون الأثر الأساسي لكل من توقيت النشر والإفصاح الاختياري غير

٤٧- تم الحصول على هذه القيم بعد رفع قيم معاملات المتغيرات إلى أس ٢.٧١٨ للوصول إلى أصل القيم قبل أخذ Ln لها.

واضح، حيث يعتمد أحدهما على حالة الآخر في إحداهما الأثر، وبالتالي لا داعي لتفسير الأثر الأساسي لهما على عدم تماثل المعلومات.

- معالم ميول معادلات الانحدار تشير إلى أن زيادة التفاعل بين توقيت النشر والإفصاح الاختياري بمقدار ١% يزيد من حجم التداول بمقدار ٤.٠٥ في يوم النشر، وبمقدار ١.٠٦ في نافذة ثلاثة أيام؛ ويخفف من مدى السعر بمقدار ٢.٩ ج في وقت النشر، وبمقدار ٣.٧ ج في نافذة ثلاثة أيام، وبمقدار ١.٠٧ ج في نافذة إحدى عشر يوماً؛ وهو أمر يختلف جوهرياً عن مقدار تأثير كل متغير على حدة أيضاً، كما هو موضح في تانياً. (٤٨)
- في ضوء معنوية معامل التفاعل " β_9 "، يمكن الاستنتاج بـ:
 - رفض فرض العدم بأغلب القياسات عدا نافذة إحدى عشر يوماً لحجم التداول، والقائل بأن (توقيت النشر والإفصاح الاختياري لا يتفاعل معاً للتأثير على حجم التداول في تاريخ النشر ونافذة ثلاثة أيام، وعلى مدى السعر بالقياسات الثلاث " $H_0: \beta_9 = 0$ ")؛ وقبول الفرض البديل ($H_1: \beta_9 > 0$) لنماذج حجم التداول؛ ($H_1: \beta_9 < 0$) لنماذج مدى السعر.
- أن توقيت النشر بأغلب القياسات المستخدمة تعد متغيراً منظماً لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات.

رابعاً: مناقشة إحصائية لنتائج تفاعل الإفصاح الاختياري ونوع إدارة الربح:

- بالنظر لنتائج اختبار (T-Test) عند مستوى معنوية ٥%، يلاحظ:
 - عدم معنوية تفاعل متغيري الإفصاح الاختياري ونوع إدارة الربح - سواء تم الاستدلال على معلوماتيتها بالتحصين الإداري أو بالحوكمة - في التأثير على عدم تماثل المعلومات مقيساً بحجم التداول بالقياسات الثلاثة (تحديداً: β_{10}, β_{11})؛ فعد الاستدلال على نوع إدارة الربح في شركات العينة من خلال الحوكمة، كانت معنوية التفاعل بينهما على القياسات الثلاثة (P-Value=0.5;0.7;0.6)، بينما كانت المعنوية عند الاستدلال على نوع إدارة الربح بالتحصين الإداري (P-Value=0.2, 0.9, 0.1)؛ أما بالنسبة لنماذج مدى السعر، فقد لاحظ الباحث أنه عند استخدام التحصين الإداري للاستدلال على نوع إدارة الربح، وجود معنوية لتفاعل المتغيرين في تاريخ نشر التقارير المالية (P-Value=0.03)، وعدم معنوية تأثير باقي التفاعلات، وإن كان هناك تحسن في معنوية التفاعلات عند الاستدلال على نوع إدارة الربح بالتحصين الإداري عنه بالنسبة للحوكمة؛ حيث بلغت معنوية التفاعلات من خلال الحوكمة (P-Value=0.5;0.5;0.4)، ومن خلال التحصين (P-Value=0.03;0.2;0.1).
 - في ضوء عدم معنوية معاملي التفاعلين (β_{10}, β_{11}) للنماذج المستخدمة باستثناء نموذج مدى السعر يوم النشر، يمكن الرجوع للأثر الأساسي أو المنفصل للمتغيرات المتفاعلة، والتي من خلالها اتضح:

○ عدم معنوية الاستدلال على نوعي إدارة الربح (سواء بالتحسين الإداري أو الحوكمة)، وذلك من خلال الحكم على معنوية تأثير تفاعلها - إدارة الربح والتحسين، إدارة الربح والحوكمة - في التأثير على حجم التداول بالقياسات الثلاثة، حيث بلغت المعنوية لاستخدام الحوكمة كمؤشر لنوع إدارة الربح (P-Value = 0.1, 0.7, 0.3)، ومن خلال استخدام التحسين الإداري (P-Value=0.4, 0.1, 0.4) على الترتيب.

○ عدم معنوية الاستدلال على نوع إدارة الربح بالحوكمة وذلك من خلال الحكم على معنوية تأثير تفاعلها - إدارة الربح والحوكمة - في التأثير على مدى السعر بالقياسات الثلاثة، حيث بلغت المعنوية (P-Value = 0.3, 0.4, 0.3)؛ في حين معنوية الاستدلال عليها من خلال التحسين في التأثير على مدى السعر يوم النشر وعلى نافذة إحدى عشر يوماً، وعدم معنويتها في التأثير على مدى السعر بنافذة ثلاثة أيام حيث (P-Value = 0.03, 0.4, 0.04).

○ معنوية تأثير الاستحقاقات الاختيارية على حجم التداول بنافذة إحدى عشر يوماً، وعدم معنويتها في يوم النشر، وبنافذة ثلاثة أيام (P-Value = 0.2, 0.6, 0.003)؛ وعدم معنوية التأثير على مدى السعر بالقياسات الثلاثة (P-Value = 0.3, 0.7, 0.08).

○ عدم معنوية تأثير التحسين الإداري في التأثير على حجم التداول بالقياسات الثلاثة (P-Value = 0.5, 0.4, 0.4)، في حين معنوية تأثيره على مدى السعر لذات القياسات (P-Value = 0.002, 0.01, 0.03)

• في ضوء المعنويات السابقة، يمكن الإشارة إلى:

- قبول فرض العدم القائل بأن (الإفصاح الاختياري ونوع إدارة الربح "الانتهازي والمعلوماتي" لا يتفاعلان معاً للتأثير على عدم التماثل المعلوماتي مقيساً بحجم التداول ومدى السعر بالقياسات الثلاثة - باستثناء التفاعل من خلال التحسين الإداري في نموذج مدى السعر يوم النشر -) وقبول الفرض البديل.

- أن الاستدلال على نوع إدارة الربح (انتهازية كانت أو معلوماتية) من خلال التحسين أو الحوكمة بأغلب القياسات المستخدمة لا يعد متغيراً منظماً لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي.

- كشفت النتائج على أن التحسين الإداري يعتبر متغيراً منظماً لعلاقة إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات مقيساً بمدى السعر يوم نشر التقارير، ولمدة خمسة أيام حول النشر، ليعني ذلك أن كل متغير منهما (أي التحسين وإدارة الربح) يتوقف على حالة الآخر في الحد من عدم التماثل.

في ضوء النتائج الإحصائية السابقة يتسنى للباحث مناقشة مضامينها

كما في رابعاً.

