

**" قياس وتقييم أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بين  
المستثمرين: دليل تجريبي متعدد المخططات التحليلية من الحالة المصرية "**

" A Measuring and Evaluating The Impact of Informativeness of Financial Reporting on The Information Asymmetry Between Investors, Multi-Dimension Panels Analyzing: An Empirical Evidence From Egypt "

**أ.م.د. طارق ابراهيم صالح سعادة\***

---

(\*) أ.م.د. طارق ابراهيم صالح سعادة : استاذ مساعد بقسم المحاسبة كلية التجارة جامعة المنوفية وتتمثل الاهتمامات البحثية فى نماذج تحليل القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية والافصاح المحاسبى والنماذج التحليلية لجودة الارباح والتوجهات المستقبلية لنظرية المحاسبة متضمنة المعايير القطاعية

Email :tarek\_saadah@yahoo.com

## مستخلص البحث

يتناول هذا البحث دراسة وتحليل أثر المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية المنشورة على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك بالتطبيق على ست وخمسين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١م ، وذلك في إطار منهجية تحليلية اشتملت على كل من الأسلوب الاستنباطي والأسلوب الاستنتاجي - الاستدلالي. إذ تم توظيف الأسلوب الأول في إعداد الأقسام النظرية الأربع لهذا البحث. في حين تم الاستناد على الأسلوب الثاني في إعداد الدراسة التجريبية.

يشتمل هذا البحث على خمسة أقسام رئيسية. إذ تناول القسم الأول منها الإطار المنهجي للبحث وخلفيته العلمية ، واشتمل القسم الثاني على عرض وتحليل ماهية عدم التماثل المعلوماتي ، وتضمن القسم الثالث العرض القياسي للنماذج الأكثر قبولاً في مجال قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي ، وتناول القسم الرابع الأدبيات ذات الصلة بتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية المنشورة وعدم التماثل المعلوماتي ، في حين اشتمل القسم الخامس من البحث على الإطار التجريبي ومناقشة وتحليل فرضي البحث.

انتهى الإطار النظري لهذا البحث والمشمول على أربعة أقسام إلى العديد من الدلالات النظرية والتي يأتي في مقدمتها: أن عدم التماثل المعلوماتي يعد من المتلازمات وثيقة الصلة بالبورصات المالية. فلا يمكن التغلب عليه بصورة تامة ، ولكن يمكن الحد من آثارها السلبية من خلال العديد من الآليات ، والتي تأتي التقارير المالية المنشورة في مقدمتها. ويضاف لذلك أن القياس الكمي لعدم التماثل المعلوماتي يستند على العديد من النماذج ويأتي في مقدمتها المدى السعري والسلوك الزمني لحجم التداول بالإضافة إلى العديد من المؤشرات المالية الأخرى والتي لا تلقى القبول الكافي لأنها مؤشرات لحظية ساكنة وليست ديناميكية.

انتهى الإطار التجريبي لهذا البحث إلى وجود أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للقرارات المالية على عدم التماثل المعلوماتي. سواء على مستوى المخطط التحليلي الأول والذي استند على نموذج انحدار مُعمم بلغت قدرته التفسيرية ٢٨.١%. وامتد ليشمل كافة المشاهدات التحليلية ، وتعد جيدة مقارنة بالدراسات السابقة ذات الصلة. أو على مستوى المخطط التحليلي الثاني والذي استند على نموذج الانحدار ذو المظهر غير المتراط ونم توظيفه للتحليل على مستوى شركات كل قطاع من القطاعات السبعة محل التحليل على حدة. وقد تراوحت القدرة التفسيرية للنماذج السبعة المُقدرة بين حد أقصى لتلك القدرة ٩٧.٥٩% ، وحد أدنى ٣١.٤%. وقد تم تفسير ارتفاع القدرة التفسيرية على المستوى القطاعي مقارنة بالتحليل تداخلي القطاعات إلى تماثل السمات المالية والتشغيلية على مستوى شركات القطاع الواحد.

يوصي الباحث بالمزيد من التوجه نحو الدراسات التي تشتمل على القياس المتعدد لعدم التماثل المعلوماتي المستند على نماذج ديناميكية. مع ضرورة التخلي عن القياسات المستندة على مؤشرات مالية ساكنة. وكذلك المزيد من الدراسات التي تتناول دراسة وتحليل العلاقة بين عدم التماثل المعلوماتي والعديد من الأبعاد المحاسبية الرئيسية كالتحفظ المحاسبي وإدارة الربح والإفصاحات الاختيارية وتقارير الأعمال المتكاملة وتقارير الاستدامة.

### الكلمات المفتاحية:

المحتوى المعلوماتي ، عدم التماثل المعلوماتي ، المدى السعري.

## Abstract

This research is addressing the measuring and evaluating the impact of the information content of published financial reports on information asymmetry , by applying on fifty six companies listed on the Egyptian exchange , during the period 2016-2021 , within the framework of an analytical methodology, that include both of the deductive and inductive method. The first method is employed in preparing the four theoretical sections of this research . while the second method was relied upon in preparing the Empirical study .

This research includes five main sections. The first section deals with the methodological framework of the research and the background of the problem. Then the second section includes a conceptual framework to the information asymmetry, whereas the third section includes the normative models which is the most accepted in the field of measuring and evaluating information asymmetry. The fourth section deals with the related literature that analyze the relationship between the information content and informational asymmetry , while the fifth section includes the empirical study and discussion and analysis of the research hypothesis .

The theoretical framework of this research , which includes four sections , concluded with many theoretical signals , the first of which is: The information asymmetry is one of the syndromes closely related to financial stock exchanges . It cannot be overcome completely , but its negative effects can be reduced through many mechanisms , the first of which are published financial reports. In addition , the quantitative measurement of information asymmetry is based on many models at the forefront are the Bid-Ask Spread and the behavior of the trading volume over time. In addition to many other financial indicators that do not receive sufficient acceptance by empirical research, because they are instantaneous , static indicators and not dynamic ones.

The empirical framework of this research concluded that there was a statistically significant impact of the information content of financial reports on information asymmetry, whether at the level of the first analytical panel, which was based on a generalized regression model , its explanatory power is 28.1%. It was extended to include all analytical observations, and is considered good compared to previous literature, or at the level of the second analytical panel, which was based on seemingly unrelated regression model was employed for analysis at the level of companies in each of the seven sectors being analyzed separately. The explanatory power of the seven estimated models ranged between a maximum of 97.59% and a minimum of 31.4%. the higher explanatory power at the sector level compared to pooled explanatory power was explained by the similarity of financial and operational characteristics at the level of sector by sector?

The researcher recommends more attention towards studies that include multiple measurement of information asymmetry based on dynamic models. With the necessity of abandoning measurement based on static financial indicators , as well as more studies of the relationship between information asymmetry and many major accounting aspects such as, conservatism , profit management , voluntary disclosure , integrated business reporting , and sustainability reporting .

### Key words:

Information Content, Information Asymmetry, and Bid-Ask Spread.

## ١/١: القسم الأول: الإطار المنهجي للبحث وخلفيته العلمية:

لم يكن مصطلح المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية Informativeness of Financial Reporting بالمصطلح الجديد بالكلية في الأدب البحثي المحاسبي. إذ تم استخدامه على نحو مكثف منذ عقود طويلة ولكن تحت مسمى محتوى المعلومات Information Content. إذ تم الاستناد على هذا المصطلح منذ مطلع ستينيات القرن الماضي وبخاصة في الحركة البحثية التي تناولت الآثار المترتبة على نشر التقارير المالية (e.g., Beaver, 1968; Donto and Ronen, 1993; Beaver et al., 2018) ، وبمرور الوقت ومع تطور الحركة البحثية وتطور مصطلحاتها ذات الصلة تم استبدال مصطلح " المحتوى المعلوماتي " إلى مصطلح " المعلوماتية " ليؤيد ذات المعنى. والذي يتحدد بما تشتمل عليه التقارير المالية من قيم مالية وتبويها غير مالية ذات إنعكاس مالي ورسائل مباشرة وضمنية Signals إلى جموع متلقي التقارير المالية (Bamber et al., 2011) . تلك المحتويات التي يستدل من خلال توظيفها على العديد من التقييمات ومنها مستوى إدارة الريج على اختلاف أشكالها ونماذج قياسها ، ومستوى موضوعية ورشادة التحفظ المحاسبي ، ومستوى جودة الإفصاح المحاسبي. وعلى ذلك فإن المقصود بالمعلوماتية Informativeness هو توفير الإجابة عن التساؤل التالي: إلى أي مدى كانت المعلومات المحاسبية ذات نفع Usefulness لمتلقي التقارير المالية وذلك لتوفير المزيد من التبصير والتيقن حول العديد من الأبعاد ، والتي لا يمكن استكشافها إلا من خلال توظيف تلك المعلومات من خلال أطر نماذجية سواء إحصائية أو غير إحصائية<sup>١</sup> .

يعد عدم التماثل المعلوماتي Information Asymmetry بين المستثمرين على وجه العموم وملتقي التقارير المالية على وجه الخصوص ظاهرة تحمل العديد من المحركات والأبعاد سواء الاقتصادية أو التمويلية أو المحاسبية. وقد كانت محلاً للبحث التمويلي والمحاسبي على وجه التحديد خلال عقود طويلة من التدارس والتحليل وصياغة الأطر المفاهيمية وتوفير الأدلة التجريبية. إذ بدأ الحديث عن تلك الظاهرة في الفكر التمويلي خلال عقد الأربعينيات والخمسينيات

<sup>١</sup> تم تناول التأسيس النظري والنماذجي لهذا المصطلح من خلال دراسة Brockmeier et al. (2017) ولكنها دراسة لا تنتمي للأدب المحاسبي. إذ تناولت هذا المصطلح في إطاره المطلق وكيفية توظيف نماذج التعلم الحديثة لأغراض القياس الكمي للمحتوى المعلوماتي.  
Brockmeier, A. j., T. Mu., S. Ananiadou. & J. Y. Goulermas. (2017). " Quantifying the Informativeness and Similarity Measurements". Journal of Machine Learning Research, Vol.18, P.P. 1-61.

من القرن الماضي (Mishkin, 1991)<sup>٢</sup> ، ولكنها كانت أكثر وضوحاً خلال عقد الستينيات والسبعينيات وذلك عندما ازداد الاهتمام بتصميم النماذج ذات الصلة بقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Arrow, 1963; Akerlof, 1970; Spence, 1973; Williamson, 1975). وقد كان الأدب المحاسبي البحثي مسائراً لهذا الإهتمام وذلك من خلال دراسة وتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية Informativeness وعدم التماثل المعلوماتي (e.g., Beaver, 1968). إذ استفادت الأدبيات البحثية المحاسبية بحركة التطور النماذجي في مجال التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي.

ينشأ عدم التماثل المعلوماتي نتيجة عدم توافر نفس القدر من المعلومات بين طرفين أو أكثر. إذ يستحوذ أحدهما/أحدهم على معلومات تفوق غيره ، وبالقدر الذي يؤدي إلى التفاوت في التقدير والتقييم بخاصة عند تسعير الأصول المالية ، والتي يأتي في مقدمتها وبطبيعة الحال الأوراق المالية على نحو العموم والأسهم على نحو الخصوص (e.g., Gomez-Mejia et al., 2001; Schulze et al., 2001; stglitz, 2002; VanHaverbeke et al., 2002; Semadeni and Anderson, 2010; Connelly et al., 2011 )

تناول تيار مكثف من الجهود البحثية أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية Information Content على عدم التماثل المعلوماتي. ومع تواجد إنفاق عام بين تلك الجهود البحثية على تواجد أثر ذو دلالة معنوية لهذا المحتوى على عدم التماثل. ومع تواجد جدل حول الأثر التفصيلي لمكونات هذا المحتوى. فمؤشرات الربحية وجودة الإفصاح المحاسبي على سبيل المثال هناك اتفاق على أثرهما العكسي على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. إذ أن مؤشرات الربحية المتسقة مع التوقعات المسبقة والإفصاح الجيد يؤديان إلى تخفيض مساحة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين (e.g., Beaver, 1968, Ziebart, 1990; Landsman and Maydew, 2002; Bamber et al., 2011; Fosu et al., 2016; Lof and Bommel, 2023) في حين تباين ذلك الأثر للبعض الآخر من المؤشرات. وبخاصة ما يتعلق بالسماط المالية الأساسية للشركة

<sup>٢</sup> يعد Frederic S. Mishkin من الكتاب الرواد في المجال الاقتصادي على نحو العموم والتمويلي على وجه الخصوص. وقد تناول التطور التاريخي للاهتمام البحثي بظاهرة عدم التماثل المعلوماتي وذلك منذ عقد الثلاثينيات والأربعينيات ومروراً ببقية العقود وذلك في إطار الاستكشاف المرجعي للعلاقة بين عدم التماثل المعلوماتي والأزمات المالية. وذلك من خلال فصله المؤلف الوارد في كتاب:

Financial Markets and Financial Crises , University of Chicago Press, National Bureau of Economic Research, 1990, Chapter: Asymmetric Information and Financial Crises a Historical Perspective, P.P. 69-108.

كالحجم والسيولة والملاءة المالية وجودة الأرباح (e.g., Chae, 2005;2009; Tay et al., 2009; Peachey et al; 2016; Lof and Bommel, 2023) في حين تم تجاهل بعض السمات المالية الأخرى ، وبخاصة تلك السمات الجامعة بين المؤشرات المحاسبية والمؤشرات السوقية والتي يأتي في مقدمتها مضاعفات القيمة Multipliers ، ومع غياب تام للدراسات التي تتناول على نحو موسع مختلف الأبعاد المالية والتي تقع خارج نطاق الربحية ومشتقاتها الأخرى (e.g., Bamber et al., 2011; Bhattacharya et al., 2008; Rapp, 2010; جوده الريح Ayagi, 2023; Lof and Bommel, 2023)

لم تكن الجهود البحثية التي إتخذت من بيانات الأعمال العربية عامة وبيئة الأعمال المصرية خاصة مجالاً للتطبيق بذات الكثافة البحثية مقارنة ببيئات الأعمال الأخرى. إذ أنها بخلاف عددها المحدود ركزت وبصورة ملحوظة على العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي وتوصلت في مجملها العام إلى وجود أثر عكسي لجودة الإفصاح على عدم التماثل المعلوماتي (على سبيل المثال: حماد وعلي ، ٢٠٢٢ ؛ موسى ، ٢٠٢٢). إذ أن زيادة جودة الإفصاح يصاحبها المزيد من التخفيض لعدم التماثل المعلوماتي. ومع تواجد ملحوظ لنموذج المدى السعري Bid-Ask Spread كنموذج مقبول لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي. ولكن في إطار تطبيقه من خلال آلية مباشرة مبسطة للغاية ، وليس في إطار ما يفترض أن يكون عليه تطبيق تلك الآلية الهامة. إذ تم الاستناد في تلك الدراسات محدودة العدد على نموذج Wang (2013) وهو نموذج إتخذ من بيئة الأعمال التايوانية مجالاً للتطبيق ، ولا يستند في الأساس على تأصيل علمي رصين منبثق من الأدبيات ذات الصلة بعلم التمويل.

وربما كان ذلك راجعاً إلى عدم الإفصاح عن المدخلات المعيارية لتلك الآلية في البورصات المالية العربية على وجه العموم. إذ تم استبدال المدخلات المعلوماتية للنموذج والمحددة في سعر العرض الأخير في جلسة التداول شراءً وبيعاً ب: أعلى وأدنى سعر للسهم خلال جلسة التداول الواحدة. ولا يوجد أي تأصيل علمي لهذا التوظيف المُبسط في أدبيات علم التمويل ذات الصلة بالتعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي ( على سبيل المثال: أبو العزم ، ٢٠١٦؛ الطويل وشاهين ، ٢٠١٧؛ سمعان ، ٢٠١٨؛ أبو العز وآخرون ، ٢٠١٩؛ ناصر والرشيدي ، ٢٠٢٠؛ أبو عليا وعواد ، ٢٠٢٢؛ حماد وعلي ، ٢٠٢٢؛ موسى ، ٢٠٢٢). ولا ينال الباحث من الإسهامات العلمية التي قدمتها تلك الدراسات ولكنها مجرد مشاهدة بحثية لا تخطأها العين الفاحصة المدققة.

ومن خلال هذا الاستهلال التنظيري تتحدد مشكلة هذا البحث في توفير الإجابة عن التساؤل التالي: إلى أي مدى يؤثر المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية في عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين في بيئة الأعمال المصرية ، ويستند تناول تلك المشكلة البحثية على العديد من المبررات والتي يأتي في مقدمتها:

أ. ندرة الدراسات على مستوى الأدب المحاسبي الدولي التي تناولت تأثير المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية في عدم التماثل المعلوماتي وذلك بالاستناد على إطار متكامل من المؤشرات المالية يعكس كافة الأبعاد المالية للشركات. إذ ظهر تركيز تام على مؤشرات الربحية ومشتقاتها ذات الصلة كجودة الأرباح وكذلك جودة الإفصاح ومع غياب تام لبقيّة المؤشرات المالية. ومع تواجد جدل ملحوظ حول أثر بعض الأبعاد المالية والتي يأتي في مقدمتها إدارة الربح.

ب. العدد المحدود للغاية من الدراسات الذي تناولت دراسة وتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية وعدم التماثل المعلوماتي في بيئات الأعمال العربية على وجه العموم وبيئة الأعمال المصرية على وجه الخصوص. ومع التركيز وبصورة يمكن توصيفها بالإجماع على دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي.

ج. تواجد حالة من التبسيط العلمي غير المستند على الأدبيات الواردة في علم التمويل والخاصة بالتعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي وبخاصة في الجهود البحثية التي إتخذت من بيئة الأعمال المصرية مجالاً للتطبيق.

واستناداً على توصيف المشكلة البحثية وما ورد من مبررات تناولها يمكن تحديد أهداف هذا البحث في مجموعة الأهداف التالية:

أ. دراسة وتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية وعدم التماثل المعلوماتي وذلك من خلال منهجية استنباطية Deductive Methodology تستند على عرض وتحليل كافة الأدبيات البحثية ذات الصلة.

ب. دراسة وتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وذلك من خلال منهجية استدلالية Inductive Methodology تستند على توظيف مجموعة من النماذج الإحصائية.

ج. تقدير واختبار أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي من خلال صياغة مجموعة من نماذج الانحدار العاكسة لهذا الأثر. وذلك بالاستناد على التقارير المالية المنشورة لعينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في إطار مجموعة من القيود المنهجية ذات صلة باشتراطات اختيار تلك العينة.

وفي إطار توظيف المنهجية الاستنباطية اشتمل البحث على ثلاثة أقسام تنظيرية. تناول القسم الأول منها الإطار المفاهيمي لعدم التماثل المعلوماتي ، واشتمل قسمها الثاني على عرض وتحليل النماذج الأكثر قبولاً في مجال قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي. في حين تناول القسم الثالث الأدبيات البحثية ذات الصلة بتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي وتطوير فرض البحث الرئيسي. وفي إطار توظيف المنهجية الاستدلالية تناول القسم الأخير من البحث تقدير واختبار أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على عدم التماثل المعلوماتي.

وقد استند الإطار التجريبي للبحث على عينة مكونة من ست وخمسين شركة مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية. تم اختيارها في إطار مجموعة من القيود المنهجية وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١ م ، وقد انتمت تلك الشركات إلى سبع قطاعات من القطاعات الثمانية عشر المُشكلة لتصنيف القطاعي للبورصة المصرية. وقد استند التحليل على مخططين. تناول المخطط الأول منها التحليل المجمع تداخلي القطاعات Cross Section Analysis وذلك بالاستناد على ثلاثمائة وست وثلاثين مشاهدة تحليلية ، وتناول المخطط الثاني منها التحليل الأحادي على مستوى كل قطاع على حدة One Section Analysis .

انتهى المخطط التحليلي الأول إلى وجود أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وبقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٢٨.١% وذلك بالاستناد على نموذج الإنحدار المُعمم " GLM " Generalized Linear Model ، وتعد قدرة تفسيرية جيدة في إطار المقارنة مع الجهود البحثية السابقة التي تناولت ذات العلاقة. بينما انتهى المخطط التحليلي الثاني إلى توافر الأثر المعنوي في ست قطاعات من القطاعات السبعة محل التحليل وذلك

بالاستناد على نموذج الانحدار الخطي ذو المظهر غير المترابط *Seemingly Unrelated Linear Model "SULM"*. إذ لم يستدل على الأثر المعنوي بقطاع العقارات. وقد بلغ الحد الأدنى للقدرة التفسيرية ٦٧.٧٥% بقطاع الأغذية والمشروبات والتبغ. في حين بلغ الحد الأقصى لتلك القدرة ٩٧.٥٩% بقطاع التشييد ومواد البناء. ويعد ارتفاع القدرة التفسيرية على المستوى القطاعي مقارنةً بالتحليل المُجمع نتيجة متوقعة ومتسقة مع المنطق العلمي. وذلك لأن القطاع الواحد يتضمن وحدات تحليلية تعد مقاربية من حيث السمات المالية والتشغيلية.

وللمزيد من التأسيس التطويري والتجريبي للمشكلة البحثية سيشتمل المتبقي من هذا البحث على

الأقسام التالية:

٢/١: القسم الثاني: الإطار المفاهيمي لظاهرة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

٣/١: القسم الثالث: النماذج الأكثر قبولاً لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي.

٤/١: القسم الرابع: الأدبيات البحثية ذات الصلة بأثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة

على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين وتطوير فرض البحث الرئيسي.

٥/١: القسم الخامس: الدليل التجريبي من واقع الحالة المصرية.

وتفصيلات تلك الأقسام على النحو التالي.

٢/١: القسم الثاني: الإطار المفاهيمي لظاهرة عدم التماثل المعلوماتي بين

المستثمرين:

لقد تناولت الأدبيات ذات الصلة بعلم الاقتصاد ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي وذلك منذ عقد الستينيات من القرن الماضي. إذ بدأت محاولات صياغة إطار مفاهيمي لتلك الظاهرة من خلال الكتاب الإقتصادي ومنهم على سبيل المثال لا الحصر (e.g., Arrow, 1963; Akerlof, 1970; Spence, 1973; Williamson, 1975; 1985; 2005). ومع ذلك يظل عمل Akerlof (1970) هو الأكثر وميضاً في تلك المرحلة المبكرة من الكتابات ذات الصلة بعدم التماثل المعلوماتي. إذ قام بالتعبير الرياضي عن تسعير المنتجات مرة في ظل تواجد التماثل المعلوماتي ومرة أخرى في غياب هذا التماثل. وربما كانت تلك الفكرة في تلك الأزمنة المبكرة يمكن توصيفها بالإبتكارية. إذ لم يسبق ذلك كتابات تناولت هذا الربط الرياضي. ربما كان الربط بسيطاً ومباشراً ومع ذلك يصنف بكونه نموذج متفرد في الفكر الاقتصادي. وعليه فمصطلح عدم التماثل المعلوماتي هو

مصطلح في الأساس مؤسس اقتصادياً ، وذات صلة بمستوى كثافة ونوعية المعلومات الملائمة المتوفرة بين البائع والمشتري ، وبما يجعل من الحالة التي يتواجد بها مؤثرة للغاية في تسعير كافة السلع والخدمات.

في ظل الأسواق ذات التنافسية الكاملة فإن كافة الأطراف لديها معلومات وافية عن المنتجات ، سواء البائعين أو المشتريين أو الوسطاء بينهما ، وفي إطار تلك التنافسية الكاملة من الصعوبة بمكان أن يحتفظ أحد الطرفين بمعلومات خاصة قابلة للاحتفاظ بها والأخفاء (e.g., Akerlof, 1970; Williamson, 1975) . ومع ذلك يشهد الواقع التطبيقي على أن ذلك الافتراض الذي تقوم عليه أسواق المنافسة الكاملة يصعب تحقيقه في الواقع التطبيقي. إذ قد يكون متواجداً في الصورة الجديدة من المنتج أما في حالة الصورة المستعملة لذات المنتج فإن الأمر يختلف بصورة جوهرية ، إذ يتميز هذا النوع من الأسواق بالضبابية المعلوماتية (Williamson, 2005) ، حيث يستحوذ البائع على الكثير من المعلومات الخاصة بينما لا تتوفر تلك المعلومات للمشتري ، وبالقدر الذي يوفر بيئة خصبة لعدم التماثل المعلوماتي ، ويمهد الطريق تالياً لما يعرف بالاختيار العكسي Adverse Selection ويعني أن المشتريين في تلك الحالة سيكونون أكثر تحيزاً للمنتجات المستعملة الأقل جودة مقارنة بذات المنتجات الأعلى جودة. إذ يؤدي عدم التماثل المعلوماتي إلى توجه متحيز نحو الأقل جودة ولكن يتوافر به مزايا سعرية (Akerlof, 1970).

وتأسيساً لتلك الرؤية العامة لعدم التماثل المعلوماتي تناول تيار موسع من الدراسات وبخاصة الاقتصادية منها مفهوم وماهية عدم التماثل المعلوماتي. إذ يتحدد مفهومه على نحو عام في تلك الحالة ، التي يستحوذ فيها طرف محدد على معلومات ذات خصوصية ، ولا تتوفر تلك المعلومات للأطراف الأخرى ذات الصلة ، وتتعدد مصادر تلك الخصوصية لتتضمن الملكية الخاصة لتلك المعلومات ، أو الحماية القانونية المفروضة عليها ، أو عدم دخول تلك المعلومات ضمن المتطلبات الإلزامية للإبلاغ المالي ، أو إتصال تلك المعلومات بأصول ذات طبيعة خاصة ، وتكتسب تلك الخصوصية كذلك سواء من الأهمية الاستراتيجية على المستوى القومي ، أو من خلال الخطط الاستراتيجية والميزة التنافسية على المستوى الجزئي ، أو إتصال هذه المعلومات بممارسات خبيرة مثل الفحص والتفتيش والتعقب (e.g., Akerlof, 1970; Gomez-Mejia et al., 2001; Schulze et al., 2001; Stiglitz, 2002; Vanhaverbeke et al., 2002; Semadeni and Anderson, 2010; Connelly et al, 2011; Makadok, 2011; Ecker et al,

( 2013; Schmidt and Keil, 2013). ويشتمل العرض التالي على بعض مما ورد من مفاهيم في تلك الجهود البحثية.

يعد Akerlof من أوائل الكُتاب الاقتصاديين اللذين تناولوا مصطلح " عدم التماثل المعلوماتي " وذلك في بحثه الشهير: أسواق الليمون: التشكك في الجودة وآليات السوق .

" The Market for Lemons: Quality uncertainty and Market Mechanism "

والذي تناول فيه آليات التسعير في ظل تواجد ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك بالاستناد على سوق السيارات ، إذ صنف السيارات إلى فئتين ، الفئة الأولى وتتضمن السيارات الجيدة ، والتي ينخفض بشأنها عدم التماثل المعلوماتي وفي الغالب تتضمن تلك الفئة السيارات الجديدة ، والفئة الثانية تشتمل على السيارات غير الجيدة ، والتي يشتمل تبادلها على قدر كبير من عدم التماثل المعلوماتي ، فالبايع لديه الكثير من المعلومات الخاصة عن السيارة بينما المشتري لا يستحوذ على هذا القدر من المعلومات ، وبالصورة التي تجعل البائع في مركز تفاوضي أكثر قوة من المشتري ، وقد يفتح ذلك الباب لممارسات احتيالية Fraudulent Practices ، وتلك الفلسفة الفكرية لا تنطبق على سوق السيارات فقط ، ولكنها تمتد لتشمل كافة صور المعاملات بين طرفين. ولم يقدم Akerlof في هذا البحث مفهوم محدد لعدم التماثل المعلوماتي ، ولكنه أول من أورد هذا المصطلح في ورقة بحثية . المعلومات التماثلية وغير التماثلية Symmetrical and Asymmetrical Information . وقد اشتمل البحث على شرح رياضي لتسعير المنتجات في حالة تواجد التماثل وعدم التماثل المعلوماتي. وقد توالى الجهود البحثية التالية التي تناولت مفهوم عدم التماثل المعلوماتي وذلك على النحو التالي بيانه.

قام Gomez-Mejia et al. (2001, P.82) بتحديد مفهوم عدم التماثل المعلوماتي استناداً على العلاقة بين الملاك والإدارة وذلك على النحو التالي:

" Given bounded rationality and information asymmetries, it may be impossible for a principal to specify performance criteria ex ante and to contract for the services of the best possible agent Thus, relational, or long-term, contracting alleviates moral hazard problems stemming from divergence between the interests of principal and agent "

ويحدد المضمون العام للتعريف في: " عدم التماثل المعلوماتي هو تلك الحالة التي لا يملك فيها الملاك مستوى الرشد الكافي لتحديد معايير تقييم الأداء ذات الصلة بخدمات الإدارة المتعاقد

عليها ، والعلاقة التعاقدية طويلة الأجل في تلك الحالة من شأنها الحد من المخاطر الأخلاقية ،  
والميل الانتهازية والناشئة من اختلاف المصالح بين الموكل (الملاك) ، والوكيل (الإدارة) "   
وفي إطار ذات السياق واستناداً على العلاقة بين الملاك والإدارة والحوافز كمحرك رئيسي لعدم  
التماثل المعلوماتي ؛ قام (Schulze et al. (2001, P.102 بتقديم رؤيتهم حول عدم التماثل  
المعلوماتي وذلك على النحو التالي:

"Information asymmetries and incentives therefore combine and pose a moral hazard to agents, which owners can reduce by monitoring agent conduct, gaining access to their firm's internal information flows, and providing incentives that encourage agents to act in the owners' best interests"

ويتحدد المضمون العام للتعريف في: " عدم التماثل المعلوماتي هو تلك الحالة التي يتعرض  
فيها الملاك إلى مخاطر أخلاقية من قبل المديرين. والذين قد يكون لديهم قدر من الإنتهازية  
لاستغلال المعلومات الخاصة التي يستحوذون عليها ولا تتوافر للملاك. ولحد من تلك المخاطر  
الأخلاقية يقوم الملاك بالاستناد على نظم المراقبة والإشراف ، وبما يمكنهم من الحصول على أكبر  
قدر ممكن من التدفق المعلوماتي داخل الشركة ، ويتم ذلك بالتوازي مع توفير الحوافز للمديرين في  
محاولة لحد من تعارض المصالح بين الطرفين "

بينما كان توصيف (Stiglitz (2002, P.469 لعدم التماثل المعلوماتي أكثر إيجازاً. إذ قام  
بتوصيفه انطلاقاً من مُسلمة: أن الأشخاص المختلفون لديهم أشياء (معلومات) مختلفة "

" succinctly described information asymmetry as a condition wherein  
"different people know different things.

بينما ركز (Vanhaverbeke et al. (2002, P.717 على جزئية أن بعض المعلومات  
وبطبيعتها ليست مسموح بتداولها على نطاق عام ، وذلك لإتصالها بالمركز التنافسي ، وعرض  
منظوره وفق الصياغة التالية:

"Information about the quality and performance characteristics of applicable assets is not common knowledge, and any information provided by a present owner may be opportunistically biased, causing adverse selection problem"

ويتحدد مضمون هذا التعريف في: " إن عدم التماثل المعلوماتي ينشأ بصورة أساسية من خلال  
كون المعلومات الخاصة والمتعلقة بجودة المنتجات ، ومستوى أداء الأصول المستحوذ عليها ليست

من قبيل المعلومات العامة المتاحة لكافة الأطراف ، وبالشكل الذي يجعل من المعلومات المقدمة من خلال حائز تلك المعلومات محاطة بقدر من التحيز والانتهازية ، وبالقدر الذي يصيب متلقي تلك المعلومات بقدر من التشويش والاختيارات غير الموقفة لحل المشكلات." بينما يرى كل من Semadeni and Anderson (2010, P. 1175) أن مفهوم عدم التماثل المعلوماتي يتحدد في حيازة الجهات الفاعلة في الأسواق لمعلومات مختلفة (خاصة) ، وقدر غير متساوي من المعرفة السوقية .

" high information asymmetry [arises] when market actors possess different and unequal stores of market knowledge "

واستناداً على مدخل صناعة القرارات حدد Connelly et al. (2011, P.42) مفهوم عدم

التماثل المعلوماتي على النحو التالي:

" Because some information is private information asymmetries arise between those who hold that information and those who could potentially make better decisions if they had it "

ويتحدد مضمون هذا التعريف في: " لأن بعض المعلومات تكون ذات خصوصية. فإن عدم

التماثل المعلوماتي ينتج بين أولئك اللذين يستحذون على تلك المعلومات ، وهؤلاء اللذين قد يتمكنوا من صناعة قراراتهم بشكل أفضل في حالة حيازة تلك المعلومات "

وفي إطار ذات السياق واستناداً على مدخل القرارات ؛ قام Makadok (2011, P.1319)

بتحديد مفهوم عدم التماثل المعلوماتي على النحو التالي:

"Information asymmetry theories are based on differences in the ability to assess the value of either inputs or outputs. Some market participants may have better information than others about the value-in-use of the goods, services, or resources that they trade with each other."

" تستند نظريات عدم التماثل المعلوماتي على الاختلافات في القدرة على تقييم المعلومات سواء

تلك ذات الصلة بالمدخلات القرارية أو مخرجاتها. إذ أن بعض المتعاملين في الأسواق قد يستحذون على معلومات أفضل مقارنة بغيرهم ، وذلك فيما يتعلق بقيمة السلع أو الخدمات أو

الموارد والتي يتبادلونها مع بعضهم البعض "

وانطلاقاً من فرضية التوزيع غير المتجانس للمعلومات بين مختلف الأطراف ذات الصلة في

السوق. أقرت دراسة Schmidt and Keil (2013, P.214) بأن المصدر الرئيسي لعدم التماثل

المعلوماتي هو غياب التوزيع المتجانس للمعلومات في الأسواق إذ أن حيازة المعلومات الملائمة لن يكون متاحاً للشركات بنفس القدر .

"Information is not homogeneously distributed in the market, nor is access to relevant information "

بينما أسس (2021) Andrew Bloomenthal رؤيته حول عدم التماثل المعلوماتي على حيازة المعلومات ذات الوزن النسبي في صناعة القرارات ، وذلك من خلال مقاله المنشور على القاعدة الأمريكية المعرفية المالية الأمريكية الشهيرة Investopedia إذ حدد مفهوم عدم التماثل المعلوماتي وفق النص التالي:

"Asymmetric Information also Known as Information Failure occurs when one party to an economic transaction possesses greater material knowledge than the other party"

Source: <https://www.investopedia.com/terms/a/asymmetricinformation.asp>

" عدم التماثل المعلوماتي والمعروف كذلك بـ " الفشل المعلوماتي " يحدث عندما يستحوذ أحد الأطراف في معاملة اقتصادية محددة على معرفة ذات وزن تفوق الطرف الآخر "

ومحاسبياً تنطبق تلك الرؤية بصورة واضحة على كافة صور المعاملات بين الملاك " حملة الأسهم " والإدارة. وكذلك العلاقة بين الشركة ممثلة في إدارتها وكافة الأطراف ذات الصلة من أصحاب المصالح: حملة الأسهم ، المؤسسات المالية ، حملة السندات ، المقرضين ، المؤسسات الحكومية ، الوسطاء الماليين ، المستثمرين المرتقبين. فالإدارة تستحوذ على كافة المعلومات الخاصة ذات الجوهرية بينما الأطراف الأخرى لا تستحوذ على تلك المعلومات ، وآلية الإبلاغ في تلك الحالة هي التقارير المالية ، والتي قد تحمل رسائل ضمنية Signaling لأصحاب المصالح ، وقد تكون تلك الرسائل بالفعل صادقة وتتسق مع واقع الحال وقد تكون مضللة ، وقد لا تكون واقعية ولا تكون في ذات الوقت مضللة " متسقة مع المعايير المحاسبية " ، ولكنها قد تكون تشويشية.

وتتسق تلك الرؤى مع ما أورده كل من (1976) Jensen and Meckling في دراستهما

الرائدة حول: نظرية المنشأة: السلوك الإداري وتكاليف الوكالة وهيكل الملكية .

" Theory of the Firm: Managerial of Behavior, Agency Costs and Ownership Structure."

إذ أقر كل من Jensen وشريكه في هذا العمل البحثي الرائد بأن ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي متلازمة Syndrome وثيقة الصلة بالعلاقة بين الملاك والإدارة. فالإدارة تستحوذ على

كافة المعلومات ذات الخصوصية ، بينما الملاك لا تتوافر لهم تلك المعلومات بصورة تزامنية Timeliness ، وبالفقر الذي يستدعي ضرورة استناد الملاك على منظومة رقابية قوية ، تضمن من ناحية تدفق تلك المعلومات إليهم بصورة منتظمة وبما لا يؤثر سلباً على المركز التنافسي للشركة ، وتضمن كذلك عدم توظيف تلك المعلومات تالياً في أغراض انتهازية Opportunistic Purposes من قبل المديرين. ويضاف لذلك أيضاً ضمان الحد من الآثار السلبية ذات الصلة بتعارض المصالح Conflict of Interests ، ويستند الملاك في تلك الأنشطة الرقابية على نظام قوي للرقابة الداخلية ، ومراجع ذو مهنية واستقلالية ، وخدمات استشارية متنوعة Assurance Services . وبطبيعة الحال فإن تلك الأنشطة تؤدي في النهاية إلى تحمل المزيد من التكاليف وهو ما يطلق عليه تكلفة الوكالة Agency Cost .

ولم تكن رؤى Jensen and Meckling سوى إمتداداً وتطويراً لرؤية Williamson (1975) ، والذي يرى أن العلاقات التعاقدية المحتملة أو الواقعة بين طرفين تتطلب المزيد من النفقات ، وذلك لتحقيق التوازن المعلوماتي بينهما ، وذلك لأن الآثار المترتبة على غياب هذا التوازن المعلوماتي قد تجلب المزيد من الميول الإنتهازية من جانب الطرف المستحوز على معلومات أكثر ملاءمة ، وفي غياب هذا التوازن المعلوماتي قد يتحمل الملاك بخسائر قد تفوق تكلفة تحقيق هذا التوازن المعلوماتي.

وهي ذات الرؤية التي تبناها Jensen تالياً عند صياغته لنظرية الوكالة Agency Theory . فالوكالة من المنظور الضيق هي العلاقة بين حملة الأسهم والإدارة ، وبمعناها الموسع العلاقة بين كافة الأطراف من ذوي المصلحة والإدارة ، ومن تلك الأطراف على سبيل المثال: حملة الأسهم ، وحملة السندات ، والمقرضين الحاليين والمرتبين ، والموردين الحاليين والمرتبين ، والمؤسسات المالية ، والمؤسسات الحكومية ذات الصلة ( تأمين صحي ، تأمينات اجتماعية ، مؤسسات ضريبية ) ، والمحليلين الماليين ، والجهات التنظيمية لأسواق المال .

وفي ظل هذا الإطار المفاهيمي المتنوع يمكن اشتقاق السمات التالية لعدم التماثل المعلوماتي: أ. يعد عدم التماثل المعلوماتي ظاهرة وليس مشكلة لها حلول محددة قابلة للتطبيق سواء في الأجل القصير أو الطويل. إذ يعد عدم التماثل المعلوماتي متلازمة وثيقة الصلة بكافة المعاملات الاقتصادية التي يتواجد فيها طرفين أو أكثر.

ب. لكون عدم التماثل المعلوماتي ظاهرة وليس مشكلة فإنه لا يتوافر له حلول محددة يتوافر بها عنصر الديمومية " الاستدامة " ولكن تتواجد بشأنه آليات قد تحد من آثاره السلبية ، والمثال الأوضح لذلك ما يقوم به الملاك من آليات للحد من الميول الانتهازية من قبل المديرين استناداً على المعلومات الخاصة التي لديهم ويأتي في مقدمة تلك الآليات: الرقابة الداخلية ، الهيكل التنظيمية ، آليات الحوكمة ، لجان المراجعة ، نظم انتقاء واختيار الموارد البشرية .

ج. تتصل ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي بصورة وثيقة بمفهوم قيمة المعلومات Information Value ، فالطرف المستحوز على المعلومات يكون قادراً على تحديد قيمتها وكيفية توظيفها تالياً لتحقيق هدف محدد أو مجموعة من الأهداف ، بينما قد يفتقد الطرف غير المستحوز عليها على تحديد تلك القيمة حتى ولو توافرت إليه تالياً. ويظهر ذلك بوضوح في العلاقة بين سماسة الأوراق المالية والمستثمرين ، فالسماسار قد ينقل للمستثمر معلومة ذات خصوصية ، وبالتالي الصورة تتوافر المعلومة بنفس القدر والنوعية للطرفين ، ولكن أحدهما يجيد توظيفها وهو الوسيط المالي ، والآخر لا يعلم شيئاً عن كيفية توظيفها .

د. تتصل ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي بالخطط الاستراتيجية سواء على مستوى الاقتصاد الكلي أو مستوى الوحدات على المستوى الجزئي " المزايا التنافسية والحصص السوقية " كما تتصل وفي الغالب بالمخططات الانتهازية على المستوى الفردي .

هـ. لا يعد عدم التماثل المعلوماتي من الأمور غير المفيدة دوماً ، بل أنه قد يعد من الشواهد الصحية في الأسواق وبخاصة الأسواق المالية ، وذلك لأنه قد يكون متصلاً على مستوى الوحدات بخطط النمو المستقبلية ودعم المزايا التنافسية.

و. تتواجد علاقة وثيقة بين الإفصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلوماتي ، وذلك لأن المحتوى الإعلامي المتضمن في التقارير المالية المُفصح عنها يقدم العديد من الرسائل الضمنية والتي من شأنها الحد من عدم التماثل المعلوماتي.

ز. تتواجد علاقة وثيقة بين نظام الرقابة الداخلية وما تشتمل عليه من آليات فاعلة في مجال المراقبة والإشراف وعدم التماثل المعلوماتي ، سواء كآلية تقرير وإبلاغ أو كآلية تحد من الميول الانتهازية للمديرين .

ح. لا تعد ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي بمعزل عن آليات تحقيق الشفافية ومن ذلك على سبيل المثال آليات الحوكمة ولجان المراجعة والجهات الاستشارية التي تقدم الخدمات التوكيدية

Assurance Services . إذ تعد تلك الآليات من الأساليب الحيوية للحد من الآثار السلبية ذات الصلة بظاهرة عدم التماثل المعلوماتي.

ط. يؤدي عدم التماثل المعلوماتي إلى دعم الميزة التنافسية أو المركز التفاوضي لطرف معين مقارنة بطرف أو مجموعة من الأطراف الأخرى ، وذلك بفضل عدم التوازن المعرفي بين الطرفين Imbalance Knowledge ، وبالقدر الذي قد يؤدي إلى تحقيق أرباح غير عادية للطرف المستحوذ على معلومات ذات قيمة.

وقد تناول تيار موسع من الدراسات مصادر عدم التماثل المعلوماتي في الأسواق المالية بين الملاك من ناحية وحملة الأسهم من ناحية أخرى ، وبين حملة الأسهم أنفسهم من ناحية أخرى " المستثمرين الحاليين والمرتبين " وهما منطقتي عدم التماثل اللذان يمثلان نقطة التمرکز الأساسية في هذا البحث (e.g., Connelly et al., 2011; Schmedit and Keil, 2013; Bergh et al., 2018; Lof and Bommel, 2023) ، ويوجز الباحث تلك المصادر على النحو التالي:

#### ■ المصدر الأول: المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية:

كيفية تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة لتحقيق المزيد من الثروة للملاك يعد المصدر الأول من مصادر عدم التماثل المعلوماتي. إذ تفاضل إدارة الشركة بين التمويل الذاتي لتلك التويجات الاستثمارية والتمويل غير الذاتي ، والتمويل الذاتي في تلك الحالة يشتمل على موارد الشركة الحالية المتمثلة في الاحتياطات أو توسيع نطاق الملكية من خلال طرح إصدارات جديدة من الأسهم ، بينما يشتمل التمويل غير الذاتي على مصدرين رئيسيين ، يتحدد المصدر الأول منهما في الحصول على قروض من المؤسسات المالية ، ويتمثل المصدر الثاني في إصدار السندات ، وفي جميع الأحوال فإن حملة الأسهم ليس لديهم أية معلومات عن المحتوى التفصيلي لهذا النوع من النقاشات. وبالقدر الذي يؤدي إلى فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين حملة الأسهم والإدارة.

#### ■ المصدر الثاني: تفاوت التوقعات بين الإدارة وحملة الأسهم:

في إطار تحديد نوعية المصدر التمويلي الذي سيعتمد عليه في تمويل التوسعات الاستثمارية فإنه قد لا يحدث اتساق بين تلك التوسعات والدورات الاقتصادية المعهودة. إذ أن الاستثمارات وبطبيعتها مهددة بالعديد من المخاطر سواء المنتظم منها الذي يصيب السوق ككل أو غير المنتظم ، وبالقدر الذي قد يؤدي في النهاية إلى عوائد استثمار لا تحقق المخطط من قبل الإدارة ، والمتوقع من قبل

حملة الأسهم ، وفي تلك الحالة فإن الإدارة تكون على دراية واسعة بالمسببات والآثار وآليات الحد من الآثار السلبية ، ولكن لا يتوافر هذا النوع من المعلومات الخاصة لحملة الأسهم وبالقدر الذي يُزيد من حالة عدم التماثل المعلوماتي بين الطرفين.

### ■ المصدر الثالث: الضغوط ذات الصلة بإصدارات الأسهم الجديدة:

تدفع إصدارات الأسهم الجديدة الإدارة إلى التعرض لنوعين من الضغوط. إذ يتحدد النوع الأول منهما في توسيع نطاق الملكية ، وما يترتب على ذلك من توسيع نطاق أصحاب المصالح المباشرين وعدد من لهم حق التصويت. في حين يتحدد النوع الثاني في أن المستثمرين في تلك الإصدارات الجديدة يرغبون في الحصول على علاوة مالية إضافية تعوضهم عن نقل استثماراتهم من مصدر إلى مصدر جديد ، وبالشكل الذي يؤدي إلى زيادة في تكلفة التمويل. وبما يتطلبه ذلك من ضرورة تسريع وتيرة الاستثمارات للوفاء بتوقعات المستثمرين الجدد. وقد يرغب هؤلاء المستثمرون في الحصول على تلك العلاوات الإضافية في الأجل القصير وبما لا يتوافق مع دورة تشغيل الاستثمارات الجديدة. وتؤدي تلك الحالة إلى المزيد من عدم التماثل المعلوماتي بين حملة الأسهم والإدارة.

### ■ المصدر الرابع: دورة سعر الفائدة التوازني:

لا تستطيع الجهات المُقرضة " المؤسسات المالية " التنوع بصورة جوهرية في معدلات الفائدة ذات الصلة بما يمنحونه من قروض للشركات. وذلك لسببين: الأول القيود التنظيمية القاسية المفروضة من قبل الجهات التنظيمية لتلك المؤسسات المالية ، والتي يأتي في مقدمتها البنوك المركزية والهيئات التنظيمية لأسواق المال ، والسبب الثاني: أن المخاطر ذات الصلة باحتمالية عدم القدرة على الوفاء بتلك القروض لا يمكن تقديرها على وجه اليقين. كما أنها ليست متنوعة بصورة جوهرية بين مختلف الشركات المقترضة ، وفي الأوقات التي يرتفع فيها معدل الفائدة بصورة غير متوقعة من قبل المستثمرين ، فإن المستثمر الجيد " الملتمزم " سوف يخرج تلقائياً من نطاق الاعتماد على القروض كمصدر تمويلي ، وتبقى الفئة الأقل التزاماً ، وبالقدر الذي يجعل المؤسسات المالية تتجه نحو تخفيض معدل الفائدة ، وذلك لتقليص احتمالات التعثر من قبل المقترضين من ناحية ، واجتذاب شريحة من المقترضين الملتمزمين من ناحية أخرى ، وبالقدر الذي يؤدي إلى الوصول لسعر فائدة توازني من جديد. وتلك الدورة التوازنية لأسعار الفائدة ليست يقينية بالقدر الكافي في الواقع التطبيقي وبالقدر الذي يجعل الإدارة تدخل في مساحة من الجدل حول: أفضلية التمويل بين

الذاتي وغير الذاتي ، ومتى يتم تفضيل غير الذاتي ، وحجمه ، وشروطه ، وتوقيته. وهذا النوع من الجدل يدور في فلك الإدارة العليا للشركة فقط ، ويزيد من مساحة عدم التماثل المعلوماتي بين الإدارة من ناحية وحملة الأسهم من ناحية أخرى.

#### ■ المصدر الخامس: مستوى كفاءة سوق الأوراق المالي:

تعد كفاءة سوق الأوراق المالية من المحركات الهامة لظاهرة عدم التماثل المعلوماتي. إذ يتم تصنيف الأسواق بحسب كفاءتها إلى ثلاثة أشكال الرئيسية: كفاء/متوسط الكفاءة/غير كفاء. إذ يظهر عدم التماثل المعلوماتي وبصورة واضحة للغاية في الأسواق المالية التي لا تتسم بالكفاءة. إذ يغلب عليها المضاربات والإتجار المعلوماتي. ولذلك فظاهرة عدم التماثل المعلوماتي متلازمة ومتواجدة في جميع حالات كفاءة سوق الأوراق المالية. ولكن ظهور يصبح أكثر قوة كلما كان السوق ضعيفاً.

#### ■ المصدر السادس: السلوك المهني لمُعدي ومراجعي التقارير المالية:

تسعى المعايير المحاسبية وكافة الإرشادات المهنية ذات الصلة إلى دعم شفافية التقارير المالية من خلال توفير معلومات ملاءمة وذا تمثيل صادق. ومع ذلك تظل المعايير والإرشادات المهنية منفردة لا تستطيع إتمام تلك المهمة بنجاح إلا من خلال سلوك مهني رشيد وموضوعي من جانب مُعدي التقارير المالية ومراجعيها. وبالقدر الذي يدعم من جودة التقارير المالية ويؤدي إلى الحد من فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. إذ أنه وبدون سلوك مهني منضبط وموضوعي من الصعوبة بمكان أن تحقق المعايير المحاسبية منفردة ما تسعى إليه دوماً من دعم لمستوى شفافية التقارير المالية.

وقد تناولت العديد من الجهود البحثية صياغة الآثار السلبية المترتبة على عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Easley and O'Hara, 2002; Chang et al., 2014; Lof and Bommell, 2023) وقد تحددت تلك الآثار في النواحي التالية:

أ. يؤدي عدم التماثل المعلوماتي إلى دعم المضاربات بالبورصات المالية. وذلك نتيجة حياة أطراف معينة من لاعبي البورصة الأساسيين معلومات تفوق بقية الأطراف ، وبالقدر الذي قد يؤدي إلى تسعير الأوراق المالية بصورة غير موضوعية تقدير للأعلى أو تقدير للأدنى.

- ب. قد يؤدي عدم التماثل المعلوماتي إلى ارتفاع تكلفة التمويل وذلك لأن عدم التماثل المعلوماتي يؤدي إلى تنوع المحافظ الاستثمارية إما بصورة متسارعة ومفاجئة تضر بسوق الأوراق المالية لحصد المزيد من الأرباح. أو بصورة بطيئة للغاية نتيجة إنسحاب صغار المستثمرين من المشهد وتفضيلهم عدم المغامرة بتغيير تركيبة محافظهم الاستثمارية وبما يضر بسببولة الأوراق المالية. وفي جميع الأحوال سواء في حالة التسارع أو الإبطاء. فإن المستثمرين سيطلبوا المزيد من المزايا والعوائد وبالقدر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل في نهاية الأمر.
- ج. إن عدم التماثل المعلوماتي قد يؤدي إلى إضافة المزيد من التشويش على رؤية الكيانات المهنية المسؤولة عن إصدار وتطوير المعايير المحاسبية وبخاصة مجلس معايير المحاسبة الدولية. وذلك لأن تواجد عدم التماثل المعلوماتي يؤدي إلى تشويش العلاقة بين التقارير المالية المنشورة وأسعار الأسهم وبالقدر الذي يؤدي إلى توفير مدخلات معلوماتية ليست دقيقة ويصعب الاستناد عليها كمرتكز لتطوير معايير المحاسبة الدولية.
- د. قد يؤدي عدم التماثل المعلوماتي إلى المزيد من التوجه نحو ممارسات المحاسبة الإبداعية. وذلك لأن الشركة قد تستجيب لضغوطات متلقي التقارير المالية في الحصول على المزيد من التسريبات المعلوماتية من داخل الشركة. وتستغل إدارة الشركات لتلك الضغوطات من خلال تسريب معلومات جيدة تعتمد في الأساس على آليات إدارة الربح.

### ٣/١: القسم الثالث: النماذج الأكثر قبولاً لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين:

تعد الجهود البحثية في مجال اقتراح مقاييس لعدم التماثل المعلوماتي بين المتعاملين في البورصات المالية Stock Exchange من الجهود التراثية " الكلاسيكية - التقليدية " في علم التمويل ، وبخاصة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين External Information Asymmetry . بعضاً من تلك الجهود تم طيه بين صفحات النسيان العلمي والتحييد التجريبي على الرغم من رصانته (e.g., Demsetz, 1968) ، بينما اتخذت شريحة من تلك الجهود مركز الريادة العلمية والمرتكز التجريبي (Glosten and Harris, 1988; Easley and O'Hara 1987; 1996; 2002, Fama and French, 1993). بينما قامت شريحة ثالثة بتطوير جهود السابقين ، فتم نسيان جهود الأسبقين الأصلية ، وبقيت الجهود التي استندت على أفكارهم

(e.g., Aslan et al., 2011; Chang et al., 2014; Gan et al., 2015). ربما كانت تلك الظاهرة ليست حكرًا على العلوم التجارية فقط ، ولكنها تمتد لتشتمل على العديد من العلوم الأخرى. ومع ذلك فتلك الظاهرة واضحة للغاية في مجال نماذج قياس عدم التماثل المعلوماتي. تنتمي كافة الجهود البحثية ذات الصلة بقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين إلى تيار بحثي يطلق عليه Microstructure Researches أو البحوث ذات الهيكلة الدقيقة " تحليل الجزئيات فائقة السرعة في التغيير " وهي تلك الدراسات التي تتناول بصورة تفصيلية دقيقة تحليل سلوك الأسواق المالية. ويشتمل ذلك على تحليل: سلوك أسعار الأسهم ، وسلوك حجم التداول ، وسبيلة السوق ، وعمق السوق ، ونكاليف التداول. وجميعها أحداث تتعلق بفترات جزئية للغاية (Easley et al., 2002). إذ تستند على أحداث اليوم الواحد كوحدة للتحليل والقياس والتقييم وعلى فترات زمنية طويلة نسبياً ، ولذلك فهي لا تعتمد على آليات إحصائية غير قادرة على استيعاب تلك المدخلات المعلوماتية المكثفة ، ولكنها تستند على آليات برمجية متقدمة يطلق عليها R-Finance ، وهي حزمة متنوعة من البرمجيات المتخصصة في تحليل سلوك الأسواق المالية ، وتستند بصورة أساسية على نظرية الاحتمالات (e.g., Easley et al., 2002; Gan et al., 2015; Petchey et al., 2016).

وقدم (Easley et al., 2002) تصور الفكري Depict عن الإطار العام لديناميكية تأثير المعلومات الخاصة على حجم التداول في البورصات المالية ، وذلك كمرتكز فكري لكافة النماذج التي تناولت قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي ، وتحدد تلك الرؤية في أن الأحداث ذات الصلة بيوم التداول الواحد في البورصات المالية تتبع شجرة الاحتمالات الواردة بالشكل رقم (١) . إذ أن اليوم الواحد ما هو إلا مباراة بين طرفين. الطرف الأول منهما هو صناع السوق Market Makers ، والطرف الثاني هو المستثمرون " حملة الأسهم الحاليين والمرقبين ، ويشتمل مصطلح صناع السوق على العديد من الأطراف ولكن هناك أطراف أصيلة تعد بمثابة اللاعبين الرئيسيين في البورصات المالية ويأتي في مقدمة هؤلاء الوسطاء الماليين " السماسرة " والمحللين الماليين.

ويأخذ الشكل رقم (١) التتابع الاحتمالي التالي:

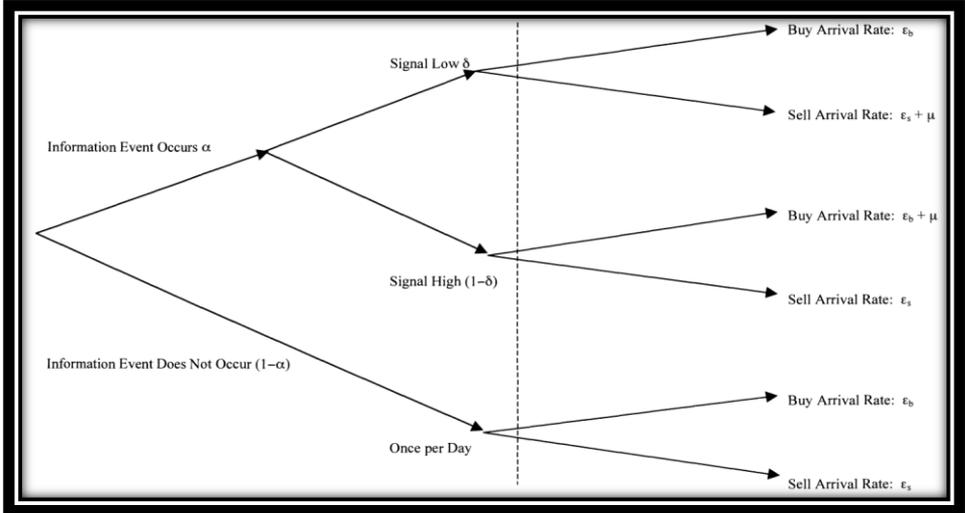
▪ يبدأ يوم التداول الواحد باحتمال وصول معلومات جديدة إلى السوق ، ويتم ترميز هذا الاحتمال بالرمز  $\alpha_i$  ، حيث  $i$  يوم التداول الواحد لورقة مالية محددة ، وعليه يصبح

الاحتمال المكمل هو  $1 - \alpha_i$  ، تلك المعلومات الجديدة قد تكون غير جيدة " غير سارة " وذلك باحتمال قدره  $\delta_i$  ويدعم هذا الاحتمال التوجه نحو المزيد من عمليات البيع " Selling " s " التخلي عن حيازة الورقة المالية لتوقع هبوط سعر السهم في المستقبل " ، ويصبح الاحتمال المكمل في تلك الحالة وصول معلومات جيدة " سارة " إلى السوق ، وبأخذ هذا الاحتمال الرمز  $1 - \delta_i$  ويدعم هذا الاحتمال التوجه نحو المزيد من حيازة الورقة المالية وذلك لتوقع ارتفاع سعر السهم في المستقبل " Buying " b .

■ يبدأ تدفق تلك المعلومات الجديدة إلى السوق وذلك وفق توزيع احتمالي يتبع توزيع بواسون Poisson Distribution ، وبناء على الحالة العامة للسوق يبدأ الوسطاء الماليين في طرح سعر الورقة المالية ، ويبدأ المستثمرون " حملة الأسهم الحاليين والمرقبين " توالياً في إصدار أوامر البيع أو أوامر الشراء ، وهؤلاء المستثمرون يختلفون فيما بينهم في مستوى حيازة المعلومات الخاصة ، ومعدل تدفق الأوامر Arrival Rate سيختلف بطبيعة الحال بين حائزي المعلومات الخاصة وغير حائزي تلك المعلومات ، وهذا المعدل يتم ترميزه في حالة حائزي المعلومات الخاصة بالرمز  $\mu_i$  ويشتمل على أوامر الشراء والبيع معاً الصادرة عن تلك الفئة من المتعاملين في البورصة ، بينما يتم ترميزه في حالة أوامر الشراء الصادرة من غير حائزي المعلومات الخاصة بالرمز  $\varepsilon_{i,b}$  ، بينما يتم ترميزه في حالة أوامر البيع الصادرة من غير حائزي المعلومات الخاصة بالرمز  $\varepsilon_{i,s}$  ، والمرتكز الفكري لذلك أن حائزي المعلومات الخاصة يصدرن أوامره ببيعاً وشراءً بمعدلات سريعة وفي بداية يوم التداول ، بينما ينتظر غير حائزي المعلومات لكي يتتبعوا التوجه العام من قبل حائزي المعلومات الخاصة ، وبصورة أدق فإن حائزي المعلومات الخاصة سوف يتولون دفة القيادة في السوق على الأقل في بداية يوم التداول ، ثم يبدأ البقية في تتبع ذات السلوك. وعلى ذلك فإن حجم التداول وفي أي لحظة زمنية سوف يساوي  $\mu_i + \varepsilon_{i,b} + \varepsilon_{i,s}$  .

■ بطبيعة الحال سوف تختلف المكونات الثلاثة لحجم التداول في أوزانها النسبية ، وذلك بحسب التوجه العام لقيادة السوق Market Drivers من حائزي المعلومات الخاصة ، فإن كانت المعلومات غير سارة ، سيكون الوزن النسبي الأكبر لأوامر البيع ، ويصبح المكونين الغالبين في تلك الحالة  $\mu_i + \varepsilon_{i,s}$  ، وفي تلك الحالة فإن عرض الورقة المالية

سيزيد عن طلبها ، وبالشكل الذي يؤدي إلى اتجاه سعر السهم نحو الهبوط ، وعلى النقيض من ذلك إذا كانت المعلومات الجديدة سارة سيكون الوزن النسبي الأكبر لأوامر الشراء ، ويصبح المكونين الغالبين في تلك الحالة  $\mu_i + \varepsilon_{i,b}$  ، وسيزيد الطلب على الورقة المالية عن عرضها ؛ وبالشكل الذي يؤدي إلى اتجاه سعر السهم نحو الصعود. وبالفرد الذي يقدم دليل ضمنى على أن التغيرات غير العادية في سعر الورقة المالية قد يقدم دليل قوي على حيازة معلومات خاصة ، وبالتالي قد تكون تلك التغيرات من المُعبرَات الموضوعية Objective Proxies عن حالة عدم التماثل المعلوماتي.



شكل رقم (١): شجرة الاحتمالات لديناميكية تأثير المعلومات الجديدة وسلوك حجم التداول.

Source: Easley, Havidkjaer, and O'Hara (2002, P. 2196)

وقد بدأت الجهود ذات الصلة بقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين وبصورة ملحوظة خلال عقد الستينيات ، وذلك من خلال النموذج المقدم من Demsetz (1968) ، وهو من أوائل النماذج التجريبية التي تناولت قياس تكلفة عمليات التداول بالبورصة الأمريكية. ربما لم يقصد قياس عدم التماثل المعلوماتي في حد ذاته ، ولكنه توصل إلى دليل تجريبي يجعل من تلك التكلفة من المُعبرَات Proxies الدالة على تواجد عدم التماثل المعلوماتي. إذ أن ارتفاع تلك التكاليف يكون مصحوباً وفي الغالب بتواجد حالة من عدم التماثل المعلوماتي بسوق الأوراق المالية.

ومع أن الدراسة لم تقدم نمذجة محددة لقياس مستوى عدم التماثل المعلوماتي إلا أنها قدمت الإلهام الكاف للجهود البحثية التالية لاشتقاق تلك النماذج ؛ وذلك من خلال طرح فكرة الإطار التوازني بين رغبات البائع وقدرات المشتري والمعروف بآلية مدى العرض والطلب Bid-Ask Spread إذ يعكس المصطلح Ask أقل سعر بيع تم طرحه من المستحوز على الورقة المالية ، بينما يعكس المصطلح Bid أعلى سعر تم طرحه من خلال الطرف المشتري الراغب في الاستحواذ على الورقة المالية. والفجوة بين أقل الأسعار بيعاً وأعلى الأسعار شراءً تعد من المُعبرَات الموضوعية لعدم التماثل المعلوماتي وكلما زاد الفرق بين أعلى سعر وأدناه في اليوم الواحد كلما كان ذلك دالاً على تواجد عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين . ويتم تتبع كافة العروض داخل جلسة التداول الواحدة. وإن كان البعض تالياً وللتبسيط العلمي اكتفى بالعرض الأخير داخل جلسة التداول الواحدة. وذلك على اعتبار أن العرض الأخير يقدم الموجز الختامي لليوم وبالقدر الذي يعكس إستيعاب السوق بالفعل لكافة المعلومات خلال اليوم. ومع هذا التبسيط. أيد البعض الآخر فكرة الاستناد على العرض الأول داخل اليوم ، وذلك على اعتبار أن العرض الأول هو إنعكاس حقيقي لمستوى تواجد عدم التماثل المعلوماتي. وبين العرض الأول والعرض الأخير وجميع العروض يظل الجدول البحثي قائماً في تلك الإشكالية البحثية (Bamber et al., 2011) .

استندت غالبية الجهود الرائدة في مجال نمذجة عدم التماثل المعلوماتي على تتبع سلوك حجم التداول خلال الفترات الزمنية الطويلة نسبياً ، وقد بدأت تلك الجهود فعلياً وبصورة علمية متكاملة من خلال الدراسة الرائدة لكل من (Glosten and Harris (1988 ، والتي لم تلقى القبول الكاف من قبل الباحثين وذلك لمداخلتها المعلوماتية التي قد يصعب توافرها خارج نطاق السوق الأمريكي ، بالإضافة إلى صعوبات تحليلية في تفسير مخرجات تلك النمذجة التي تحمل الكثير من التعقيدات الإجرائية.

وبالتوازي مع تلك الدراسة شغلت جهود كل من (Easley and O'Hara (1987; 2002 ذات المكانة المتميزة في مجال قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي. إذ قدم O'Hara وشركاه في تلك الجهود البحثية رؤية نماذجية أقل تعقيداً من جهود Glosten ولكن مع الاعتماد على ذات الفكرة المؤسسية العامة والمحددة في تتبع سلوك حجم التداول. إذ ابتكر كل من Easley and O'Hara آلية احتمالية التداول المستتير " PIN " Probability of Informed Trade ، وذلك في دراستهما الأولى حول تلك الإشكالية والمنشورة في العام ١٩٨٧م ، وتقوم تلك الآلية على تقسيم

عمليات التداول إلى عمليات مؤسسة على حيازة معلومات خاصة Trading Based Private Information ، وعمليات تداول غير مؤسسة على معلومات خاصة ، ولكنها معاملات معقدة لأغراض السيولة ، وفتحت تلك الآلية تالياً الطريق لتيار موسع من الدراسات ، والتي قامت بقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي استناداً على احتمالية التداول المستتير ، مرة من خلال تبني ذات الخطوات الإجرائية الواردة بالنموذج الأصيل ، ومرات كثيرة من خلال التطوير في معلمة أو أكثر من معلماته ، وبما لا يمكن توصيفه بالنماذج المبتكرة وإنما مجرد جهود تطويرية (e.g., Aslan et al., 2011; Easley et al., 2012; Chang et al., 2014; Gan et al., 2015).

وتجدر الإشارة إلى أن كافة نماذج قياس عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين على صلة وثيقة بظاهرة الاختيار العكسي Adverse Selection ، والتي يتحدد مضمونها أنه في الحالة التي يحدث بها عدم تماثل معلوماتي ملحوظ بين بائع الورقة المالية ومشتريها نتيجة حيازة أحدهما لمعلومات خاصة ذات وزن معرفي Material Knowledge ، تؤدي تلك الحالة إلى إضافة المزيد من عناصر الغموض والتشويش Ambiguity and Confusion عند الطرف الذي لا يستحوذ على تلك المعلومات ، وفي الغالب يكون هذا الطرف هو المشتري المرتقب للورقة المالية ، وفي تلك الحالة تزداد احتمالية أن يتخذ المشتري القرار غير الصائب وفي الاتجاه العكسي لما يجب أن يكون. ولعل ذلك هو سر تسمية تلك الحالة بالاختيار العكسي (e.g., Demsetez, 1968; Akerlof, 1970; Spence, 1973; Williamson, 1975; 1985; 2005; Stiglitz, 2002; Schmidt and Keil, 2013; Andrew Bloomenthal, 2021).

ويشتمل العرض التالي على نموذجين من النماذج الأكثر ريادة في مجال قياس وتقييم ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، وقد حددهما الباحث في إطار مسح تنظيري موسع لتلك النماذج ، ويتحدد هذان النموذجان في : نموذج Glosten and Harris (1988) ، ونموذج Easley et al. (2002) ، ومع استبعاد كافة النماذج التطويرية التي استندت على تلك النماذج وبخاصة الجهود التطويرية التي طالت نموذج Easley and O'Hara ، إذ يتواجد تيار مكثف من تلك النماذج ولكنها في مجملها لم تخرج عن السياق العام لآلية احتمالية التداول المستتير PIN ، ويلتزم الباحث في هذا العرض النماذجي بعدم التعرض إلى التفصيلات والاشتقاقات الرياضية الاحتمالية ذات الصلة بتلك النماذج. والافتقار على عرض النموذج النهائي فقط دون تمهيداته الرياضية. والتي تتبع في غالبيتها نظرية الاحتمالات Poisson Distribution . ومع التعرض

للاتنقادات التي تعرض لها النموذج في حال تواجدها والإقرار بها من خلال شريحة موسعة من الجهود البحثية . وتفصيلات النموذجين على النحو التالي.

## النموذج الأول: نموذج المدى السعري (Glosten and Bid-Ask Spread السعري (Harris, 1988):

يعد هذا النموذج هو أول نموذج متكامل لقياس عدم التماثل المعلوماتي. إذ يستند على مدخل معياري متكامل مع دليل تجريبي من الحالة الأمريكية ، ومركزه الرئيسي يتحدد في تقسيم Decomposing مكونات " محفزات " التقلبات في حجم التداول إلى مكونات دائمة Permanent Incentives ومكونات عارضة Transitory Incentives ، ويعبر الوزن النسبي للمكونات الدائمة عن عدم التماثل المعلوماتي ، ويعكس المعلومات الخاصة التي قد تستحوذ عليها شريحة محددة من المتعاملين ، ويطلق على هذا النموذج Bid-Ask Spread ، إذ يعكس مصطلح الحد الأقصى لسعر الورقة المالية الذي قد يرتضي المشتري الوفاء به نظير حيازة الورقة المالية ، ويعكس ذلك مستوى الطلب على حيازة الورقة المالية Demand Level ، بينما يعكس مصطلح الحد الأدنى الذي قد يرتضي البائع الحصول عليه مقابل بيع الورقة المالية ، ويعكس ذلك مستوى عرض الورقة المالية Supply Level. والمساحة المحصورة بين رؤية البائع الاستباقية لقيمة ما يستحوذ عليه ورؤية المشتري الاستباقية حول قيمة ما ينتوي الحيازة عليه تؤدي إلى ما يعرف بالمدى أو الفجوة السعرية Spread ، وكلما اتسعت تلك الفجوة كلما كان ذلك دالاً على تواجدها حالة عدم التماثل المعلوماتي ، وكلما كانت محدودة أو ضيقة دل ذلك على غياب تلك الحالة.

يأخذ هذا النموذج الصورة القياسية التالية:

$$\Delta P_t = c_0 \Delta I_t + c_1 \Delta I_t \Delta V_t + z_0 I_t + z_1 I_t V_t + \varepsilon_t$$

حيث: ( في إطار يوم التداول الواحد )

$P_t$ : سعر الورقة المالية في أول عملية تداول.

$\Delta P_t$ : معدل تغير سعر الورقة المالية خلال أول عملية تداول ، ويتم حسابه من خلال الفرق بين سعر الورقة المالية في أول عملية تداول في يوم محدد واليوم السابق عليه ، ثم القسمة على سعر الورقة المالية عن أول عملية تبادل في اليوم السابق.

$V_t$ : حجم التداول الكلي في اليوم الواحد.

$\Delta V_t$ : معدل تغير حجم التداول الكلي ، ويتم حسابه من خلال الفرق بين حجم التداول في يومين متتاليين ، وقسمة الفرق على حجم التداول في اليوم الأول.

$I_t$ : متغير ثنائي الإدخال يأخذ القيمة " واحد " إذ كانت أول عملية تداول للورقة المالية شراءً ، والقيمة " صفر " إذا ما كانت أول عملية تداول للورقة المالية بيعاً.

$\Delta I_t$ : معدل تغير المتغير ثنائي الإدخال ويتم حسابه من خلال الفرق بين قيمة المتغيرين عن يومين متتاليين ، وقسمة الفرق على قيمة الإدخال في اليوم الأول.

$\varepsilon_t$ : الخطأ المعياري لنموذج الانحدار " بواقى النموذج " ، وتمثل المعلومات العامة واسعة الانتشار بين المتعاملين في البورصة.

ويشكل المقدار  $2(z_0 + V_m z_1)$  المكونات الدائمة المسئولة عن سلوك سعر السهم ، ويمثل المعلومات الخاصة التي قد تستحوذ عليها شريحة محددة من المتعاملين في البورصة ، بينما يمثل المقدار  $2(c_0 + V_m c_1)$  المكونات العارضة المسئولة عن هذا السلوك ، ويمثل المقدار  $V_m$  متوسط حجم التداول للورقة المالية خلال فترة التحليل ، وعليه: يتم الحصول على معامل عدم التماثل المعلوماتي بقسمة المكونات الدائمة على إجمالي المكونات ، ويتم التعبير عن ذلك من خلال المعادلة التالية:

$$IA_{i,t} = \frac{2(z_0 + V_m z_1)}{2(z_0 + V_m z_1) + 2(c_0 + V_m c_1)}$$

ويأخذ معامل عدم التماثل المعلوماتي وبطبيعة الحال المقدار من الصفر إلى الواحد الصحيح ، والاقتراب من الصفر يعني تواجد عدم تماثل معلوماتي محدود ، بينما الاقتراب من الواحد الصحيح فيعني تواجد حالة عدم تماثل معلوماتي موسع ، وتستند غالبية الجهود البحثية التي اعتمدت على هذا النموذج في تقدير مستوى عدم التماثل المعلوماتي على نقطة الفصل ومقدارها ٠.٥. إذ أن القيمة الأقل تعني غياب عدم التماثل المعلوماتي بينما القيمة الأكبر تعني تواجد عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Acharya and Pedersen, 2005; Sadka, 2006; Verrecchia and Weber, 2006; Armstrong et al., 2001; 2012). ويرى الباحث أن التصنيف الأقرب للمنطق هو تقسيم مدى هذا المعامل إلى ثلاث فئات فرعية: الفئة الأولى وتتضمن حالة عدم التماثل المعلوماتي المحدود ، ويبدأ هذا المدى من الصفر وصولاً إلى المقدار ٠.٣٥ ، والفئة الثانية وتتضمن حالة عدم التماثل المعلوماتي المتوسطة ويبدأ هذا المدى بما يفوق القيمة ٠.٣٥ وحتى أقل

من ٠.٥٠ ، بينما تتضمن الفئة الثالثة حالة عدم التماثل المعلوماتي الموسع وتبدأ من القيمة ٠.٥ وصولاً إلى الواحد الصحيح.

وقد تعرض هذا النموذج للعديد من الانتقادات والتي يمكن إيجازها على النحو التالي (e.g., Chung et al, 1995; Coller and Yohn, 1997; Ferreira et al., 2011; Armstrong et al., 2012; Hwang et al., 2013; O'Hara, 2015; O'Hara et al., 2019; Pan and Misra; 2021)

أ. سعر السهم يعد من القضايا المعقدة للغاية نظراً لتعدد وتشابك المتغيرات المؤثرة. والتي تتنوع على نحو كبير لتشتمل على متغيرات الاقتصاد الكلي والخصائص التشغيلية والمالية على مستوى الوحدات Firm Specific وبخاصة القيمة الدفترية والأرباح غير العادية وتنبؤات المحللين الماليين (Ohlson, 1995) ، وعليه وعلى الرغم من جوهرية حجم التداول كأحد المتغيرات الأصلية في التأثير على سعر السهم إلا أنه لا يعد المتغير الوحيد. وعلى ذلك فإن حصر التغيرات في سلوك سعر السهم على هذا المتغير فقط من الأمور التي يُجانبها الصواب (Ohlson, 1995; Feltham and Ohlson; 1996).

ب. يصعب في الواقع التطبيقي الفصل بين عمليات التداول التي تؤسس على حيازة معلومات خاصة ، وتلك التي تؤسس على غير ذلك من المتغيرات. وذلك لأن المعلومات الخاصة قد يتوافر بها تلك الخصوصية خلال الساعات الأولى من فتح الجلسة للتداول ولكن بعد تلك الساعات الأولى تتحول إلى معلومات عامة واسعة الانتشار وتفقد خصوصيتها. إذ أن البورصات المالية أسرع الأماكن التي يتم بها تداول المعلومات. إذ يتم تداول تلك المعلومات بصورة تفوق تداول الأوراق المالية ذاتها (Armstrong et al., 2012; Hwang et al., 2013; O'Hara et al., 2019).

ج. لم يتطرق النموذج سواء بالنص أو التلميح إلى نسبة هيكل الملكية المتاحة للتداول العام " حرة التداول - المعمومة ". إذ تعد تلك النسبة من المتغيرات الهامة والتي لا يمكن تحييدها عند تناول سلوك سعر السهم. ربما لا تكون تلك القضية من الظواهر في البورصة الأمريكية ولكنها متواجدة وبقوة بخاصة في الأسواق المالية الناشئة Emerging Markets ، وتتواجد بقوة في بورصة الأوراق المصرية (Pan and Misra, 2021) .

د. من الصعوبة في الكثير من البورصات المالية توفير المدخلات المعلوماتية للنموذج. والدليل على ذلك أن الدراسات التجريبية التي تبنت النموذج وطبقته أتخذت من السوق الأمريكي مجالاً للتطبيق. إذ أنه من متطلبات النموذج الأساسية على سبيل المثال الفترة الفاصلة بين الأوامر البيعية بعضها البعض ، وكذلك بين الأوامر الشرائية بعضها البعض كذلك. ولعل تلك المدخلات المعلوماتية تحديداً سبباً في انحصار تطبيق النموذج على السوق الأمريكي منفرداً (Chung et al., 1995; Coller an Yohn, 1997; Ferriera et al., 2011).