رابعاً: مضامين النتائج وحدودها:

أ. مضامين النتائج:

يُجمل الباحث المناقشة الإحصائية للنتائج السابقة في الجدول التالي:

جدول (١٠) ملخص نتائج الفروض

القرار	مدى السعر			حجم التداول			النماذج	
	نافذة ١١	نافذة ٣	يوم النشر	نافذة ١١	نافذة ٣	يوم النشر	المتغيرات المفسرة	
رفض العدم عدا نافذة ١١ للتداول	معنوي			غير معنوي	معنوي		إفصاح وحوكمة	
	معنوي			غير معنوي	معنوي		إفصاح وتوقيت	
قبول	غير معنوي			غير معنوي			الحوكمة	إفصاح
رفض العدم لنموذج المدى يوم النشر	غير معنوي		معنوي	غير معنوي			التحصين	إفصاح ونوع إدارة الريح
في حالة عدم معنوية التفاعلات السابقة يتم اللجوء لهذه المعنويات	غير معنوي			غير معنوي			إدارة الريح والحوكمة	
	معنوي	غير معنوي	معنوي	غير معنوي			إدارة الريح والتحصين	
	معنوي	غير معنوي	معنوي	غير معنوي	معنوي		الإفصاح	مستقل
	غير معنوي	معنوي		غير معنوي			الحوكمة	
	معنوي		غير معنوي	غير معنوي	معنوي		التوقيت	منظم
	معنوي			غير معنوي			التحصين	
زيادة القدرة التفسيرية	معنوي		غير معنوي	غير معنوي			الحجم	طابق
	غير معنوي			معنوي			الرافعة	
	معنوي			معنوي			الاداء	

في ضوء ما لوحظ - من خلال الأدوات الإحصائية المستخدمة - بوجود تباين في قيم أحجام التداول ومدى السعر (كمقياسين لعدم تماثل المعلومات) لعينة البحث؛ فإن النتائج الإحصائية تُشير إلى أنه إذا (وإذا فقط) تفاعل الإفصاح الاختياري مع بعض المتغيرات الأخرى، فإنه يُساهم في الحد من عدم تماثل المعلومات، ليُحْمِل ذلك في طياته مضامين عديدة، يُجْمَلها الباحث فيما يلي:

أولاً: تفسير تفاعل الإفصاح الاختياري والحوكمة:

توصل الباحث لمعنوية تأثير مستوى تطبيق الحوكمة على علاقة مستوى الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات مقيساً بحجم التداول في سوق الأوراق المالية المصرية في تاريخ نشر التقارير المالية ($P\text{-Value} = 0.02$; $\beta_8 > 0$)، وبنافذة ثلاثة أيام ($P > 0$; $\beta_8 > 0$) ($P\text{-Value} = 0.04$)، في حين اتسمت المعنوية بالتضاؤل في حالة نافذة إحدى عشر يوماً ($\beta_8 < 0$) ($P\text{-Value} = 0.4$)؛ ليعني ذلك ضنول المحتوى المعلوماتي للإفصاح الاختياري بزيادة المدة بعد الإعلان عن التقارير المالية؛ بسبب استفادة المستخدمين من تلك المعلومات في يوم النشر وفي اليوم التالي له، وتتفق هذه النتيجة مع اتجاه دراسة (أحمد، ٢٠١٥)، والتي توصلت لمعنوية تفاعل مؤشر شفافية الإفصاح مع الحوكمة على أسعار الأسهم يوم النشر وبنافذة ثلاثة أيام، وعدم معنوية التأثير على نافذة إحدى عشر يوماً.

كما توصل الباحث لمعنوية تفاعل الإفصاح الاختياري والحوكمة في التأثير بشكل عكسي على مدى السعر كمقياس لعدم التماثل في القياسات الثلاثة ($\beta_8 < 0$; P-Value = 0.02, 0.01, 0.03)؛ ليعني الأمر أن مستثمري السوق المصرية في ظل الإفصاح الاختياري المُقْتَرَن بمستويات عالية من الحوكمة يشعرون بالمساواة في المعلومات؛ إضافة إلى أنه يؤدي - أي تفاعل المتغيرين - لانخفاض عدد المستثمرين ذوي المعلومات الخاصة، وبالتالي التقارب بين سعر الشراء الذي يرغبه المستثمر Ask Price والسعر الذي يرغبه للبيع Bid Price، وهو ما يجعل السعر الذي يعرضه المتخصص ملائماً لمعلوماتهم، مما يكون دافعاً لهم للمشاركة في السوق بشكل فعال، وبالتالي خلق فرص أكبر للتبادل؛ وتجنب تحقيق عوائد غير طبيعية للبعض على حساب آخرين.

في ضوء ذلك يُبرهن الباحث على صدق تفاعل الإفصاح الاختياري والحوكمة في الحد من عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية، إلى الدرجة التي يمكن القول فيها بأن تأثير الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات مرهون بمستوى تطبيق الشركة للحوكمة؛ وهي نتيجة تتفق مع نتائج العديد من الدراسات التي تناولت تأثيرات الإفصاح الاختياري (على سبيل المثال: أحمد، ٢٠١٦: Dabor and Adyemi, 2010; Gu and Li, 2007)، ليؤكد ذلك على:

- الإفصاح الاختياري وحده لا يعتبر حلاً لمشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية؛ فتأثيراته دالة في مصداقيته بالنسبة للمشاركين في السوق، وهو ما يعني،
- عدم انسياق المستخدمين وراء كمية الإفصاحات، إلا بعد الحكم على مصداقيتها من عدمه؛ ليعني الأمر اختلاف ما بين تأثيري مستوى الإفصاح الاختياري ومحتواه المعلوماتي؛ وتعتبر الحوكمة إحدى الأدوات الدالة على ذلك، من خلال،
- إرسال الحوكمة إشارات إضافية لكافة مشاركي السوق عن مدى جودة المعلومات المُفْصَح عنها، والتي تعطي انطباعاً عن مصداقية ممارسات الإدارة، إضافة لدعم ثقة المستثمرين عند بناء توقعاتهم للأرباح ولمستوى المخاطر المحيطة بالشركة، ومن ثم التحديد الدقيق لقيمة الشركة محل الاستثمار، وبالتالي،
- تؤدي الحوكمة إلى تقليل بحث السوق عن المعلومات الخاصة لدى الشركات، مما يؤدي في النهاية لتماثل المعلومات لدى جميع المتعاملين.

ثانياً: تفسير تفاعل الإفصاح الاختياري وتوقيت النشر:

في ضوء النتائج الإحصائية، لوحظ مواعمة نتائج تفاعل توقيت النشر والإفصاح الاختياري، مع التفاعل السابق - الحوكمة والإفصاح الاختياري -، ليعني معنوية تأثير توقيت النشر كمتغير مُنظَّم لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم تماثل المعلومات في السوق المصرية بأغلب القياسات المستخدمة؛ حيث معنوية تأثير توقيت النشر إيجابياً على مساهمة الإفصاح الاختياري في التأثير على حجم التداول يوم النشر ($\beta_8 > 0$; P-Value = 0.05)، وهو ما تؤكد في نافذة ثلاثة أيام أيضاً ($\beta_8 > 0$; P-Value = 0.02)، إلا أن

معنوية هذا التأثير تتضاءل في حالة نافذة إحدى عشر يوماً ($\beta_8 > 0$; P-Value = 0.3)؛
 يعني ذلك أن انخفاض فترة نشر التقارير المالية تزيد من المحتوى المعلوماتي للإفصاح
 الاختياري في السوق المصرية، ويتضاءل تأثير المحتوى بزيادة المدة بعد الإعلان بسبب
 استفادة المستخدمين من تلك المعلومات في الفترات الأولى له.

وبالاعتماد على مدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات، توصل الباحث لمعنوية
 تفاعل توقيت النشر والإفصاح الاختياري في التأثير بشكل عكسي على مدى السعر في
 القياسات الثلاثة ($\beta_8 < 0$; P-Value = 0.03, 0.006, 0.006)؛ يعني الأمر أن تأخير
 الإفصاح عن المعلومات الاختيارية تؤدي بصنّاع السوق لوضع مدى واسع للسعر سواء
 يوم النشر أو حوله (وهو ما ظهر جلياً في معنوية الخمسة أيام المحيطة بالنشر)، وبالتالي
 الحد من التعامل على الأسهم، ليدل ذلك على اهتمام مستثمري السوق المصرية بتوقيت
 الإفصاح، والذي من خلاله تتحقق المساواة بين كافة المشاركين في حصولهم على
 المعلومات؛ والتقليل من حيازة البعض لمعلومات على حساب آخرين.

في ضوء ذلك يُبرهن الباحث على صدق تفاعل توقيت النشر والإفصاح الاختياري في
 التأثير على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية، ليؤكد ذلك على أنه:

- لا يعتمد رد فعل السوق على كمية المعلومات الاختيارية المُفصح عنها فحسب، بل عن
 متى يتم الإفصاح عنها أيضاً، وهو ما يتفق مع دراسة (Guttman et al., 2014)،
 وبالتالي:

- يعتبر توقيت النشر عنصراً حاسماً في نفعية المعلومات المُفصح عنها، فكلما طالت فترة
 نشر التقارير المالية؛ كلما زادت دوافع للمستخدمين للبحث عن المصادر البديلة
 للمعلومات، وبالتالي زيادة عدم تماثل المعلومات، من ثم،

- يحقق التوقيت المناسب العدالة لكافة المشاركين في فرص حصولهم على المعلومات،
 وبالتالي عدم تحقيق ميزة للبعض على حساب غيرهم، إلى الدرجة التي تجعل من غيابه
 سوقاً للمعلومات لا يستفيد منها سوى القادرين على تحمّل تكاليف البحث عن المعلومات.

ثالثاً: تفسير تفاعل الإفصاح الاختياري ونوع إدارة الربح (الانتهازي والمعلوماتي):

توصل الباحث لعدم معنوية تأثير نوعي إدارة الربح (الانتهازي والمعلوماتي) -
 سواء تم الاستدلال عليهما بالحوكمة أو بالتحصين الإداري - على علاقة الإفصاح
 الاختياري بعدم تماثل المعلومات في السوق المصرية بأغلب القياسات المستخدمة -
 باستثناء معنوية إدارة الربح عند الاستدلال على نوعيها بالتحصين الإداري في التأثير
 على نموذج مدى السعر يوم النشر فحسب -؛ وهو ما يُفسّره الباحث بعدم مقدرة كلا
 المتغيرين - سواء الحوكمة أو التحصين الإداري - في تحويل الاستحقاقات الاختيارية إلى
 إشارة جيدة للسوق عن مدى كفاءة المعلومات الاختيارية المُفصح عنها، وذلك في ضوء
 أغلب القياسات المستخدمة.

وبالرجوع للآثار الأساسية للمتغيرات المتفاعلة - لطالما هناك عدم معنوية للتفاعل -، يتضح عدم معنوية تأثير إدارة الربح - سواء في ظل الحوكمة أو التحصين الإداري - في التأثير على حجم التداول بالقياسات الثلاثة، وعدم معنوية إدارة الربح في ظل الحوكمة في التأثير على مدى السعر بالقياسات الثلاثة، إلا أن النتائج كشفت عن معنوية إدارة الربح عند الاستدلال على نوعيتها بالتحصين الإداري في التأثير على مدى السعر يوم النشر ولمدة خمسة أيام حول تاريخ النشر؛ ليعني الأمر أن ممارسات إدارة الربح من خلال الاستحقاقات تكون أقل ضرراً للسوق المصرية في حالة التحصين الإداري (كما ظهر جلياً بمعنوية تأثير تفاعل إدارة الربح والتحصين على مدى السعر يوم النشر ونافذة إحدى عشر يوماً)، وهو ما يعني أن التحصين الإداري متغير منظم لعلاقة إدارة الربح بعدم التماثل مقيساً بمدى السعر، ليتواءم ذلك مع اتجاه دراسة (Meo et al., 2017) والتي أشارت إلى أن التحصين ينظم علاقة إدارة الربح بقيمة الشركة.

في ضوء ذلك يستخلص الباحث أن تأثير الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات في السوق المصرية غير مرهون باستخدام الحوكمة أو التحصين الإداري كمحدد لنوع إدارة الربح، وهي نتيجة تتفق إلى حد كبير مع اتجاه دراسة (عفيفي، ٢٠١٤) والتي توصلت لعدم معنوية الأثر غير المباشر لإدارة الربح على عدم التماثل المعلوماتي من خلال الإفصاح الاختياري؛ ليعني الأمر:

- رغم عدم مقدرة كل من الحوكمة والتحصين الإداري في تحويل الاستحقاقات الاختيارية لإشارة جيدة عن مدى جودة الإفصاح الاختياري وبالتالي تأثيره على عدم تماثل المعلومات - وذلك بأغلب القياسات المستخدمة باستثناء مدى السعر يوم النشر - إلا أن هذا لا يتنافى مع أن تكون الاستحقاقات الاختيارية إشارة ببعض المعلومات الداخلية (وليس عن جودة الإفصاح الاختياري) حال وجود التحصين الإداري عنه بالنسبة للحوكمة، وهو ما ظهر جلياً في انخفاض معنوي لمدى السعر يوم النشر وفي نافذة إحدى عشر يوماً في ظل تفاعل الاستحقاقات الاختيارية والتحصين الإداري؛ وهو ما تأكد أيضاً بعدم معنوية الاستحقاقات الاختيارية في تأثيرها بمفردها على عدم تماثل المعلومات بأغلب القياسات باستثناء حجم التداول لنافذة إحدى عشر يوماً؛ ليعني ذلك،
- أن المديرين التنفيذيين في السوق المصرية لا يستخدمون الاستحقاقات الاختيارية في الإشارة للسوق بأي معلومات خاصة، إلا في حالة تحصيلهم، ليعني ذلك أنه،
- يمكن اعتبار التحصين الإداري (وعدم اعتبار الحوكمة بكل القياسات) متغير منظم لعلاقة إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات مقيساً بمدى السعر، بمعنى أن تأثير إدارة الربح على مدى السعر يتوقف على التحصين الإداري.

في ضوء المضامين السابقة، يخلص الباحث بأن تأثير الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات يتوقف إلى حد كبير على مستوى تطبيق الشركات للحوكمة، وعلى توقيت نشر التقارير المالية، بالشكل الذي يجد له أصداء في السوق المالية المصرية،

لتصبح ممارسات الإفصاح الاختياري أكثر معلوماتية إذا ما التزمت الشركات بممارسات جيدة للحوكمة، ولم تتأخر في نشرها للتقارير المالية؛ وهو ما يستدعي من الجهات المعنية ضرورة وضع مؤشرات واضحة تُمكن المتعاملين من سهولة الوصول إلى الشركات الملتزمة بالحوكمة من عدمه، وتفعيل الإجراءات التي تقلل من الحد الأقصى المسموح به للنشر، فالاهتمام بهما دليل على إفصاحات أكثر معلوماتية؛ كما ان ممارسات إدارة الربح قد تحمل في طياتها معلومات معينة حال تحصيل المديرين التنفيذيين، وإن كان ذلك لا يُقدم إشارة على جودة الإفصاحات الاختيارية.