هـ. لم يشتمل النموذج على ما يعكس رؤية اللاعبين الرئيسيين في البورصات المالية وبخاصة الوسطاء الماليين " السماسرة ومخطوطو محافظ الاستثمار " والمحللين الماليين من معدي التنبؤات المالية. إذ أنه على الرغم من تطرق النموذج لتلك الأطراف في التأسيس التنظيري للنموذج إلا أن تلك الرؤية التنظيرية لم تنعكس في البناء الرياضي للنموذج (O'Hara, 2015; Pan and Misra, 2021).

و. لا يتسق النموذج مع التطور الكبير الذي طرأ على علوم الحاسب. إذ أصبحت عمليات التداول في البورصات المالية وبخاصة الرئيسية منها تتم بسرعات فائقة وبذلك الصورة ربما كان هذا النموذج مناسباً لحقبته التاريخية ، ولكن لا يعد ملائماً في بيئة تهيمن عليها تكنولوجيا المعلومات هيمنة تامة (O'Hara, 2015; O'Hara et al., 2019).

### النموذج الثاني: نموذج احتمالية التداول المستنير لـ (Easley, Hvidkjaer, and O'Hara, 2002)

تعد الجهود البحثية لكل من Easley and O'Hara من الجهود الرائدة في مجال قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. إذ بدأت تلك الجهود في العام ١٩٨٧م وكان آخرها في العام ٢٠١٢م (Easley and O'Hara, 1987; Easley et al., 1997a; 1997b; 2002; 2008; 2012) ، وقد كان كل من Easley and O'Hara شريكين أساسيين في تلك الجهود . وتنتمي تلك الجهود بصفة عامة إلى تقدير عدم التماثل المعلوماتي من خلال ما يعرف بآلية: احتمالية التداول المستنير (Probability of Informed Trading (PIN) ، والتي تقوم على الفصل بين عمليات التداول المؤسسة على حيازة معلومات خاصة ذات وزن معرفي ، وعمليات

التداول غير المؤسسة على تلك الحيازة ولكنها تستند في الأساس على تحقيق العوائد السريعة أو ما يعرف بأغراض السيولة Liquidity Purpose ، ولم تتناول الكتابات التمويلية عن المؤسس الأول لتلك المنهجية ، والتي شهدت تيار موسع من الجهود البحثية والآليات المقترحة. ومع ذلك تظهر دراسة (Easley and O'Hara (1987 بوصفها الدراسة الأولى التي اقترحت منهجية تجريبية متكاملة مؤسسة على أساس تنظيري رصين لتقدير معدل التداول المستتير .

استندت الجهود البحثية التالية على الرؤية المعيارية الواردة بدراسة Easley and O'Hara (1987) ومشتقها التجريبي الوارد بدراسة (Easley et al. (2002 في إبتكار واقتراح آليات متنوعة لقياس وتقييم معدل التداول المستتير. ومن ذلك على سبيل المثال (Aslan et al. (2011 والذي اقترح آلية PPIN ، و (Easley et al. (2012 والذي اقترح آلية VPIN ، و (Chang et al. (2014 والذي اقترح آلية DPIN ، و (Gan et al. (2015 والذي اقترح آلية CPIN ، وجميعها آليات استندت وبلا استثناء على رؤية Easley and O'Hara سواء المعيارية أو التجريبية.

يستند هذا العرض على النموذج التجريبي الوارد بدراسة (Easley et al. (2002 وهو تطوير تجريبي للنموذج المعياري الوارد بدراسة كل من (Easley and O'Hara (1987 ، والذي يأخذ الصورة القياسية التالية:

$$PIN = \frac{\alpha\mu}{\alpha\mu + \varepsilon_s + \varepsilon_b}$$

حيث:

$PIN$ : معدل التداول المستتير .

$\alpha$ : احتمال توافر معلومات خاصة عن حدث معين .

$\mu$ : معدل أوامر البيع أو الشراء الصادرة من الأطراف المستتيرة.

$\alpha\mu$ : الاحتمال المرجح لعمليات التداول المؤسسة على معلومات خاصة ويتم الحصول عليه من خلال ضرب احتمال توافر معلومات خاصة لأطراف محددة في البورصة في معدل وصول تلك المعلومات إلى تلك الأطراف " الأطراف المستتيرة " .

$\varepsilon_s$ : معدل أوامر البيع الصادرة من الأطراف غير المستتيرة .

$\varepsilon_b$ : معدل أوامر الشراء الصادرة من الأطراف غير المستتيرة.

(يقوم البعض بالدمج بينهما من خلال المعامل  $2\epsilon_{sb}$  للتعبير عن البائعين والمشتريين غير المستثمرين معاً وعلى افتراض أنه في ظل حالة التوازن التام فإن عدد أوامر البيع سوف يساوي عدد أوامر الشراء)

وبتلك الصورة فإن معدل التداول المستتير هو معدل حجم التداول بيعاً وشراءً والمنسوب إلى حائزي المعلومات الخاصة إلى حجم التداول الإجمالي المنسوب إلى كل من حائزي المعلومات الخاصة وغير حائزي المعلومات الخاصة. وبتلك الصورة فإن الهدف الرئيسي من النموذج تقدير معدل حجم التداول المستند على حيافة معلومات خاصة ، ويسعى بصورة أساسية إلى تحقيق عوائد غير عادية على الأسهم نتيجة لحيافة تلك المعلومات. وبتلك الكيفية فإن معدل التداول المستتير هو نسبة حجم التداول المستتير إلى حجم التداول الإجمالي " المستتير وغير المستتير . والنموذج الموضح لا تعكس معادلته القياسية مستوى تعقيدهات الإجرائية ومدخلاته المعلوماتية. إذ يتبع النموذج توزيع بواسون Poisson الاحتمالي ، وذلك وفق المعادلة القياسية التالية:

$$L(\theta|B,S) = (1 - \alpha) e^{-\epsilon_b} \frac{\epsilon_b^B}{B!} e^{-\epsilon_s} \frac{\epsilon_s^S}{S!} \\ + \alpha \delta e^{-\epsilon_b} \frac{\epsilon_b^B}{B!} e^{-(\mu + \epsilon_s)} \frac{(\mu + \epsilon_s)^S}{S!} \\ + \alpha (1 - \delta) e^{-(\mu + \epsilon_b)} \frac{(\mu + \epsilon_b)^B}{B!} e^{-\epsilon_s} \frac{\epsilon_s^S}{S!},$$

وتمثل المعادلة السابقة حجم تداول الورقة المالية خلال فترة محددة من الزمن " يوم تداول واحد فقط " وذلك وفق الاحتمال الأكثر ترجيحاً " يوم تداول واحد فقط " ، والمعادلة السابقة مقسمة إلى ثلاث مكونات رئيسية ويفصل بينها الإشارة + ، وتفصيلات تلك المكونات على النحو التالي وذلك وفق السطور الثلاثة من الأعلى إلى الأدنى:

يوضح المكون الأول حجم التداول المرجح وذلك في ظل احتمالية عدم وصول معلومات جديدة إلى متداولي الورقة المالية ، والاحتمال هنا هو  $1 - \alpha$  ، وتمثل B عدد أوامر الشراء الكلية في يوم التداول ، بينما تمثل S عدد أوامر البيع الكلية في اليوم ، وتمثل  $\epsilon_b^B$  عدد أوامر الشراء الصادرة من

المتداولين من غير حائزي المعلومات الخاصة ، بينما يمثل المقدار  $\varepsilon_S^S$  عدد أوامر البيع الصادرة من المتداولين من غير حائزي المعلومات الخاصة ، بينما يمثل المقدار  $e$  مقدار أوامر البيع الثابت ويساوي ٢٠٧١٨٢٨ .

ويوضح المكون الثاني حجم التداول المرجح وذلك في ظل احتمالية وصول معلومات جديدة إلى السوق وتصنيف تلك المعلومات بأنها غير سارة ، والاحتمال المقدر في تلك الحالة  $\delta\alpha$  ، وفي تلك الحالة يزيد الوزن النسبي لأوامر البيع في بداية يوم التداول من خلال حائزي المعلومات الخاصة  $\mu$  ، ويتبعهم وعلى مدار اليوم المتداولين من غير حائزي المعلومات الخاصة  $\varepsilon_S^S$  ، ويفترض النموذج أن حائزي المعلومات الخاصة سيتخذون قرار واحد فقط بالبيع ، وبغض النظر عن النموذج القراري المعتمد عليه .

بينما يوضح المكون الثالث حجم التداول مع احتمالية وصول معلومات سارة إلى بعض المتعاملين في بورصة الأوراق المالية ، وذلك وفق الاحتمال المرجح  $\alpha(1 - \delta)$  ، وفي تلك الحالة يزيد الوزن النسبي لأوامر الشراء في بداية يوم التداول ، وذلك من خلال حائزي المعلومات الخاصة  $\mu$  ، ويتبعهم وعلى مدار اليوم المتداولين من غير حائزي المعلومات الخاصة  $\varepsilon_B^B$  ، ويفترض النموذج أن حائزي المعلومات الخاصة سيتخذون قرار واحد فقط بالشراء ، وبغض النظر عن النموذج القراري المعتمد عليه .

والنموذج بتلك الكيفية يفترض أن حائزي المعلومات الخاصة سيكون أمامهم بديلين. يتحدد البديل الأول إما البيع أو الشراء بحسب نوعية المعلومات الخاصة التي يستحوذون عليها (غير سارة / سارة " ، ويتحدد البديل الثاني في الاحتفاظ بالأوراق المالية دون الدخول في عمليات تداول بيع أو شراء ، ويقوم التطبيق البرمجي R-Finance بالفصل بين أوامر البيع والشراء المؤسسة على حياة معلومات خاصة وغير المؤسسة على ذلك ، ويتم ذلك وفق السلوك الفعلي لأوامر التداول بيعاً وشراءً ، ولا تقوم التطبيقات الإحصائية بهذا النوع من الفصل الاحتمالي ، والذي يأخذ عنصر الوقت الفاصل بين الأوامر كقيد أساسي في الحساب ، كما أن تلك التطبيقات الإحصائية يصعب عليها التعامل مع هذا الكم الضخم من المعلومات متسارعة التكرار خلال نطاق زمني محدود للغاية .

يتم الحصول على المعلمات الرئيسية للنموذج من خلال النموذج الاحتمالي التالي:

$$V = L(\theta|M) = \prod_{i=1}^I L(\theta|B_i, S_i),$$

ويمكن هذا النموذج من الحصول على المعلمات  $\mu$  و  $\delta$  و  $\alpha$  و  $\varepsilon_s$  و  $\varepsilon_b$  وبالقدر الذي يمكن من حساب معدل التداول المستتير.

وقد تعرض نموذج معدل التداول المستتير للعديد من الانتقادات (e.g., Aktas et al., 2007; Duatre and Young, 2009; Lin and Ke, 2011; Okay et al., 2012; Hwang et al., 2013, Petchey et al., 2016). والمحددة في:

أ. الفترات الزمنية الطويلة اللازمة لتتبع سلوك حجم التداول تعد من المتطلبات الأساسية لهذا النموذج وذلك للحد من عناصر التشويش والتحيز، وبالتالي فإن النموذج قد لا يصلح في إجراء دراسات الحدث، ومثال ذلك على سبيل المثال تأثير نشر التقارير المالية على حجم التداول في نقطة زمنية محددة، ربما قد يؤدي ذلك إلى نتائج قد تبدو موضوعية، ولكنها نتائج متحيزة ولا تصلح للاستدلال العلمي (Hwang et al. 2013; Petchey et al., 2016).

ب. لا يتناسب النموذج من المنظور الرياضي مع الشركات المتميزة بحجم التداول العالي بطبيعته. فتقلبات حجم التداول اليومية والفروقات بين عمليات الشراء والبيع قد لا تعكس حيازة معلومات خاصة، ولكنها قد تكون سمة متأصلة في تداولات هذا النوع من الشركات، ويضاف لذلك أن عمليات التداول المكثفة في تلك الشركات تضيف الكثير من عناصر التشويش على النموذج، كما تضيف عقبات من المنظور الرياضي. إذ تعوق التطوير الرياضي غير المتحيز لدالة الاحتمال الرئيسية في النموذج. وعليه فالنموذج يتناسب مع الأوراق المالية محدودة أو متوسطة التداول بينما قد لا يكون فعالاً في الأوراق المالية كثيفة التداول (Aktas et al., 2007; Lin and Ke, 2011; Okay et al., 2012).

ج. يوجه للنموذج ذات الانتقاد الموجه لكافة نماذج تقدير عدم التماثل المعلوماتي والقائمة على الفصل بين حجم التداول المؤسس على حيازة معلومات خاصة، وحجم التداول غير المؤسس على ذلك. إذ أن التغيرات غير العادية في حجم التداول ليست بالشرط أن تعود إلى حيازة معلومات خاصة. وربما عادت في جزء منها إلى أغراض السيولة وجنى العوائد

السريعة من الحركات اليومية المتتالية وبخاصة من جانب المتعاملين اللذين يستحذون على أوراق مالية ذات وزن نسبي (Hwang et al., 2013).

د. لا يتمتع النموذج بالصلاحية الكافية في حالة الشركات كبيرة الحجم ، وذلك لأن تلك الشركات نظراً لعملية التركيز المكثف عليها من قبل المحللين الماليين قد لا يتوافر عنها معلومات خاصة. إذ أن كافة المعلومات المتوافرة عنها لا تتمتع بالخصوصية حيث يهتم بها شريحة عريضة من المتعاملين في البورصة ، ولذلك فإن التغيرات غير العادية في حجم التداول بتلك الشركات سيقوم النموذج بتصنيفها على أنها لحيازة معلومات خاصة مع أنه وفي الحقيقة لا تتوافر معلومات عن تلك الشركات يمكن توصيفها بالخصوصية. ولا يقتصر هذا الانتقاد على هذا النموذج منفرداً. بل يمتد ليشمل كافة نماذج عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Duatre and Young, 2009; Petchey et al., 2016).

بالإضافة إلى النموذجين السابقين قامت بعض الجهود البحثية التجريبية بإقتراح العديد من النماذج البديلة ذات المتطلبات المعلوماتية الأقل تعقيداً مقارنة بالنموذجين السابق عرضهما ، وذلك لأغراض قياس عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، ويشتمل العرض التالي على بعض من تلك النماذج:

تم الاستناد بصورة ملحوظة على نموذج معدل السعر المؤثر أو الفعال Percentage of Price Impact وذلك للتعبير الكمي عن حالة الاختيار العكسي والعاكسة لمستوى عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، والذي ينسب بحثياً إلى (Huang and Stoll (1996 ، ويتم الاعتماد عليه في هيئة البورصة الأمريكية لتقييم جودة تنفيذ صفقات التداول (Bhattacharya et al. 2008) ، ويتم تقدير هذا المعدل من خلال الصورة القياسية التالية:

$$Percentage Price Impact = 2 * D_{it} + (V_{it} - Mid_{it}) / Mid_{it} * 100$$

حيث:

$D_{it}$ : عملية التداول الأولى في جلسة التداول محل التحليل ، وهو معامل ثنائي الإدخال يأخذ القيمة " واحد " إذا كانت عملية التداول شراءً ، ويأخذ القيمة " سالب واحد " إذا كانت عملية التداول بيعاً ، والإدخال الموجب بتلك الصورة يعكس الأخبار السارة ، بينما الإدخال السالب يعكس الأخبار غير السارة.

$V_{it}$ : سعر الورقة المالية في عملية التداول الأولى داخل جلسة التداول.

*Midit*: وسيط عروض أسعار الورقة المالية فيما يلي عملية التداول الأولى وذلك لكافة العروض التي تلت مرور ثلاثين دقيقة على الأقل من تنفيذ عملية التداول الأولى ، ويأخذ البعض وسيط عروض الأسعار ، ويأخذ البعض الآخر توقيت محدد داخل جلسة التداول. " من المعتاد الاستناد على العرض السعري المقدم في الرابعة عصراً على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية " ويتم الضرب في المقدار الثابت " ٢ " وذلك للتعبير عن ثنائي حالة عدم التماثل المعلوماتي والذي يضم كلاً من حائزي المعلومات الخاصة وغير حائزي تلك المعلومات. ويعكس المقدار الكبير للمعدل تواجد حالة من عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. وقد تم الاستناد وبكثافة بحثية ملحوظة على هذا المعدل وذلك من خلال العديد من الجهود التجريبية (e.g., Bessembinder and Kaufman, 1997; Stoll, 2000; Venkataraman, 2001; Bessembinder, 2003; Bhattacharya et al., 2008) ، كما تجدر الإشارة إلى أن هذا النموذج قد تم تبسيطه للغاية من خلال الجهود البحثية في بعض بيئات الأعمال بخلاف البيئة الأمريكية ، وبخاصة العربية منها. وذلك من خلال الحصول على مقدار الفرق بين أعلى سعر وأدنى سعر للورقة المالية داخل جلسة التداول محل التحليل ، وذلك لتقدير ما يعرف بالمدى السعري. وهو تبسيط جانبه الصواب ؛ وذلك لأنه أغفل سعر أول عملية تداول والعاكسة لسلوك حائزي المعلومات الخاصة. وترتب على ذلك إغفال تصنيف أول عملية تداول. إذ أن الشراء يعكس الأخبار الجيدة ، بينما البيع يعكس الأخبار غير الجيدة.

وخروجاً عن الإطار النماذجي لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي. ونظراً لتعقيدات المدخلات المعلوماتية اللازمة لها. ظهر تيار ملحوظ من الجهود البحثية التي تؤيد فكرة أنه في الحالات التي لا يمكن فيها توفير المدخلات المعلوماتية لنماذج قياس عدم التماثل المعلوماتي فإنه يمكن الاستناد على المؤشرات المالية المؤثرة فيه للتعبير عنه. إذ تعد الأكثر منطقية للتعبير عنه بصورة غير مباشرة وذلك في الحالة التي لا يتوافر بها قياسه على نحو مباشر نماذجي. إذ يرى البعض أن حجم الشركة على سبيل المثال يمكن الاستناد عليه لاستكشاف مستوى عدم التماثل المعلوماتي. إذ يتناسب حجم الشركة عكسياً مع عدم التماثل المعلوماتي. إذ يقل في الشركات الكبيرة في حين يتزايد تواجده في الشركات المتوسطة والصغيرة (e.g., Atiase, 1985; Diamond and Verrecchia, 1991).

وكذلك يمكن الاستناد على كل من عدد المحللين الماليين المتابعين للشركة ونسبة الملكية المؤسسية للتعبير عن عدم التماثل المعلوماتي. واعتبرت زيادة عدد المحللين الماليين المتابعين للشركة وكذلك زيادة معدل الملكية المؤسسية مؤشراً على تواجد عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Ayers and Freeman, 2001; Jiambalvo et al., 2002) ، كما استند البعض على الإنحراف المعياري لتنبؤات المحللين الماليين الخاصة بتقديرات الأرباح ، وذلك من خلال قسمة الإنحراف المعياري لتلك التنبؤات عن أربع شهور داخل الفترة المالية على سعر السهم في نهاية الفترة المالية ثم إضافة ٠.٠٠١ على المعدل الناتج. وارتفاع قيمة المعدل يعد دالاً على تواجد عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Jiang et al., 2005; Brown and Hellegeist, 2007).

ويضاف لذلك اعتبر البعض أن الرافعة المالية Financial Leverage تعد من المؤشرات المالية التي يمكن الاستناد عليها في تقدير عدم التماثل المعلوماتي. إذ أن توجه الرافعة المالية نحو الزيادة يدلل ضمناً على تواجد المزيد من عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Boot and Thakor, 1993) . كما استند البعض على معدل دوران القيمة السوقية ، وذلك من خلال قسمة متوسط القيمة السوقية للأسهم محل التداول خلال الفترة المالية على القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة المالية (e.g., Welker, 1995; Petersen and Plenborg, 2006).

كما استند البعض على العوائد غير العادية للأسهم (e.g., Purwanti and Kurniawan, 2013) ،

واستند تيار ملحوظ من الدراسات على مؤشرات لحظية لا تستند على مرجعيات علمية ذات موثوقية. ومن ذلك على سبيل المثال معادلة wang (2013) وتبعه في ذلك العديد من الجهود البحثية ذات الصلة في بيانات الأعمال العربية (على سبيل المثال: سمعان، ٢٠١٨: أبو العز وآخرون، ٢٠١٩) ، ويقوم بحساب معامل عدم التماثل المعلوماتي بالاستناد على العرض الأخير في جلسة التداول ، وذلك من خلال الفرق بين أدنى سعر مقبول من البائع Ask ، وأعلى سعر يقبل المشتري سداده نظير حيازة الورقة المالية Bid. ثم القسمة على متوسط السعرين ، وتجدر الإشارة إلى أن تلك المعادلة لا يوجد لها مرجعية في الكتابات التمويلية ، ولم يطرح مُبتكرها في بحثه أية مرجعية علمية لها ، ويمكن ملاحظة ذلك بكل يُسر عند الإطلاع على الصفحة السابعة والثلاثين من هذا البحث. وتجدر الإشارة إلى أن العرض الأخير لا يتم الإفصاح عنه في البورصات

العربية ، ومنها مصر ، ويتم الاستناد على البديل الأقرب لذلك ، وهو الفرق بين أعلى سعر وأدناه في جلسة التداول الواحدة.

كما استند البعض على مؤشر قسمة الانحراف المعياري لحجم التداول على متوسطه خلال فترة التحليل (Lof et al., 2019) . ويرى الباحث أن كافة المؤشرات السابقة لا تتناسب مع بيئة الأعمال المصرية ، وسماوات سوق الأوراق المالية به ، والذي تعد فيه سمة التسريبات المعلوماتية خاصة أساسية لا يمكن الإدعاء بغياب تأثيرها. ويضاف لذلك أن بعض المؤشرات اللحظية لا يوجد لها مرجعية علمية رصينة في الكتابات التمويلية ، ولكن تم اقتراحها كنوع من التيسير العلمي غير المنضبط لتناول ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي.

وعلى نحو عام استند تيار موسع من الجهود المحاسبية وبخاصة التي تناولت بيانات أعمال غير الأمريكية على آلية Bid-Ask Spread وهو مؤشر يتم الإفصاح عنه في الكثير من البورصات المالية خارج النطاق الأمريكي والأوروبي ويأتي في مقدمة تلك البورصات: بورصة جاكارتا ، وبورصة نيودلهي ، وبورصة طهران (e.g., Sheri et al., 2016; Suharsono et al., 2020).

### القسم الرابع: الأدبيات ذات الصلة بأثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة على عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين وتطوير فرضي البحث الرئيسيين:

تعد دراسة العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين من المجالات الحيوية للغاية والتي تعكس قدر كبير من العلاقة الوثيقة بين علم التمويل وعلم المحاسبة. إذ لم تقتصر الكتابات الأكاديمية في تلك القضية البحثية الحيوية على الباحثين في المجال المحاسبي بل شهدت تيار مكثف من الجهود البحثية سواء التمويلية أو المحاسبية. ولما كانت الجهود التمويلية في مجال قياس وتقييم ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين تستند وبصورة أصيلة على سلوك حجم التداول في التعبير عن تلك الحالة - وذلك كما سبق بيانه في القسم الثالث من أقسام هذا البحث - وعليه ، فإن دراسة وتحليل العلاقة هي في جوهرها بيان ديناميكية الترابط بين واقعة نشر التقارير المالية وسلوك حجم التداول.

وقد شهدت تلك العلاقة تيار مكثف من الجهود البحثية وذلك منذ عقد الستينيات وحتى تاريخه ، فهي ليست بالقديم المهجور ، وليست بالجديد المستحدث ، ولكنها دوماً محلاً للجدل العلمي والتباحث والتطوير البحثي ، وذلك من خلال استحداث منهجيات وآليات تحليلية تكون قادرة على تحليل تلك العلاقة على نحو موضوعي.

إن تتبع سلوك حجم التداول الكلي وتحليله كان وما زال محلاً للجهود البحثية ، وبخاصة تتبع هذا السلوك قبل وبعد الأحداث المجدولة Schedule Events . والمثال الأوضح لذلك توقيت نشر التقارير المالية. إذ توصل العديد من الجهود البحثية إلى ما يؤيد أن حجم التداول ينخفض قبل نشر التقارير المالية ، ثم يعاود سلوكه المعتاد بعد نشر تلك التقارير إذ ما كنت التقارير المالية تتسق مع تنبؤات المحللين الماليين ، أي أن تلك التقارير لا تحمل أخبار جديدة سواء سارة أو غير سارة. فإذا ما حملت التقارير المنشورة أخبار سارة فإن ذلك سيكون مصحوباً بالمزيد من أوامر الشراء ، بينما إن حملت أخبار غير سارة فإن المزيد من التوجه سيكون نحو المزيد من أوامر البيع .

وعلى ذلك فإن ظاهرة الاختيار العكسي Adverse Selection تكون متواجدة وبقوة قبل نشر التقارير المالية ، وهي تجعل الشريحة العريضة من المتعاملين في البورصة من غير حائزي المعلومات الخاصة يفضلون عدم التداول حتى تتضح حقيقة الأمور من خلال نشر التقارير المالية. وتوجه شريحة محددة من المتعاملين نحو البيع أو الشراء في تلك المرحلة السابقة على نشر التقارير المالية قد لا يقدم المبررات الكافية لغير حائزي المعلومات الخاصة للسير على نفس النهج (e.g., Foster and Viswanathan, 1990; 1993; Chae, 2005; Chi, 2009) . ويتناول العرض التالي تفصيلاً لتلك التوجهات العامة بشأن رد فعل حجم التداول لنشر التقارير المالية. واستناداً على بعض من الدراسات ذات الريادة في هذا المجال.

تعد دراسة Beaver (1968) من أوائل الدراسات التجريبية التي تناولت تأثير نشر التقارير المالية على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول ، ربما لم تتناول الأثر المباشر على عدم التماثل المعلوماتي ولكنها ضمناً تناولت هذا الأثر ، وذلك من خلال تتبع تأثير نشر التقارير المالية على كل من حجم التداول وعوائد الأسهم وذلك من خلال التعبير عن تلك العوائد من خلال مربع بواقي السلوك الزمني لتلك البواقي خلال فترة التحليل. وذلك بالتطبيق على مائة وثلاثة وأربعين شركة مقيدة بالبورصة الأمريكية وبالاستناد على خمسمائة وست مشاهدة. وذلك في إطار منهجية تتبع يومية لكل من حجم التداول وعوائد الأسهم عن سبعة عشر أسبوع ، مقسمة إلى ثمانية أسابيع قبل

النشر ، وأسبوع النشر ، وثمانية أسابيع تالية لأسبوع النشر . وتعد تلك الفكرة التجريبية من الأفكار الخلاقة في تلك المرحلة التاريخية وقد فتحت الطريق تالياً لنتيار موسع من الجهود البحثية ذات الصلة. وتوصل إلى أن نشر التقارير المالية قد أدى إلى زيادة أسعار الأسهم بواقع ٦٧% مقارنة بأسعارها قبل النشر ، وكذلك زيادة حجم التداول بواقع ٣٣% ، وبالشكل الذي يقدم الدليل على أن رد فعل الأسعار لنشر التقارير المالية يفوق رد فعل حجم التداول سواء في سرعة التغير أو معد التغير. كما يقدم ذلك الدليل على أن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية يساهم في الحد من عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين والدليل على ذلك التغير الجوهري في أوامر بيع وشراء الأسهم سواء في يوم النشر أو الأيام الخمسة التالية له. وقد فتح هذا العمل البحثي الرائد الباب لنتيار مكثف من الجهود البحثية التالية والتي تتناول تأثير المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة على سلوك أسعار الأسهم وحجم التداول وعدم التماثل المعلوماتي.

كما ظهر في تلك المراحل المبكرة من الإهتمام بدراسة وتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وعدم التماثل المعلوماتي العمل الرائد لكل من (Ball and Brown (1968 والذي تناول تأثير نشر التقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وذلك بالتطبيق على مائتين وواحد وستين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة الأمريكية وذلك خلال الفترة ١٩٥٧-١٩٦٥ م ، وذلك بالاعتماد على ألفين وثلاثمائة وأربعين مشاهدة تحليلية. واختبرت الدراسة أثر الإفصاح عن ثلاثة مؤشرات للربحية فقط: أخطاء التنبؤ ذات الصلة بصافي الدخل ، وأخطاء التنبؤ ذات الصلة بمعدل ربحية السهم ، ومعدل ربحية السهم وذلك على معدل عوائد الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن الأثر يتحدد بحسب مقدار المفاجأة الذي تحمله مؤشرات الربحية. فإن سارت تلك المؤشرات مع التوقعات المسبقة فإن ذلك لا يؤثر على عوائد الأسهم فيما يلي نشر التقارير المالية. بينما إذا اشتملت مؤشرات الربحية على مفاجآت وسواء احتوت تلك المفاجآت على أخبار سارة / غير سارة فإن ذلك يؤثر بصورة جوهريّة على عوائد الأسهم. وتقدم الدراسة رؤية استباقية مبكرة حول طبيعة العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي. وتتحدد تلك العلاقة بمقدار التوافق بين محتويات التقارير المالية وتوقعات متلقي تلك التقارير المسبقة. فإن سارت تلك المحتويات مع التوقعات ذات الصلة فإن ذلك سيخفض بصورة ملحوظة من مساحة عدم التماثل المعلوماتي. والعكس صحيح كذلك.

وعلى نفس الخُطى البحثي تناولت دراسة (Kiger 1972) أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية الربع سنوية ، وذلك من خلال تتبع سلوك حجم التداول على مدار ثمانية أيام تتضمن خمسة أيام سابقة على نشر التقارير المالية ، ويوم النشر ، ويومين بعد النشر ، وتوصلت الدراسة إلى أن حجم التداول قد زاد بمعدل ٥٠% مقارنة بالفترة السابقة على النشر ، وبما يقدم الدليل على أن رد فعل السوق للتقارير المالية ربع السنوية قد يفوق التقارير السنوية. وبالقدر الذي يعكس الدور الحيوي الذي يمكن أن تقوم به التقارير المالية الربع سنوية في الحد من عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وفي إطار ذات النهج البحثي. تناولت دراسة (Morse 1981) أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية الربع سنوية على كل من حجم التداول وأسعار الأسهم ، وذلك من خلال تتبع حجم التداول على مدار خمسة أيام ، وتتضمن اليوم السابق على نشر التقارير المالية ، ويوم النشر ، والأيام الثلاثة التالية له. وكذلك تتبع أسعار الأسهم على مدار ثلاثة أيام ، وتتضمن اليوم السابق للنشر ، ويوم النشر ، واليوم التالي للنشر. وتوصل Morse إلى ذات النتائج السابق التوصل إليها من خلال Beaver. وذلك فيما يتعلق بالتأثير الإيجابي لنشر التقارير المالية سواء على حجم التداول أو أسعار الأسهم. وكذلك تأثر أسعار الأسهم بدرجة متسارعة تفوق حجم التداول. وبما يعني أن معدل استجابة أسعار الأسهم تفوق معدل استجابة حجم التداول نتيجة لنشر التقارير المالية ، وبما يقدم الدليل على أن أسعار الأسهم أكثر مرونة من حجم التداول ، كما توصلت الدراسة إلى أن اليوم السابق على النشر واليوم التالي له يعد الأعلى من حيث حجم التداول.

تعد دراسة (Kyle 1985) من أوائل الدراسات التي تناولت بالشرح والتفسير الدقيق لسلوك حجم التداول ذات الصلة بنشر التقارير المالية على نحو خاص والأحداث المالية المجدولة على نحو عام مثل عمليات الاندماج ، وقد أسس لرؤية علمية متكاملة لهذا السلوك. إذ يرى أن حجم التداول يأخذ في التناقص خلال الأسابيع السابقة على نشر التقارير المالية ، وبخاصة الأسابيع الثلاثة السابقة على ذلك وصولاً إلى أدنى معدلاته خلال الأسبوع السابق على النشر مباشرة.

ووفق رؤية Kyle يتحدد سلوك حجم التداول يوم النشر وما يليه من أيام بحسب المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة. من حيث نوعية المعلومات التي تحملها - سارة / غير سارة ، فإن كانت سارة فإن حجم التداول سيتجه نحو الزيادة بسبب المزيد من الأقبال على أوامر الشراء ، بينما إن كانت غير سارة فإن حجم التداول سيتحدد بحسب مرونة سعر السهم لقوى العرض والطلب.

إذ أن الرغبة في بيع السهم ستتزايد ولكن لا يمكن في تلك الحالة توقع سلوك المشترين. ويضع Kyle احتمالية لزيادة حجم التداول في الأسبوع السابق لنشر التقارير المالية ، وذلك في حالة استثنائية واحدة ؛ وتتحدد إذا ما كان سعر السهم غير من. وذلك إذا ما كانت التغيرات في قيمته غير جوهرية " سعر السهم مستقر " ومع ذلك نظل تلك الاحتمالية استثنائية للغاية ، ولا يمكن تعميمها على شريحة عريضة من الأوراق المالية بالسوق ، ولا تحدث مع الشركات كبيرة الحجم أو الشركات ذات التاريخ الطويل في السوق. وعلى نحو عام يرى Kyle أن عدم التماثل المعلوماتي يكون حاضراً وبقوة خلال أسبوع نشر التقارير المالية ويمكن الاستدلال عليه وبواقعية من خلال تتبع سلوك حجم التداول.

هذا وقد شدد Kyle على فئة من المتداولين في البورصة من اللاعبين الرئيسيين والذين يحددون وعلى نحو كبير رد فعل السوق للتقارير المالية المنشورة وهي الفئة التي تسعى لتحقيق التوازن في محافظهم الاستثمارية وذلك من خلال التنويع الآمن في تلك المحافظ. أو ما يعرف بالتداول لأغراض السيولة وسلوك تلك الفئة - وهي شريحة عريضة من المتداولين في البورصة - يؤدي إلى ظاهرة الإتجار بالمعلومات Trading on Information. إذ أن سعيهم الدائم نحو التنويع يؤدي إلى المزيد من الانتشار للمعلومات الخاصة ، في الوقت الذي من الوارد أن تكون تلك المعلومات في الحقيقة غير صحيحة. وبالقدر الذي قد يضيف المزيد من عناصر التشويش عقب نشر التقارير المالية ، وبما يدعم المزيد من عدم التماثل المعلوماتي في أسبوع نشر تلك التقارير . هذا وقد كانت جهود Linda S. Bamber وشركاؤها من الجهود المتميزة في مجال أثر نشر التقارير المالية على حجم التداول بوصفه المُعبر الأكثر واقعية عن عدم التماثل المعلوماتي (Bamber, 1987; Atias and Bamber, 1994; Bamber and Cheon, 1995; Bamber et al., 1997; Bamber et al., 2011 )

وقد بدأت تلك الجهود من خلال العمل المنفرد لـ Bamber والمنشور في العام ١٩٨٧م ، والذي تناول تأثير المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية الربع سنوية على حجم التداول ، وذلك من خلال تناول أثر كل من الأرباح غير العادية وحجم الشركة على حجم التداول. وتتحدد النتيجة العامة لتلك الدراسة في أن التقارير المالية الربع سنوية من شأنها تأكيد أو نفي المعلومات الخاصة التي يستحوذ عليها بعض الأطراف من ذوي المهنية مثل المحللين الماليين والوسطاء ، وعلى ذلك إن حملت تلك التقارير أخبار سارة تتعلق بالأرباح غير العادية فإن ذلك سيؤدي إلى اتجاه تزايد حجم التداول

فيما يلي عملية النشر. وعلى النقيض من ذلك إن حملت أخبار غير سارة فإن ذلك سوف يؤدي إلى تناقص في حجم التداول. ويتفق Bamber مع Kyle في كون أسبوع النشر هو الفترة الأكثر واقعية لاستشكاف عدم التماثل المعلوماتي.

ويتفق معه كذلك في أن سلوك أوامر الشراء أكثر مرونة من سلوك أوامر البيع. إذ أن الأخبار السارة تدفع إلى المزيد من عمليات الشراء ، بينما الأخبار غير السارة تستلزم الكثير من التروي لأن البعض قد يفضل البيع بينما يفضل البعض الآخر الانتظار. وقد شدد Bamber على أن مستوى إدراك متلقي التقارير المالية لمحتواها المعلوماتي يعد من المحددات الأساسية لسلوكه تالياً بيعاً أو شراءً. إذ أن حجم التداول ليس مجرد نتاج قوى العرض والطلب ولكنه نتاج نماذج قرارية وسمات شخصية تختلف من متلقي إلى آخر. وحتى على مستوى الأطراف ذوي المهنية والتخصص.

وقام Bamber بتكرار ذات الفكرة البحثية في عمله المشترك (Atias and Bamber (1994) ولكن في تلك المرة بالاستناد على التقارير المالية السنوية وليس الربع سنوية. وتوصل إلى نتائج تقرب بصورة كبيرة مع النتائج السابق التوصل إليها في عمله المنشور في العام ١٩٨٧م ، ولكنه وفي إطار المقارنة بين رد فعل السوق للتقارير المالية الربع سنوية والتقارير المالية السنوية أقر بأن التقارير المالية الربع سنوية أكثر تأثيراً في حجم التداول مقارنة بالتقارير السنوية. إذ أنه وحتى الوصول إلى نهاية السنة المالية فإن السوق يكون قد وصل بالفعل إلى مرحلة التشبع المعلوماتي. وإلى القدر الذي لن تضيف فيه التقارير السنوية إلا القليل من المعلومات للمتلقي المتخصص. ومع ظهور متميز لكل من مؤشرات الربحية ومؤشرات التدفقات النقدية كمتغيرات مُعبّرة عن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية. وبما يقدم الدليل على أن تلك المؤشرات ذات وزن نسبي في صناعة قرارات المتلقي.

وذاً الفكرة المؤسسية العامة لأفكار Bamber حول سلوك حجم التداول كرد فعل لنشر التقارير المالية تكرر من جديد من خلال عمله المشترك (Bamber and Cheon (1995) والذي قام فيه بقياس عدم التماثل المعلوماتي من خلال نمذجة متكاملة لإنحرافات تنبؤات المحللين الماليين ، وأقر بأن نشر التقارير المالية تؤدي إلى تصويب تلك الانحرافات وبالقدر الذي يؤدي إلى الحد من عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

بينما تناول في دراسته المنشورة في العام ١٩٩٧م (Bamber, Barron, and Stober, 1997) تأثير التفاوت في مستوى الإدراك المعلوماتي بين متلقي التقارير المالية " عدم الاتفاق

التزامني Disagreement Coincident " للأبعاد المتنوعة ذات الصلة بالمحتوى المعلوماتي لتلك التقارير. وأقر بأن تفاوت متلقي التقارير المالية في مستوى الإدراك يعد من المحددات الأساسية لسلوك حجم التداول. إذ أن رد فعل المتلقي الذي تتوافر لديه معلومات ذات خصوصية ويدرك معنويتها يكون أكثر سرعة من ذات المتلقي الذي تتوافر لديه نفس المعلومات ولكنه لا يدرك أهميتها ، وأيدت الدراسة ضرورة عدم الاقتصار على دراسة وتقييم مستوى عدم التماثل المعلوماتي من خلال آلية واحدة فقط والمحددة في حجم التداول ، ولكنه من المفضل المزيد من الاعتماد على الآليات الأخرى وبخاصة انحرافات تنبؤات المحللين الماليين ومستوى سيولة الورقة المالية وعمقها " مرونة سعر السهم " .

وقد أنهى Bamber جهوده ذات الصلة بأثر نشر التقارير المالية على حجم التداول من خلال عمله التطويري المشترك (Bamber, Barron, and Stevens, 2001) والذي اشتمل على رؤية تحليلية متعددة الأبعاد لتلك العلاقة. وتصنف تلك الدراسة بأنها دراسة مرجعية تصنف جهود السابقين وتقوم بتحليلها وصولاً إلى صياغة رؤية مستقبلية.

واتساقاً مع ذات أفكار Bamber وشركاؤه ؛ تؤيد دراسة Foster and Viswanathan (1990) وجهة النظر القائلة بأن انخفاض حجم التداول قبل نشر التقارير المالية مباشرة يعد من الأمور المتوقعة ، وذلك لأن المتداولين في البورصة من غير حائزي المعلومات الخاصة لا يميلون للمخاطرة في تلك الفترات المحاطة بالكثير من عناصر عدم التأكد ، وقد أضاف الباحثان في دراستهما المنشورة في العام ١٩٩٤ م حول استراتيجيات التداول ؛ أنه وقبل نشر التقارير المالية بعدة أسابيع يأخذ حجم التداول في الزيادة ، ثم يأخذ هذا السلوك في التناقص حتى قبل أسبوع النشر حيث يصل إلى أدنى معدلاته ، ثم يعاود الزيادة فيما يلي النشر ، وأن فرصة حائزي المعلومات الخاصة في قيادة السوق تزيد في الأسابيع الثلاثة السابقة على أسبوع النشر ، وكذلك بعد النشر مباشرة ، وتقل تلك الفرصة في الأسبوع السابق على عملية النشر مباشرة. وتم تأكيد ذات الرؤية في عمل الباحثين المشترك والمنشور في العام ١٩٩٣م. ومع التأكيد على دور حجم الشركة ومركزها التنافسي في التأثير على سلوك حجم التداول. وعلى نحو عام يقر Foster and Viswanathan بأن أسبوع نشر التقارير المالية هي الفترة الملائمة لاستكشاف عدم التماثل المعلوماتي ، والتي تبدأ من يوم النشر ولمدة خمس جلسات تداول تالية.

وتناولوا كل من (Kim and Verrecchia (1991;1994;1997) في إطار مجموعة من الجهود البحثية خلال عقد التسعينيات دراسة وتحليل رد فعل السوق للتقارير المالية المنشورة ، وبالتركيز على سلوك حجم التداول كمؤشر لمستوى عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. وأقرت تلك الجهود في مجملها بأن تأثير الأرقام المحاسبية المنشورة على حجم التداول في إطار نموذج التوقعات الرشيدة Rational Expectation Model يتحدد بحسب نسبة الغلبة لمدركي قيمة المعلومات الخاصة Precision of Private Information ، إذ أن متلقي التقارير المالية وقبل نشر التقارير المالية يتباينون فيما بينهم في حجم ونوعية المعلومات الخاصة التي لديهم قبل النشر ، ويتباينون كذلك في مستوى إدراكهم لقيمة تلك المعلومات.

وفي تلك الحالة إذا ما كانت الغلبة لحائزي المعلومات الخاصة ومدركي قيمتها فإن تلك الفئة سوف تتحرك ويصورة ملحوظة وتكتف من تداولاتها قبل نشر التقارير المالية. أما إن كانت الغلبة لحائزي المعلومات الخاصة من غير مدركي قيمتها فإن التداولات سوف تتأثر بصورة ملحوظة عقب نشر التقارير المالية ، وعلى ذلك فإن أثر نشر التقارير المالية على حجم التداول يتحدد بمقدار التفاعل الديناميكي الداخلي بين حائزي المعلومات الخاصة أنفسهم ، وبمقدار مستوى إدراكهم لقيمة المعلومات التي يستحذون عليها ، وفيما يتعلق بغير حائزي المعلومات الخاصة فإنهم وفي الغالب سيتبعون الإتجاه الغالب سواء قبل نشر التقارير المالية أو بعد نشرها. ويضاف لذلك أن التفاوت في مستوى إدراك قيمة المعلومات الخاصة يعد من المحركات الرئيسية لعدم التماثل المعلوماتي ، وعليه من المفضل تتبع عدم التماثل المعلوماتي في الأسبوع السابق على نشر التقارير المالية وأسبوع النشر. إذ يعتقد Kim and Verrecchia أن الأسبوع السابق على النشر قد يشتمل على سلوك غير معتاد في حجم التداول وبحسب الوزن النسبي لحائزي المعلومات الخاصة اللذين لديهم إدراك جيد لقيمة المعلومات التي يستحذون عليها. ويرى الباحثان كذلك أن حجم التداول يعد من المتغيرات الموضوعية المعبّرة عن عدم التماثل المعلوماتي ، ومع إمكانية الاستناد على انحرافات تنبؤات المحللين الماليين. ليس كأداة بديلة لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي ؛ ولكن كأداة تكميلية أو تأكيدية.

ووفق رؤية Kim and Verrecchia فإن نموذج التوقعات الرشيدة Rational Expectation Model لا يتوقف على الأسبوع السابق على نشر التقارير المالية ، ولكنه يمتد إلى أسبوع نشر التقارير المالية والأسبوع التالي لعملية النشر ، وذلك لأن متلقي التقارير المالية قد

يتباينون فيما بينهم في تفسير المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وهي الحالة المعروفة بالضوضاء التمييزية *Idiosyncratic Noise* ، وهي الحالة التي لا يتواجد إتيافاق بين منلقي التقارير المالية فيها على تفسير الرسائل الضمنية الواردة بالتقارير المالية *Signal* ، فقد تكون تلك الرسائل مؤكدة للتوقعات والرؤية الاستباقية للبعض ، بينما قد تكون نافية للبعض الآخر ، وذلك بحسب دقة المعلومات الخاصة السابق الاستحواذ عليها (e.g., Donto and Ronen, 1993).

وعلى ذلك ووفق رؤية *Kim and Verrecchia (1997)* فإن بعض المعلومات الخاصة قد لا يمكن الاستفادة منها إلا بصورة مقترنة *Conjunction* مع نشر التقارير المالية. وبخاصة وفي ظل رؤيتهما بأن تباين الرؤية الاستباقية والتوقعات فيما قبل نشر التقارير المالية ستعكس في المزيد من التباين في تفسير مضمون تلك التقارير بعد النشر ، بينما انخفاض تباين التوقعات قبل نشر التقارير سيولد المزيد من الضوضاء والتشويش عقب عملية النشر ، وفي ظل تلك الحالة من التباينات قد تتواجد شريحة من المتداولين الأكثر جرأة أو ما يطلق عليهم الأكثر تسامحاً مع المخاطر *Risk Tolerance* وتلك الفئة قد تتخذ قرارات بالبيع أو الشراء استناداً على المعلومات الخاصة وحتى قبل نشر التقارير المالية.

ويؤيد *Wang (1994)* تلك الرؤية الخاصة بسلوك حجم التداول التناقصي خلال الأسبوع أو الأسبوعين السابقين على نشر التقارير المالية ، ثم يعاود الزيادة خلال أسبوع نشر التقارير المالية ، ثم البدء في العودة إلى مستواه المعتاد بعد ذلك. وي طرح مبرر ذلك السلوك في أنه بحلول الأسبوع السابق لنشر التقارير المالية مباشرة يكون قدر كبير من المعلومات الخاصة قد تحول بالفعل إلى معلومات شائعة التداول ، وزيادة في ذلك فإن الأسبوع السابق على نشر التقارير المالية مباشرة قد لا يتضمن حياة أية معلومات خاصة ، ولذلك فإن هذا الأسبوع قد لا يكون موضوعياً كوحدة زمنية لاستكشاف عدم التماثل المعلوماتي ، وأن الفترة الأكثر موضوعية لاستكشاف ذلك هي الفترة الواقعة من يوم نشر التقارير المالية وحتى نهاية أسبوع النشر.

ويقدم *Levin (2001)* رؤية من زاوية مختلفة للعلاقة بين حجم التداول وعدم التماثل المعلوماتي. إذ يرى أن العلاقة تتحدد بحسب الطرف الأكثر حياة للمعلومات الخاصة. فعند حياة البائعين لتلك المعلومات سيغالون في أسعار ما يستحوذون عليه من أوراق مالية. ويقل حجم التداول بالتبعية لانخفاض حجم الطلب ، ثم يعاود حجم التداول إلى مستواه التوازني المعتاد بعد تحلي

البائعون عن رؤيتهم المغالى فيها. وعلى ذلك فإن حيازة البائعين للمعلومات الخاصة تخفض من حجم التداول. وعلى النقيض من ذلك إذا استحوذ المشترون على المعلومات الخاصة فإن إقبالهم على عمليات الشراء سيزداد وبالقدر الذي يؤدي إلى إتجاه حجم التداول نحو الزيادة. وعليه فإن استحواد المشتري على معلومات خاصة يزيد من حجم التداول. وعلى ذلك فإن سلوك حجم التداول يتحدد وبصورة كبيرة على أساس الطرف المستحوذ على المعلومات الخاصة. وبما يقدم دليل إضافي على موضوعية الاستناد على حجم التداول كمتغير تفسيري لعدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

ويؤيد (Easley et al. (2002 ذات الرؤية السابقة حول سلوك حجم التداول ، ويقدم مبرراً لها بأنه في حالة توافر أخبار سارة لدى حائزي المعلومات الخاصة نتيجة إدراكهم للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة ، فإن ذلك سوف يدعم توجههم نحو المزيد من عمليات الشراء للأوراق المالية ، وذلك النهج سوف يقنع البقية من غير حائزي المعلومات الخاصة نحو المزيد من عمليات الشراء كنوع من التبعية التزامنية لقادة السوق. ومع ذلك يرى Easley وشركاؤه في تلك الدراسة إلى أن الأمر ليس بهذا القدر من اليأس التنظيري ، وذلك للتفاوت المنطقي بين حائزي المعلومات الخاصة أنفسهم بشأن مستوى إدراكهم للأبعاد المتنوعة لتلك المعلومات. وهي ذات الفكرة التي تنطرق لها Bamber سابقاً. تأثير تفاوت مستوى الإدراك المعلوماتي بين حائزي المعلومات الخاصة ، وهي قضية تنظيرية من الصعب تناولها تجريبياً لارتباطها بتنوع النماذج القرارية التي يستند عليها متلقي التقارير المالية من ذوي التخصص ، ولا يتوقف الأمر على مجرد تنوع تلك النماذج ولكن على السمات الشخصية والسلوك الاستثماري الفردي لكل منهم ، فالبعض قد يميل لتنوع المحفظة الاستثمارية ليحتفظ بها آمنة وذلك كآلية وقائية من مخاطر السوق ، ويندرج ذلك ضمن أغراض السيولة Liquidity Purpose ، بينما يميل البعض الآخر إلى اقتناص الفرص وحصد المزيد من الأرباح من خلال المغامرة Return Purpose.

وتناول (Barron and Karpoff (2004 تأثير تكلفة التداول كمحرك رئيسي لحجم التداول من ناحية ، وحالة عدم التماثل المعلوماتي من ناحية أخرى. وتأثير ذلك على رد فعل السوق لنشر التقارير المالية. إذ توصل إلى أن إتجاه تكلفة التداول نحو الزيادة من شأنه أن يُخفض بالتالي من حجم التداول بيعاً وشراءً وبالقدر الذي يؤدي إلى افتقاد المعلومات الخاصة لأهميتها النسبية ، وبالتالي تخفيض حالة عدم التماثل المعلوماتي بين جموع المستثمرين. إذ تتجه قيمة المعلومات في

تلك الحالة نحو الانخفاض التدريجي. وعلى ذلك فإن رد فعل السوق للتقارير المالية المنشورة في ظل تكلفة تداول منخفضة أو مقبولة من قبل شريحة عريضة من المتداولين في البورصة سوف يفوق رد الفعل المماثل في حالة ارتفاع تكلفة التداول أو عدم رضاء شريحة عريضة من المتداولين عنها. ويرى الباحثان أن المعلومات قد تصل قيمتها إلى الصفر في حالة جنوح تكلفة التداول ووصولها إلى معدلات لا يرتضيها جموع المتداولين في السوق.

وفي إطار ذات السياق يؤيد (Chae (2005) فكرة أن المعلومات الخاصة لا تتمتع بخصوصيتها على مدار جلسة التداول الواحدة ، ولكنها تظهر في بداية جلسة التداول ، ثم تتحول بالتدريج إلى معلومات واسعة الانتشار بين جموع المستثمرين وتؤدي إلى توجه عام على مدار جلسة التداول ، وعليه فإن السلوك غير المعتاد لحجم التداول يتطلب المتابعة اليومية له وخلال فترات جزئية قصيرة. تنتمي لسلسلة زمنية طويلة. لأن السلوك غير المعتاد قد لا يظهر بوضوح في السلاسل الزمنية الطويلة ، بينما يظهر في الفترات الجزئية.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين السلوك غير المعتاد لحجم التداول ووجود عدم التماثل المعلوماتي. توصلت العديد من الدراسات إلى توفير الدليل التطبيقي على أن سلوك حجم التداول يعد من المقاييس الموضوعية لعدم التماثل المعلوماتي ، وأن الإتجاه التزايد لحجم التداول يكون مصحوباً ودرجة كبيرة بتواجد عدم التماثل المعلوماتي. إذ قامت بعض الدراسات بالربط بين إنحراف تنبؤات المحللين وحجم التداول ، وتوصلت إلى أن المزيد من الانحرافات يكون مصحوباً بالمزيد من عمليات التداول ، ولما كانت تلك الانحرافات إنعكاساً لعدم التماثل المعلوماتي ؛ فإن ذلك يعني ضمناً أن إنحراف حجم التداول عن المعتاد يعني تواجد حالة من عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Bamber, 1987; Kim and Verrecchia, 1991; 1994; 1997; Atiase and Bamber, 1994; Barron et al., 2005 )

وعلى النقيض من الرؤى السابقة ؛ تواجد تيار آخر من الدراسات يرى أن حجم التداول لا يعد من المقاييس الموضوعية أو حتى من المعلمات ذات الموثوقية التي يمكن الاستناد عليها في تقدير مستوى عدم التماثل المعلوماتي. إذ يرى (George et al. (1994) أن المتعاملين في البورصة ينقسمون إلى فئتين ، فئة تستحوذ على معلومات خاصة وتريد الاستفادة منها في تحقيق أكبر قدر ممكن من العوائد ، والفئة الثانية لا تستحوذ على تلك المعلومات الخاصة ، ولكنها تسعى إلى تحقيق التوازن الدائم في محافظهم الاستثمارية Portfolios والهدف الأساسي لتلك الفئة هي السيولة

Liquidation. وفي جميع الأحوال إذا ما كانت تكلفة التداول عالية " عمولة الوسطاء الماليين " فإن كل من الطرفين سيفضل عدم التداول حتى في تواجد المعلومات الخاصة لدى أحدهما . وفي تلك الحالة إذا ما تواجد أثر عكسي لتكلفة التداول على حجم التداول فإن حجم التداول في تلك الحالة لا يصلح للتعبير عن عدم التماثل المعلوماتي. لأن سلوك حجم التداول في تلك الحالة لن يتأثر بتواجد معلومات خاصة أو غيابها ؛ بينما إذا ما كانت تكلفة التداول منخفضة أو مقبولة من قبل شريحة عريضة من المتداولين فإن حجم التداول في تلك الحالة سيكون مُعبر بموضوعية عن حالة عدم التماثل المعلوماتي.

وقد تناول تيار مكثف من الدراسات أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك في إطار منهجية جودة الأرباح والمقدرة كمياً من خلال نماذج قياس وتقييم ممارسات إدارة الريج ، وذلك بالاستناد على آليات قياس متنوعة لعدم التماثل المعلوماتي جاء في مقدمتها احتمالية التداول المستتير PIN ، ومعدل السعر الفعال " المؤثر " Percentage Price Impact ، وكذلك الاستناد على آليات قياس متنوعة لقياس وتقييم ممارسات إدارة الريج والتي جاء في مقدمتها نموذج جونز المعدل ونموذج (2002) Dechow and Detchev ، ويعرض القسم التالي بعضاً من تلك الدراسات وذلك في إطار معيار الحادثة وموثوقية المجلة العلمية المنشور بها تلك الدراسات.

خروجاً عن سلوك حجم التداول كمُعبر عن عدم التماثل المعلوماتي. تناولت دراسة Bhattacharya et al. (2008) دراسة وتحليل أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي. وذلك في إطار منهجية تستند على مدخل جودة الأرباح المستند على قياس وتقييم ممارسات إدارة الريج للتعبير عن المحتوى المعلوماتي وذلك من خلال نموذج Dechow and Ditcher (2002) ، ومدخل الاختيار العكسي للتعبير عن عدم التماثل المعلوماتي في إطار نموذج معدل السعر المؤثر Percentage of Price Impact ، وذلك بالتطبيق على عينة موسعة من الشركات المقيدة ببورصتي نيويورك للأوراق المالية (NYSE: New York Stock

آيستند هذا النموذج على قدرة التعاقب الزمني للتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل ، والتغير في الإيرادات ، ومقدار الأصول الثابتة في تفسير تغيرات الاستحقاقات الكلية ، والانحراف المعياري لبواقي نموذج الانحدار يُستند عليه في تقدير مستوى تواجد ممارسات إدارة الريج. حيث يعكس الانحراف المعياري الكبير التواجد المكثف لتلك الممارسات وبالتالي انخفاض جودة الأرباح ، ويتم الاستناد على هذا النموذج بكثافة بحثية ملحوظة كمنهجية لقياس وتقييم جودة الأرباح على وجه التحديد ، وجودة التقارير المالية على نحو العموم.

(NASDAQ: National Association of Securities Dealers) Exchange) ، وذلك خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٦ م ، وبالإستناد على ١٤٣٨٩ مشاهدة تحليلية. وقد توصلت الدراسة إلى تواجد أثر عكسي لمستوى تواجد ممارسات إدارة الربح وعدم التماثل المعلوماتي وذلك فيما يسبق النشر ، وخلال فترة النشر. ويكون ذلك الأثر العكسي أكثر قوة خلال فترة النشر مقارنة بفترة ما قبل النشر. وبما يعني أن انخفاض جودة الأرباح يؤدي إلى زيادة حدة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين.

وفي إطار ذات النهج البحثي سارت العديد من الجهود البحثية وذلك من خلال تناول أثر جودة التقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي ، وبخاصة التي استندت على منهجية جودة الأرباح كمؤشر لتلك الجودة وفي إطار مدخل قياس وتقييم مستوى تواجد ممارسات إدارة الربح. إذ توصلت تلك الدراسات في نتائجها العامة إلى أن انخفاض تواجد ممارسات إدارة الربح وهو ما يعد مؤشراً على جودة الأرباح وبالتالي جودة التقارير المالية يؤدي إلى انخفاض حالة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، بينما تؤدي التقارير المالية الأقل جودة Poor Financial Reporting إلى زيادة حدة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين (e.g., Ajward and Takehara, 2011; Cerqueira and Pereira; 2013) ومع تواجد ملحوظ لنموذج Dechow and Dichev (2002) كنموذج ذا موثوقية في مجال استكشاف تلك الممارسات ، ومع تنوع ملحوظ في آليات القياس الكمي لعدم التماثل المعلوماتي والتي استندت في إطارها العام على نماذج متنوعة تمثل مشتقات لمنهجية الاختيار العكسي Adverse Selection والمستندة في غالبيتها على سلوك حجم التبادل وسلوك سعر السهم ومع تواجد ملحوظ لنموذج معدل السعر المؤثر أو الفعال كنموذج متوافرة في غالبية بيانات الأعمال المتطورة بخلاف البيئة الأمريكية.

وفي مشاهدة بحثية جاذبة للتحليل. توصلت دراسة (Ajward and Takehara 2011) إلى تواجد أثر طردي لجودة الأرباح على عدم التماثل المعلوماتي. إذ أن زيادة تلك الجودة من خلال انخفاض مستوى ممارسات إدارة الربح يؤدي إلى زيادة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ، وذلك في ظل القياس الكمي لتلك الممارسات وفق نموذج (Dechow and Dichev 2002) والخاص بالاستحقاقات الكلية ، ولم يقدم الباحث تفسيراً لتلك العلاقة غير المتسقة مع أدبيات العلاقة سوى التقلبات التي شهدتها بورصة طوكيو للأوراق المالية وذلك خلال الفترة محل التحليل.

ولعل ذلك ما يفسر استناده على نموذج ثاني لقياس وتقييم ممارسات إدارة الريج وهو نموذج CFO Modified Jones Model والخاص بالاستحقاقات غير العادية. وتوصل من خلاله إلى تواجد الأثر العكسي لتواجد تلك الممارسات وعدم التماثل المعلوماتي ، ولكنه أثر عكسي غير معنوي. وتتسق تلك النتيجة مع أدبيات العلاقة علمياً وليس إحصائياً. وقد استند الإطار التطبيقي للبحث على عدد من المشاهدات التحليلية بلغت للنموذج الأول ١٧٤٢٩ مشاهدة. في حين بلغت للنموذج الثاني ١٣٥٣٤ مشاهدة. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة ببورصة طوكيو للأوراق المالية. واستندت الدراسة في قياس عدم التماثل المعلوماتي على معدل التداول المستتير PIN . والدراسة بتلك الكيفية تجذب الانتباه نحو أفضلية قياس جودة الأرباح بأكثر من نموذج. لأن إحداها قد يؤدي إلى نتيجة تتسق مع أدبيات العلم والآخر يؤدي إلى خلاف ذلك.

وقد ظهر تيار ملحوظ من الجهود البحثية التي تناولت أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية استناداً على جودة الإفصاح المحاسبي سواء بشقيه الإجمالي والطوعي " الاختياري " Mandatory and Voluntry ، أو استناداً على شقه الطوعي " الاختياري فقط " وقد توصلت تلك الجهود في نتائجها العامة إلى تواجد أثر عكسي معنوي لجودة الإفصاح على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك بالاستناد على مقاييس محتوى " Scale " Index تستند في الأساس على منهجية تحليل المحتوى ، والتي يأتي في مقدمتها مؤشر Standard and Poors for Transparency and Disclosure ، وكذلك مؤشر AIMR ، وكذلك بالاستناد على التصنيف المُعتمد الصادر من بعض البورصات المالية ، والذي يعطي نقاط ترجيحية للشركات المقيدة بالبورصة فيما يتعلق بجودة الإفصاح. ويتناول المحتوى العلمي التالي الإطار العام لتلك العلاقة.

تناول Botosan (1997) دراسة وتحليل أثر جودة الإفصاح المحاسبي على تكلفة رأس المال وبيان إنعكاسات ذلك الأثر على عدم التماثل المعلوماتي. وذلك من خلال دراسة وتحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الطوعي وتكلفة رأس المال بالتطبيق على ١٢٢ شركة من الشركات الصناعية الأمريكية خلال فترة واحدة فقط وهي العام ١٩٩٠ ، وذلك من خلال تقسيم الشركات إلى فئتين. تشتمل الفئة الأولى على الشركات التي يتابعها عدد منخفض من المحللين الماليين. بينما اشتملت الفئة الثانية على الشركات التي يتابعها عدد كبير من المحللين الماليين. وقد انتهت الدراسة إلى وجود أثر عكسي لمستوى الإفصاح الطوعي على تكلفة رأس المال في الفئة الأولى. بينما لم يستدل على ذلك الأثر في الفئة الثانية. وعلى ذلك فجودة الإفصاح الطوعي تؤثر عكسياً على عدم التماثل

المعلوماتي في الفئة الأولى ، بينما لم يتم توفير الدليل على ذلك في الحالة الثانية. وتفسير ذلك أنه وفي الحالة الثانية فإن تزايد أعداد المحللين الماليين اللذين يقومون بتغطية أخبار الشركة تؤدي إلى المزيد من عدم التماثل المعلوماتي بين جموع المستثمرين. ولم تشمل الدراسة على نمذجة لعدم التماثل المعلوماتي ولكن تم تناول التأثير في الشق التطويري من الدراسة.

وتناولوا كل من (Brown and Hillegeist (2007) دراسة وتحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي في الأجل الطويل ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي ذو دلالة معنوية لجودة الإفصاح على عدم التماثل المعلوماتي في الأجل الطويل ، وقد استند التفسير على الدور الذي يمكن أن يقوم به هذا الإفصاح في تغيير محفزات التداول بالنسبة للمستثمرين ، وبالقدر الذي يخفض من الدور الذي يمكن أن تقوم به حيازة المعلومات الخاصة ، ويضاف لذلك أن الإفصاح الجيد يوفر قاعدة معلوماتية جيدة ، كما تؤيد الدراسة العلاقة الطردية بين جودة الإفصاح وعدم التماثل المعلوماتي في الأجل القصير ، وذلك لأن الإفصاح الجيد يوفر قاعدة معلوماتية عريضة تُدعم التفسيرات الخاصة لتلك المعلومات ، وتتخفف قوة تلك العلاقة ومع استقرار مستوى الجودة إلى أن تتحول بمرور الوقت إلى علاقة عكسية. وقد استندت الدراسة في قياس الإفصاح على مؤشر AIMR: Association for Investment Management and Research وهو مؤشر ذا موثوقية كبيرة على مستوى الولايات المتحدة الأمريكية ، ويقوم بترتيب الشركات المقيدة في بورصتي الولايات المتحدة وفق عدد النقاط المرجحة التي تحصل عليها الشركة في إطار المؤشر. ويقوم بتقدير نقاطه المحللين الماليين الرئيسيين والمعتمدين من قبل هيئة البورصة الأمريكية. بينما استند قياس عدم التماثل المعلوماتي على معدل التداول المستدير PIN ، وذلك بالاستناد على ٢٢٠٤ مشاهدة تحليلية مستخرجة من ٤٢٣ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة الأمريكية خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٦م.

وتناولوا كل من (Purwanti and Kurniawan (2013) دراسة وتحليل أثر كل من ممارسات إدارة الربح وجودة الإفصاح المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك بالتطبيق على ٣٧ شركة من الشركات المقيدة ببورصة إندونيسيا للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١١م ، وقد توصلت الدراسة إلى عدم تواجد أثر معنوي لممارسات إدارة الربح. في حين تواجد أثر عكسي ذو دلالة معنوية لجودة الإفصاح. وتم التعبير الكمي عن جودة الإفصاح من خلال المؤشر الصادر

عن البورصة ، بينما تم التعبير عن ممارسات إدارة الربح باستحقاقات رأس المال العامل. في حين تم التعبير عن عدم التماثل المعلوماتي من خلال العوائد غير العادية للأسهم. وفي إطار ذات السياق. تناولت دراسة (Shiri et al. (2015 أثر كل من هيكل الملكية وجودة الإفصاح المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي بالتطبيق على مائة واثنين شركة من الشركات المقيدة ببورصة طهران للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠١٤م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد أثر طردي لمستوى تركيز الملكية وعدم تماثل المعلومات. في حين تواجد أثر عكسي ذو دلالة معنوية لجودة الإفصاح عليه. إذ يؤدي الإفصاح الجيد إلى الحد من عدم التماثل المعلوماتي. وقد استند قياس الإفصاح على بُعدي التزامن والموثوقية ، وذلك من خلال مؤشر الإفصاح الصادر عن إدارة البورصة. بينما استند قياس عدم التماثل المعلوماتي على Bid-Ask Spread وفي إطار لم تتضح تفصيلات قياسه.

وتناولت دراسة (Alves et al. (2015 أثر الإفصاح الطوعي على عدم التماثل المعلوماتي وذلك بالاستناد عن الإفصاحات ذات الصلة بالحوكمة وهيكل الملكية ، وذلك بالتطبيق على ٣٨ شركة برتغالية ، و ١٠٢ شركة إسبانية ، وذلك من الشركات المقيدة ببورصة Iberian Peninsula وذلك خلال فترة مالية واحدة فقط تقتصر على العام ٢٠٠٧م ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي ذو دلالة معنوية لجودة الإفصاح الطوعي عن ممارسات الحوكمة على عدم التماثل المعلوماتي. كما توصلت الدراسة إلى تزايد عدم التماثل المعلوماتي كلما تزايد تركيز هيكل الملكية. وقد استند التعبير الكمي عن جودة الإفصاح على مؤشر إفصاح من تطوير الباحث لتحليل محتوى التقارير المالية وقد اشتمل على ست أبعاد: الاستراتيجية ، والتسويق ، وإدارة المنافسة ، والمنتجات ، الأبعاد المستقبلية ، ورأس المال الفكري. في حين استند القياس الكمي لعدم التماثل المعلوماتي على مؤشرين: تحدد المؤشر الأول منهما في آلية Bid-Ask Spread بصورتها المبسطة وذلك بمقدار الفرق بين الحد الأدنى الذي يرتضيه البائعين والحد الأقصى الذي يرتضيه المشترين ولم يتضح بالبحث كيفية قياسه تفصيلاً ولعل ذلك يرجع في الأساس لأنه من مؤشرات البورصة التي يتم الإفصاح عنها وسابقة التجهيز ، بينما استند المؤشر الثاني على معدل دوران القيمة السوقية ويتم الحصول عليها بقسمة متوسط القيمة السوقية للأسهم المتداولة خلال العام على القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة المالية.

وتناول (Suharsono et al. (2020) أثر الإفصاح الطوعي على جودة التقارير المالية وذلك في إطار الدور المعدل لعدم التماثل المعلوماتي. وذلك بالتطبيق على ٢٢٥ شركة من الشركات المقيدة ببورصة جاكرتا-إندونيسيا للأوراق المالية. وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠١٨م ، وتوصلت الدراسة إلى تواجد أثر طردي ذو دلالة معنوية للإفصاح الطوعي على جودة التقارير المالية ، بينما في حالة دخول عدم التماثل المعلوماتي كمتغير مُعدل فإن ذلك يؤدي إلى إضعاف أثر الإفصاح الطوعي على جودة التقارير المالية ، ومع تواجد أثر عكسي ذو دلالة معنوية لعدم التماثل المعلوماتي على جودة تلك التقارير. إذ يؤدي تزايد عدم التماثل المعلوماتي إلى تناقص في جودة التقارير المالية. واستندت الدراسة في قياس جودة الإفصاح الطوعي على مؤشر الجودة الصادر عن البورصة الإندونيسية. بينما لم يتضح داخل البحث كيفية التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي.

وتناولوا كل من (Nguyen and Kimura (2023) دراسة وتحليل أثر خصائص الإفصاح على عدم التماثل المعلوماتي. وذلك بالتطبيق على ٧٥٨٨ مشاهدة تحليلية خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٤م ، وذلك من الشركات غير الأمريكية المقيدة ببورصة NSDAQ للأوراق المالية. وقد استندت خصائص الإفصاح بصورة أساسية على سمتين فقط من تلك الخصائص ، وتمثلت الخاصيتين في طول التقرير المالي مقاساً بعدد كلماته ، والقابلية للقراءة Readability ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي معنوي لطول التقرير المالي وعدم التماثل المعلوماتي. بينما لفتلبالمالية الأكثر تعقيداً إلى زيادة فجوة عدم التماثل المعلوماتي. وقد استند التعبير الكمي عن خصائص الإفصاح على حزمة التحليل النثري Perl Language ، بينما استند قياس عدم التماثل المعلوماتي على معدل التداول المستتير PIN .

لم يتوقف التعبير عن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على مؤشرات الربحية وجودة الأرباح وممارسات إدارة الريح ، ولكن ظهر تيار لا يمكن توصيفه بالمحدود من الدراسات الذي ركز على التحفظ المحاسبي كمتغير عن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية ، وذلك لدراسة وتحليل تأثيره في عدم التماثل المعلوماتي. وقد انتهى التيار الغالب من تلك الدراسات إلى وجود أثر عكسي للتحفظ المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي. إذ أن المزيد من التبني للسياسات والبدائل المحاسبية المتحفظة يؤدي إلى الحد من فجوة عدم التماثل المعلوماتي. وتستند تلك الدراسات على العديد من

التفسيرات لتأويل ذلك ، والتي يأتي في مقدمتها أن التحفظ المحاسبي يُدعم جودة التقارير المالية من خلال محركين رئيسيين. يتحدد المحور الأول منهما في دعم موثوقية التقارير المالية ، ويتحدد المحور الثاني في دعم قابلية تلك التقارير للمقارنة وبالقدر الذي يخفض من عدم التماثل المعلوماتي (e.g., Lu, 2012; Wang, 2013; Lara et al., 2014; Yassin et al., 2015; Ahmed and Ali, 2015; Isniawati et al., 2018; Shehata and Rashed, 2021 ) ، ويتناول القسم التالي بعضاً من تلك الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي.

تناول Lu (2012) دراسة وتحليل العلاقة أثر عدم التماثل المعلوماتي على التحفظ المحاسبي ، وذلك من خلال مخطط تحليلي يستند على نموذج (1997) Basu لقياس وتقييم التحفظ المحاسبي ومع دخول عدم التماثل المعلوماتي ليقوم بدور مزدوج عند تضمينه في النموذج. الدور الأول كمتغير مستقل إضافي مُعدل للعلاقة ، والدور الثاني كمتغير مُنظم تفاعلي. وذلك بالتطبيق على ألف وتسعمائة وأربع وخمسين شركة من الشركات التابعة لتسعة عشر دولة أوروبية وذلك خلال الفترة 2001-2010م ، وقد توصلت الدراسة إلى أنه وبعد تبني الاتحاد الأوروبي لتطبيق المعايير الجولية للإبلاغ المالي. فإن ذلك أدى إلى المزيد من الجدل بين المحللين الماليين واللاعبين الرئيسيين في البورصة حول جودة وإنعكاسات المحتوى المعلوماتي الوارد بالتقارير المالية. وبالقدر الذي يجعل الشركات تؤدي إلى المزيد من الممارسات المحاسبية المتحفظة. وذلك لكي يثبت مُعدي التقارير المالية أن التقارير المالية هي المصدر المعلوماتي الأكثر موثوقية وشفافية مقارنة بالموارد المعلوماتية الأخرى. والدراسة وعلى نحو عموم عكست الأثر. ففي حين قامت كافة الدراسة السابقة ذات الصلة على اعتبار التحفظ المحاسبي هو المتغير المستقل وعدم التماثل المعلوماتي هو المتغير التابع. قامت تلك الدراسة باعتبار عدم التماثل المعلوماتي هو المتغير المستقل والتحفظ هو المتغير التابع. وقد تم قياس التحفظ المحاسبي من خلال آليتين. تحددت الآلية الأولى في نموذج (1997) Basu. بينما تحددت الآلية الثانية في نموذج Khan and Watts (1997) . بينما تم الاستناد على نموذج المدى السعري لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي.

تناول Wang (2013) دراسة وتحليل أثر التحفظ المحاسبي على عدم التماثل وذلك بالتطبيق على ستة آلاف وثلاثمائة وسبعة وثمانين مشاهدة تحليلية من عينة لم يحدد عددها من الشركات المقيدة ببورصة تايوان للأوراق المالية وذلك خلال الفترة 2002-2011م ، وذلك بالاستناد على

مخطط تحليلي وحيد اشتمل على ثلاث متغيرات تفسيرية ، وقد تحددت تلك المتغيرات في: التحفظ المحاسبي ، والقيمة السوقية للشركة ، وحجم التداول ، ومعدل الإنحراف في عوائد السهم ، وقد انتهى هذا المخطط التحليلي وخلافاً للتوجه العام للدراسات ذات الصلة إلى تواجد أثر طردي ذو دلالة معنوية للتحفظ المحاسبي على عدم التماثل. ومع تواجد دور ملحوظ لنوعية الأخبار التي تحملها التقارير المالية. فإن كانت التقارير المالية تحمل أخبار جيدة فإن الأثر الطردي للتحفظ المحاسبي ينخفض ولكنه لا يتحول إلى أثر عكسي. أما في حالة الأخبار غير السارة فإن الأثر الطردي يزداد قوة. إذ كلما زادت الممارسات التحفظية كلما أدى ذلك إلى المزيد من عدم التماثل المعلوماتي. وقد استند قياس التحفظ المحاسبي على نموذج (Khan and Watts (1997). بينما استند التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي على معدل الفرق بين أدنى سعر بيع للعرض الأخير وأعلى سعر شراء له إلى متوسط السعيرين. وقد أخذ عن تلك الدراسة تالياً آلية التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي في غالبية الدراسات المنشورة باللغة العربية ذات الصلة. ولكن بأسلوب مبسط من خلال معدل الفرق بين أعلى سعر للسهم وأدناه خلال جلسة التداول إلى متوسط السعيرين. وذلك لتقدير المدى السعري. وتلك الدراسة وعلى وجه العموم تشتمل على الكثير من الرؤى العلمية غير المؤيدة بتوثيق علمي منضبط يتفق مع أدبيات علم التمويل.

تناولت دراسة (Lara et al. (2014) قياس وتقييم أثر التحفظ المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي وذلك بالاستناد على ٦٣٥٧٩ مشاهدة تحليلية من الشركات المقيدة بالبورصة الأمريكية وذلك خلال الفترة ١٩٧٧-٢٠٠٧م.<sup>٤</sup> وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي ذو دلالة معنوية للتحفظ على عدم التماثل المعلوماتي. إذ أن المزيد من التحفظ يؤدي إلى المزيد من التخفيض في عدم التماثل. واستندت الدراسة في تفسيرها لتلك النتيجة إلى أن المزيد من السياسات المحاسبية المتحفظة واستمرار تبنيها خلال الفترات المحاسبية المتتابعة يمكن من تفسير مهمة المحللين الماليين في الاستكشاف والتتبع والتقييم والمقارنة. وبالقدر الذي يُخفض من أخطاء التنبؤ ذات الصلة بتوقعات هؤلاء المحللين ويدعم زيادة عدد المحللين الماليين المتابعين للشركة. وبالقدر الذي يؤدي في النهاية إلى الحد من عدم التماثل المعلوماتي. وقد تم الاستناد في قياس التحفظ على نموذج

<sup>٤</sup> لم يشمل متن البحث على عدد الشركات ، ولكن ورد بالمتن الفترة الزمنية للتحليل وعدد المشاهدات التحليلية. وعلى نحو عام يعد هذا البحث من الجهود البحثية الجيدة للغاية في مجال دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي.

Khan and Watts (1997) . بينما تم الاستناد في قياس عدم التماثل المعلوماتي من خلال قسمة المتوسط اليومي للمدى السعري خلال الفترة المالية على وسيط هذا المدى. إذ تم توظيف التحفظ في الفترة المالية في التنبؤ بعدم التماثل المعلوماتي في الفترة المالية التالية. ومع الاستناد على خمس متغيرات رقابية تحددت في: عدم التماثل المعلوماتي عن الفترة السابقة ، وحجم الشركة ، والرافعة المالية ، ومعامل المخاطر المنتظمة " بيتا " ، ومخاطر الإئتمان ، ومعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. ويتوافر بالدراسة قدر جيد من الرصانة العلمية.