بحدود النتائج:

بعد عرض النتائج، تجدر الإشارة إلى الحدود التالية:

- تم الإعتماد على عينة مُيسرة Convenience Sampling من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، لصعوبة الحصول على عينة عشوائية.
- أُعتمد على جودة الاستحقاقات كأحد مقاييس إدارة الربح، وعدم التطرق لبعض المقاييس الأخرى.
- أُعتمد على مدة بقاء المدير التنفيذي في منصبه فحسب كأحد مقاييس التحصيل الإداري.
- أُستبعدت الشركات المُنتمية للقطاعات المالية، لاختلاف طبيعة أنشطتها، وتقاريرها المالية الخاصة التي تلتزم بمقررات لجنة بازل .

وفي نهاية البحث يمكن الإشارة لبعض الأفكار لدراسات مستقبلية:

- ١- اختبار متغيرات مُنظمة أخرى كتنغية المحللين الماليين والتحفظ المحاسبي.
- ٢- استخدام أدوات ومنهجيات أخرى للتمييز بين معلوماتية وانتهازية إدارة الربح.
- ٣- استخدام مقاييس أخرى لقياس:
 - عدم التماثل المعلوماتي كعدد العمليات وتشتت تنبؤات المحللين الماليين.
 - التحصيل الإداري بخلاف مدة بقاء المدير في منصبه.
 - التوقيت المناسب كالتحفظ المحاسبي.
 - إدارة الربح بخلاف جودة الاستحقاقات.

مراجع البحث

أولاً: مراجع عربية:

- أبو العز، محمد السعيد. ٢٠١٤. *مناهج وطرق البحث الإمبريقي في المحاسبة والأعمال*. كلية التجارة. جامعة الزقازيق.
- أحمد، ضياء محمد صلاح الدين. ٢٠١٥. العلاقة بين مستوى شفافية الإفصاح وأسعار وحجم تداول الأسهم في إطار حوكمة الشركات (دراسة إمبريكية - تحليلية). *رسالة دكتوراه*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أحمد، هيام فكري أحمد. ٢٠١٦. أثر الحوكمة على الملاءمة القيمية للإفصاح الاختياري في البيئة المصرية (دراسة إمبريكية). *رسالة دكتوراه*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- بشير، سعد زغول. ٢٠٠٣. *دليلك إلى البرنامج الإحصائي SPSS*. المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية.
- البلتاجي، يسرى محمد محمود. ٢٠٠١. دراسة تحليلية لأثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على قرارات الاستثمار في سوق رأس المال: دراسة استطلاعية. *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.
- السيد، صفا محمود. ٢٠٠٥. التوسع في الإفصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلومات في البورصة المصرية. *مجلة البحوث التجارية المعاصرة* ١٩(١): ١-٤٩.
- خليل، محمد محمد محمود. ٢٠٠٣. أثر الإعلان عن تنبؤات أرباح الشركة على أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية- دراسة تجريبية. *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة طنطا.
- الخوري، رتاب، وبالقاسم، مسعود محمد. ٢٠٠٦. أثر توقيت الإفصاح عن القوائم المالية على أسعار الاسهم وحجم التداول للشركات المساهمة العامة الأردنية. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال* ٢(٢): ١٦٣-١٧١.
- الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عن مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية بتاريخ ٢٦ يوليو ٢٠١٦، الإصدار الثالث.
- الدهراوي، كمال الدين مصطفى. ١٩٩٤. دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة سوق المال. *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية* ٢: ٤٣-٨٨.
- سمعان، أحمد محمد شاكر. ٢٠١٥. أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين مستوى تطبيق الحوكمة ودقة وتشتت تنبؤات المحللين الماليين للأرباح والتدفقات النقدية- دراسة تجريبية. *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- عبد الكريم، عارف عبد الله. ٢٠٠٣. الإفصاح المحاسبي الاختياري مع دراسة ميدانية لجانب الطلب في البيئة المصرية. *المجلة العلمية للتجارة والتمويل* (١): ٢٥٠-٣١١.

عبيد، ابراهيم السيد . ٢٠٠٨. دور التقارير المالية المنشورة في تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال: دراسة نظرية وميدانية على السوق المصري. *مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين* ٧(١): ٢١٣-٢٧٧ .

عفيفي، هلال عبد الفتاح. ٢٠٠٨. العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية: دراسة اختبارية في البيئة المصرية. *مجلة البحوث التجارية* (١): ٤٢٨-٤٩٨ .

عفيفي، هلال عبد الفتاح. ٢٠١٤. العلاقة بين إدارة الأرباح وعدم تماثل المعلومات: هل هناك تأثير للإفصاح الاختياري؟ دراسة تحليلية اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية* (١): ٢٦٥-٣٤٣ .

محمد، احمد محمد زاهر. ٢٠١٢. محددات إبطاء التقارير المالية بالتطبيق على الشركات المساهمة المصرية: دراسة اختبارية. *رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.*

ثانياً: مراجع أجنبية:

Abad, A., Gomariz, M.F., Ballesta, J. and Yague, J. 2018. Real Earnings Management and Information Asymmetry in the Equity Market. *European Accounting Review* 27(2):209-235, <https://doi.org/10.1080/09638180.2016.1261720>.

Abdulla, J. Y. A. 1996. The timeliness of Annual Reports. *Advances in International Accounting* 9(2):73-88.

Ajina, A., Lakhali, F. and Sougné, D. 2015. Institutional investors, information asymmetry and stock market liquidity in France. *International Journal of Managerial Finance* 11(1): 44-59.

Ajward, R. and Takehara, H. 2012. On the Relationship between Earnings Quality and the Degree of Information Asymmetry: Evidence from Japan, <https://www.researchgate.net/publication/228453101>.

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

Akhtaruddin, M. and Hossain, M. 2008. Investment Opportunity Set, Ownership Control and Voluntary Disclosures in Malaysia. *JOAAG* 3(2): 25-39.

Al Maskati, M.M. and Hamdan, A.M.M. 2017. Corporate governance and voluntary disclosure: evidence from Bahrain. *International Journal of Economics and Accounting* 8(1):1-28, <http://www.inderscience.com/link.php?id=84876>.

- Albawwat, A., H., Ali basah, M., Y. 2015. Corporate Governance and Voluntary Disclosure of Interim Financial Reporting in Jordan. *Journal of Public Administration and Governance* 5(2): 100-127.
- Alfaraih, M.M. and Alanezi, F. 2012. Does Voluntary Disclosure Level Affect the Value Relevance of Accounting Information?. *Accounting & Taxation* 3 (2):65-84.
- Alves, H. S. A. 2011. Corporate Governance Determinants of Voluntary Disclosure and Its Effects on Information Asymmetry: an Analysis for Iberian Peninsula listed Companies. *Doctoral Dissertation*, Faculty of Economics, University of Coimbra, Portugal. <http://hdl.handle.net/10316/20365>.
- Amir, E. and Lev., B. 1996. Value Relevance of Non-Financial Information" The Wirless Communications Industry. *Journal of Accounting and Economics* 22 (1-3):3-30, [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2).
- Apergis, N. Artikis, G., Eleftheriou, S. and Sorros, J. 2012. Accounting Information, the Cost of Capital and Excess Stock Returns: The Role of Earnings Quality Evidence from Panel Data. *International Business Research* (5) 2:123-136.
- Armstrong, C., Core, J. and Guay, W.R. 2014. Do Independent Directors Cause Improvements in Firm Transparency. *Journal of Financial Economics* 113(3):383-403.
- Armstrong, C.S., Guay, W.R. and Weber, J.P. 2010. The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting. *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3): 179-234.
- Arya, A., Glover, J. and Sundr, S. 2003. Are Unmanaged Earnings Always Better for Shareholders?. *Accounting Horizons* 17(s-1): 111-116.
- Atiase, R., Tse, S. and Bamber, L. 2010. Timeliness of Financial Reporting, the Firm Size Effect, and Stock Price Reactions to Annual Earnings Announcements. *Contemporary Accounting Research* 5(2):526 – 552.
- Ayemere, I.L. and Elijah, A. 2015. Corporate Attributes and Audit Delay in Emerging Markets: Emprical Evidence from Nigeria. *International Journal of Business and Social Research* 5(3):1-10.

- Badertscher, B.A., Collins, D.W. and Lys, T.Z. 2012. Discretionary Accounting Choices Earnings Management and the Predictive Ability of Accruals with Respect to Future Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics(JAE)*53(1-2):330-352, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1021030.
- Bafghi, F.D., Addin, M.M. And Dehnavi, D.H. 2014. The Effect of Earnings Management on the Stock Liquidity. *Journal of Contemporary Research In Business* 5(11): 73-81.
- Bagnoli, M., Kross, W. and Watts, S. G. 2002. The Information in Management's Expected Earnings Report Date: A Day Late, a Penny Short. *Journal of Accounting Research* 40(5): 1275-1296.
- Banghøj, J. and Plenborg, J. 2008. Value Relevance of Voluntary Disclosure in the Annual Report . *Accounting and Finance* 48(2): 159–180, <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2007.00240.x>.
- Barako, D.G. Hancock, P. and Izan, H.Y. 2006. Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. *Corporate Governance: An International Review* 14(2):107-125.
- Begley, J. and Fischer, P. E. 1998. Is there Information in an Earnings Announcement Delay?. *Review of Accounting Studies* 3(4): 347-363.
- Belgacem, I. and Omri, A. 2014. The Value Relevance of Voluntary Disclosure: Evidence from Tunisia Stock Market. *International Journal of Management, Accounting and Economics* 1(5): 353-370.
- Beneish, M.D. 2001. Earnings Management: A perspective. *Managerial Finance* 27(12): 3-17, www.emeraldinsight.com/doi/pdf/10.1108/03074350110767411.
- Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D.L. 1997. Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. *the Journal of Finance* 52(4): 1411:1438.
- Bloomfield, R. and Fischer E. 2011. Disagreement and cost of capital. *Journal of accounting research* 49(1): 41-86.
- Brown, S. Hillegeist, S. 2007. How Disclosure Quality affects the Level of Information Asymmetry. *Review of Accounting Studies* 12(2-3):443-477.

- Bugshan, T.Q. 2005. Corporate Governance, Earnings Management, and the Information Content of Accounting Earnings: Theoretical Model and Empirical Tests. *PhD Thesis*, Faculty of Business, Bond University.
- Chambers, A. E. and Penman, S. H. 1984. Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Research* 22(1): 21-47.
- Chemmanur, T.J., Paeglis, I. and Simonyan, K. 2009. Management Quality, Financial and Investment Policies, and Asymmetric Information. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis* 44(5): 1045-1079.
- Chen, C. X., Lu, H. and Sougiannis, T. 2012. The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs. *Contemporary Accounting Research* 29 (1): 252 - 282.
- Chen, E. T. and Nowland, J. 2010. Optimal Board Monitoring in Family-owned Companies: Evidence from Asia. *Corporate Governance: An International Review* 18(1):3-17.
- Cheng, E., Courtenay, S.M. and Krishnamurti, C. 2006. The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and Uninformed Trading. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 2(1):33-72.
- Choi, T. H. and Pae, J. 2011. Business Ethics and Financial Reporting Quality: Evidence from Korea. *Journal of Business Ethics* 103(3):403-427.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, HP. and Lang, H., P. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *the Journal of Financ* 57(6): 2741-2771.
- Clemente, A.G. and Labat, B.N. 2009. Corporate Governance Mechanisms and Voluntary Disclosure. the Role of Independent Directors in the Boards of Listed Spanish Firms. *www.ssrn.com*, Active in 5/9/2017.
- Consoni, S., Colauto, R. D. and de Lima, G.A. 2017. Voluntary Disclosure and Earnings Management: Evidence from the Brazilian Capital Market. *R. Cont. Fin.– USP, São Paulo*, 28 (74): 249-263.

- Cormier, D. Houle, S. and Ledoux, M.J. 2013. The Incidence of Earnings Management on Information Asymmetry in an Uncertain Environment: Some Canadian Evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 22(1):26-38, <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2013.02.002>.
- Cormier,D., Ledoux,M. J., Magnan,M. and Aerts, W. 2010. Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. *Corporate Governance: The international journal of business in society* 10(5): 574-589, <https://doi.org/10.1108/14720701011085553>.
- Dabor, E. and Adyemi,S. 2010. Corporate Governance and the Credibility of Financial Statements in Nigeria. *Journal of Business systems Governance and Ethics* 4(1):13-24.
- Daoud, K., Ismail, K. and Lode, N. 2014. Timeliness of Financial Reporting Among Jordanian Companies: Do Company and Board Characteristics and Audit Opinion Matter?. *Asian Social Science* 10(13):191-201.
- Dechow, P. M., Salon, R.G. and Sweeney, A.P. 1995. Detecting Earning Management. *Accounting Review* 70(2): 193-225.
- Dontoh, A., Radhakrishnan, S., and Ronen, J. 2004. The Declining Value Relevance of Accounting Information and Non-Information Based trading: An Empirical Analysis. *Contemporary Accounting Research* 21(4):795-812.
- Easley, D. and O'Hara M. 2004. Information and the Cost of Capital. *The Journal of Finance* 59 (4):1553–1583.
- Elbadry, A., Gounopoulos, D. and Skinner, F. 2015. Governance Quality and Information Asymmetry. *Journal of Financial Markets, Institutions and Instrument* 24(2-3): 127-157, <https://doi.org/10.1111/fmii.12026>.
- Enache, L. and Parbonetti, A. 2013. Corporate Governance, Product-Related Voluntary Disclosure and Analysts Forecasts Properties. *Financial Markets & Corporate Governance Conference*, <https://ssrn.com/abstract=2208924> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2204255>.

- Eng, L.L. and Mak, Y.T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure", *Journal of Accounting and Public Policy* 22(4):325-345, [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(03\)00037-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(03)00037-1).
- Farber, D.B. 2005. Restoring Trust After Fraud: Does Corporate Governance Matter?. *The Accounting Review* 80(2): 539-561.
- Fazzini, M. and Maso, L.D. 2016. The value relevance of "assured" environmental disclosure: The Italian experience. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal* 7(2):225-245, <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2014-0060>.
- Foerster, S.R, Sapp, S.G. and Shi, Y. 2013. The Effect of Voluntary Disclosure on Firm risk and Firm Value: Evidence from management earnings Forecasts. *CAAA Annual conference*, <https://ssrn.com/abstract=2199587> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2199587>.
- Francis, J., Nanda, D. and Olsson, P. 2008. Voluntary Disclosure, Earnings Quality and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 46 (1):53-99. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x>.
- Frino, A., Mollica, V. and Walter, T.S. 2003. Asymmetric Price Behaviour Surrounding Block Trades: a Market Microstructure Explanation. *Working Paper Series* No.154 edn. University of Aarhus: CAF, Centre for Analytical Finance.
- Gamerschlag, R. 2013. Value Relevance of Human Capital Information. *Journal of Intellectual Capital* 14 (2): 325 - 345.
- Givoly, D. and Palmon, D. 1982. Timeliness of Annual Earnings Announcements: Some Empirical Evidence. *The Accounting Review* 57(3): 486-508.
- Glosten, L. and Milgrom, P. 1985. Bid-Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics* 14(1):71-100, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90044-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90044-3).
- Goh, B. W., Lee, J., Ng, J. and Yong, K. O. 2016. The Effect of Board Independence on Information Asymmetry. *Accepted for publication in European Accounting Review* 25 (1):155-182.