وتناولت دراسة Yassin et al. (2015) قياس وتقييم أثر عدم التماثل المعلوماتي على عوائد الأسهم في ظل ثلاث مخططات تحليلية. يتناول المخطط الأول أثر كل من: عوائد الأسهم السابقة والمخاطر وحجم التداول على عوائد الأسهم. بينما يشتمل المخطط الثاني على بيان ذات الأثر السابق تناوله في المخطط الأول ولكن مع دخول التحفظ المحاسبي كمتغير إضافي. في حين يتضمن المخطط الثالث ذات الأثر السابق تناوله في المخطط الثاني ولكن مع تحول التحفظ المحاسبي من كونه متغير مستقل ليصبح متغير رقابي. وذلك بالتطبيق على ست وعشرين شركة من الشركات المقيدة ببورصة عمان - الأردن للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٢م ، وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر طردي لعدم التماثل على عوائد الأسهم. إذ أن زيادة عدم التماثل يتبعه في زيادة العوائد نتيجة دعم التوجه نحو المزيد من عمليات المضاربة. في حين عند دخول التحفظ المحاسبي كمتغير مستقل إضافي أو كمتغير رقابي فإن عدم التماثل يفقد تأثيره المعنوي ، وبالفقر الذي يقدم الدليل على أن التحفظ المحاسبي من شأنه أن يحد من الآثار السلبية لعدم التماثل المعلوماتي. وقد استند قياس التحفظ المحاسبي على معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة في نهاية الفترة المالية. في حين استند قياس عدم التماثل المعلوماتي من خلال قسمة متوسط الفرق بين أعلى سعر للسهم وأدناه على متوسط سعر السهم خلال فترة التحليل.

تناولا كل من Ahmed and Ali (2015) دراسة وتحليل أثر التحفظ المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك في إطار مخطط تحليلي وحيد. اشتمل على المتغيرات التفسيرية التالية: التحفظ المحاسبي ، والرافعة المالية ، وحجم الشركة ، وحجم التداول ، والربحية ، والسيولة ، وتصنيف مكتب المراجعة ، وذلك بالتطبيق على أربع وثمانين شركة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٤م . وقد توصلت الدراسة واتساقاً مع الدراسات السابقة ذات الصلة إلى وجود أثر عكسي ذو دلالة معنوية للتحفظ المحاسبي على عدم

التمائل المعلوماتي وذلك في إطار المخطط التحليلي الوحيد السابق توصيفه. وتم تفسير ذلك بأن المزيد من الممارسات المحاسبية المتحفظة يؤدي إلى دعم جودة وشفافية التقارير المالية ويدعم قابليتها للمقارنة وبالقدر الذي يخفض من عدم التماثل المعلوماتي. وقد استند قياس التحفظ المحاسبي على معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. بينما استند قياس عدم التماثل المعلوماتي على آلية المدى السعري Bid-Ask Spread ، ولم يحدد الباحثان على وجه التحديد تفاصيل حسابها. وربما كان ذلك راجعاً إلى الحصول عليها بصورة سابقة التجهيز من خلال قاعد بيانات DataStream Data Base ، وتشتمل الدراسة على الكثير من جوانب الغموض سواء في شقها التطبيقي أو النظري.

تناولت دراسة Isniawati et al. (2018) وتحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي وذلك في إطار الدور المعدل لمؤشر تغطية المحللين الماليين (عدد المتابعين الماليين لأخبار الشركة). وذلك بالتطبيق على مائة وأربع وعشرين شركة من الشركات المقيدة ببورصة جاكرتا - إندونيسيا للأوراق المالية بإجمالي مشاهدات تحليلية ستمائة وعشرين مشاهدة خلال فترة الدراسة ٢٠١٠-٢٠١٤م. وقد استندت الدراسة على مخططين تحليليين. تناول المخطط التحليلي الأول أثر خمس متغيرات تفسيرية على التحفظ المحاسبي ، وتحددت تلك المتغيرات في: عدم التماثل المعلوماتي ، ومعدل تغطية المحللين الماليين ، والأثر التفاعلي لكلاهما ، وحجم الشركة ، والرافعة المالية. وقد توصل هذا المخطط إلى وجود أثر طردي غير معنوي لعدم التماثل المعلوماتي وأثر عكسي غير معنوي لمعدل تغطية المحللين الماليين ، بينما يوجد أثر طردي ذو دلالة معنوية للمتغير التفاعلي المشتق من حاصل ترجيحهما " ضربهما " ، وذلك في إطار قياس التحفظ المحاسبي من خلال معدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وتناول المخطط التحليلي الثاني ذات الأثر ولكن مع قياس التحفظ المحاسبي من خلال نموذج (Basu 1997) . وقد انتهى هذا المخطط إلى وجود أثر عكسي غير معنوي لكل من عدم التماثل المعلوماتي ومعدل تغطية المحللين الماليين على حدة. بينما يتحول أثرهما التفاعلي إلى الطردي المعنوي. وتقدم الدراسة مساهمة جيدة فيما يتعلق بأهمية تناول الأثر التفاعلي في الموضوعات ذات الصلة بعدم التماثل المعلوماتي. إذ أن عدم التماثل المعلوماتي قد لا يؤثر/يتأثر منفرداً ولكن مع تفاعله مع متغيرات أخرى فإن المشهد البحثي قد يتغير بصورة جوهرية.

تناولا كل من (Shehata and Rashed (2021) ° قياس وتقييم أثر التحفظ المحاسبي على النقدية المحتفظ بها ، وذلك في إطار الدور الوسيط لعدم التماثل المعلوماتي ، وذلك بالتطبيق على مائة وأربعة وعشرين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ومنظمة التواجد في مؤشر EGX 100 ، أدت إلى سبعمائة وثلاثة مشاهدة تحليلية ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠١٨ م ، وذلك بالاستناد على مخطط تحليلي وحيد يشتمل على ثمان متغيرات مُسيطر عليها " ضابطة - رقابية " وقد تحددت تلك المتغيرات في: حجم الشركة ، والرافعة المالية ، ومعدل النمو ، والملكية الإدارية ، ومعدل الوفاء بالتوزيعات ، ومعدل التغير في التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل ، وصافي رأس المال العامل ، وعمر الشركة ، وقد توصلت الدراسة إلى أنه فيما يتعلق بالأثر المباشر: يوجد أثر طردي غير معنوي للتحفظ المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي ، ويوجد أثر عكسي ذو دلالة معنوية للتحفظ المحاسبي على النقدية المحتفظ بها ، ويوجد أثر عكسي غير معنوي لعدم التماثل المعلوماتي على النقدية المحتفظ بها ، ويوجد أثر طردي ذو دلالة معنوية للمتغيرات الرقابية مجتمعة على عدم التماثل المعلوماتي. في حين تؤثر تلك المتغيرات في النقدية المحتفظ بها بصورة عكسية معنوية. في حين وفيما يتعلق بتحليل المسار فإنه: يؤثر التحفظ المحاسبي في النقدية المحتفظ بها في إطار الدور الوسيط لعدم التماثل المعلوماتي بصورة عكسية غير معنوية. وذات الأثر في حالة استبدال التحفظ المحاسبي بالمتغيرات الرقابية مجتمعة.

وفيما يتعلق بالبحوث التي اتخذت من بيانات الأعمال العربية مجالاً للتطبيق تم حصرها وفق المتوافر منها على قاعدة دار المنظومة للبحوث ، وكذلك مواقع الدوريات العربية والمصرية ، وذلك في إطار قيدين رئيسيين: يتحدد القيد الأول منهما في أن يكون المركز البحثي لعدم التماثل المعلوماتي كمتغير تابع أو وسيط وليس مستقل ، ويتحدد القيد الثاني في أن تكون الدراسة تطبيقية تستند على عينة مقبولة وليس مجرد دراسة حالة على شركة محددة كما في حالة الدراسات الجزائرية والتي ينتشر بها هذا النهج البحثي. ويلخص الجدول رقم (أ) المحتوى العلمي لتلك الدراسات والتي

° لا تتال تلك الرؤية من المساهمات البحثية التي قدمتها الدراسة: جذب نظر الباحث في تلك الدراسة الجزئية الخاصة بقياس المتغيرات وبخاصة التحفظ المحاسبي والغموض المحيط بكيفية قياس عدم التماثل المعلوماتي. بالإضافة إلى العرض المُدمج للمتغيرات الرقابية الضابطة في الجداول الإحصائية. إذ لم يتضح للباحث كيفية إجراء الدمج بين هذا العدد الكبير من المتغيرات الرقابية. ربما كان ذلك راجعاً إلى الوفاء بمتطلبات العدد الأقصى لعدد صفحات البحث. وربما كان ذلك راجعاً إلى أن تحليل الوساطة على مستوى المتغيرات الرقابية في بعض الحزم الإحصائية يطلب التعبير عن كافة المتغيرات في صورة متغير واحد.

تعد محدودة العدد للغاية في إطار القيد السابقين. إذ بلغت خمس دراسات فقط وذلك في حدود علم الباحث وبذل العناية المعتادة.

## جدول رقم (أ)

المحتوى العلمي للعلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية وعدم التماثل المعلوماتي في إطار الجهود البحثية ذات الصلة ببيئات الأعمال العربية.

مسلسل	التوثيق	التعبير الكمي عن المحتوى المعلوماتي	التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي	الإطار التطبيقي والنتيجة العامة
(١)	أبو العزم ، ٢٠١٦ . قياس الآثار المحاسبية للإفصاح الإلكتروني على الحد من عدم التماثل المعلوماتي وتنشيط سوق الأوراق المالية المصرية ."	مؤشر لتحليل محتوى النشر الإلكتروني وقد اشتمل هذا المؤشر على أربعة أقسام رئيسية تحددت في: مستوى توافر الإفصاح الكافي ، وإمكانية الوصول ، والتحديث ، المستمر للمعلومات وأمنها ، والتفاعل مع المستخدم.	الإفصاح الإلكتروني على أسعار الأسهم عن الثلاث سنوات السابقة على النشر الإلكتروني. ولم يشمل التعبير الكمي على أي توثيق استشهادي.	استند الإطار التطبيقي للدراسة على خمسة وخمسين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ومتابعتها إفصاحها الإلكتروني خلال شهر يوليو من العام ٢٠١٥م. وقد توصلت الدراسة لتواجد أثر عكسي ذو دلالة معنوية لجودة الإفصاح الإلكتروني على عدم التماثل المعلوماتي. إذ يؤدي الإفصاح الإلكتروني الجيد إلى الحد من عدم تماثل المعلومات.
(٢)	الطويل ، وشاهين ، (٢٠١٧): أثر التخفظ المحاسبي المشروط في عدم تماثل المعلومات دراسة تجريبية على عينة من الشركات الخدمية المدرجة في الأسواق المالية العربية.	استند قياس المحتوى المعلوماتي على قياس وتقييم التخفظ المحاسبي وذلك من خلال نموذج Khan and Watts (2009).	استند قياس عدم التماثل المعلوماتي على نموذج المدى السعري. ومع التصريح وبدون غموض على الفرق بين أعلى سعر يومي للورقة المالية وأدناه ثم القسمة على متوسط السعريين. ويعود احتساب المؤشر بتلك الطريقة الميسرة إلى دراسة Corwin and Schultz <sup>١</sup> . ويعد هذا المؤشر هو المؤشر الذي اعتمدت عليه كافة الدراسات العربية سواء ذكرت ذلك تصريحاً كما في حالة تلك الدراسة ، أو إلتقافاً من خلال التوثيق من خلال مراجع أخرى. وبخاصة مرجعية Wang (2013). والتي تستشهد بها غالبية الدراسات العربية وفي حقيقة الأمر لا تطبقها. ولكنها تطبق فعلياً مؤشر Crowin and Shultz (2012). حتى وإن لم تشر لذلك!!!	استند الإطار التطبيقي للدراسة على شركة من الشركات المقيدة ببورصة بغداد للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٥م. وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر عكسي ذو دلالة معنوية للتخفظ المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي ، وبما يعني أن زيادة الاستناد على سياسات وبدائل محاسبية متحفظة يؤدي إلى الحد من عدم التماثل المعلوماتي.

<sup>١</sup> Corwin, S. & P. Schultz. (2012). A Simple Way to Estimate Bid-Ask Spreads from Daily and Low Prices, Journal of Finance. Vol.67, No.2, P.P. 719-759.

مسلسل	التوثيق	التعبير الكمي عن المحتوى المعلوماتي	التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي	الإطار التطبيقي والنتيجة العامة
(٣)	سمعان ، (٢٠١٨). " المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية: منهج إمبريقي "	تم التعبير عن المحتوى المعلوماتي بصورة أساسية من خلال الإفصاح الاختياري ، ومع الاستناد على أربع متغيرات منظمة للعلاقة وتمثلت في: حوكمة الشركات ، توقيت النشر ، الاستحقاقات الاختيارية ، والتحصين الإداري ، وقد أدى تواجد متغير مستقل ومتغيرات منظمة إلى الاستناد في بعض أجزاء التحليل التطبيقي على ست متغيرات تفاعلية. واستند قياس الإفصاح الاختياري على مؤشر لتحليل المحتوى بلغ عدد نقاطه أربعين نقطة.	تم الاستناد على مؤشرين للتعبير عن عدم التماثل المعلوماتي ، وليس نمذجة ، وتمثل المؤشران في: حجم التداول وتغيراته ، والمدى السعري وتغيراته ، ومع غموض ملحوظ في كيفية حساب المدى السعري. إذ أن المعادلة المحددة في متن البحث غامضة. ولا يوجد لها توثيق علمي يمكن الرجوع إليه للتأكد من سلامة المعادلة. ومن خلال إطلاع الباحث عليها يمكن التأكيد على أنها تستند على (Wang 2013) ، وهي دراسة تشمل على أوجه قصور عديدة واقتُرحت المؤشر واعتمدت عليه بدون أي سند علمي ، ويمكن ملاحظة ذلك دون غناء بالإطلاع على الصفحة السابعة والثلاثين من هذا البحث. ولا تتال تلك الرؤية من جودة الدراسة ومساهماتها البحثية الملحوظة.	أستند الإطار التطبيقي للدراسة على سنتين من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٧م. وتوصلت الدراسة في مجملها العام إلى أن مستوى الإفصاح الاختياري منفرداً لا يمكن الاستناد عليه في الحد من عدم التماثل المعلوماتي. ويتزايد دوره في حالة تفاعله مع متغيرات أخرى وبخاصة الحوكمة. إذ أن الإفصاح الاختياري الجيد مع ممارسات حوكمة جيدة يؤدي إلى تخفيض عدم التماثل المعلوماتي.
(٤)	أبو العز وآخرون ، (٢٠١٩). " العلاقة بين التحفظ المحاسبي الشرطي وتكلفة رأس المال المملوك وعدم التماثل المعلوماتي: دراسة إمبريكية باستخدام تحليل المسار "	قام عدم التماثل المعلوماتي في تلك الدراسة بدور الوسيط بين التحفظ المحاسبي كمتغير مستقل ، وتكلفة رأس المال كمتغير تابع ، وبالقدر الذي يمكن معه القول بأنه قد تم الاستناد على التحفظ المحاسبي كمتغير عن المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية. وقد استند قياس التحفظ المحاسبي على نموذج (Khan & Watts 2009) .	استند قياس عدم التماثل المعلوماتي على مؤشر المدى السعري ، ويمثل متوسط الفرق بين أعلى سعر للورقة المالية وأدناه خلال الثلاثين يوم التالية لنشر التقارير المالية. ورغم استناد الدراسة على Wang (2013) في توثيق طريقة الحساب. إلا أنه بالرجوع لتلك الدراسة وجد أنها لا تشمل على أي تاصيل علمي موثق لمعادلة حساب معامل عدم التماثل المعلوماتي. ولا تتال	أستندت الدراسة في شقها التطبيقي على مائة وخمسة عشر شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وذلك خلا الفترة ٢٠١١-٢٠١٧م. وقد تحدثت النتيجة العامة للدراسة في تواجد تأثير عكسي للتحفظ المحاسبي على عدم التماثل المعلوماتي. وبما يقدم الدليل على الاستناد على سياسات محاسبية متحفظة يجد من عدم التماثل المعلوماتي.

Wang, J. L. (2013). " Accounting Conservatism and Information Asymmetry: Evidence From Taiwan". International Business Research, Vol.6, No.7, P.P. 32-43.

وقد ورد في تلك الدراسة حساب معامل عدم التماثل المعلوماتي من خلال الاستناد على العرض الأخير في يوم التداول Last Quote ، والاستناد على هذا العرض في حساب المعادلة التالية: الفرق بين أدنى سعر مطلوب نظير بيع الورقة المالية Ask Price وأعلى سعر معروف لشراء الورقة المالية Bid Price . ثم القسمة على مجموع السعريين مقسوماً على المقدار الثابت ٢ . القسمة على ٢ في مقام المعادلة فقط ، ثم الحصول على متوسط ناتج المعادلة عن فترة التحليل. ولم يجد الباحث لتلك المعادلة نظيراً من خلال المسح التطبيقي الموسع الذي قام به. كما لم يجد لها أية مرجعية علمية في الكتابات التمويلية. وربما كان اقتراحها للتيسير. ولكنه تيسير لا يستند على مرجعيات علمية ذات موثوقية. ويضاف لذلك أن العرض الأخير لا يتم الإفصاح عنه في البورصات العربية ، ولكن يتم الاستناد على أعلى سعر للسهم وأدناه خلال يوم التداول الواحد. ويجوز ذلك ضمناً. ولكنه ليس المقصود بالمعادلة.

مسلّم	التوثيق	التعبير الكمي عن المحتوى المعلوماتي	التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي	الإطار التطبيقي والنتيجة العامة
			تلك الرؤية من المساهمة العلمية الملحوظة للدراسة.	
(٥)	ناصر والرشيدي ، (٢٠٢٠). " أثر إنتاج ونشر المعلومات الحاسبية من خلال وسائل التواصل الاجتماعي على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية بالتطبيق على قطاع الاتصالات المصري ."	المحتوى المعلوماتي المنشور على صفحات التواصل الاجتماعي وذات صلة بالشركة سواء صفحتها الرسمية أو حسابها على Twitter ، وكذلك المحتوى المعلوماتي لمتابعي الشركة من المشاهير والشخصيات ذات القل. واستندت الدراسة بصورة أساسية على المشاهدات الأمريكية ذات الصلة.	تم التعبير عن عدم التماثل المعلوماتي من خلال قسمة الانحراف المعياري لحجم التداول على متوسطه خلال فترة التحليل. وهي معادلة تعود في الأساس إلى دراسة (Lof (2019).	استندت الدراسة في شقها التطبيقي على خمس شركات من الشركات التابعة لقطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات في مصر ، وذلك خلال الفترة التي تبدأ من الأول من ديسمبر من العام ٢٠١٨م وتنتهي في الأول من ديسمبر من العام ٢٠١٩م. ومع الاستناد في المقدمة التحليلية على العديد من المشاهدات العالمية. وقد توصلت الدراسة في نتائجها العامة إلى تواجده تأثير جوهري للإفصاحات المتنوعة عبر وسائل التواصل الاجتماعي على عدم التماثل المعلوماتي. إذ أن تزايد كثافة تلك الإفصاحات يؤدي إلى الحد من ظاهرة عدم التماثل المعلوماتي.
(٦)	أبو عليا ، وعود ، (٢٠٢٢). أثر حوكمة الشركات وجودة الإفصاح على عدم تناظر المعلومات في بورصة فلسطين.	تم التعبير عن اليات الحوكمة من خلال ثلاث مؤشرات مالية تستند على: حجم مجلس الإدارة ، والفضل في مهام المدير التنفيذي ، ونسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة ، بينما استند قياس الإفصاح الاختياري على مؤشر لتحليل المحتوى اشتمل على ٤١ نقطة استعلامية مقسمة إلى أربع مجموعات تحددت في: المعلومات العامة ، والأداء المالي والاقتصادي ، والإحصائيات غير المالية ، والمعلومات المستقبلية.	تم الاستناد على مؤشرين للتعبير عن عدم التماثل المعلوماتي. المؤشر الأول هو مؤشر المدى السعري المعتاد في الدراسات العربية (Wang (2013). والمؤشر الثاني هو مؤشر سيولة الأسهم لـ Kang <sup>٤</sup> and Zhang (2014). ولم يتضح داخل متن البحث النطاق الزمني لحساب المؤشرين. سواء بالاعتماد على مصفوفة يوم واحد أو ثلاثة أيام أو إحدى عشر يوماً.	استند الإطار التطبيقي للدراسة على ٤٢ شركة من الشركات المقيدة ببورصة فلسطين للأوراق المالية ، وذلك خلال الفترة ٢٠٠٦-٢٠١٧م. ولم تشمل العينة البحثية على البنوك. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ذو دلالة معنوية لكل من فعالية تطبيق آليات الحوكمة وجودة الإفصاح على عدم التماثل المعلوماتي. إذ أن توافر آليات حوكمة فعالة وإفصاح اختياري جيد يؤدي ذلك إلى الحد من عدم التماثل المعلوماتي.
(٧)	حماد وعلي (٢٠٢٢): علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي ، هل هناك تأثير لتغطية المحللين	تم التعبير عن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية من خلال منهجية قياس وتقييم ممارسات إدارة الربح بالاستناد على نموذج جونز المعدل. ومع تواجده محل تغطية	تم التعبير عن عدم التماثل المعلوماتي من خلال منهجية الواردة في سمان (٢٠١٨). وقد سبق الإشارة إليها على أنها مأخوذة في الأساس من منهجية Wang	استند الإطار التطبيقي للدراسة على ستين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٩م ، وقد توصلت الدراسة في نتائجها العامة إلى أن الأثر التفاعلي لكل

<sup>٤</sup> يعد هذا المؤشر من المؤشرات غير المعتادة في قياس عدم التماثل المعلوماتي ولكنه يتم توظيفه لقياس سيولة الأسهم . ويستند حسابه على قسمة إجمالي عوائد الورقة المالية عن فترة محددة على قيمة تداول تلك الأسهم عن ذات الفترة ثم الضرب في المعامل واحد مقسوماً على عدد جلسات التداول خلال فترة التتبع. ويعود في الأساس إلى:

Kang, W. & H. Zhang. (2014). Measuring Liquidity in Emerging Markets. Pacific-Basin Finance Journal, Vol. 27, P.P. 49-71.

مسلسل	التوثيق	التعبير الكمي عن المحتوى المعلوماتي	التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي	الإطار التطبيقي والنتيجة العامة
	المالين: منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية.	المحللين الماليين كمتغير منظم. ومع تواجد خمس متغيرات ضابطة تمثلت في: حجم الأصول ، والرافعة المالية ، ومعدل العائد على الأصول ، وريحية السهم ، والقيمة الدفترية للسهم.	(2013).	من ممارسات إدارة الربح وتغطية المحللين الماليين بعد معنوياً. إذ أن انخفاض ممارسات إدارة الربح مع تزايد أعداد المحللين الماليين المتابعين للشركة يؤدي إلى الحد من عدم التماثل المعلوماتي.
(٨)	موسى (٢٠٢٢): قياس أثر الإفصاح الاختياري في الحد من مخاطر عدم تماثل المعلومات بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية.	تم الاستناد في التعبير الكمي عن المحتوى المعلوماتي من خلال مؤشر مخصص لاستكشاف مستوى تواجد عناصر الإفصاح الاختياري يشتمل على اثنين وستين نقطة استعلاجية مقسمة إلى سبع مجموعات. ومع تناول محددات جودة هذا الإفصاح من خلال مجموعة من المحددات تم تصنيفها إلى فئتين. اشتملت الفئة الأولى على خصائص الشركة. في حين اشتملت الفئة الثانية على بعض آليات الحوكمة.	تم الاستناد على آلية حساب معامل عدم التماثل المعلوماتي والمتبعة من خلال Wang (2013). والسابق الإشارة إليها في العديد من الدراسات العربية. وإن كانت الباحثة قد استشهدت بالعديد من المصادر التوثيقية المتنوعة التالية لـ Wang ولم تشر إليه. ربما اهتمت بالحدثة على حساب التوثيق الأدق.	تستند الدراسة التطبيقية على ٥٢ شركة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية ومنظمة التواجد في مؤشر EGX100 ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٧-٢٠١٩م. وقد توصلت الدراسة إلى وجود الأثر العكسي المعنوي لجودة الإفصاح الاختياري على عدم التماثل المعلوماتي. إذ كلما كان الإفصاح جيداً كلما أدى ذلك إلى تضيق فجوة عدم التماثل المعلوماتي.

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في المحتوى العلمي للجهود البحثية الواردة بالجدول.

ومن خلال ما سبق من عرض للأدبيات ذات الصلة بالجهود البحثية للعلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي. يمكن اشتقاق الدلالات التحليلية التالية:

أ. هناك إتفاق عام بين الجهود البحثية على اختلاف منهجياتها البحثية على تواجد أثر ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي ، ومع تواجد إتفاق على الإتجاه العام لأثر بعض الأبعاد المالية كالربحية وجودة الإفصاح والتحفظ المحاسبي ، وتباين ذلك الأثر للبعض الآخر ، وبخاصة ما يتعلق بالسمات المالية الأساسية للشركة كالحجم والرافعة المالية. وذات التباين لجودة الأرباح. بينما تم تجاهل بعض السمات المالية الأخرى وبخاصة تلك السمات الجامعة للأبعاد السوقية والمحاسبية معاً كمضاعفات القيمة ، والتي يأتي في مقدمتها القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ومضاعف ربحية السهم. ومع غياب تام للدراسات التي تتناول على نحو موسع مختلف الأبعاد المالية والتي تقع خارج نطاق الربحية ومشتقاتها الأخرى كجودة الربح (e.g.,

Bamber et al., 2011; Bhattacharya et al., 2008; Rapp, 2010; Shehata . and Rashed, 2021; Ayagi, 2023; Lof and Bommel, 2023)

ب. ظهر تنوع ملحوظ بين الدراسات التي تناولت دراسة وتحليل أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي فيما يتعلق بآلية التعبير الكمي عن هذا المحتوى ، ومع تواجد أساسي لمؤشرات الربحية سواء بصورتها المباشرة كمعدل العائد على الأصول أو بصورها الاشتقاقية ذات الصلة بجودة الأرباح والتي جاء في مقدمتها آليات قياس وتقييم ممارسات إدارة الربح وكذلك جودة الإفصاح المحاسبي (e.g., Beaver, 1968; Heflin et al., 2005; Bhattacharya et al., 2008; Ajward and Takehara, 2011)

ج. ظهر تنوع ملحوظ بين الدراسات التي تناولت دراسة وتحليل أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي فيما يتعلق بآلية التعبير الكمي عن عدم التماثل المعلوماتي. إذ ظهرت النماذج التي تستند على حجم التداول كمرتكز أساسي عند قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي بوصفها النماذج الأكثر تواجداً بخاصة في الدراسات التي اتخذت من البيئة الأمريكية مجالاً للتطبيق (e.g., Beaver, 1968; Demsetz, 1968; Glosten and Harris, 1988; Easley et al., 2002; Easley and O'Hara, 2002; Aslan et al., 2011; Chang et al., 2014; Gan et al., 2015; Petchey et al., 2016; ) والتي يأتي في مقدمتها نموذج معدل السعر المؤثر أو الفعال (e.g., Huang and Stoll, 1996; Bessembinder and Kaufman, 1997; Stoll, 2000; Venkataraman, 2001; Bessembinder, 2003; Bhattacharya et al., 2008)

د. تواجد تنوع ملحوظ في الإطار الزمني لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي. إذ ظهرت ظهر الإطار الزمني السباعي 7 Days Window بوصفه الإطار الزمني الأكثر انتشاراً وذلك من خلال الاستناد على جلسة التداول السابقة على نشر التقارير المالية وامتداداً لجلسة التداول في يوم النشر والخمس جلسات التالية للنشر أو خمساً من الجلسات السابقة على النشر وجلسة النشر والجلسة التي تليها (e.g., Kiger, 1972; Bamber, 1987; Bamber et al., 2011; Lof and Bommel, 2023 ) الانتشار المصفوفة الخماسية والمستندة على تتبع حجم التداول بدءاً من جلسة التداول

السابقة على النشر ومروراً بجلسة النشر وانتهاءً بجلسة التداول الثالثة بعد النشر (e.g., Morse, 1981; ) ، بينما اقتصر البعض على المصفوفة الثلاثية 3 Days Window وتقتصر على ثلاثة أيام فقط: جلسة التداول السابقة للنشر وجلسة النشر وجلسة التداول التالية للنشر (e.g., Bamber et al., 1997; Ahmed and Schneible, 2007) ، بينما كان البعض الآخر أكثر حذراً وذلك من خلال الاستعانة بمصفوفتين للقياس: تعبر المصفوفة الأولى عن ما يعرف بنطاق النشر Around Announcement وهي مصفوفة ثلاثية الأيام ، بينما تعبر المصفوفة الثانية عن الفترة السابقة على النشر وقد تشتمل على عدد من جلسات التداول يدور في نطاق عشر جلسات تداول سابقة للمصفوفة الثلاثية (e.g., Bhattacharya et al., 2008).

هـ. ندرة الجهود البحثية التي تناولت العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي تطبيقاً على بيانات الأعمال العربية على وجه العموم والمصرية على وجه الخصوص (على سبيل المثال: حماد وعلي ، ٢٠٢٢م). وذلك في حدود المادة العلمية التي توافرت للباحث ، واستناد تلك الدراسات على تعبيرات كمية لعدم التماثل المعلوماتي لا تتسق مع صحيح ما ورد في الأدبيات التمويلية ذات الصلة.

وفي إطار ما ورد سابقاً من عرض وتحليل للأدبيات ذات الصلة بتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي يمكن صياغة التساؤل الرئيسي لهذا البحث وذلك على النحو التالي:

" إلى أي مدى يؤثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية في عدم التماثل المعلوماتي تطبيقاً على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية "

وينبثق من هذا التساؤل الفرضين التاليين وذلك على الصورة الاستدلالية - الاستنتاجية:

#### الفرض الأول:

" يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية وفي إطار التحليل المُجمع تداخلي القطاعات "

الفرض الثاني:

" يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية وفي إطار التحليل أحادي القطاعات "

ويتناول القسم التالي تناولاً إستدلاليّاً-استنتاجياً للفرضين وذلك في إطار تجريبي مؤيد بأدلة إحصائية.

**٥/١: القسم الخامس: الدليل التجريبي**

يشتمل هذا القسم من البحث على دراسة وتحليل أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وذلك خلال الفترة ٢٠١٦/٢٠٢١ م ، ويتضمن ذلك النقاط الرئيسية التالية:

١/٥/١: الإطار المنهجي للنموذج المقترح والقياس الكمي لمتغيراته.

٢/٥/١: مجتمع وعينة الدليل التجريبي.

٣/٥/١: الإحصاءات الوصفية الرئيسية لمتغيرات النموذج المقترح.

٤/٥/١: المخطط التحليلي الأول: أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وفق التحليل تداخلي القطاعات (التحليل المُجمع)

٥/٥/١: المخطط التحليلي الثاني: أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وفق التحليل أحادي القطاعات ( كل قطاع على حدة ).

٦/٥/١: مناقشة وتحليل فرضي البحث الرئيسيين.

وتفصيلات تلك النقاط على النحو التالي:

**١/٥/١: الإطار المنهجي للنموذج المقترح والقياس الكمي لمتغيراته :**

يأخذ النموذج المقترح لقياس وتقييم أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي الصورة القياسية العامة التالية:

$$IA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 X_{1.i,t-1} + \beta_2 X_{2.i,t-1} + \dots + \beta_n X_{n.i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

$IA_{i,t}$ : عدم التماثل المعلوماتي ذات الصلة بالشركة  $i$  ، وذلك عن الفترة الزمنية  $t$  .

$\beta_n X_{n.i.t-1}$ : الأبعاد المتنوعة التي يشتمل عليها المحتوى المعلوماتي الوارد بالتقارير المالية للشركة  
i ، وذلك للفترة المالية t-1 .

$\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ المعياري لنموذج الانحدار .

يستند المتغير التابع والمُعبر عن عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين على نمذجة زمنية  
لسلوك حجم التداول خلال ثلاثين جلسة تداول للورقة المالية. خمسة عشر جلسة منها قبل تاريخ  
توقيع مراقب الحسابات على تقريره ، وخمسة عشر جلسة تالية لهذا التاريخ ، وبذلك الصورة يفترض  
الباحث أن أول جلسة تداول تلي تاريخ توقيع مراقب الحسابات على تقريره تعد بمثابة التاريخ  
الموضوعي لنشر التقارير المالية في البورصة المصرية ، وذلك لأن إدارة الشركة ملزمة بإيداع  
تقاريرها المالية لدى إدارة الإفصاح بالبورصة المصرية قبل أول جلسة تداول تلي تاريخ توقيع مراقب  
الحسابات ( الهيئة العامة للرقابة المالية: قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية ،  
قرار مجلس إدارة الهيئة رقم ١١ لسنة ٢٠١٤م وتعديلاته ، المادة ٤٦ ، ص ٢١ ) ، ومن خلال  
النمذجة الزمنية لحجم التداول خلال الثلاثين جلسة يتم الحصول على بواقي نموذج الانحدار ،  
وتمثل البواقي في تلك الحالة حجم التداول غير المعتاد ، والراجع إلى حياة معلومات خاصة. ويتم  
الحصول على تلك البواقي لكل جلسة على حدة. ثم يتم قسمتها على حجم التداول الفعلي للجلسة ،  
ليتم الحصول على معدل التداول المستتير لكل جلسة منها على حدة ، ومتوسط هذا المعدل في  
الجلسات الثلاثين يمثل معدل التداول المستتير المقابل للمشاهدة التحليلية السنوية.

وتجدر الإشارة إلى أن الباحث قد فضل الاستناد على خمسة عشر جلسة تداول قبل النشر  
ومثلها بعدها ، وذلك خلافاً مع الشريحة العريضة من الدراسات والتي تستند على جلسة التداول  
السابقة للنشر ، وجلسة تداول النشر ، والخمس جلسات التالية لذلك ، وهو ما يطلق عليه المصنوفة  
السبوعية 7 Days Window ، وقد تم الاستناد على تلك المنهجية من خلال الشريحة العريضة  
من الدراسات السابقة ذات الصلة (e.g. Bamber, 1987; Bamber and Cheon, 1995; Bamber et al., 1997; Barron et al., 2005) ، وذلك لمراعاة طبيعة البيئة التنظيمية في  
البورصة المصرية. إذ لا يتوافر تاريخ محدد لنشر التقارير المالية بالبورصة. كما لا يوجد ضمان  
بأن التقارير المالية ستسلم في الموعد المقرر من خلال قواعد القيد والشطب الصادرة عن البورصة  
المصرية إلى إدارة الإفصاح بالبورصة المصرية ، ويضاف لذلك أيضاً أن الباحث قد لاحظ تواجد  
سلوك غير معتاد خلال السبعة عشر جلسة السابقة لتوقيع مراقب الحسابات على تقريره ، وبما يؤدي

توجد تسريبات معلوماتية مكثفة خلال الأسبوعين السابقين لنشر تلك التقارير. وبتلك الكيفية فإن النموذج المقترح لقياس عدم التماثل المعلوماتي سيأخذ الصورة القياسية التالية:

$$V_{i,t} = \alpha_0 + \sum_{t=1}^p \beta_1 V_{i,t-n} + \varepsilon_{i,t.1}$$

حيث:

$V_{i,t}$ : حجم تداول الورقة المالية  $i$  ، وذلك في اليوم  $t$ .

$V_{i,t-n}$ : حجم التداول للورقة المالية  $i$  ، وذلك في اليوم السابق لليوم  $t$  ، وذلك بحسب عدد فترات التأخير التي سيستند عليها النموذج ، بحيث إذا كانت فترة التأخير Lag فترة زمنية واحدة فإن الفترة الزمنية السابقة ستكون  $t-1$  ، بينما في حالة الاستناد على فترتين للتأخير ستكون الفترتين السابقتين المعتمد عليهما في التنبؤ هما الفترتين  $t-1$  و  $t-2$  ، وهكذا بحسب عدد فترات التأخير وصولاً إلى نموذج التمثيل الأمثل Fit Model .

$\varepsilon_{i,t.1}$ : الخطأ المعياري لنموذج الانحدار ويمثل بواقى النموذج ، ويمثل حجم عمليات التداول غير العادية والتي تخرج عن السياق المعتاد ، والتي تشكل الفرق بين حجم التداول الفعلي وحجم التداول المعياري. ويمكن الحصول على معدل التداول المستتير في تلك الحالة بقسمة بواقى نموذج الانحدار على حجم التداول الفعلي.

ويستند القياس المقترح من الباحث لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي من خلال السلوك غير المعتاد لحجم التداول على الأسانيد العلمية التالية:

أ. أقر العديد من الجهود البحثية وبخاصة تلك الجهود في المراحل المبكرة لدراسة العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي إلى الدور الجوهرى الذي يقوم به حجم التداول في البورصات المالية. إذ يعكس حجم التداول حالة عدم الإجماع حول سعر الورقة المالية على مستوى مستثمري الشركة كوحدة فردية ، بينما يعكس سعر الورقة المالية حالة عدم التأكد على مستوى مستثمري السوق كوحدة متكاملة ، وعليه فإن حجم التداول أكثر موضوعية من سعر الورقة المالية كمدخل لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي على مستوى الشركة (e.g., Beaver, 1968; Ryan and Taffler, 2004; Bamber et al., 2011).

- ب. قدم تيار موسع من الدراسات الدليل على أن حجم التداول يعد أكثر مرونة مقارنة بسعر الورقة المالية. إذ أن رد فعل حجم التداول كنتيجة للأخبار الجديدة - والتي يأتي في مقدمتها بطبيعة الحال نشر التقارير المالية - يكون أكثر تزامنية مقارنة بسعر الورقة المالية ، وبما يقدم المبرر الموضوعي للاستناد على حجم التداول في قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي مقارنة بالاعتماد على المدخل السعري (e.g., Cready and Hurtt, 2002; Landsman and Maydew, 2002) .
- ج. يؤدي التطور المتسارع في المعايير المحاسبية إلى تفاوت في التأويلات والتفسيرات بشأن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية ، وبالشكل الذي يزيد من فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين الفئات المتنوعة من المستثمرين وتزايد تلك الفجوة يعكس وعلى مستوى الشركة منفردة في سلوك حجم التداول يفوق وبصورة ملحوظة إنعكاسه على سعر الورقة المالية أو عوائدها ، وبالقدر الذي يجعل من حجم التداول مؤشر أكثر مرونة وتزامنية مقارنة بسلوك سعر الورقة المالية ( e.g., Bamber et al., 1999; Barron et al., 2005 )
- د. تعرضت النماذج الرائدة لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين إلى العديد من صور الانتقاد والسابق عرضها في القسم الثالث من أقسام هذا البحث (e.g., Aktas et al., 2007; Duatre and Young, 2009; Lin and Ke, 2011; Okay et al., 2012; Hwang et al., 2013, Petchey et al., 2016) ، ولا تمثل تلك الانتقادات عقبة إجرائية تحول دون تطبيق تلك النماذج. ولكنها قد تكون انتقادات تنال من موضوعيتها. وعلى الرغم من أن تلك الجهود البحثية اثبتت ريادتها سواء على المستوى التطبيقي أو المستوى التجريبي وبخاصة جهود Easley and O'Hara. ومع ذلك يبدو في الأفق عديد التساؤلات التي تمثل عقبات في طريق توظيف تلك النماذج للأغراض البحثية المحاسبية ، والتي يأتي في مقدمتها صعوبات توفير المدخلات المعلوماتية المطلوبة لتلك النماذج ، والتي تتطلب توافر الحزمة البرمجية R وكذلك توفير مدخلاتها المعلوماتية مباشرة من موقع البورصة الرسمي. إذ لا يتم الإدخال بصورة يدوية ؛ وذلك لكثافة عمليات التداول اليومية. وإذا افترضنا توافر بعض البيانات في الحالة المصرية فإن تفصيلات وتوقيتات أوامر البيع والشراء ليست متوافرة للأغراض البحثية.