- Goldstein, I., Wu and D. 2015. Disclosure Timing, Information Asymmetry, and Stock Returns: Evidence from 8-K Filing Texts, <https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?>.
- Gompers, P., A., Ishii, H. and Metrick, A. 2010. Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States. *The Review of Financial Studies* 23(3): 1051–1088, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhp024>.
- Gordon, E. A., Peytcheva, M., Henry, E. and Sun, L. 2006. Disclosure Credibility and Market Reaction to Restatements, <https://www.researchgate.net/publication/228652712>.
- Gregoriou, A., Loannidis, C. and Skerratt, L. 2005. Information Asymmetry and the Bid-Ask Spread: Evidence from the UK. *Journal of Business Finance & Accounting* 32(9-10): 1801- 1826, <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00648.x>.
- Gu, F. and Li. J. Q. 2007. The Credibility of Voluntary Disclosure and Insider Stock Transactions. *Journal of Accounting Research* 45(4):771-810, <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00250.x>.
- Guttman, I., Kremer, I. and Skrzypacz, A. 2014. Not Only What But Also When: A Theory of Dynamic Voluntary Disclosure. *the American Economic Review* 104 (8): 2400-2420.
- Haddad, A.E., Alshattarat, W.K. and Nobanee, H. 2009. Voluntary Disclosure and Stock Market Liquidity; Evidence from the Jordanian Capital Market. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 5(3):285-309.
- Hamrouni, A. and Solonandrasana, B. 2013. A study of the Relationship Between the Extent of Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Stock Exchange Market. *Conference de l'Association Française de la Finance (AFFI)*, Lyon, France.
- Hamrouni, A., Benkraiem, R. and Karmani, M. 2017. Voluntary Information Disclosure and Sell-Side Analyst Coverage Intensity. *Review of Accounting and Finance* 16 (2): 260-280, <https://doi.org/10.1108/RAF-02-2015-0024>.

- Han, S.H., Kim, M, Lee, D.H. and Lee, S. 2014. Information Asymmetry, Corporate Governance, and Shareholder Wealth: Evidence from Unfaithful Disclosures of Korean Listed Firms. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 43(5): 690-720.
- Haniffa R. and Hudib M. 2006. Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies. *Journal of Business Finance* 33(7-8):1034-1062, <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00594.x>.
- Hassan, A. B. A. 2015. Investigating The Role of Voluntary Disclosure in Mitigating Information Asymmetry among Equity Investors in Concentrated Ownership Structures: An Empirical Study. *Unpublished Master`s Thesis*, Faculty of Commerce, Suez Canal University.
- Healy, P. M. and Palepu, K. G. 2001. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of accounting and economics* 31(1): 405-440.
- Healy, P. M. and Wahlen, J. M. 1999. A Review of the Earnings Management Literature and its implications for standard setting", *Accounting Horizons* 13(4): 365-383, <https://papers.ssrn.com/abstract=156445>.
- Heflin, F., Shaw, K.W. and Wild, J.J. 2010. Disclosure Policy and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes. *Contemporary Accounting Research* 22(4):829-865, <https://doi.org/10.1506/EETM-FALM-4KDD-9DT9>.
- Helfat, C. E., Finkelstein, S., Mitchell, W., Peteraf, M. A., Singh, H., Teece, D. J., and Winter, S. G. 2007. *Dynamic Capabilities: Understanding Strategic Change in Organizations*, MA:Blackwell, <https://lib.ugent.be/catalog/rug01:001047090>.
- Holcomb, T., Holmes, R.M. and Connelly, B.L. 2009. Making the Most of What You Have: Managerial Ability as a Source of Resource Value Creation. *Strategic Management Journal* 30(5):457-485.

- Holthausen, R.W.1990. Accounting method choice: Opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics* 12(1–3):207-218, [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(90\)90047-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(90)90047-8).
- Hutton, A.P., Miller, G.S. and Skinner, D.J. 2003. The Role of Supplementary Statements with Management Earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research* 41(5): 867–890.
- Ittner, C., and Larker, D.1998. Are Non Financial Measures Leading Indicators of financial Performance; An Analysis of Customer Satisfaction", *Journal of Accounting Research* 36:1-35, <http://www.jstor.org/stable/pdf/2491304.pdf>.
- Jamalinesari, S. and Soheili, H. 2015. The Relationship between Information Asymmetry and Mechanisms of Corporate Governance of Companies in Tehran Stock Exchange", 6th World conference on Psychology Counseling and Guidance, 14 - 16 May 2015, www.sciencedirect.com.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3(4),305-360.
- Jiang, H., Habib, A. and Hu, B. 2011. Ownership Concentration, Voluntary Disclosures and Information Asymmetry in New Zealand. *The British Accounting Review* 43(1): 39–53, <https://doi.org/10.1016/j.bar.2010.10.005>.
- Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S. and Kim, Y. S. 2008. Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial? An Agency Theory Perspective. *International Review of Financial Analysis*17(3): 622-634.
- Jones.J. 1991. Earning Management During Import Relief Investigation. *Journal of Accounting Research* 29(2):193-228.
- Kelly, B. and Ljungqvist, A. 2012. Testing Asymmetric-Information Asset Pricing Models. *The Review of Financial Studies* 25(5):1366–1413.
- Khan, A.S. 2013. Earnings Management and Stock Prices Liquidity. *Journal of Business and Economic Management* 1(3): 036-040.

- Khan, H; Ghosh, S.k. and Akter, S. 2006. Corporate Governance Reporting AS A Voluntary Disclosure: A study on the Annual Reports of Square Group. *BRAC University Journal* 3(2): 9-16.
- Kieruj, D. 2013. The Effect of Timeliness of Financial Disclosure on Post-Announcement Abnormal Returns. *Master thesis Department Accountancy, Tilburg University, arno.uvt.nl/show.cgi?fid=131071*.
- Kim, O. and Verrecchia, R. 1994. Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics*. 17(2):41-86.
- Kinney, W. R. and McDaniel, L.S. 1993. Audit Delay for Firms Correcting Quarterly Earnings. *Auditing: a journal of practice and theory*12(2):135-142.
- Kirmani, A. and Rao, A. R. 2000. No Pain, No gain: A Critical Review of the Literature on Signaling Unobservable Product Quality. *Journal of Marketing* 64 (2): 66–79.
- Kleinbaum, D. G., Kupper, L.L., Muller, K. E. and Nizam, A. 1988. *Applied Regression Analysis and Other Multivariable Methods*. 5th Edition, Duxbury Press.
- Kumar, P. and Rabinovitch, R. 2013. CEO Entrenchment and Corporate Hedging: Evidence from the Oil and Gas Industry. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 48(3):887-917, <https://doi.org/10.1017/S0022109013000276>.
- Lafond, R. and Roychowdhury, S. 2008. Managerial Ownership and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research* 46(1):101-137.
- Lakhal, F. 2008. Stock Market Liquidity and Information Asymmetry Around Voluntary Earnings Announcement: New Evidence From France. *International Journal of Managerial Finance* 4 (1): 60-75, <https://doi.org/10.1108/17439130810837384>.
- Lee, H., Mande, V. and Son, M. 2008. A Comparison of Reporting Lags of Multinational and Domestic Firms. *Journal of international financial management and accounting* 19(1):28-56.