- هـ. أيد العديد من الجهود البحثية أن المعلومات الخاصة يكون تأثيرها في بداية يوم التداول ثم تتحول على مدار اليوم إلى معلومات شائعة التداول (e.g., Demsetz, 1968; Glosten and Harris, 1988; Easley and O'Hara, 1987; Easley et al., 2002) وعلى ذلك فإن تلك المعلومات الخاصة تنعكس في تتبع السلوك غير المعتاد لحجم التداول وذلك لمجموعة من الجلسات التتابعية والتي تشتمل في داخلها على ثلاثة أيام رئيسية: اليوم السابق للنشر ، ويوم النشر ، واليوم التالي للنشر.
- و. رؤية شريحة عريضة يُعتد بها من الجهود البحثية أن نماذج قياس عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين بصورتها الواردة في النماذج الرائدة والتي تعد الأكثر انتشاراً في الدراسات التمويلية لا تعد ملائمة لدراسات الحدث المحاسبية (e.g., Engle and Russel, 1997; Bauwens and Giot, 2003; Tay et al., 2009; Aktas et al., 2007; Lin and Ke, 2011; Okay et al., 2012; Petchey et al., 2016; ) مثل أثر نشر التقارير المالية على مستوى عدم التماثل المعلوماتي ، وكذلك أثر المحتوى المعلوماتي لتلك التقارير على عدم التماثل المعلوماتي ، ويضاف لذلك أيضاً أثر المعاملات المالية ذات الطبيعة الهيكلية كأحداث الدمج والإندماج.
- فيما يتعلق بالمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية فضل الباحث الاستناد على حزمة عريضة من المؤشرات المالية العاكسة لهذا المحتوى. إذ تشتمل تلك المؤشرات على ثمانية وعشرين متغيراً محاسبياً ، ومتغيرين سوقيين ديناميكين ، ليصبح إجمالي عدد المؤشرات المالية ثلاثين متغيراً ، ويستند اختيار تلك المؤشرات تحديداً على الأسانيد العلمية التالية:
- أ. استندت الشريحة العريضة من الجهود البحثية السابقة وبصورة أساسية على مؤشرات الربحية سواء الجهود البحثية المبكرة أو الجهود البحثية التالية لها. إذا أقرت تلك الدراسات بأن مستوى التوافق بين مؤشرات الربحية الفعلية ومؤشرات الربحية المتوقعة من قبل تنبؤات المحللين الماليين يخفض على نحو ملحوظ من حالة عدم التماثل المعلوماتي بالسوق (e.g., Beaver, 1968, Ziebart, 1990; Landsman and Maydew, 2002; Bamber et al., 2011; Fosu et al., 2016; Lof and Bommel, 2023 ) وفي نتائجها العامة إلى أن عدم التوافق بين تنبؤات المحللين الماليين ومؤشرات الأرباح الفعلية يدعم السلوك غير المعتاد لحجم التداول وبالتالي يزيد من حالة عدم التماثل المعلوماتي بين

- المستثمرين. فبينما تؤدي الأرباح الفعلية الجيدة التي تفوق التوقعات إلى مزيد من السلوك الشرائي " المزيد من عمليات الحياة ". فإن الأرباح الفعلية غير الجيدة التي تقل عن التوقعات تؤدي إلى المزيد من السلوك البيعي " المزيد من عمليات التخلي .
- ب. قدمت شريحة عريضة من الجهود البحثية الدليل المؤيد لوجود علاقة وثيقة بين بعض السمات المالية الأساسية وعدم التماثل المعلوماتي ، وبغض النظر عن آلية قياس تلك الظاهرة ، ويأتي في مقدمة تلك السمات: حجم الشركة والسيولة والملاءة المالية وجودة الأرباح . إذ أن تلك السمات تقوم بدور حيوي في سلوك تلك الظاهرة (e.g., Chae, 2005;2009; Tay et al., 2009; Peachey et al; 2016; Lof and Bommel, 2023) .
- ج. أقرت شريحة عريضة من الجهود البحثية بتواجد علاقة وثيقة بين جودة الإفصاح المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي. إذ أنه كلما تزايدت جودة الإفصاح كلما أدى ذلك إلى الحد من عدم التماثل المعلوماتي. حيث يؤدي الإفصاح الجيد إلى توفير قاعدة معلوماتية ذات موثوقية يمكن الاستناد عليها في صناعة القرارات لشريحة عريضة من المستثمرين (e.g., Welker, 1985; Diamond and Verrecchia, 1991; Healy et al., 1999; Heflin et al; 2005) .
- د. وفق رؤية بعضاً من الجهود البحثية ولم تكن بواسطة النطاق: أنه لا يمكن تناول أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية بمعزل عن سلوك سعر الورقة المالية بالسوق ، إذ أن هذا السلوك فيما قبل نشر التقارير المالية يعد من المحددات الجوهرية لحجم التداول ورد فعل هذا الحجم لنشر التقارير المالية. إذ أن السعر المرن يسمح بالمزيد من حجم أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي المقاس بحجم التداول ، بينما سعر السهم الجامد أو غير المرن يضعف وعلى نحو ملحوظ من مساحة ذلك التأثير (e.g., Kim and Verrecchia, 1991; Verrecchia and Weber, 2006)
- هـ. أقر العديد من الجهود البحثية على إهتمام اللاعبين الرئيسيين في البورصة وصناع السوق بمضاعفات القيمة Multipliers والتي يأتي في مقدمتها: القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، وربحية السهم ، ومضاعف الربحية إلى غير ذلك من المضاعفات. وهي مضاعفات تستند في الأساس على المعلومات المحاسبية سواء في تكوينها " البسط والمقام " أو على الأقل تستند على تلك المعلومات في أحد تكوينها (e.g., Verrecchia and Weber, 2006; Fosu et al., 2016; Lof and Bommel, 2023)

- و. أقر البعض من الجهود البحثية بالدور الحيوي الذي يقوم به جودة الإفصاح المحاسبي في مجال تفسيرات عدم التماثل المعلوماتي المؤسس على حجم التداول ، وبخاصة مستوى تفصيلات الإفصاح الطوعي " الاختياري " ذات الصلة بنتبؤات الإدارة ذاتها. إذ توصلت تلك الجهود البحثية إلى أن المزيد من الإفصاح الطوعي يحد من السلوك غير المعتاد لحجم التداول وبالفقر الذي يؤدي إلى الحد من تواجد عدم التماثل المعلوماتي (Kim and Verrecchia, 1994; 1997).
- ز. أقر تيار موسع من الجهود البحثية بتواجد علاقة - في الغالب عكسية- بين التحفظ المحاسبي وعدم التماثل المعلوماتي (e.g., Yassin et al., 2015; Isniawati et al., 2018; Shehata and Rashed 2021). ويستند البعض على مؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للتعبير عن هذا التحفظ. وهو ما تم تضمينه في هذا البحث من خلال مضاعفات القيمة والوارد بها هذا المعدل.
- وتأسيساً على ما تقدم من أسانيد يشتمل الجدول رقم (١) القياس الكمي لمتغيرات النموذج ، وتشتمل على متغير تابع وحيد يعبر عن عدم التماثل المعلوماتي ، وثلاثين متغيراً تفسيرياً تمثل المتغيرات المستقلة.

جدول رقم (١) القياس الكمي لمتغيرات النموذج المقترح

ترميز المتغير	توصيف المتغير	القياس الكمي	تفسيرات إضافية لبعض المتغيرات
المتغير التابع			
Y	معامل عدم التماثل المعلوماتي	متغير اشتقائي يعبر عن بواقى نموذج الانحدار الزمني لحجم التداول وذلك عن ثلاثين جلسة تداول ، خمسة عشر جلسة منها قبل تاريخ توقيع مراقب الحسابات على تقريره ، وخمسة عشر أخرى منها ثلثي تاريخ توقيع مراقب الحسابات على تقريره.	تطلب تكوين هذا المتغير توفير ٣٣٦ نموذج إحدار زمني لحجم التداول ، وكل نموذج منها يقابل مشاهدة تحليلية.
المتغيرات التفسيرية " المستقلة "			
x1	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية.	تتنوع مقاييس حجم الشركة ومع ذلك يظل اللوغاريتم الطبيعي لحجم الأصول هو الأكثر قبولاً كتعبير كمي عن الحجم.
x2	جودة الإفصاح المحاسبي	متغير يستند على مؤشر لتحليل المحتوى	أستند قياس هذا المتغير على آلية لتحليل المحتوى وذلك بالاعتماد على مؤشر الشفافية والإفصاح Transparency and Disclosure (T&D, 2002) والصادر عن مؤسسة Standard

ترميز المتغير	توصيف المتغير	القياس الكمي	تفسيرات إضافية لبعض المتغيرات
			and Poors ، والمشمئل على ثلاثة أقسام رئيسية: القسم الأول منها يتحدد في: هيكل الملكية وحقوق حملة الأسهم ويشتمل على ١٨ استعمال تشكل ٩٨/٢٨ من الوزن النسبي للنقاط ، ويتحدد القسم الثاني في: الشفافية المالية والإفصاح ويشتمل على ٣١ استعمال تشكل ٩٨/٣٥ من الوزن النسبي للنقاط ، في حين يتحدد القسم الثالث في: هيكل الإدارة والعمليات ذات الصلة ويشتمل على ٣٥ استعمال ، وتشكل ٩٨/٣٥ من الوزن النسبي للنقاط ، وعليه فالمؤشر يتضمن ٨٤ استعمال غير متساوية الأوزان ، وتشكل ٩٨ نقطة ترجيحية تمثل إجمالي نقاط المؤشر ، والمؤشر ثنائي الاستجابة " متوافر/غير متوافر". ويتم التعبير عن المتغير في صورة معدل من خلال قسمة عدد النقاط الإجمالية التي حصل عليها التقرير المالي مقسوماً على عدد نقاط المؤشر الإجمالية. Patel and Dallas (2002), Standard & Poors, Setting the Standard.
x3	معدل العائد إلى الأصول	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب إلى متوسط إجمالي الأصول خلال الفترة المالية.	
x4	معدل العائد إلى حق الملكية	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب إلى متوسط حقوق الملكية خلال الفترة المالية.	
x5	معدل العائد إلى رأس المال المستثمر	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب إلى متوسط رأس المال المستثمر خلال الفترة المالية.	
x6	معدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات	الدخل التشغيلي إلى الإيرادات	
x7	معدل صافي الدخل إلى الإيرادات	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب إلى الإيرادات	
x8	معدل سعر السهم إلى نصيبه من صافي الدخل	سعر إغلاق السهم في جلسة التداول الأخيرة للفترة المالية إلى متوسط نصيب السهم من صافي الربح بعد الفوائد والضرائب	يتم الاستناد على عدد الأسهم المرُجح والمفصَّح عنه بالتقارير المالية والمحسوب على أساسه نصيب السهم من الأرباح
x9	معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات	سعر إغلاق السهم في جلسة التداول الأخيرة للفترة المالية إلى متوسط نصيب السهم من الإيرادات	سعر الإغلاق في اليوم الأخير بالأسبوع الأخير للفترة المالية.
x10	معدل سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	سعر إغلاق السهم في جلسة التداول الأخيرة للفترة المالية إلى متوسط نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	
x11	معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية	سعر إغلاق السهم في جلسة التداول الأخيرة للفترة المالية إلى	

ترميز المتغير	توصيف المتغير	القياس الكمي	تفسيرات إضافية لبعض المتغيرات
		القيمة الدفترية للسهم	
x12	معدل القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية	القيمة السوقية للشركة في نهاية الفترة المالية إلى قيمتها الدفترية	القيمة السوقية للشركة في الحادي والثلاثين من شهر ديسمبر وذلك وفق المخططات البيانية المتوفرة على موقع: <a href="http://www.investing.com">www.investing.com</a> ويتم توظيف هذا المعدل وعلى نطاق واسع في مجال التعبير الكمي عن التحفظ المحاسبي. وبخاصة في الدراسات التي تستند على حزمة عريضة من المؤشرات المالية. وارتفاع قيمة المعدل يعد دالاً على تبني سياسات ویدائل محاسبية متحفظة.
x13	معدل نصيب السهم من الأرباح	صافي الربح بعد الفوائد والضرائب إلى متوسط عدد الأسهم الأكثر ترجيحاً خلال الفترة	يتم حساب هذا المعدل والإفصاح عنه بالتقارير المالية للشركات محل التحليل ، ويستند عليه كذلك في الحصول على عدد الأسهم الأكثر ترجيحاً.
x14	القيمة الدفترية للسهم	إجمالي حقوق الملكية في نهاية الفترة المالية إلى متوسط عدد الأسهم الأكثر ترجيحاً خلال الفترة	
x15	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية	
x16	معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول	التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية	
x17	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول	التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية	
x18	معدل التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول	التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية	
x19	معدل عدد الأسهم حرة التداول " المعومة "	معدل الأسهم حرة التداول في بورصة الأوراق المالية إلى عدد الأسهم الإجمالية المكونة لرأس المال المصدر	تم الحصول على هذا المعدل من موقع: <a href="http://www.investing.com">www.investing.com</a>
x20	معدل التداول	إجمالي الأصول المتداولة إلى إجمالي الالتزامات المتداولة في نهاية الفترة المالية	
x21	معدل دوران الأصول	إجمالي الإيرادات إلى متوسط إجمالي الأصول	
x22	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	
x23	معدل إجمالي الالتزامات إلى	إجمالي الالتزامات إلى إجمالي	

ترميز المتغير	توصيف المتغير	القياس الكمي	تفسيرات إضافية لبعض المتغيرات
	إجمالي حقوق الملكية	حقوق الملكية	
x24	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.	إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول	
x25	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حق الملكية	إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حقوق الملكية	
x26	معدل عائد السهم	الفرق بين سعر السهم في نهاية الفترة المالية وبدايتها مقسوماً على سعر السهم في بداية الفترة المالية	تم استبعاد بند التوزيعات من بسط المعدل وذلك لعدم انتظام التوزيعات في شريحة عريضة من الشركات محل التحليل.
x27	معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول	الفرق بين الربح الاستحقاقى وصافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل مقسوماً على إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية	من الشائع الاستناد على هذا المعدل في التعبير عن جودة الأرباح تحت مسمى جودة الاستحقاقات Accrual Quality
x28	معدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول	الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية	يتم الحصول على الدخل المتبقي من خلال الفرق بين صافي الربح بعد الفوائد والضرائب والقيمة الدفترية المخصومة وفق معدل خصم يعادل متوسط الفائدة على الودائع طويلة الأجل مضافاً عليها معامل المخاطر المنتظمة بيتا ، وقد تم الحصول على المعامل بيتا من حزمة المؤشرات المالية المتقدمة المتوفرة على الموقع: <a href="http://www.investing.com">www.investing.com</a>
X29	السلوك الزمني لحجم التداول.	متغير اشتقاقي	متغير اشتقاقي يمثل القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار الزمني لحجم التداول وذلك بدء من بداية الفترة المالية التالية لفترة الإبلاغ المالي وحتى جلسة التداول التي يبدأ عندها حساب المتغير التابع.
X30	السلوك الزمني لسعر السهم.	متغير اشتقاقي	متغير اشتقاقي يمثل القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار الزمني لسعر السهم ، وذلك بدء من بداية الفترة المالية التالية لفترة الإبلاغ المالي وحتى جلسة التداول التي يبدأ من عندها حساب المتغير التابع.

المصدر: من إعداد الباحث.

## ٢/٥/١: مجتمع وعينة الدراسة:

أقر تيار ملحوظ من الجهود التجريبية على أن النتائج المتحصل عليها من خلال دراسة وتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية وعدم التماثل المعلوماتي ممثلاً في السلوك غير المعتاد لحجم التداول تتأثر وعلى نحو جوهري بالعينة البحثية وكيفية اختيارها (e.g., Beaver, 2011; Bamber et al. 2011; Landsman and Maydew, 2002; 1968) ، وأن النتائج المتوصل إليها شديدة الحساسية لتلك العينة.

وهذا ما يقدم المبرر لانخفاض عدد المشاهدات التحليلية في الدراسات التي تناولت عدم التماثل المعلوماتي تأسيساً على حجم التداول. إذ أنه ومن الملاحظ انخفاض عدد المشاهدات التحليلية في هذا المجال من الدراسات وذلك لتنوع القيود الحاكمة عند انتقاء المشاهدات محل التحليل والتي تتنوع لتشتمل على اشتراطات النشر في إطار زمني محدد ، أو انتهاء الفترة المالية بخلاف الحادي والثلاثين من العام ، أو الاقتصار على الشركات كبيرة الحجم فقط ، وكذلك الاشتراطات الخاصة بمستوى المرونة السعرية للورقة المالية (Bamber et al., 2011) .

ولما كانت المشاهدات التحليلية محدودة بطبيعتها في بيئة الأعمال المصرية نظراً لصغر عدد الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، والذي لم يتجاوز حاجز ٢٢٢ شركة في أفضل السنوات ، فإن الباحث لن يعتمد سوى على قيد واحد فقط في مرحلة انتقاء العينة البحثية محل التحليل والمحدد في: اشتراط توافر نموذج انحدار زمني معنوي لتتبع السلوك الزمني لحجم التداول خلال ثلاثين جلسة تداول يتوسطها تاريخ توقيع مراقب الحسابات على تقريره ، وقد كانت خطوات انتقاء العينة البحثية على النحو التالي:

أ. الخطوة الأولى: حصر الشركات التي توافرت لها تقارير مالية منتظمة - وتمكن الباحث من الحصول عليها - خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١م " ست سنوات متتالية " ، وقد بلغ عدد تلك الشركات ١٠١ شركة " ٦٠٦ مشاهدة تحليلية: ١٠١ شركة مضروبة في ست سنوات " ، من إجمالي عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية والبالغ متوسط عددها خلال الفترة ٢١٢ شركة. والشركات التي توافرت لها تقارير مالية منتظمة تنتمي لسبعة عشر قطاعاً من العدد الإجمالي البالغ ثمانية عشر قطاعاً ، وذلك وفق التصنيف القطاعي للبورصة المصرية ، والقطاع المستبعد هو قطاع " تجارة وموزعون " . إذ لم يتوافر لدى الباحث تقارير مالية منتظمة لأي من شركاته الخمسة .

ب. الخطوة الثانية: الاحتفاظ بالشركات التي يتوافر بها نموذج إنحدار زمني معنوي لحجم التداول ، وذلك عن ثلاثين جلسة تداول. يتوسطها تاريخ توقيع مراقب الحسابات على تقريره ، وبحد أدنى توافر أربع نماذج معنوية من السلسلة الزمنية البالغة ست فترات. وقد أدت تلك الخطوة إلى الاحتفاظ بعدد من الشركات يبلغ ٧٤ شركة ، وبإجمالي عدد مشاهدات تحليلية ٤٦٤ مشاهدة تحليلية.

ج. الخطوة الثالثة: الاحتفاظ بالقطاع الذي يتضمن على الأقل خمس شركات " ٣٠ مشاهدة تحليلية " وذلك كشرط رئيسي يجب توافره وذلك للتحليل على مستوى القطاع الواحد منفرداً. إذ يشترط نموذج الانحدار الذي يبدو غير مترابط *Seemingly Unrelated Regression* والمستخدم في إعداد نماذج الانحدار على المستوى القطاعي توافر هذا الحد الأدنى من المشاهدات التحليلية في القطاع الواحد. وقد انتهت تلك الخطوة إلى الاحتفاظ بـ ٥٦ شركة وبإجمالي عدد مشاهدات تحليلية قدره ٣٣٦ مشاهدة تحليلية.

ويشتمل الجدول رقم (٢) على بيان بحجم العينة بعد تطبيق الخطوات الثلاثة.

جدول رقم (٢) العينة التطبيقية المُستند عليها في الدليل التجريبي

ترميز القطاع	أسم القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات التحليلية	الوزن النسبي للملاحظات التحليلية (%)
١	بنوك	١٢	٧٢	٢١.٤٣
٢	موارد أساسية	٧	٤٢	١٢.٥
٣	رعاية صحية وأدوية	٦	٣٦	١٠.٧١
٤	عقارات	١١	٦٦	١٩.٦٤
٥	أغذية ومشروبات وتبغ	٨	٤٨	١٤.٢٩
٦	خدمات مالية غير مصرفية	٧	٤٢	١٢.٥
٧	مواد التشييد والبناء	٥	٣٠	٨.٩٣
الإجمالي		٥٦	٣٣٦	١٠٠

المصدر: من إعداد الباحث.

### ١/٥/٣: الإحصاءات الوصفية الرئيسية لمتغيرات النموذج المقترح:

يشتمل الجدول رقم (٣) على الإحصاءات الوصفية الرئيسية لمتغيرات النموذج المقترح ، سواء على المستوى القطاعي أو على مستوى كامل عدد المشاهدات التحليلية. وذلك لأن التحليل سيشتمل تالياً على مخططين تحليليين. إذ يتناول المخطط التحليلي الأول أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك عن كامل عدد المشاهدات التحليلية من خلال منهجية تحليل تداخلية القطاعات *Cross Sections Analysis* . في حين يتناول المخطط التحليلي الثاني دراسة وتحليل ذلك الأثر على مستوى كل قطاع منفرداً. وقد تم الاقتصار على المتوسط القطعي بعد استبعاد القيم المتطرفة ومعاملتي الالتواء والتفرطح وتقدير مستوى تبعية توزيعات متغيرات النموذج للتوزيع الطبيعي *Normal Distribution* .

ومن خلال استكشاف عناصر التوصيف الرئيسية الواردة بالجدول يمكن استخلاص النقاط التالية:

أ. تعد غالبية متغيرات النموذج إما تابعة للتوزيع الطبيعي أو تقترب منه وذلك على مستوى القطاعات منفردة ، بينما تفتقد تلك الغلبة على مستوى كامل عدد المشاهدات التحليلية ، ومع ملاحظة أن المتغير التابع وفي جميع أحواله يتبع التوزيع الطبيعي وبما يقدم المبرر الموضوعي لتوظيف نموذج الانحدار الذي يبدو غير مترابط على مستوى التحليل القطاعي *Seemingly Unrelated Regression* ، بينما سيتم توظيف نموذج الانحدار الخطي المُعمم *Generalized Linear Regression* على مستوى كامل عدد المشاهدات التحليلية.

ب. بلغ مقدار متوسط معامل عدم التماثل المعلوماتي ٠.٢٠٦ ، ولتقدير مضمونه العلمي تم تصنيف هذا المتغير إلى ثلاث فئات وذلك من خلال الآداة: *K-Means Cluster Analysis* ، والمتوفرة في كافة الحزم الإحصائية. إذ تم تصنيف عدم التماثل المعلوماتي إلى عدم تماثل معلوماتي محدود التواجد واشتمل على ١٢٣ مشاهدة تحليلية " ٣٦.٥ % " ، وعدم تماثل معلوماتي متوسط التواجد واشتمل على ١٣٢ مشاهدة تحليلية " ٣٩.٢ % " ، وعدم تماثل معلوماتي مكثف التواجد واشتمل على ٨١ مشاهدة تحليلية " ٢٤.٣ % " ، ومن خلال استعراض حيز الفصل بين الفئات وهو من مخرجات التحليل اتضح أن المتوسط بتلك القيمة السابق تقديرها ينتمي إلى الفئة الثانية ، والتي يتم توصيف عدم التماثل المعلوماتي فيها بأنه: متوسط التواجد ، كما يلاحظ أن توزيع هذا المتغير طبيعياً سواء على مستوى القطاعات منفردة أو على مستوى كامل المشاهدات التحليلية وبالقدر الذي يقدم المبرر الموضوعي للاستناد على نماذج الانحدار الخطية عند دراسة وتحليل المحددات المسؤولة عن تفسير سلوكه.

ج. بلغ متوسط جودة الإفصاح المحاسبي ٥٩.٤ % وذلك على مستوى كامل المشاهدات التحليلية ، بينما كان أعلاها على مستوى قطاع البنوك ٩٠.٣ % وأدناه بقطاع الرعاية الصحية والأدوية بمتوسط ٣١.٣ % ، ويعد المتوسط وفي إطاره العام منطقياً. ليس بالجديد ولكن لا يمكن توصيفه بالضعيف. وبطبيعة الحال وكما هو متوقع جاءت البنوك كأكثر

القطاعات جودة ويمكن تفسير ذلك بالقيود المشددة المفروضة من قبل البنك المركزي المصري بشأن الإفصاحات المالية.

د. بلغ متوسط العائد على الأصول ٤.٩% وذلك على مستوى كامل عدد المشاهدات التحليلية ، وهو متوسط يقل بصورة جوهرية عن معدل الفائدة على الودائع طويلة الأجل خلال ذات الفترة والذي بلغ في المتوسط ١٣.٨٣% ، وقد كان المعدل الأعلى بقطاع الموارد الأساسية وبتوسط بلغ ٢٤.٩% ، بينما كان أدناها بقطاع البنوك بمتوسط بلغ ٢.١% ويعد أعلى من المتوسط العالمي لقطاع البنوك والذي يدور في المتوسط حول ١.٦٧%.

هـ. بلغ متوسط مُضاعف القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ١.٩١٢ ، وذلك على مستوى كامل عدد المشاهدات التحليلية ، وبالشكل الذي يؤيد تواجد ممارسات تحفظ محاسبي مكثفة في الشركات محل التحليل ، وقد كان أعلى المضاعفات بقطاع الأغذية والمشروبات والتبغ بمعامل بلغ ١٤.٥٣ ، بينما كان أقل القطاعات قطاع البنوك بمعامل بلغ ٠.٨٩٥ ، ويعد هذا المعامل منطقياً بقطاع البنوك تحديداً. والذي يقترب من الصورة القياسية للعلاقة بين القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية " واحد صحيح " وربما كان ذلك راجعاً إلى القيود المشددة التي يفرضها البنك المركزي المصري على كافة البنوك الخاضعة لإشرافه ، والتي تخفض بصورة جوهرية من مساحة التقدير المحاسبي المتحيز.

و. بلغ متوسط مُضاعف ربحية السهم ١.٠٦٥ جنيه لكل سهم ، وذلك على مستوى كامل المشاهدات التحليلية ، وقد كان أعلاها بقطاع الرعاية الصحية والأدوية بمتوسط بلغ ٢.٤٥ ، بينما كان أدناها بقطاع التشييد ومواد البناء بمتوسط بلغ ٠.٠٥٢ .

ز. بلغ متوسط عدد الأسهم المعومة ٤٣.٨% وذلك في كامل عدد المشاهدات التحليلية ، وقد كان أعلاها في قطاع الخدمات المالية غير المصرفية وبتوسط بلغ ٥٢% ، بينما كان أدناها بقطاع الموارد الأساسية وبتوسط بلغ ٢٩% فقط ، والاستنتاج العام فيما يتعلق بذلك يتحدد في حرص الشركات المقيدة في البورصة المصرية على عدم تجاوز حاجز الـ ٥٠% فيما يتعلق بالأسهم حرة التداول ، وربما كان ذلك راجعاً لكون غالبية تلك الشركات تنتمي في الأساس لمنظومة قطاع الأعمال العام أو نتاجاً لسياسات مالية متحفظة وذلك للحد من مخاوف السيطرة والحيازة غير المخططة.

- ح. تعد معدلات التداول والملاءة المالية في إطار المعتاد القياسي والحدود الآمنة. إذ بلغ معدل التداول ١٥٦% وذلك في كامل عدد المشاهدات التحليلية ، وقد كان أعلاها في قطاع العقارات بمتوسط بلغ ٢٣١.٩% ، بينما كان أدناها في قطاع البنوك وبتوسط بلغ ٨٤.٥%. في حين كانت معدلات الملاءة المالية في الحدود الآمنة إذ بلغت الرافعة المالية وفي المتوسط ١٥.٢% ، وقد كان أعلاها في قطاع التشييد ومواد البناء وبتوسط بلغ ٢٩.٩% ، بينما كان أدناها بقطاع البنوك وبتوسط بلغ ٤.٥% فقط ، ويعكس كل من معدل التداول ومعدلات الملاءة المالية مجتمعة النهج المالي التحفظي من جانب الشريحة العريضة من الشركات محل التحليل. ولعل ذلك ما يفسر انخفاض معدلات العائد على الأصول ، حيث أن انخفاض العائد يعد من متلازمات النهج المالي المتحفظ.
- ط. بلغ متوسط عوائد الأسهم ١٢.٥% وذلك في كامل عدد المشاهدات التحليلية ، وقد كان أعلاها بقطاع الخدمات المالية غير المصرفية وبتوسط بلغ ١٠.٦% ، بينما كان أدناها بقطاع التشييد ومواد البناء وبتوسط بلغ ٠.٢% فقط ، وتعد عوائد الأسهم في الشركات محل التحليل مناسبة وذلك مقارنة بمعدل الفائدة على الودائع طويلة الأجل ، والذي دار متوسطه خلال ذات الفترة الزمنية حول ١٣.٨٣%. إذ أنه وعلى الرغم من انخفاض متوسط العائد عن معدل العائد الخالي من المخاطر. إلا أن المستثمرين بالبورصة يعتمدون بصورة أساسية على تدوير محافظهم المالية وذلك لاقتناص المكاسب الأعلى ، وهذا لا يتوافر بطبيعة الحال في الاستثمار بالودائع البنكية طويلة الأجل " ثلاث سنوات أو أكثر ".
- ي. لم تشكل الاستحقاقات الوزن النسبي الملحوظ عند ترجيحها بإجمالي الأصول. إذ بلغ هذا المعدل وفي المتوسط -٠.٨% ، وبالقدر الذي يعكس توازن ملحوظ بين تغيرات الأصول المتداولة والتغيرات الموازية لها على مستوى الالتزامات المتداولة ، وبالشكل الذي يحد بصورة ملحوظة من مقدار الفجوة بين الربح الاستحقاقي والربح النقدي ذات الصلة بالأنشطة التشغيلية ، ويعد ذلك منطقياً ومن متلازمات النهج المالي التحفظي السابق بيانه عند تناول معدل التداول ومعدلات الملاءة المالية وعلاقتها بانخفاض معدلات العائد على الأصول. وقد انعكس هذا النهج المتحفظ كذلك في معدل الدخل المتبقي والذي

كان سالباً إذ بلغ في المتوسط -0.7% في كامل عدد المشاهدات التحليلية ، ولكن مع تواجد تميز ملحوظ على مستوى هذا الدخل بقطاع المشروبات والأغذية والتبغ. إذ بلغ متوسط الدخل المتبقي بهذا القطاع 22.9% وهو معدل جيد للغاية مقارنة ببقية القطاعات ، وربما كان ذلك ناتجاً عن طبيعة ما يقدمه القطاع من منتجات واسعة الاستهلاك وسريعة الدوران.

ك. فيما يتعلق بالتميز الزمني لسلوك حجم التداول وأسعار الأسهم والخاصة بقدرة المتغير منفرداً على التنبؤ بقيمته المستقبلية. بلغت القدرة التفسيرية الزمنية لحجم التداول 22.5% ، بينما بلغت لأسعار الأسهم 73.1% ، وبالشكل الذي يبرهن على أفضلية أسعار الأسهم في التنبؤ بقيمتها المستقبلية مقارنة بحجم التداول ، ويعكس ذلك بطبيعة الحال انخفاض كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية. إذ لا تتبع أسعار الأسهم مسار عشوائي بل تتبع مسار يمكن توصيفه إحصائياً والبناء عليه مستقبلاً وهذا ما يعد اجتياحاً لاشتراطات السوق الكفاء.

### جدول رقم (3)

المعاملات الإحصائية الرئيسية لمتغيرات النموذج وتقدير مستوى تبعية توزيعها للتوزيع الطبيعي

ترميز المتغير	توصيف المتغير	المعاملات الإحصائية الرئيسية	البنوك	الموارد الأساسية	الرعاية الصحية والأدوية	العقارات	الأغذية والمشروبات والتبغ	خدمات مالية غير مصرفية	التشبيد ومواد البناء	كامل عدد المشاهدات التحليلية
ترميز القطاع										
عدد المشاهدات التحليلية										
الشرح الافتتاحي										
المتغير التابع										
Y	معامل عدم التماثل المعلوماتي	المتوسط	0.206	0.262	0.273	0.253	0.314	0.234	0.235	0.249
		التباين	0.056	0.034	0.049	0.031	0.052	0.003	0.044	0.043
		الانحراف	0.0496	0.3-	0.688	0.196-	0.055	0.301-	0.016-	0.185
		التفرطح	1.366-	1.01-	0.779	0.886-	0.857-	1.46-	1.661-	0.824-
		التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع
المتغيرات المستقلة										
X1	حجم الشركة	المتوسط	4.609	3.741	3.088	3.469	3.038	3.406	3.162	3.597

ترميز المتغير	توصيف المتغير	المعاملات الإحصائية الرئيسية	البنوك	الموارد الأساسية	الرعاية الصحية والأدوية	العقارات	الأغذية والمشروبات والتبغ	خدمات مالية غير مصرفية	التشييد ومواد البناء	كامل عدد المشاهدات التحليلية
		التباين	٠.٣٩	٠.٢٦١	٠.٤٤٧	٠.٧٠٩	٠.٤٥٨	٠.٦٧٧	٠.٢٩٨	٠.٧٩٥
		الالتواء	٠.٣٨-	٠.٥٥٤-	٠.٧٩٦-	٠.٠٣٤	٠.١٥١	٠.٢	٠.٧٩١-	٠.٠٨٩
		التفرطح	٠.٧٣٧-	٠.٣٥٧-	١.٠٧٧-	٠.٣٧٧-	٠.٣٦٤-	١.٢٠٨-	٠.٩٧-	٠.٥٣٦-
		التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع
		المتوسط	٠.٩٠٣	٠.٤١٤	٠.٣١٦	٠.٦١٣	٠.٥٥	٠.٤٦٣	٠.٥٨٣	٠.٥٩٤
		التباين	٠.٠٠١	٠.٠١٩	٠.٠١٩	٠.٠٥	٠.٠٤٦	٠.٠٠٨	٠.٠٠٧	٠.٠٦٦
		الالتواء	٠.٠٧٩-	٠.٤٦٧	٠.٢٤٣	١.٠٦٤-	٠.١٢٥-	٠.١٩٤-	٠.٦١٢	٠.٣١٥-
		التفرطح	١.٤٩٨-	٠.٠٩٤-	٠.٧٢١-	٠.٣٤١	٠.٢٤٧-	١.٢٧٢-	٠.٨٨	٠.٩١٢-
		التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع
		المتوسط	٠.٠٢١	٠.٢٤٩	٠.١١٧	٠.٠٣٥	٠.٠٦٢	٠.٠٣٩	٠.٠١٣	٠.٠٤٩
		التباين	٠.٠٠٠١	٣.٠٠٣	٠.٠٠٤	٠.٠٠١	٠.٠٠٣	٠.٠٠٢	٠.٠٠٢	٣.٨٥٢
		الالتواء	٠.٤٤٩	٣.١٧٧	٠.٢٩	١.٠٢٤	٠.٨١٦	٠.٥٣٤-	٠.٦٨٢-	٩.٦٣٩
		التفرطح	٠.١٠٧-	١٤.٧٢٢	٠.٧٤٤-	١.٨٠٣	٠.٣٥٩	٠.٨٤٣	٠.١٧٩-	١٣٤.٧٧
		التوزيع الطبيعي	يتبع	لا يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع
		المتوسط	٠.٢١٦	٠.٣٩٥	٠.١٧٦	٠.١١٤	٠.١٨٢	٠.٠٩١	٠.٠٣٥	٠.١٥١
		التباين	٠.٠٠٩	٦٧.٦٤٥	٠.٠١٢	٠.٠١١	٠.٠٢٧	٠.٠١١	٠.٠١٤	٨.٤٠٦
		الالتواء	٠.٣١٥	١.٣٨٥	١.٢٨٩	٠.١٧٤-	٠.٨٥١	٢.١٤٨-	٠.٤١٦-	٤.٦١٢
		التفرطح	١.٩٣٧	١٢.٦٥	٤.٢٠٤	٠.٥٢٨	٠.٢٩٦	٨.٢٢	٠.٢٥٨	١١٢.٨١١
		التوزيع الطبيعي	يتبع	لا يتبع	يقترّب	يتبع	يتبع	يقترّب	يتبع	لا يتبع
		المتوسط	٠.١٨٣	٠.٢٢٥	٠.١٦٥	٠.٠٧٨	٠.١٦٣	٠.٠٧٤	٠.٠٢٤	٠.١٢٧
		التباين	٠.٠٠٨	٣٨.٣٩٣	٠.٠٠٩	٠.٠٠٥	٠.٠٢٦	٠.٠٠٧	٠.٠٠٩	٤.٧١٥
		الالتواء	٠.٩٠٦	٠.٦٥١-	٠.٦٩٦	٠.٢٢٥	١.١٣٧	١.٥٣٥-	٠.٨٤٣-	١.٥٣٦-
		التفرطح	٢.٩٢	١٩.٣١١	١.١١٨	٠.٤٧٣	٠.٧٦٣	٤.٢٧٩	٠.٠٩٢	١٥٧.٣
		التوزيع الطبيعي	يقترّب	لا يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يقترّب	يتبع	لا يتبع
		المتوسط	٠.٢٣٦	٠.٣٨٨	٠.٣٧٧	٠.٣٦٦	٠.٢٣٧	٠.٥٢٧	٠.١٥٥	٠.٣٠٣
		التباين	٠.٠١	٢٧.٨٤٦	٠.٠٠٨	٠.٠٥١	٠.٠٢	٠.٠٩	٠.٠٠٤	٣.٦٠٥
		الالتواء	١.٠٠٢-	٤.٣٦٦	٠.٥٨٨	٠.٦١٦	٢.٣٣٤-	٠.٤٤٥	٠.٣٥٥	١٢.٥٩
		التفرطح	٣.٢٧٥	١٨.٢٠٦	٠.٦١٨-	٠.٣٣٧-	١.٠٠٨٨	١.١٧١-	٠.٣٦٥	١٦١.٥٧
		التوزيع الطبيعي	يقترّب	لا يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع

قياس وتقييم أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بين  
المستثمرين؛ دليل تجريبي متعدد المخططات التحليلية من الحالة المصرية

د.م. طارق إبراهيم صالح سعادة

ترميز المتغير	توصيف المتغير	العملمات الإحصائية الرئيسية	البنوك	الموارد الأساسية	الرعاية الصحية والأدوية	العقارات	الأغذية والمشروبات والتبغ	خدمات مالية غير مصرفية	التشييد ومواد البناء	كامل عدد المشاهدات التحليلية	
x7	معدل صافي الدخل إلى الإيرادات	المتوسط	٠.٢٥٣	٠.١٣٥	٠.٢٣١	٠.١٨٣	٠.١٠٥	٠.٢٤	٠.٠٦١	٠.١٨٤	
		التباين	٠.٠١	٤٠.١٥٩	٠.٠٠٨	٠.٠٩٧	٠.٠٢٥	٠.٢٤٤	٠.٠٠٦	٤.٩٨١	
		الانحراف	١.٢٨٦-	٠.٢٦١-	٠.٣٩	٠.٨١٦-	٢.٨٢٣-	٣.٧٠٤-	٠.٨٠٥	٠.٤١٣-	
		التفرطح	٤.٤٤٨	١٣.٣٣٤	٠.٣٤١-	٥.٩٨٣	١٥.٤٤٨	٢٠.٧٦١	١.٥٣٧	١١٢.٦٦٢	
	التوزيع الطبيعي	يقترّب	لا يتبع	يتبع	يقترّب	لا يتبع	لا يتبع	يتبع	لا يتبع		
x8	معدل سعر السهم إلى نصيبه من صافي الدخل	المتوسط	٤.٤٦٢	١٨.١٩٧	١٩.٧٢	١٤.١٦٩	١٧.١٢	١٩.٧١٤	١٦.٢٥٧	١٢.٨٦٣	
		التباين	٧.٠٣	٣٢.٠٣	٢٥٦.٢٠١	٢٣٥.٩٩٦	٢٢٢٤	٧٤٢	٢٢٢.٥٢	٩٥.٠٠٩	
		الانحراف	١.٢٨٣	٢.٩٨٩	١.٤	٢.٨٩١	٣.٤٧٦	٢.٠٨١	٢.٤٠٧	٤.٧٨٣	
		التفرطح	١.٩٧٤	٨.١١٥	١.٤٢٨	١٠.٥١٤	١١.٢٢٣	٣.٩٣١	٤.٧٨٢	٢٦.٣٣٩	
	التوزيع الطبيعي	يتبع	يقترّب	يتبع	لا يتبع	لا يتبع	لا يتبع	يقترّب	لا يتبع		
x9	معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات	المتوسط	٠.٧٦٢	٢.٠٧٩	٣.١٤٣	٢.٤٩٥	١.٣٧	٣.٨٧	٠.٥٣	١.٧٩٥	
		التباين	٠.٥٣٢	٦٨.٤١٨	٤.٦٩٦	٣٥.٢٥٩	٢٧.٢٤١	٢٣.٣٢٤	٢٣.٣٢٤	٠.٠٩٨	
		الانحراف	١.٩٠٥	٥.٣٤٨	٠.٧٥٤	٤.١٣٤	٦.٣٣٥	٢.٢٤٥	٢.٢٤٥	٠.٢٣٣	
		التفرطح	٣.٦٧٧	٣١.٢٤١	٠.٠٧٨	٢٠.١	٤٢.٣٤٨	٥.٧٣	٤٢.٣٤٨	١.٠٧-	
	التوزيع الطبيعي	يقترّب	لا يتبع	يتبع	لا يتبع	لا يتبع	لا يتبع	يقترّب	لا يتبع		
x10	معدل سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	المتوسط	٤.٠٩	٨.٥٨	٢١.٤١	٩.٣٩	٩.٧٨	٦.٨٢	٨.٤٨	٨.٢١١	
		التباين	١٠.١٨	١٣٠.٧٦٦	١٨١٦.٩	١٢١٩١	٢٨٧٨	٩٨.٩٢٤	١٣٧.٠٧	٣٣١٦	
		الانحراف	٢.٢٢٥	٤.٢٤٣	٣.٣٤	٨.٠٨١	٦.٦١١	٢.٠٧٥	٣.٩٢٩	١٢.١٩٩	
		التفرطح	٨.٣٢	١٨.٦٢٦	١٢.٥١٧	٦٥.٥٢٣	٤٤.٩٦٩	٤.٦٤٢	٤٤.٩٦٩	١٧٦.٣٨	
	التوزيع الطبيعي	يقترّب	لا يتبع	لا يتبع	لا يتبع	لا يتبع	لا يتبع	يقترّب	لا يتبع		
x11	معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية	المتوسط	٠.٠٩١	١.٤٣	٢.٩٦	١.٤	٢.٢٥	١.٥٣	١.١٣	١.٥٢	
		التباين	٠.٥٦٨	٥٨.٧٩	٢.٨٠٩	١١.٥٨٤	٤.٧٨٣	٣.٥٠٢	٠.٤١١	١١.٤٨٧	
		الانحراف	١.٨٢٥	٦.١٨٥	٠.٢١١	٥.٤٩١	١.٨١٩	٢.٨٤٥	٠.٠١٣-	١٠.٠٤٥	
		التفرطح	٣.٢٩٦	٣٩.٢٧٣	١.١٦٦-	٣٦.٢٣٥	٢.٩٦١	٩.١١٩	٠.٩٨٤-	١٣٢.٢٧٢	
	التوزيع الطبيعي	يقترّب	لا يتبع	يتبع	لا يتبع	يتبع	يتبع	يقترّب	لا يتبع		
x12	معدل القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها	المتوسط	٠.٨٩٥	١.٦٦	٢.٩٦	١.٧٧	١٤.٣٥١	٣.٣٩	١.٢٨	١.٩١٢	
		التباين	٠.٦٤٦	٣.٧١٩	٣.٢١٥	٣٩٧٨	١٥٣٦١	٥٧.٢٩١	٢.٢٧٣	٣.٩٧	
		الانحراف	٢.١٢٨	٢.٣٥٨	٠.٨٩٥	٨.٠٧٥	٤.٠٠٤	١.٨٤٣	٢.٥٩٢	٩.٣٧٩	
		التفرطح	٤.٩٤٥	٥.٦٣٨	١.٤٥٩	٦٥.٤٥٦	١٦.٤٣٣	١.٧٥٩	٨.٤١٧	٩٢.٦	

ترميز المتغير	توصيف المتغير	العمليات الإحصائية الرئيسية	البنوك	الموارد الأساسية	الرعاية الصحية والأدوية	العقارات	الأغذية والمشروبات والتبغ	خدمات مالية غير مصرفية	التشييد ومواد البناء	كامل عدد المشاهدات التحليلية
	الدفترية	التوزيع الطبيعي	يقترب	يقترب	يتبع	لا يتبع	لا يتبع	يتبع	يقترب	لا يتبع
x13	معدل نصيب السهم من الأرباح	المتوسط	١.٩٨	١.٦٩	٢.٤٥	٠.٢٢٧	١.٠٥٨	٠.٧٦	٠.٠٥٢	١.٠٦٥
		التباين	٢.٦٨٦	١٨.٠٧٥	٥٩.٦٤٦	٠.٣٤٤	٢.٠٨	١.٨٣٣	١.٩٣٩	١.٠٩٨٣
		الانحراف	٠.٤٢	٢.٨٢٥	٣.٢٤٣	٣.٩٧٨	١.٥٧٣	١.٦٠٢	٠.٥٤١	٦.١٧
		التفرطح	-٠.٧٣٢	٩.٥٣٥	١١.٦٠١	١٨.١٩٥	١.٨٢٨	١.٥٦٣	٦.٠٤٣	٥٤.١٣٧
	التوزيع الطبيعي	يقترب	يقترب	لا يتبع	لا يتبع	لا يتبع	يتبع	يتبع	يقترب	لا يتبع
x14	القيمة الدفترية للسهم	المتوسط	١١.٢٢	١٣.٥٥	١٧.٩٩	٣.٩٧	٥.٩٥	٧.٠٣	٧.٨٤	٧.٥٦
		التباين	٦٠.٥٧٥	٤٦٨.٣	١٧٨٥.٢	٣٠.٧١	٣٢.٩١٧	٣٢.٩١٧	٧١.٦٠٧	٣٢٩.٤٥٦
		الانحراف	٠.٣٥٦	٢.٠٠٨	١.٩٤٨	١.٤٤١	١.٤٩٧	١.٤٩٧	٠.٧٢٤	٤.٢٩٥
		التفرطح	-٠.٧٦٥	٣.٠٧٧	٢.٥٠٩	٠.٥٦١	٠.٩٧٣	٣.١٨٤	-٠.٩٦٧	٢٢.٨٩٩
	التوزيع الطبيعي	يتبع	يقترب	يقترب	يتبع	يتبع	يتبع	يقترب	يتبع	لا يتبع
x15	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	المتوسط	٠.٠٢٤	٠.١٠٢	٠.١٣٣	٠.٣١	٠.٠٨٦	٠.٠٢١	٠.٠٦٥	٠.٠٥٩
		التباين	٠.٠٠٥	٠.٠١٢	٠.٠٠٧	٠.٠٠٦	٠.٠١٤	٠.٠٢٨	٠.٠٠٥	٠.٠١٢
		الانحراف	٢.٤٢٨	٠.٠٥٠	٠.٣٨٨	٠.٣٣١	٠.١٣١	٢.٠٧٧	-٠.٥١٢	-٠.٨٣٧
		التفرطح	٣١.٢٢٩	-٠.٧٥٦	-٠.٢٨	١.٦٢٢	٠.٧٦٧	٧.٠١١	٠.٥٧٧	٧.٩٤٧
	التوزيع الطبيعي	لا يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يقترب	يقترب	يتبع	يقترب
x16	معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول	المتوسط	٠.١٢٥	٠.٠٥٢	٠.٠٨١	٠.٠٢٣	٠.٠٤٧	٠.٠٤٣	٠.٠٤٣	٠.٠٦٦
		التباين	٠.٠١٦	٠.٠١٥	٠.٠٠٤	٠.٠٠٧	٠.٠٠٩	٠.٠٢١	٠.٠٠٥	٠.٠١٢
		الانحراف	٢.٨٦٢	٢.٨٦٨	١.١٠٧	٢.٧٢٤	٢.٣٣٤	٠.٧٠٢	٢.٤٣٨	١.٧٨٥
		التفرطح	١٥.٥٣٩	٩.٦٨٢	٠.٤٥٧	٩.٦٩٤	٦.٥١٣	٣.٦٨٩	٧.١٦٣	١١.٢٧٩
	التوزيع الطبيعي	لا يتبع	يقترب	يتبع	يقترب	يقترب	يقترب	يقترب	يقترب	لا يتبع
x17	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول	المتوسط	٠.١١٣	٠.٠٥٢	٠.٠٢٢	٠.٠٠٨	٠.٠١٨	٠.٠١٩٦	٠.٠١٦	٠.٠١٦
		التباين	٠.٠٠٢	١.٩٧٥	٠.٠١٢	٠.٠٠٤	٠.٠١٣	٠.٠٢٢	٠.٠٠٨	٠.٢٥٨
		الانحراف	٠.٨٩٦	٦.٣٩٥	٢.١٧٦	١.٦٧٧	٢.٠٥٩	١.٣٠١	٠.٥٩٢	١٦.٥٧٩
		التفرطح	١٢.١	٤١.٢٣٣	٦.٢٩٩	٤.٣٦٧	٧.١٣٥	٧.٢٤١	٠.٥٥٧	٢٩٣.٢٨٥
	التوزيع الطبيعي	لا يتبع	لا يتبع	يقترب	يقترب	يقترب	يقترب	يقترب	يتبع	لا يتبع
x18	معدل التدفقات	المتوسط	٠.٠٢١	٠.٠٦١	٠.٠٧٣	٠.٠٠٤	٠.٠٢٣	٠.٠٠٥	٠.٠٠٩	٠.٠٢٤
		التباين	٠.٠٠٤	٠.٠٢٧	٠.٠٠٨	٠.٠٠٤	٠.٠١٧	٠.٠٢٤	٠.٠٠٨	٠.٠١٢

قياس وتقييم أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بين  
المستثمرين؛ دليل تجريبي متمدّد المخططات التحليلية من الحالة المصرية

د.م. طارق إبراهيم صالح سعادة

ترميز المتغير	توصيف المتغير	العملمات الإحصائية الرئيسية	البنوك	الموارد الأساسية	الرعاية الصحية والأدوية	العقارات	الأغذية والمشروبات والتبغ	خدمات مالية غير مصرفية	التشييد ومواد البناء	كامل عدد المشاهدات التحليلية
	التفدية الحرة إلى إجمالي الأصول	الالتواء	٦.٨١٢	١.٢٢٥-	٠.٥٣٦	٠.٩٢١-	٠.٢٩٧-	٢.٣٤٣-	٠.٨٩٨-	١.١٠٢-
التفرطح		٥٣.١٧٨	٢.٥٠٩	٠.٤١٧	٠.٨٤٧	١.٩١٧	٨.٧٤٧	١.٢٢٦	٨.٣٦٢	
التوزيع الطبيعي		لا يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	
x19	معدل عدد الأسهم حرة التداول " المعممة "	المتوسط	٠.٤٢٩	٠.٢٩	٠.٤٦	٠.٤٧٥	٠.٤٢٨	٠.٥٢	٠.٤٦	٠.٤٣٨
		التباين	٠.٠٤٨	٠.٠٤١	٠.٠٣٦	٠.٠٣٢	٠.٠١٨	٠.٠٥٢	٠.٠٤٣	٠.٠٤١
		الالتواء	٠.٧٠٩	١.٢٩٦	١.٠٣١	٠.٣١٥-	٠.٤١٩	٠.٥٧٧-	٠.٧٢١	٠.٣٥٨
		التفرطح	٠.١٣٨-	١.٨٩٤	١.٧٦٧	٠.١٢٨	١.٣٧٤	٠.٨٤٥-	٠.٨٤٩-	٠.٢٠٢-
	التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	
x20	معدل التداول	المتوسط	٠.٨٤٥	١.٦٥٣	٢.٦٦٧	٢.٣١٩	١.١٥	١.٨١٢	٠.٩١	١.٥٦
		التباين	٧.٦٦٩	٠.٨٦٣	١.١٩٢	٥.٤٧٣	٠.٠٣	٠.١٩٨	٠.١٠١	٣.٣٩٩
		الالتواء	٥.٥٥٦	٠.٩١٣	١.٠٤٢	٣.٨٦٨	٠.٩٠٦	٠.٥٧٨	٠.٥٤٢-	٥.٦٥٨
		التفرطح	٣١.٧٧٤	٠.٣١٢	٠.٨	١٦.٤٧	٠.٩٥٦	٠.٩٢٥	١.١٦٨-	٤.٠٩١٦
	التوزيع الطبيعي	لا يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	
x21	معدل دوران الأصول	المتوسط	٠.١١٧	٠.٧٣	٠.٦٣٢	٠.٢٩٦	١.٢٠٧	٠.١٩٩	٠.٨١٦	٠.٤٦
		التباين	٠.٠٠٠١	٠.١٥٣	٠.٠٧٣	٠.٠٦	٢.٥١١	٠.٠١٤	٠.٠٣٦	٠.٥٨٧
		الالتواء	٠.٣٧	٠.٥٦٣-	١.٢٤١-	٠.٨٩٦	٤.٤٢٥	٠.٥١	٠.٨٣٩	٧.٥٨٦
		التفرطح	١.٢٥٨	١.١٣١-	٠.٨١٦	٠.٣٧٤-	٢٤.١٢٨	١.٠١٥-	٠.٣١٢	٩.٠١٤
	التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	
x22	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	المتوسط	٠.٠٤٥	٠.١٩٦	٠.١٧٢	٠.١٤٨	٠.١٣٩	٠.٢٤٥	٠.٢٩٩	٠.١٥٢
		التباين	٠.٠٠١	٠.٠٠٣	٠.٠٢٤	٠.٠١٥	٠.٠٢٨	٠.٠٥٢	٠.٠٠٩	٠.٠٢٦
		الالتواء	٠.٨٢٦	٠.٥٢	٠.٥١٧	١.٠١٦	٠.٨٣٥	٠.٨٨٨	٠.٦٥٨	١.١٣١
		التفرطح	٠.٣٣٦-	٠.٨٠٩-	٠.٦٥-	٠.٤٥٤	٠.٩٣٦-	٠.٣٥٨-	٠.٢٨-	٠.٧٧١
	التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	
x23	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية	المتوسط	٠.٥٦٨	٠.٣٩٩	٠.٣٠٢	٠.٥٩٦	٠.٣٠٨	٠.٩٧٥	٠.٨٠٢	٠.٥٢٣
		التباين	٠.٢٤٩	٠.٣١٨	٠.١٧٥	٠.٧٧٧	٠.١٩٨	٢.٢٢٤	٠.١٤٥	٠.٦٧٤
		الالتواء	١.١٥٨	٢.٣٤٧	٢.٤٤١	١.٩٤٥	١.٤٢٦	١.٩١	٠.٩١٦	٢.٩٨٦
		التفرطح	٠.٦٦٣	٧.٥٠٦	٨.٥٠٥	٣.٣٧٣	١.٢٤	٣.٥٥٢	٠.٩٢٢	١٣.١٢١
	التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	
x24	معدل	٠.٠١٨	٠.٠٧٧	٠.٠٧٧	٠.٠٩٧	٠.٠٥٣	١.٠٠٤	٠.٠٩٧	٠.٠٦٢	

ترميز المتغير	توصيف المتغير	العمليات الإحصائية الرئيسية	البنوك	الموارد الأساسية	الرعاية الصحية والأدوية	العقارات	الأغذية والمشروبات والتبغ	خدمات مالية غير مصرفية	التشييد ومواد البناء	كامل عدد المشاهدات التحليلية
	إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.	التباين	٠.٠٠٠١	٠.٠٢٣	٠.٠١٨	٠.٠٠٩	٠.٠٠٤	٠.٠٠٣	٠.٠٠٦	٠.٠١٣
		الالتواء	٢.٣١٧	٢.٠٥٥	٢.٣٩٧	١.٥٢٣	١.٤٧٥	١.٨٥١	٠.٥٨٩	٢.٥٦٨
		التفرطح	٥.٤٧٣	٣.١٢٩	٥.٢٨٣	١.٥٥٢	٠.٨٧	٢.٠٥٨	٠.٣٦٩	٦.٨١٩
		التوزيع الطبيعي	يقترَب	يقترَب	يقترَب	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يقترَب
x25	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حق الملكية	المتوسط	٠.١٨٦	٠.١٥٢	٠.١٤٥	٠.٣٩٩	٠.١٣٦	٠.٤١	٠.٢٦٦	٠.٢١٧
		التباين	٠.١٠٣	٠.٢٨٦	٠.١٦٢	٠.٤٦١	٠.١٧	٠.٩٢٣	٠.٠٧٧	٠.٣٠٥
		الالتواء	٣.٢٧٢	٣.٢٨١	٣.٧١	٢.٣٤٦	١.٣	٢.٢١٩	١.٥٤٨	٣.٤٧١
		التفرطح	١٤.٨٠٥	١٢.٠٧٣	١٥.٤٣٨	٥.٦٠٣	٠.٧٧٩	٣.٨٩٦	٣.٧٤٩	١٣.٥٢٥
		التوزيع الطبيعي	لا يتبع	لا يتبع	لا يتبع	يقترَب	يتبع	يقترَب	يقترَب	لا يتبع
x26	معدل عائد السهم	المتوسط	٠.١٢٧	٠.٢٣٥	٠.١٨	٠.١٩٩	٠.١١	١.٠٦	٠.٠٠٢	٠.١٢٥
		التباين	٠.١٩٩	٢.٠٣٧	٠.٢٢	١.٦٠٥	٠.٥٤	٠.٤٦٣	٠.١٢٦	٠.٧٨٨
		الالتواء	١.٤٩٧	٣.٧٦٩	١.٣٧٤	٣.٤٣٨	٣.٣١١	٢.٢٨٦	٠.٥٩٣	٤.٤٥٥
		التفرطح	٢.١٤٩	١٧.٠١	١.٥٧٣	١٢.٨٧٦	١٥.٠٢٣	٥.٧٠٣	٠.٧١٩-	٢٨.٣١٣
		التوزيع الطبيعي	يتبع	لا يتبع	يتبع	لا يتبع	لا يتبع	يقترَب	يقترَب	لا يتبع
x27	معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول	المتوسط	٠.٠٠٣-	٠.٠٠٩-	٠.٠١٩-	٠.٠٠٤-	٠.٢٠٣	٠.١٢	٠.٠٤٧-	٠.٠٠٨-
		التباين	٠.٠٠٥	٠.٠٠٧	٠.٠٠٩	٠.٠٠٥	١.٤٩٥	٠.٢٧	٠.٠٢٧	٠.٠٠٥
		الالتواء	٣.٠٣١-	٠.١٧٢	٠.٣٠٢-	٠.٢٥٨	٢.٧٧٩	١.٨٦٨	١.١١٨	٧.٩١٤
		التفرطح	٣٤.٩١٥	٠.٤٠٣	١.٣٤٨	٠.٩٧٤	٦.٧٧٢	٦.٦٢٣	٤.٦٢	٦٦.٥٤٦
		التوزيع الطبيعي	لا يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يقترَب	يقترَب	يقترَب	لا يتبع
x28	معدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول	المتوسط	٠.٠٠٦	٠.٠١٢	٠.٠١٩	٠.٠٢٣-	٠.٢٢٩	٠.٠٤٤-	٠.٠٣٦-	٠.٠٠٧-
		التباين	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٩	٠.٠٠٣	٠.٠٠٢	١.٤٤٦	٠.٠٠٢	٠.٠٠٢	٠.٢٢٩
		الالتواء	١.٨٦١	٠.٣٣٩	٠.٢٦٨-	١.٣٧١-	٢.٨١	٠.٩٨٢-	٠.٤٤١-	٨.١٨٤
		التفرطح	٧.٧٣١	٠.٢٧٦-	٠.٥٥٨-	٢.٢٢٧	٦.٨٠٥	٠.١٦٢	١.٠٤٩	٦٩.٥٩٤
		التوزيع الطبيعي	يقترَب	يتبع	يتبع	يتبع	يقترَب	يتبع	يتبع	لا يتبع
x29	السلوك الزمني لحجم التداول	المتوسط	٠.٢٥	٠.٢٦	٠.٢١٧	٠.١٩٤	٠.٢١٤	٠.١٩٢	٠.٢٥٤	٠.٢٢٥
		التباين	٠.٠٩٣	٠.٠٨٨	٠.٠٨٩	٠.٠٧٩	٠.٠٧	٠.٠٩٢	٠.٠٩٢	٠.٠٨٥
		الالتواء	٠.٠٧٣	٠.٧٤٦	١.٠٨٤	١.٢٤٧	٠.٩٧٦	١.١٦٢	٠.٧٩١	٠.٩٤٢
		التفرطح	٠.٧٨٣-	٠.٨٨٤-	٠.٢٢٩-	٠.٤٥٤	٠.١٥٨-	٠.١٠٨-	٠.٦٤٣-	٠.٤٤٤-
		التوزيع الطبيعي	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	

كامل عدد المشاهدات التحليلية	التشبيد ومواد البناء	خدمات مالية غير مصرفية	الأغذية والمشروبات والتبغ	العقارات	الرعاية الصحية والأدوية	الموارد الأساسية	البنوك	العملاء الإحصائية الرئيسية	توصيف المتغير	ترميز المتغير
٠.٧٣١	٠.٧٢	٠.٧٥	٠.٧٧	٠.٧٠٩	٠.٦٦	٠.٧٥	٠.٧٣٨	المتوسط	السلوك الزمني لسعر السهم	X30
٠.٦٠٣	٠.٠٦٩	٠.٠٥٨	٠.٠٦٤	٠.٠٦٢	٠.٠٦٥	٠.٠٥٥	٠.٢٨	التباين		
١٨.٣	١.٣١٤-	١.٤١٤-	١.٧٠١-	١.١٩٢-	٠.٩٥٩-	١.٣٤٩-	٨.٤٨٥	الالتواء		
٣٣٤.٩٣٤	٠.٩٣١	١.٩٨٨	٢.١٢١	٠.٨٠٤	٠.٦٤٥	١.٦٠٩	٧١.٩٩٧	التفرطح		
لا يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	يتبع	لا يتبع	التوزيع الطبيعي		

المصدر: من إعداد الباحث. يتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

## ٤/٥/١: المخطط التحليلي الأول: أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وفق التحليل تداخلي القطاعات:

يشتمل هذا المخطط التحليلي على دراسة وتحليل العلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي وذلك من خلال تقدير نموذج الانحدار المُعبر عن أثر المحتوى على عدم التماثل ، وذلك بالتطبيق على كامل عدد المشاهدات التحليلية Cross Section Analysis ، وقد استند الباحث في هذا المخطط التحليلي على نموذج الانحدار الخطي المُعمم Generalized Linear Model ، والمتوافر في حزمة التحليل الإحصائي Stata. V.17 ، وذلك للعديد من المبررات ومنها تبعية المتغير التابع للتوزيع الطبيعي وعشوائيته وسكونه " وفق المحتويات الواردة بالجدول رقم ٤ ". بينما تقتقد المتغيرات التفسيرية " المستقلة " تلك السمات ، وبالقدر الذي يتحتم معه المفاضلة بين عدد من النماذج ، وهو ما يتوافر لآلية الانحدار الخطي المُعمم ، وتستند تلك النمذجة الخطية المتقدمة على ضرورة اتباع مجموعة من الخطوات لأغراض تجهيز المتغيرات للتأكد من صلاحيتها للنمذجة ، وتفصيلات تلك الخطوات على النحو التالي.

### الخطوة الأولى: استكشاف السمات الإحصائية لتوزيع متغيرات النموذج:

تتناول تلك الخطوة استكشاف السمات الإحصائية لتوزيع متغيرات النموذج ويتضمن ذلك ثلاث اختبارات والتي تتحدد في: فحص التبعية للتوزيع الطبيعي أو الاقتراب منه ، واختبار العشوائية ، واختبار سكون السلسلة الزمنية " جذر الوحدة " ، ويشتمل الجدول رقم (٤) على تلك السمات ، والتي يتضح من خلالها توافر تلك السمات في المتغير التابع إذ أنه: يتبع التوزيع الطبيعي في إطار تقدير لمعامل الالتواء والتفرطح والشكل الناقوسي الذي يقترب من الانتظام " الشكل رقم (١) التالي

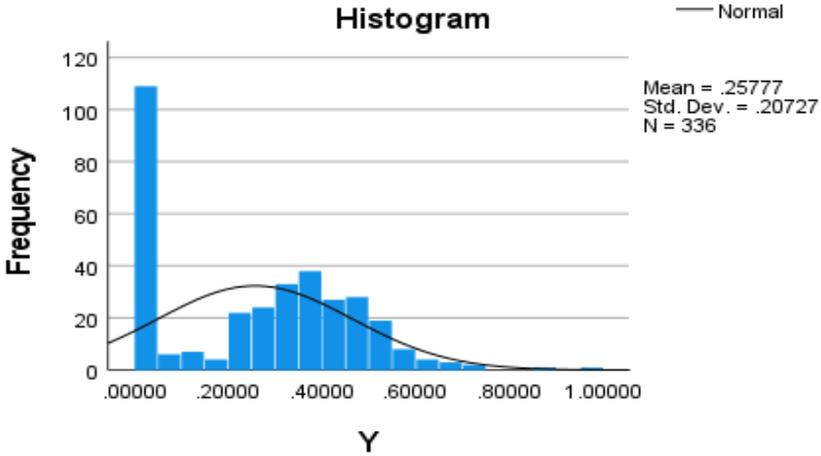
للجدول " ، ولكنه لم يكن توزيعه طبيعياً في إطار اختبار Shapiro-Wilk ، وبالقدر الذي يمكن معه الإقرار باقتراب المتغير من التوزيع الطبيعي وتبعيته كذلك بصورة ملحوظة لتوزيع جاما " الشكل رقم (٢) التالي للجدول " ، وبالقدر الذي يؤكد الرؤية الاستباقية السابق عرضها حول أفضلية الاستناد على نموذج الانحدار الخطي المعمم ، والذي يعرض إطار مقارن في ظل اقتراب توزيع المتغير التابع من التوزيع الطبيعي ، وتبعيته كذلك لتوزيع جاما ، كما يُلاحظ كذلك عدم توافر تلك السمات الإحصائية في غالبية المتغيرات المستقلة " التفسيرية " وبما يؤكد ضرورة الاستناد على نمذجة متعددة المخططات ، وبما يمكن من المقارنة بينها لانتقاء النموذج الأكثر دقة.

#### جدول رقم (٤) السمات الإحصائية لتوزيع متغيرات النموذج

اختبار السكون		اختبار العشوائية		التبعية للتوزيع الطبيعي	توصيف المتغير	ترميز المتغير
Unit Root Test by ADF		Random Test by Run Test				
التقدير	المعنوية الحقيقية	التقدير	المعنوية الحقيقية	Normality Level		
يعتبر توزيع المتغير عشوائياً إذا ما كان مقدار المعنوية الحقيقية للاختبار أكبر من مقدار المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% ، بينما يعد توزيع المتغير ساكناً إذا ما كان مقدار المعنوية الحقيقية أقل من مقدار المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% . والحروف ع.ع تعني " غير عشوائي " . والمقدار ٠.٠٠١ قيمة رمزية وذلك لأن مخرجات التشغيل الإحصائي أقل من ذلك بكثير. وأخذ تقدير التوزيع الطبيعي من الجدول رقم (٣).						
المتغير التابع						
ساكن	٠.٠٠١	عشوائي	٠.٢٣	يتبع	معامل عدم التماثل المعلوماتي	Y
المتغيرات المستقلة						
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	يتبع	حجم الشركة	x1
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	يتبع	جودة الإفصاح	x2
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل العائد إلى الأصول	x3
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل العائد إلى حق الملكية	x4
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل العائد إلى رأس المال المستثمر	x5
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات	x6
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل صافي الدخل إلى الإيرادات	x7
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل سعر السهم إلى نصيبه من صافي الدخل	x8
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات	x9
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	x10
ساكن	٠.٠٠١	ع.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية	x11

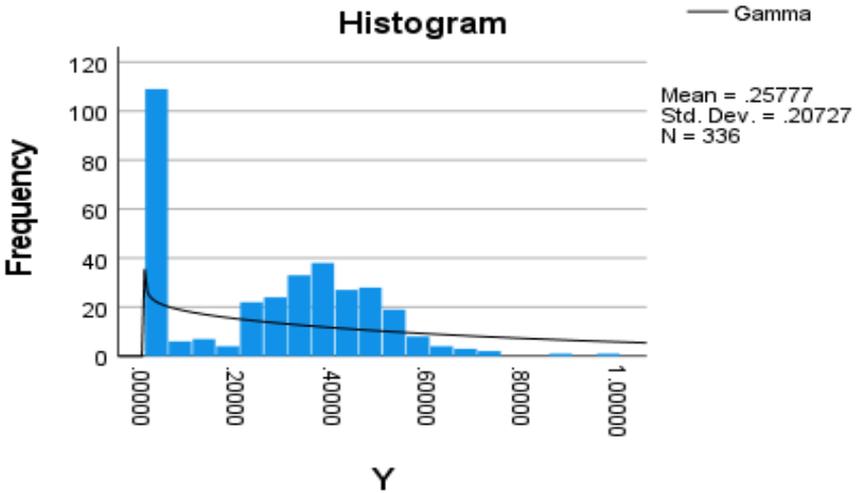
اختبار السكون		اختبار العشوائية		التبعية للتوزيع الطبيعي	توصيف المتغير	ترميز المتغير
Unit Root Test by ADF		Random Test by Run Test				
التقدير	المعنوية الحقيقية	التقدير	المعنوية الحقيقية			
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية	x12
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل نصيب السهم من الأرباح	x13
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	القيمة الدفترية للسهم	x14
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	يقترّب	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	x15
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول	x16
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول	x17
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	يقترّب	معدل التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول	x18
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	يتبع	معدل عدد الأسهم حرة التداول " المعومة "	x19
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل التداول	x20
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل دوران الأصول	x21
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	x22
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية	x23
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	يقترّب	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.	x24
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حق الملكية	x25
ساكن	٠.٠٠١	عشوائي	٠.٦٦	لا يتبع	معدل عائد السهم	x26
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول	x27
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	معدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول	x28
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	يتبع	السلوك الزمني لحجم التداول.	X29
ساكن	٠.٠٠١	غ.ع	٠.٠٠١	لا يتبع	السلوك الزمني لسعر السهم.	X30

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.



شكل رقم (١): مستوى تبعية توزيع المتغير التابع للتوزيع الطبيعي.

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي ، الحزمة الإحصائية SPSS 27 .



شكل رقم (٢): مستوى تبعية توزيع المتغير التابع لتوزيع جاما.

المصدر: مخرجات التحليل الإحصائي ، الحزمة الإحصائية SPSS 27 .

## الخطوة الثانية: حل إشكالية الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة:

تشتمل تلك الخطوة على استكشاف مدى تواجد ظاهرة الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة ، ولاستكشاف مدى تواجد تلك الإشكالية تم تقدير نموذج انحدار وفق طريقة المربعات الصغرى المعتادة Ordinary Least Square لأثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي ، ويوضح الجدول رقم (٥) المعلمات الرئيسية لهذا النموذج ، والتي يمكن من خلالها استخلاص النقاط التالية:

أ. يوجد تسع متغيرات مستقلة يتجاوز بها معامل تضخم التباين حاجز العشرة وتلك المتغيرات يتسبب واحد منها أو أكثر في تواجد مشكلة الأزواج الخطي في النموذج ، وتحدد تلك المتغيرات في: جودة الإفصاح ، ومعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حقوق الملكية ، ومعدل العائد على رأس المال المستثمر ، ومعدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات ، ومعدل صافي الدخل إلى الإيرادات ، ومعدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى الإيرادات ، ومعدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول ، ومعدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول.

ب. تبلغ القدرة التفسيرية للنموذج الاستكشافي ٢٩.٧% ، وتعد قدرة تفسيرية جيدة في مجال التنبؤ بعدم التماثل المعلوماتي المُعبر عنه بحجم التداول ، وذلك استناداً على رؤية (Bamber et al. (2011) والذي يرى أن انخفاض القدرة التفسيرية في النماذج المشتملة على عدم التماثل المعلوماتي كمتغير تابع تعد من المتلازمات وثيقة الصلة بتلك النمذجة. ويرى أن زيادة عدد المتغيرات التفسيرية أصبحت من المتطلبات الحيوية المستقبلية لهذا النوع من الدراسات لدعم تلك القدرة وتطويرها. إذ أن الجهود البحثية ذات الصلة تراوحت تلك القدرة بها بين ٧% إلى ١٢%.

ج. يبلغ معامل Durbin-Watson لاختبار مستوى استقلال بواقي النموذج ١.٩٨٩ وتقع في الفترة المعيارية والتي تتراوح بين ١.٥ إلى ٢.٥ وبما يعني استقلال بواقي النموذج ، كما أن المعنوية الحقيقية لاختبار Breusch-Pagan لتقدير مستوى ثبات تباين بواقي النموذج أكبر من مستوى المعنوي الافتراضي والمقدر بـ ٥% ، وبما يعني توافر التباين الثابت بين بواقي النموذج.

د. بعد التجريب بالاستبعاد والإضافة فيما بين المتغيرات التسعة التي تجاوز معامل تضخم التباين فيها حاجز العشرة ، تم الاستقرار على استبعاد ثلاث متغيرات مستقلة من النموذج ، وتتحدد تلك المتغيرات في: معدل العائد على الأصول (X3) ، ومعدل صافي الدخل إلى الإيرادات (X7) ، ومعدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول (X27). ويلخص الجدول رقم (٦) المعلمات الإحصائية الرئيسية لهذا النموذج والمتوافر به كافة الاشتراطات الإحصائية الرئيسية. ومع انخفاض طفيف في القدرة التفسيرية للنموذج إذ انخفض من ٢٩.٧% قبل الاستبعاد ليصبح ٢٨.١% بعد الاستبعاد ومع توافر استقلالية البواقي وثبات تباينها ، وبما يوفر الأساس الإحصائي للاستناد على تلك التركيبة من المتغيرات المستقلة في الخطوات التالية من التحليل.

## جدول رقم (٥)

النموذج الاستكشافي: أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي في ظل تواجد إشكالية الإزدواج الخطي.