- Lehtinen, T. 2013. Understanding Timeliness and Quality of Financial Reporting in a Finnish Public Company. *Master's Thesis*, Aalto University, <https://aaltodoc.aalto.fi/handle/123456789/10807>.
- Leland, H. E. and Pyle, D. H. 1977. Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance* 32(2), 371-387.
- Leuz, C. and Verrecchia, R. E. 2000. The Economic Consequences of Increased Disclosure (Digest Summary). *Journal of accounting research* 38:91-124.
- Leventis, S. and Weetman, P. 2004. Timeliness of Financial Reporting: Applicability of Disclosure Theories in an Emerging Capital Market. *Accounting and Business Research* 34(1): 43-56. <https://doi.org/10.1080/00014788.2004.9729950>.
- Li, S. 2010. Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards in the European Union Reduce the Cost of Equity Capital?. *The Accounting Review* 85(2): 607–636.
- Liang, H.G., Chen, C.H. and His, Y.C. 2006. A Comprehensive Study of Information Asymmetry Phenomenon of Agency Relationship in the Banking Industry. *Journal of American Academy of Business* 8(2):91-97.
- Lo, A. W., Wong, R. M. and Firth, M. 2010. Can Corporate Governance Deter Management from Manipulating Earnings? Evidence from Related-party Sales Transactions in China. *Journal of Corporate Finance* 16 (2): 225-235.
- Louis, H., Robinson, D. 2005. Do Managers Credibly Use Accruals to Signal Private Information? Evidence from the Pricing of Discretionary Accruals Around Stock Splits. *Journal of Accounting and Economics* 39(2): 361-380, <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.07.004>.
- Lu, C. W., Chen, T. K. and Liao, H. H. 2010. Information Uncertainty, Information Asymmetry and Corporate Bond Yield Spreads. *Journal of Banking and Finance* 34 (9):2265-2279, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.013>.

- Lu, X. and Trabelsi, S. 2013. Information Asymmetry and Accounting Conservatism under IFRS Adoption. *CAAA Annual Conference* 2013, 51 Pages, <https://ssrn.com/abstract=2201206> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2201206>.
- Martins, O. and Paulo, E. 2014. Information Asymmetry in Stock Trading, Economic and Financial Characteristics and Corporate Governance in the Brazilian Stock Market. *Rev. contab. Finance* 25(64), <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772014000100004>.
- Meo, F.D., Lara, J.M.G. and Surroca, J.A. 2017. Managerial entrenchment and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy* 36(5): 399-414.
- Mohamed, W.S. and Elewa, M.M. 2016. The Impact of Corporate Governance on Stock Price and Trade Volume. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* 6(2):27-44.
- Mohan, S. 2007. Disclosure Quality and its Effect on Litigation Risk, <https://ssrn.com/abstract=956499> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.956499>
- Morris, R. D. 1987. Signalling, Agency Theory and Accounting Policy Choice, *Accounting and Business Research* 18 (69): 47–56.
- Mulford, C. W. and Comiskey, E. E. 2002. *The Financial Numbers Game, Detecting Creative Accounting Practices*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- nakhodchari, F.S. and Garkaz, M. 2014. Correlation between Ownership Concentration, Voluntary Disclosure, and Information Asymmetry in Companies Listed on The Stock Exchange. *kuwait chapter of arabian journal of business and management review* 4(1):423-433.
- Noronha, C., Zeng, Y. and Vinten, G. 2008. Earnings Management in China: An Exploratory Study. *Managerial Auditing Journal* 23 (4): 367-385, <https://doi.org/10.1108/02686900810864318>.
- Ohaka, J. and Akani, F. N. 2017. Timeliness and Relevance of Financial Reporting in Nigerian Quoted Firms. *Management and Organizational Studies* 4(2):55-62.
- Ohlson, J. 1995. Earning, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11(2):661-687.

- Paprocki, C. and Stone, M.S. 2004. Is the Quality of Critical Accounting Policy Disclosure Lower for Companies with High Information Asymmetry?. <https://ssrn.com/abstract=594202> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.594202>.
- Petersen, C. and Plenborg, T. 2006. Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation* 15(2):127-149.
- Pisano, S., Lepore, L. and Agrifoglio, R. 2015. Corporate Governance and Information Asymmetry between Shareholders and Lenders: an Analysis of Italian Listed Companies. *Financial Reporting, Riviste* 2: 27-53.
- Pownall, G. and Waymire, G. 1989. Voluntary Disclosure Credibility and Securities Prices Evidence from Management Earnings Forecasts, 1969–73. *Journal of Accounting Research* 27 (2):227–245.
- Prior, D. Surroca, J. and Tribo, J. A. 2008. Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship between Earnings Management and Corporate Social Responsibility. *Corporate Governance: An International Review* 16(3): 160-177.
- Pugh, W.N., Page, D.E. and Jr., J.S. 1992. Antitakeover Charter Amendments: Effects on Corporate Decisions. *The Journal of Financial Research* 15(1)57-67.
- Rahman, Z.D. 2010. The Impact of Internet Financial Reporting on Stock Prices Moderated by Corporate Governance: Evidence from Indonesia Capital. Market", <https://ssrn.com/abstract=1576327> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1576327>.
- Ravi, R. and Hong, Y. 2014. Opacity of a Firm and Information Asymmetry in the Financial Market. *Journal of Empirical Finance* 25: 83-94, <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.11.007>.
- Rezaei, F. and Roshani, M. 2012. Efficient or Opportunistic Earnings Management with Regards to the Role of Firm Size and Corporate Governance Practices. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business* 3 (9): 1312-1322.
- Ronen, J. and Yaari, V. 2008. *Earnings management- Emerging Insights in Theory, Practice and Research*. Springer series in Accounting, first edition. Florida.

- Saadeh, M., Mohamad, N.R. and Hashim, H.A. 2017. The Role of Voluntary Disclosure on Information Asymmetry and Its Impact on the Cost of Capital. *American Scientific Publishers* 23(9): 8389-8394, <https://doi.org/10.1166/asl.2017.9897>.
- Schipper, K. 1989. Commentary on Earning management. *Accounting Horizons* 11(4):91-102.
- Sengupta, P. 2004. Disclosure Timing: Determinants of Quarterly Earnings Release Dates. *Journal of Accounting and Public Policy* 23(6): 457-482.
- Shah, S.Z.A., Butt, S.A. and Hassan, A. 2009. Corporate Governance and Earnings Management: An Empirical Evidence from Pakistan Listed Companies. *European Journal of Scientific Research* 26(4): 624-638, <http://www.eurojournals.com/ejsr.htm>.
- Shiri, M.M., Salehi, M. and Radbon, A. 2016. A Study of Impact of Ownership Structure and Disclosure Quality on Information Asymmetry in Iran. *The Journal for Decision Makers* 41(1), <https://doi.org/10.1177/0256090915620876>.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. 1989. Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. *Journal of Financial Economics* 25(1): 123-139, [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8).
- Shroff, N. 2015. Real Effects of Financial Reporting Quality and Credibility: Evidence from the PCAOB Regulatory Regime, www.ssrn.com, *Active in:13/9/2017*.
- Shroff, N., Sun, A., White, H. and Zhang, W. 2013. Voluntary Disclosure and Information Asymmetry: Evidence from the 2005 Securities Offering Reform. *Journal of Accounting Research* 51(5):1299-1345, <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12022>.
- Shukeri, S.N. and Nelson, S.P. 2011. Timeliness of Annual Audit Report: Some Empirical Evidence from Malaysia. *Entrepreneurship and Management International Conference (EMIC 2) 2011*, Kangar, Perlis Malaysia, <https://ssrn.com/abstract=1967284> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1967284>.
- Sobel, J. 1985. A Theory of Credibility. *Review of Economic Studies* 52(4): 557-573.

- Stein, J. C. 1989. Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *The Quarterly Journal of Economics* 104(4):655–669, <https://doi.org/10.2307/2937861>
- Stoll, H. R. 1989. Inferring the Components of the Bid-Ask Spread: Theory and Empirical Tests. *The Journal of Finance* 44(1): 115-134.
- Subramanyam, K.R. 1996. The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22(1–3): 249-281, [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X).
- Tang, H.W. and Chang, C. 2015. Does Corporate Governance Affect the Relationship between Earnings Management and Firm Performance? An Endogenous Switching Regression Model. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 45 (1): 33-58.
- Vafaei, A., Taylor, D. and Ahmed, K. 2011. The Value Relevance of Intellectual Capital Disclosures. *Journal of Intellectual Capital* 12(3): 407-429.
- Verrecchia, R. E. 1990. Information Quality and Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 12 (4): 365-380.
- Wang, JY, Probst, J.C. Stoskopf, C.H. Sanders, J.M. and Mctique, J.F. 2011. Information Asymmetry and Performance Tilting in Hospital: A National Empirical Study. *Health Econ* 20(12):1487-506, <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/22025391>.
- Wang, Z., Ali, M.J. and Al-Akra, M. 2013. Value Relevance of Voluntary Disclosure and the Global Financial Crisis: Evidence from China", *Managerial Auditing Journal* 28(5):444-468, <https://doi.org/10.1108/02686901311327218>.
- Webster, M.J.S. 2014. Information Asymmetry and Transaction Costs in a Cross – Cultural Business Transaction", Dissertação (Mestrado em Gestão Empresarial) - FGV - Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, <http://hdl.handle.net/10438/13468>.
- Zhao, Y. and Chen, K.H. 2009. Earnings Quality Effect of State Antitakeover Statutes. *Journal of Accounting and Public Policy* 28(2): 92-117, <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2009.01.007>.
- Zhao, Y., Chen, K.H., Zang, Y. and Davis, M. 2012. Takeover Protection and Managerial Myopia: Evidence from Real Earnings Management. *Journal of Accounting and Public Policy* 31 (1): 109-135, <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.08.004>.

ملحق البحث

مؤشر الإفصاح الاختياري (عيفى ، ٢٠١٤ ، ٣٤٣)

م	بنود الإفصاح	م	بنود الإفصاح
(ج) معلومات مخططة:		(أ) معلومات عامة عن استراتيجية الشركة	
٢١	الحصة السوقية المتوقعة	١	بيان عام بأهداف واستراتيجية الشركة
٢٢	التدفقات النقدية المتوقعة	٢	توفير مدى زمني لتحقيق أهداف الشركة
٢٣	النفقات الرأسمالية المخططة	٣	أفعال اتخذت أو درست خلال العام لتحقيق أهداف الشركة
٢٤	الربح المتوقع	٤	توفير تحليل لتطور الأداء بصفة عامة (المبيعات، صافي الربح ... إلخ)
٢٥	المبيعات المتوقعة	٥	تحليل للحصة السوقية الحالية للشركة
٢٦	ربحية السهم المتوقعة	٦	تحليل لبيئة الشركة الاقتصادية والسياسية
٢٧	خطة التسويق وخطة توسيع نظام التوزيع	٧	مساهمة الشركة في الاقتصاد القومي
٢٨	توقعات مرتبطة بالصناعة	٨	المسؤولية الاجتماعية للشركة
٢٩	توقعات أخرى للمنتجات	٩	السياسية البيئية للشركة
٣٠	عوامل يمكن أن تؤثر على الأداء المستقبلي	١٠	أثر المنافسة الحالية على الأرباح الحالية
(د) معلومات عن هيكل الحوكمة		(ب) مقاييس غير مالية	
٣١	بيان أو قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة	١١	عدد العمال فى السننتين الأخيرتين أو لسنوات أكثر
٣٢	وظائف أو مناصب أعضاء مجلس الإدارة	١٢	معدل الاحتفاظ بالعمال
٣٣	مهارات وخبرات المديرين	١٣	متوسط مكافأة العامل
٣٤	تصنيف المديرين إلى تنفيذيين أو غير تنفيذيين	١٤	عدد العمال المتدربين
٣٥	تحليل لمكافآت المديرين المبنية على الأداء	١٥	عدد ساعات (برامج) التدريب للعمال
٣٦	إفصاح عن مدى الإلتزام بتطبيق حوكمة الشركات	١٦	متوسط الانفاق على التدريب للعمال
٣٧	ملكية المديرين لأسهم فى الشركة والاهتمامات الأخرى المرتبطة (مثل خيارات الأسهم)	١٧	الوحدات المباعة (أو مقاييس أخرى للمخرجات، الإنتاج مثلا)
٣٨	معلومات متعلقة بكبار ملاك الأسهم	١٨	النمو فى الوحدات المباعة (أو النمو فى مقاييس أخرى للمخرجات، الإنتاج مثلا)
٣٩	إفصاح عن لجنة المراجعة ودورها	١٩	النمو فى الاستثمار (خطط التوسع، إضافة خطوط إنتاج جديدة، عدد المنافذ ... إلخ)
٤٠	تعليق على جودة العلاقات بالأطراف الرئيسية، مثل المستثمرين، مانحي الائتمان، العمال، العملاء، الموردين، والأطراف الأخرى ذات الأهمية.	٢٠	وصف للعمال (مثل: عدد العمال، معدل الاحتفاظ بالعمال، رضا العمال، أو أية مقاييس أخرى مرتبطة بالعمال.

Moderating Variables of the Relation Between Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Egyptation Stock Exchange

"An Empirical Study

Ahmed Mohammed Shaker Hassan Samaan

*Lecturer, Department of Accounting,
Faculty of Commerce, Zagazig University, Egypt*

Abstract

The Significance of accounting information in financial markets attracts studies to investigate the determinants of information asymmetry. Some of these studies indicate that voluntary disclosure is one of these determinants but their results are contrasted. This indicates that the effect depends on other moderating variables. The current research suggests (governance, date of publication, the type of earnings management "informatic or opportunistic") as moderating variables. The research uses trade volume and bid-ask spread to measure asymmetry with three measures: First, at the date of financial reports publication, Second, three days window, third, eleven days window. The research uses a sample of 60 Egyptian companies for a period from 2010 to 2017. Using interactive regression analysis, the research indicates that the interaction between governance and voluntary disclosure is significant except eleven days window. This result is consistent with the interaction between date of publication and voluntary disclosure. Also, the interaction between voluntary disclosure and earnings management type is insignificant either by using governance or managerial entrenchment, Finally the main effect of earning management (in context of governance) on volume trade and bid-ask spread by using three measures is insignificant. Also the effect of earnings management (in context of managerial entrenchment) on bid-ask spread at the date of publication and eleven days window is significant, Hence, governance and date of publication is the most significant moderating variables.

*Keywords: Information Asymmetry, Voluntary Disclosure, Bid-ask-spread
Corporate Governance, Managerial Entrenchment, Earning
Management, Moderating Variables.*