تميز المتغير	توصيف المتغير	معامل المتغير	الانحراف المعياري	مقدار ت المحسوبة	المعنوية الحقيقية	معامل تضخم التباين " الإزدواج الخطي "
يتم الإقرار بتواجد مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة في حالة تجاوز قيمة معامل تضخم التباين حاجز الـ ١٠. وتعد بواقي نموذج الانحدار مستقلة إذا ما كان مقدار اختبار Durbin-Watson يقع في الفترة ١.٥:٢.٥. وتعد تباينات البواقي ثابتة إذا ما كانت المعنوية الحقيقية لاختبار Breusch-Pagan تزيد عن مقدار المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% " اختبار التجانس "						
	ثابت النموذج	-٠.٠٨١	٠.١٤٥	-٠.٥٦١	٠.٥٧٥	
x1	حجم الشركة	٠.٠٢٤	٠.٠١٧	١.٤	٠.١٦٣	٢.٢٦٨
x2	جودة الإفصاح	٠.١٢٤	٠.١٤٥	٠.٨٥٨	٠.٣٩٢	١٣.٩٢٣
x3	معدل العائد إلى الأصول	-٠.٢٨٨	٠.١٦٩	-١.٧٠٦	٠.٠٨٩	١٠٨٥.٨١٢
x4	معدل العائد إلى حق الملكية	٠.١٧٦	٠.١٠٥	١.٦٨٣	٠.٠٩٣	٩٣.٧٦١
x5	معدل العائد إلى رأس المال المستثمر	-٠.٠٣٣	٠.٠١٦	-٢.١١٩	٠.٠٣٥	١١.٧٣
x6	معدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات	٠.٠٧٥	٠.٠٥٢	١.٤٥١	٠.١٤٨	٩٧.٩٣٨
x7	معدل صافي الدخل إلى الإيرادات	-٠.٠١٣	٠.٠٠٣	-٠.٤٥٥	٠.٦٤٩	٤٤.٢١٤
x8	معدل سعر السهم إلى نصيبه من صافي الدخل	-٠.٠٠١	٠.٠٠١	-١.٨٣٦	٠.٠٦٧	١.٤٥١
x9	معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات	-٠.٠٠٢	٠.٠٠٣	-٠.٦٦٣	٠.٥٠٨	٢.٥٤٢
x10	معدل سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	-٠.٠٠١	٠.٠٠١	-٠.٦٨	٠.٩٤٦	١.١١٤

رميز المتغير	توصيف المتغير	معامل المتغير	الانحراف المعياري	مقدار ت المحسوبة	المعنوية الحقيقية	معامل تضخم التباين " الازدواج الخطي "
x11	معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية	٠.٠٠٦	٠.٠٠٤	١.٥٠٢	٠.١٣٤	٢.٠٥٨
x12	معدل القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية	٠.٠٠١	٠.٠٠١	١.٦٩٣	٠.٠٩١	١.٥٥٢
x13	معدل نصيب السهم من الأرباح	٠.٠٠٦-	٠.٠٠٦	٠.٩٥٣-	٠.٣٤١	٤.٣٩٦
x14	القيمة الدفترية للسهم	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٥٧٤	٠.٥٦٦	٤.٣٧٦
x15	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	١.٩٨٢	٠.٩٠٤	٢.١٩٣	٠.٠٢٩	٩٩.٦١٩
x16	معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول	٠.١١٤	٠.١١٧	٠.٩٧٩	٠.٣٢٨	١.٧١٨
x17	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول	٠.٠٠١	٠.٠٢١	٠.٤٩٣	٠.٦٢٢	١.١٠٤
x18	معدل التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول	٠.٢٥٤-	٠.١٧٦	١.٤٤٤-	٠.١٥	٣.٨٦٧
x19	معدل عدد الأسهم حرة التداول " المعومة "	٠.١٠٧-	٠.٠٥٦	١.٩١٧-	٠.٠٥٦	١.٢٧٤
x20	معدل التداول	٠.٠٠١	٠.٠٠٦	١.٥٨٤	٠.١١٤	١.٢٦٥
x21	معدل دوران الأصول	٠.٠٢٩	٠.٠١٥	١.٩٣	٠.٠٥٥	١.٣٨٤
x22	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	٠.١٠٧-	٠.١٤١	٠.٧٦١-	٠.٤٤٧	٥.٢٥٦
x23	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية	٠.٠١٢	٠.٠٢٩	٠.٤٢٧	٠.٦٦٩	٥.٧٥٩
x24	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.	٠.٤٤٢	٠.٢٦١	١.٦٩٤	٠.٠٩١	٨.٦٥٩
x25	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حق الملكية	٠.٠٧٢-	٠.٠٥٢	١.٣٩٨-	٠.١٦٣	٨.٢٤١
x26	معدل عائد السهم	٠.٠١٢-	٠.٠١٣	٠.٩٣٤-	٠.٣٥١	١.٣٨٧
x27	معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول	١.٦٨٩	٠.٨٨٨	١.٩٢	٠.٠٥٨	١٨٩٣.٧٣
x28	معدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول	١.٧١٢-	٠.٨٨٧	١.٩٢٩-	٠.٠٥٥	١٨١٧.٩٦٨
X29	السلوك الزمني لحجم التداول.	٠.٢٩٤	٠.٠٣٦	٨.٠٦٧	٠.٠٠١	١.١٢٧
X30	السلوك الزمني لسعر السهم.	٠.٠٠١	٠.٠٠١	١.٣٣٣	٠.١٨٤	١.٠٢٧
السمات العامة للنموذج						
القدرة التفسيرية %		٢٩.٧				
المعنوية الحقيقية للنموذج		٠.٠٠١				
معامل استقلال بوفاي النموذج Durbin-Watson		١.٩٨٩				
الخطأ المعياري للتنبؤ		٠.١٨٢				
المعنوية الحقيقية لاختبار ثبات تباين البواقي Breusch-Pagan		٠.٦٢٢٧				

المصدر: من إعداد الباحث. بتصريف في نتائج التحليل الإحصائي.

## جدول رقم (٦)

النموذج التأسيسي: أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بعد حل إشكالية الإزدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة ( Base Line Model )

ترميز المتغير	توصيف المتغير	معامل المتغير	الانحراف المعياري	مقدار ت المحسوبة	المعنوية الحقيقية	معامل تضخم التباين الأزواج الخطي
يتم الإقرار بتواجد مشكلة الأزواج الخطي بين المتغيرات المستقلة في حالة تجاوز قيمة معامل تضخم التباين حاجز الـ ١٠. وتعد بواقى نموذج الانحدار مستقلة إذا ما كان مقدار اختبار Durbin-Watson يقع في الفترة ١.٥:٢.٥. وتعد تباينات البواقى ثابتة إذا ما كانت المعنوية الحقيقية لاختبار Breusch-Pagan تزيد عن مقدار المعنوية الافتراضي والمقدر بـ ٥% اختبار التجانس*						
	ثابت النموذج	٠.١٨	٠.٠٧	٢.٥٥٧	٠.٠١١	
x1	حجم الشركة	٠.٠٢١	٠.٠١٧	١.٢٤	٠.٢١٦	٢.٢٣٢
x2	جودة الإفصاح	٠.٠٧٧-	٠.٠٦٦	١.١٧٩-	٠.٢٣٩	٢.٨٢
x3	معدل العائد إلى الأصول			مستبعد		
x4	معدل العائد إلى حق الملكية	٠.٠١	٠.٠٠٩	١.١٥٧	٠.٢٤٨	٦.٤٣٩
x5	معدل العائد إلى رأس المال المستثمر	٠.٠٠٧-	٠.٠٠٨	٠.٩-	٠.٣٦٩	٢.٨٥٥
x6	معدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات	٠.١-	٠.٠١١	٠.٩٣٧-	٠.٣٤٩	٤.٠٧٢
x7	معدل صافي الدخل إلى الإيرادات			مستبعد		
x8	معدل سعر السهم إلى نصيبه من صافي الدخل	٠.٠٠١-	٠.٠٠٠١	٢.١٠٢-	٠.٠٣٦	١.٤٠١
x9	معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات	٠.٠٠٢-	٠.٠٠٣	٠.٥٦-	٠.٥٧٦	٢.٢٩٨
x10	معدل سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	٠.٠٠٠٩-	٠.٠٠٠١	٠.٥١٩-	٠.٦٠٤	١.٠٨١
x11	معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية	٠.٠٠٧	٠.٠٠٤	١.٧٥١	٠.٠٨١	١.٩٩٥
x12	معدل القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٠١	١.٧٧٢	٠.٠٧٧	١.٥٤٩
x13	معدل نصيب السهم من الأرباح	٠.٠٠٥-	٠.٠٠٦	٠.٨٢٦-	٠.٤٠٩	٤.٢٠٨
x14	القيمة الدفترية للسهم	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٥٢١	٠.٦٠٣	٤.٢٨٤
x15	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	٠.٣٠٢	٠.١٩٣	١.٥٦٢	٠.١١٩	٤.٤٩٢
x16	معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول	٠.١٢٧	٠.١١٧	١.٠٨٥	٠.٢٧٩	١.٦٩٦
x17	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول	٠.٠١٣	٠.٠٢١	٠.٦٠٤	٠.٥٤٦	١.١٠١
x18	معدل التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول	٠.٢٩٧-	٠.١٧٦	١.٦٨٨-	٠.٠٩٢	٣.٧٩٩

معامل تضخم التباين الأزواج الخطي	المعنوية الحقيقية	مقدار ت المحسوبة	الانحراف المعياري	معامل المتغير	توصيف المتغير	ترميز المتغير
١.٢١٥	٠.٠٦٩	١.٨٢٨-	٠.٠٥٥	٠.١-	معدل عدد الأسهم حرة التداول " المعومة "	x19
١.٢٦٤	٠.١٠٤	١.٦٣١	٠.٠٠٦	٠.٠١	معدل التداول	x20
١.٣١٢	٠.١٠٩	١.٦٠٨	٠.٠١٥	٠.٠٢٤	معدل دوران الأصول	x21
٥.١٤٩	٠.٢٨٦	١.٠٨٦-	٠.١٤	٠.١٥-	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	x22
٥.٧٠٣	٠.٦٥٣	٠.٤٤٩	٠.٠٢٩	٠.٠١٣	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية	x23
٨.٥٨	٠.٠٦٨	١.٨٣٢	٠.٢٦١	٠.٤٧٩	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.	x24
٨.١٩٥	٠.١٣٣	١.٥٠٨-	٠.٠٥٢	٠.٠٧٨-	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حق الملكية	x25
١.٣٧	٠.٣٩	٠.٨٦٢-	٠.٠١٣		معدل عائد السهم	x26
مستبعد					معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول	x27
١.٦٦٦	٠.٣١٣	١.٠١-	٠.٠٢٧	٠.٠٢٧-	معدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول	x28
١.١٢٣	٠.٠٠١	٨.٠٤	٠.٠٣٧	٠.٢٩٤	السلوك الزمني لحجم التداول.	X29
١.٠٢٥	٠.٢١٤	١.٢٤٤	٠.٠٠٠١	٠.٠٠١	السلوك الزمني لسعر السهم.	X30
السمات العامة للنموذج						
					القدرة التفسيرية %	
					المعنوية الحقيقية للنموذج	
					معامل استقلال بواني النموذج Durbin-Watson	
					الخطأ المعياري للتنبؤ	
					المعنوية الحقيقية لاختبار ثبات تباين البواني -Breusch-Pagan	

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي.

## الخطوة الثالثة: المفاضلة بين المخططات التحليلية في إطار الإنحدار الخطي المُعَمَّم:

تشتمل تلك الخطوة على تقدير النموذج الأكثر دقة في تمثيل أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك في إطار نموذج الانحدار المُعَمَّم Generalized Linear Model ، والذي يأخذ الصورة القياسية العامة التالية:

$$E(Y_i) = g(\mu_i) = \eta_i = \beta_0 + \beta_1 x_{1,i} + \beta_2 x_{2,i} + \dots + \beta_p x_{p,i}$$

وذلك في إطار القيد التالي:

$$var(Y_i) = \Phi V(\mu)$$

حيث:

$E(Y_i)$ : القيمة المتوقعة للمتغير التابع ، ويمثل في النموذج محل التحليل القيمة المتوقعة لمتغير عدم التماثل المعلوماتي.

$g(\mu_i)$ : دالة الربط الوظيفية بين القيمة المتوقعة للمتغير التابع والمتغيرات التفسيرية " المستقلة " ، وهي الدالة المسؤولة عن إجراء عمليات التحويل في المتغير التابع سعياً للحصول على أفضل نموذج تمثيل ، وتشتمل على التحويل اللوغاريتمي للمتغير التابع وكذلك التحويلات الأسية.  $X_{1,2,\dots,n}$ : المتغيرات التفسيرية " المستقلة " ويبلغ عددها في النموذج سبعة وعشرين متغيراً. إذ تم استبعاد ثلاث متغيرات لحل إشكالية الازدواج الخطي.

$\beta_{0,1,2,\dots,n}$ : معاملات نموذج الإنحدار بدءاً من ثابت النموذج وصولاً للمتغير السابع والعشرين.  $var(Y_i)$ : دالة تباين المتغير التابع ، وتقوم بتقدير إلى أي مدى يتوافر شرط ثبات تباينات القيمة المتوقعة للمتغير التابع عند الانتقال بين المستويات المتعددة للمتغيرات المستقلة. وتتصل تلك الدالة بصورة أساسية بالعائلة الإحصائية التي ينتمي إليها توزيع المتغير التابع قبل إجراء أية عمليات تحويل عليه سواء لوغاريتمية أو أسية . وتلك العائلة في النموذج محل العرض والتحليل تدور في إطار عائلتين ، العائلة الأولى: افتراض تبعية المتغير التابع للتوزيع الطبيعي ، والعائلة الثانية: افتراض تبعية المتغير التابع لتوزيع جاما ، وهما التوزيعان السابق تناولهما عند تناول السمات الإحصائية لتوزيع المتغير التابع.

ويعرض الجدول رقم (٧) معايير المفاضلة بين المخططات التحليلية في إطار المفاضلة بين فرضية تبعية المتغير التابع للتوزيع الطبيعي " Gaussian " Normal Distribution وتبعية لتوزيع جاما Gamma Distribtuion ، ومن المعتاد إحصائياً المفاضلة وفق معيار Akaike Creterion الأقل ، وهو المقدار الأكثر ابتعاداً عن القيمة صفر وذلك لأن معامل المعيار دائماً قيمة سالبة ، ومع ذلك فضل الباحث الاستناد على كافة المعايير المتاحة وبخاصة ما يعكس منها سمات بواقى نموذج الانحدار ، وكذلك المعيار الأكثر أهمية والمحدد في مجموع مربعات أخطاء التنبؤ. إذ يتضح من خلال محتويات الجدول أن النموذج الأكثر دقة وفق كافة المعايير مجتمعة هو النموذج المنتمي للعائلة الإحصائية Gamma وفي إطار دالة ربط Link Function والتي تستند على التحويل الأسى ، وذلك من خلال تحويل المتغير التابع في إطار الرفع للقيمة الأسية المعادلة

لمستوى المعنوية الافتراضية والمقدرة بـ ٥% ، وتمثل الخلايا المظلمة بالجدول النموذج الأفضل في إطار العائلتين الإحصائيتين محل العرض والتحليل ، وعلى ذلك: تستند الخطوة الرابعة والأخيرة على نموذج الانحدار القائم على التحويلة الأسية للمتغير التابع وفي إطار دالة التباين التابعة لتوزيع جاما .

جدول رقم (٧)

معايير المفاضلة بين المخططات التحليلية في إطار دالتي التباين: التوزيع الطبيعي وتوزيع جاما

عدد المتغيرات	مجموع مربعات الأخطاء للنموذج الأفضل	آلية المفاضلة لتحديد أفضل النماذج	الدالة الوظيفية " دالة الربط غير الخطية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع "			معايير المفاضلة بين النماذج	العائلة الإحصائية " دالة التباين "
			دالة لا تشمل على أية عمليات تحويل للمتغير التابع	دالة تشمل على التحويل الموغاريتمي للمتغير التابع	دالة تشمل على التحويل الأسّي للمتغير التابع بمستوى معنوية ٥%		
			Identity	Log	Power		
			$f(x) = x$	$f(x) = \text{Log}(x)$	$f(x) = x^\alpha$		
٢	١٠.٣٣٣	الاقتراب من الصفر	٠.٠٣٣٥٤٩٢	٠.٠٣٥	٠.٠٣٤٩	Scale Parameter	Gaussian
		الأقل	٠.٤٧٧٢٠٩-	٠.٤٣٦-	٠.٤٣٨-	Akaike Information Criterion "AIC"	
		الأقل	١٧٨١.٣٣٧-	١٧٨١-	١٧٨١-	Bayesian Information Criterion "BIC"	
		الأكبر	١٠٨.١٧١١٧	١٠١.٢٩	١٠١.٦٤	Log Likelihood	
		الأقل	١٠.٣٣٣	١٠.٧٦٥	١٠.٧٤٢	Deviance	
١١	٩.٨٩٨	الاقتراب من الواحد الصحيح	٠.٩٥٠٨	٠.٩٧	٠.٩٧	Scale Parameter	Gamma
		الأقل	٠.٧٩٩-	٠.٨٠٨-	٠.٨٠٨-	Akaike Information Criterion "AIC"	
		الأقل	١٠٤٠-	١٠٤٣-	١٠٤٣-	Bayesian Information Criterion "BIC"	
		الأكبر	١٦٢.٢	١٦٣.٧٣	١٦٣.٧٣	Log Likelihood	
		الأقل	٧٥١.٢٧	٧٤٨.٢١	٧٤٨.٢١	Deviance	

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في مخرجات التحليل الإحصائي Stata 17 .

## الخطوة الرابعة: أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي في إطار أفضل نموذج مُعمم لتمثيل العلاقة:

يشتمل الجدول رقم (٨) على المعلمات الإحصائية الرئيسية ذات الصلة بأفضل نموذج لتمثيل علاقة الانحدار لأثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك وفق نموذج الانحدار المؤسس على التحويلة الأسية للمتغير التابع ، وفي إطار دالة التباين  $\Gamma$  . إذ تم تقدير نموذج تتوافر به كافة اشتراطات السلامة الإحصائية ، وبخاصة على مستوى بواقي النموذج. إذ بلغ متوسط بواقي النموذج -٠.٠٢٤ و تباينها ٠.٠٠٥ ، وهي مقدرات إحصائية تقترب على نحو ملحوظ من الصفر ، كما بلغ مقدار التواء تلك البواقي -١.٥٨٩٩ ومعامل تفرطحها ٥.٥٨ ، وبالشكل الذي يقدم الدليل على اقتراب توزيع تلك البواقي من التوزيع الطبيعي ، كما أن المعنوية الحقيقية لاختبار استقلالية تلك البواقي تبلغ ٠.٧٤ وبصورة تفوق مستوى المعنوية المقدر بـ ٥٠% ؛ وبما يقدم الدليل على عدم تواجد ارتباط بين تلك البواقي. وجميعها مقدرات إحصائية تقدم الدليل على صلاحية النموذج للاستدلال والاشتقاق.

ولا يقع تقدير القدرة التفسيرية للنموذج ضمن مخرجات الانحدار الخطي المعمم. ومع ذلك يمكن اعتبار القدرة التفسيرية السابق تقديرها في النموذج التأسيسي مؤشراً لتلك القدرة. إذ تبلغ ٢٨.١% وذلك في ظل تواجد المتغير التاسع والعشرين ( $X_{29}$ ): السلوك الزمني لحجم التداول ، وتبلغ ١٤.١٣% في حالة استبعاده من النموذج. وذلك من قبيل الأمانة العلمية. وفي جميع الأحوال تعد قدرة تفسيرية جيدة للغاية مقارنة بالدراسات السابقة. إذ يرى (Bamber et al. (2011 أن انخفاض القدرة التفسيرية لكافة النماذج التفسيرية لعدم التماثل المعلوماتي تعد متلازمة رئيسية لتلك النماذج إذ لا تتجاوز تلك القدرة في أفضل أحوالها حاجز الـ ١٠% . وذلك على مستوى بيئة الأعمال الأمريكية.

ومن خلال محتويات الجدول واستناداً على علاقات التأثير المعنوية والموضحة في إطار الخلايا المظلمة يمكن اشتقاق النتائج التطبيقية التالية:

أ. على نحو العموم هناك أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي. إذ ظهر إحدى عشر متغيراً بوصفهم ذوي أثر معنوي على عدم التماثل المعلوماتي. عشر متغيرات منها ينتمي أحد مكوناتها أو كلاهما لمحتويات

التقارير المالية بسطاً أو مقاماً أو كلاهما ، ومتغير واحد منها ينتمي للمتغيرات السوقية بصورة تامة ، وتتحدد المتغيرات العشرة في: معدل العائد إلى حقوق الملكية ، ومعدل العائد إلى رأس المال المستثمر ، ومعدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات ، ومعدل سعر السهم إلى ربحيته ، وسعر السهم إلى قيمته الدفترية ، ومعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ، ومعدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول ، ومعدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول ، ومعدل التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول ، ومعدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول. في حين تحدد المتغير السوقي الوحيد في: السلوك الزمني لحجم التداول. وتتسق تلك النتيجة في إطارها العام مع الجهود البحثية ذات الصلة (e.g., Coller and Yohn, 1997; Easley et al., 2002; Sadka, 2006; Verrecchia and Weber, 2006; Hutton et al., 2009; Armstrong et al., 2012; Chang et al., 2014; Pan and Misra, 2021 ) .

ب. تؤثر مؤشرات الربحية على وجه العموم وكافة أشكال قياسها كمياً بصورة معنوية على عدم التماثل المعلوماتي ، ومع ملاحظة تفاوت اتجاه التأثير بينها ، فبينما يؤثر معدل العائد إلى حق الملكية بصورة طردية وفي نتيجة لا تتسق مع منطوق العلاقة ، يؤثر كل من معدل العائد إلى رأس المال المستثمر ومعدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات بصورة عكسية وتتسق تلك النتيجة مع منطوق العلاقة. إذ قام Beaver (1968) وتلاه في ذلك تيار موسع من الجهود البحثية بتفسير الأثر العكسي لمؤشرات الربحية على عدم التماثل المعلوماتي بكون اتجاه تلك المؤشرات نحو الزيادة يؤكد الرؤية الاستباقية والتي تكون في الغالب جيدة للمستثمرين من حائزي المعلومات ، وتؤدي عملية النشر إلى تأكيد تلك الرؤية وبالقدر الذي يقنع شريحة عريضة من المستثمرين بالسير على ذات النهج الذي اتبعه حائزي المعلومات ، وبالقدر الذي يخفض من حالة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. وقد أكد تيار موسع من الجهود البحثية التالية لـ Beaver ذات الرؤية (e.g., Foster and Viswanathan, 1993; Chae, 2005; Aktas et al., 2007; Lof and Bommel, 2023) .

ج. يوجد أثر عكسي ذو دلالة معنوية لمضاعف ربحية السهم والناتج من قسمة سعر السهم على ربحيته. إذ أن اتجاه هذا المعدل نحو الزيادة من شأنه تأكيد الرؤية الاستباقية الجيدة للمستثمرين أو نفي الرؤية الاستباقية غير الجيدة ، وتتسق تلك النتيجة وعلى نحو عام مع أثر مؤشرات الربحية على نحو العموم. إذ أن هذا المعدل يعد أحد الصور وثيقة الصلة بمؤشرات الربحية وذلك من خلال ربحية السهم والمشتمل عليها مقام المعدل.

د. يوجد أثر طردي ذو دلالة معنوية لمعدل القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية على عدم التماثل المعلوماتي ، ولا تتسق تلك النتيجة مع التوجه العام للدراسات ذات الصلة والتي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي المنعكس في هذا المعدل وعدم التماثل المعلوماتي (e.g., Lu, 2012; Wang, 2013; Isniawati et al., 2018; Shehata and Rashed, 2021) . وعلى الرغم من عدم اتساق تلك النتيجة مع الجهود البحثية السابقة إلا أنه يمكن تفسيرها استناداً على الرؤى ذات الصلة بالتحفظ المحاسبي وتأثيره في القيمة السوقية للشركات. إذ ترى العديد من الكتابات الرائدة المتخصصة أن المزيد من الممارسات المحاسبية المتحفظة يؤدي إلى تسعير السهم بما يفوق قيمته العادلة ، وذلك كرد فعل منطقي لإحداث التوازن مع هذا القدر من التحفظ المحاسبي ، وذلك وفق رؤية العديد من الجهود البحثية الرائدة التي تناولت التحفظ المحاسبي وتأثيره على القيمة السوقية سواء بالتمنجة المعيارية أو التجريب (e.g., Basu, 1997; Ohlson, 1995; Mayers, 1999; Barth et al. 1999; Watts, 2003) ، ويترتب على ذلك أن اتجاه هذا المعدل نحو الزيادة يكون مصحوباً برؤية إيجابية من خلال حائزي المعلومات الخاصة نحو المزيد من عمليات الشراء ، وهو ما يدعم السلوك غير المعتاد لحجم التداول ، وبالتالي زيادة فجوة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين. ويضاف لذلك أيضاً أن زيادة الفجوة بين القيمة السوقية والدفترية ربما كانت إنعكاساً للمزيد من فرص النمو المستقبلي (Tobin and Brainard, 1968; Tobin, 1969) ، وبما يدعم الرؤية الإيجابية لدى حائزي المعلومات الخاصة .

هـ. يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية لمعدلات التدفقات النقدية على عدم التماثل المعلوماتي. إذ تؤثر التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل وكذلك التدفقات النقدية من

أنشطة الاستثمار بصورة طردية. بينما تؤثر التدفقات النقدية الحرة على نحو عكسي إذ أن زيادتها تخفض من عدم التماثل المعلوماتي. وتفسير ذلك أن التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل تدعم بطبيعتها القدرة التفسيرية للمعلومات المحاسبية في مجال دعم القيمة السوقية للشركة ، وهو نتاج حركة متزايدة نحو المزيد من عمليات الشراء والحيازة على السهم ، ومعنى ذلك أن إتجاه التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل نحو الزيادة يؤدي إلى إتجاه أسعار الأسهم نحو الزيادة مدفوعاً بالإقبال على المزيد من أوامر الشراء للورقة المالية ويتسق هذا التفسير مع نتائج العديد من الدراسات ذات الصلة (e.g., Barth et al., 1999; Rapp, 2010). على الجانب الآخر فإن زيادة التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار قد تضيف المزيد من الشكوك حول مستقبل الشركة واحتمالات نموها. فاتجاه التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار نحو الزيادة إنما يعكس المزيد من عمليات البيع لأصول الثابتة. والتي قد تكون مؤشراً لتقلص حجم النشاط ، وبالشكل الذي يزيد من مساحة عدم التماثل المعلوماتي بين المستثمرين ويضاعف من أهمية المعلومات الخاصة التي قد يستحوذ عليها البعض. معنى ذلك أن إتجاه التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار سوف يؤدي إلى المزيد من التشويش لمتلقي التقارير المالية ، ويضيف المزيد من الأهمية على المعلومات الخاصة وبالقدر الذي يُزيد من مساحة عدم التماثل المعلوماتي بين متلقي التقارير المالية على وجه العموم والمستثمرين على وجه الخصوص. ويتسق هذا التفسير مع نتائج العديد من الجهود البحثية ذات الصلة (e.g., Vogt, 1994; Kathuria and Mueller, 1995). في حين وعلى النقيض من ذلك فإن اتجاه النقدية الحرة نحو الزيادة - وهي النقدية المتاحة للملاك ومتحررة من قيود المخططات الاستثمارية المستقبلية - يعني المزيد من الرؤية المطمئنة لشريحة عريضة من المستثمرين سواء الحاليين أو المرتقبين وبالقدر الذي يخفض من حالة عدم التماثل المعلوماتي. وتتفق تلك النتيجة مع بعض الجهود البحثية المحدودة التي تناولت العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وعدم التماثل المعلوماتي (e.g., Ascioğlu et al., 2008). وعلى نحو عام فإن الدراسات التي تناولت الأثر المباشر لمؤشرات التدفقات النقدية على عدم التماثل المعلوماتي تعد محدودة للغاية. ومن الجائز تواجده ملحوظ للحديث عن العلاقة بصورة تنظيرية. ولكن توفير دليل تطبيقي على العلاقة يعد محدود للغاية. وذلك في حدود علم الباحث.

- و. يوجد أثر إحصائي عكسي ذو دلالة معنوية للدخل المتبقي على عدم التماثل المعلوماتي. ويعد ذلك الأثر منطقياً نظراً لأن الدخل المتبقي ما هو إلا صورة اشتقاقية مُعدلة لمؤشرات الربحية. وعليه فتأثيره يتسق مع تأثير مؤشرات الربحية على نحو العموم. ومع ملاحظة أن أثر الدخل المتبقي يفوق أثر مؤشرات الربحية المعتادة. وينضح ذلك من معاملات المتغيرات في نموذج الانحدار إذ كانت تلك المعاملات: ٠.٠٠٠٦ ، و -٠.٠٠٠٤ ، و -٠.٠٠٠٨ لكل من معدل العائد إلى حق الملكية ، ومعدل العائد على رأس المال المستثمر ، ومعدل الدخل التشغيلي على التوالي ، بينما بلغ هذا المعامل في حالة الدخل المتبقي -٠.٠٠١٧ ، ولعل تفسير ذلك يرجع في الأساس إلى أن الدخل المتبقي أكثر واقعية من مؤشرات الربحية في صورتها التقليدية. إذ يُستبعد من العائد الحد الأدنى الذي يقبله المستثمرون كمقابل لاستثمار أموالهم بالشركة. وعند ربط تلك النتيجة مع دراسات السوق المؤسسة محاسبياً " دراسات ملاءمة القيمة " والذي يشغل الدخل المتبقي بها متغير تفسيري رئيسي . إذ توصل تيار مكثف من الجهود البحثية الرائدة في هذا المجال إلى تواجده أثر طردي للدخل المتبقي على القيمة السوقية للشركات (e.g., Ohlson, 1995; Feltham and Ohlson; 1995, Myers, 1999; Barth et al, 1999) ، وبما يدل على تواجده توجه عام إيجابي من قبل شريحة عريضة من المستثمرين كرد فعل للدخل المتبقي الجيد ، وبالقدر الذي يُخفف من مساحة عدم التماثل المعلوماتي بين هؤلاء المستثمرين ، وبالقدر الذي يتسق مع النتيجة المتوصل إليها في هذا البحث.
- ز. يوجد أثر إحصائي طردي ذو دلالة معنوية للسلوك الزمني لحجم التداول فيما يسبق نشر التقارير المالية وعدم التماثل المعلوماتي ، وتعد العلاقة منطقية نظراً للاتصال الإحصائي بين المتغيرين وفق منهجية قياس عدم التماثل المعلوماتي المتبعة في هذا البحث. ومع ملاحظة أن توافر تلك العلاقة إنما يقدم الدليل على عدم كفاءة بورصة الأوراق المالية في مصر. إذ لا يسلك حجم التداول سلوك عشوائي. بل يسلك مسلك محدد يمكن توصيفه إحصائياً وهو ما يمثل إجتياحاً لاشتراطات السوق الكفاء (e.g., Fama, 1965, 1970)

جدول (٨)

المعلومات الإحصائية الرئيسية لأثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي  
وفق نموذج الانحدار المعمم في إطار دالة التباين جاما ودالة الربط الأسية

المتغير	توصيف المتغير	معامل المتغير	الانحراف المعياري	مقدار Z المحسوبة	المتغيرة الحقيقية
التفسير الافتتاحي					
	ثابت النموذج	٠.٩٢٦	٠.٠١٩	٤٩.٤٦	٠.٠٠٠١
x1	حجم الشركة	٠.٠٠٣	٠.٠٠٤	٠.٧٦	٠.٤٥
x2	جودة الإفصاح	-٠.٠١٧	٠.٠١٧	-٠.٩٩	٠.٣٢١
x3	معدل العائد إلى الأصول				مستبعد
x4	معدل العائد إلى حق الملكية	٠.٠٠٦	٠.٠٠٢	٢.٤٦	٠.٠١٤
x5	معدل العائد إلى رأس المال المستثمر	-٠.٠٠٤	٠.٠٠٢	-٢.٤٦	٠.٠٢٤
x6	معدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات	-٠.٠٠٨	٠.٠٠٣	-٢.٩٥	٠.٠٠٣
x7	معدل صافي الدخل إلى الإيرادات				مستبعد
x8	معدل سعر السهم إلى نصيبه من صافي الدخل	-٠.٠٠٠٤	٠.٠٠٠١	-٤.٣٦	٠.٠٠٠١
x9	معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات	-٠.٠٠٠٨	٠.٠٠٠٩	-٠.٩٢	٠.٣٥٩
x10	معدل سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	-٠.٠٠٠٢	٠.٠٠٠٥	-٠.٤٩	٠.٦٢٣
x11	معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية	٠.٠٠٤	٠.٠٠١٤	٢.٥٢	٠.٠١٢
x12	معدل القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٠٥	٢.٠٩	٠.٠٣٧
x13	معدل نصيب السهم من الأرباح	-٠.٠٠٢	٠.٠٠١٥	-١.١٩	٠.٢٣٥
x14	القيمة الدفترية للسهم	٠.٠٠٠٢	٠.٠٠٠٢	٠.٩٨	٠.٣٢٨
x15	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	٠.١٢	٠.٠٥٨	٢.٠٨	٠.٠٣٨
x16	معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول	٠.٠٠٧٢	٠.٠٠٣٤	٢.١٥	٠.٠٣٢
x17	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول	٠.٠٠٣	٠.٠٠٦	٠.٥١	٠.٦١١
x18	معدل التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول	-٠.١٥٣	٠.٠٥٢	-٢.٩١	٠.٠٠٤
x19	معدل عدد الأسهم حرة التداول " المعممة "	-٠.٠٢٢	٠.٠١٤	-١.٥٢	٠.١٢٨
x20	معدل التداول	٠.٠٠٢	٠.٠٠٢	١.٠٧	٠.٢٨٥
x21	معدل دوران الأصول	٠.٠٠٢	٠.٠٠٤	٠.٥١	٠.٦١٢
x22	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	-٠.٠٢٣	٠.٠٣٣	-٠.٧	٠.٤٨٣
x23	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية	-٠.٠٠٢	٠.٠٠٧	-٠.٢٨	٠.٧٧٦
x24	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.	٠.١٢	٠.٠٦٢	١.٩١	٠.٠٥٦

رميز المتغير	توصيف المتغير	معامل المتغير	الانحراف المعياري	مقدار Z المحسوبة	المعوية الحقيقية
x25	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حق الملكية	-٠.٠١٧	٠.٠١٢	-١.٣٣	٠.١٨٥
x26	معدل عائد السهم	-٠.٠٠٣	٠.٠٠٤	-١	٠.٣١٦
x27	معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول	-٠.٠١٧	٠.٠٠٧	-٢.٤	٠.٠١٧
x28	معدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول	٠.٠٦٧	٠.٠١	٦.٤	٠.٠٠٠١
X29	السلوك الزمني لحجم التداول.	٠.٠٠٠٠٧	٠.٠٠٠١	٠.٦٩	٠.٤٨٧
X30	السلوك الزمني لسعر السهم.				
سمات العامة للنموذج					
إنحراف النموذج عن الصورة المعيارية القياسية		Deviance	٧٤٨.٢٠٨		
الانحراف المعياري للمقدر للمتغير التابع		Pearson	٢٩٨.٧٤٩		
معامل توازن النموذج		Scale Parameter	٠.٩٦٩٩٦٥٥		
سمات بواقي النموذج					
متوسط بواقي النموذج		-٠.٠٢٤			
تباين بواقي النموذج		٠.٠٥			
التواء بواقي النموذج		-١.٥٨٩٩			
تفرطح بواقي النموذج		٥.٥٨			
تبعية بواقي النموذج للتوزيع الطبيعي		يقترّب			
المعوية الحقيقية لعشوائية بواقي النموذج ' عدم ارتباط البواقي '		٠.٧٤			

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي Stata 17 .

## ١/٥/٥: المخطط التحليلي الثاني: أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وفق التحليل القطاعي:

يشتمل هذا المخطط التحليلي على أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي وذلك على مستوى كل قطاع من القطاعات السبعة محل التحليل. كل على حدة ، وذلك لتقدير دور السمات القطاعية في تقدير تلك العلاقة. وقد تم الاستناد في هذا المخطط على النموذج الإحصائي على : الانحدار الذي يبدو غير مترابط Seemingly Unrelated Regression Model ، وهو نموذج خطي نصح به العديد من الجهود البحثية الرائدة (e.g., Barth et al., 1999) وذلك في حالة التحليل على المستوى القطاعي ، وبخاصة القطاعات المُفيد شركاتها بالبورصة. إذ يتواجد بين تلك الشركات علاقات تداخلية يجب مراعاتها وذلك بتأثير تنويع المحافظ الاستثمارية والذي يستدعي التنويع في الاستثمار بين تلك الشركات وصولاً إلى المحفظة الاستثمارية

الفعالة ، وتلك الحركة والتنوع المستمر يؤدي إحصائياً إلى تواجد ارتباط بين بواقي النماذج المتوصل إليها على مستوى التحليل القطاعي.

وتتغلب تلك النمذجة الإحصائية على هذا النوع من الارتباط (Zellner, 1962;1963). ولكنها تُشدد على ضرورة تبعية المتغيرات التفسيرية للتوزيع الطبيعي ، وليس التابع منفرداً. وذلك لأن عدد المتغيرات التفسيرية سيكون ثابت بين القطاعات. وبالقدر الذي يتحتم معه ضرورة تبعية تلك المتغيرات للتوزيع الطبيعي أو على الأقل الاقتراب من هذا التوزيع. ولذلك فقد تم استبعاد المتغيرات التي لا يتوافر لها هذا الاشتراط في أربع قطاعات من السبعة محل التحليل على الأقل ، وترتب على ذلك استبعاد متغيرين وهما: معدل صافي الدخل إلى الإيرادات (X7) ، ومعدل سعر السهم إلى نصيبه من تدفقات التشغيل (X10) .

ويشتمل الجدول رقم (٩) على المعلمات الإحصائية الرئيسية لتلك النمذجة. والتي تعكس العديد من النتائج التطبيقية والتي يأتي في مقدمتها:

أ. تم تقدير ستة نماذج معنوية من العدد الإجمالي البالغ سبعة نماذج. إذ كانت جميع النماذج معنوية فيما عدا النموذج الخاص بقطاع العقارات. وربما يكون ذلك راجعاً إلى أن قطاع العقارات يعد القطاع الأكبر في البورصة المصرية من حيث عدد الشركات ، ويشتمل على شركات متنوعة النشاط على نحو ملحوظ ، وتلك إشكالية من الواجب التصدي لها من جانب الجهات التنظيمية المنوط بها التصنيف القطاعي على مستوى البورصة المصرية. وبغض النظر عن خروج هذا القطاع من نطاق النمذجة المعنوية فإن بقية النماذج معنوية وبما يقدم الدليل على وجود أثر ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي على المستوى القطاعي. وبدرجة تفوق مستوى التحليل المُجمع تداخلي القطاعات. إذ بلغت القدرة التفسيرية على مستوى التحليل المُجمع ٢٨.٧% . بينما فُدرت القدرة التفسيرية المعنوية الأقل على المستوى القطاعي بـ ٦٧.٧٥% وذلك بقطاع الأغذية والمشروبات والتبغ. وهو قطاع يشتمل على شركات متنوعة بصورة ملحوظة ويكاد يتشابه مع قطاع العقارات في هذا التنوع الملحوظ.

ب. تتعدد المعايير التي يمكن الاستناد عليها لترتيب النماذج من الأقوى إلى الأضعف. إذ يمكن الاستناد على الجذر التربيعي لمتوسط مربعات الأخطاء للنموذج ، كما يمكن الاستناد على القدرة التفسيرية للنموذج " مقدار معامل التحديد " وكلاهما متواجد بالجدول.

ومع ذلك تتصح التوجهات الإحصائية الحديثة بالاستناد على أخطاء التنبؤ وسمات بواقى النموذج (Westfall and Henning, 2013). وفي إطار هذا المعيار جاء ترتيب النماذج من الأقوى إلى الأضعف على المستوى القطاعي على النحو التالي: شغلت الترتيب الأول شركات قطاع التشييد ومواد البناء ، فشركات قطاع الرعاية الصحية والصناعات الدوائية ، ثم شركات قطاع الموارد الأساسية ، فشركات قطاع الخدمات المالية غير المصرفية ، ثم شركات قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ ، فشركات قطاع البنوك ، وفي المرتبة الأخيرة شركات قطاع العقارات " نموذج غير معنوي " ، والمشاهدة الجديرة بالملاحظة الترتيب المتأخر لشركات قطاع البنوك ، والتي يمكن تفسيرها بأن هذا القطاع هو القطاع الأقل من حيث مقدار عدم التماثل المعلوماتي. ربما لجودة الإفصاح المحاسبي به والراجعة في الأساس للقيود التنظيمية المشددة من جانب البنك المركزي المصري.

ج. جاءت ثلاث متغيرات بوصفها الأكثر تكراراً استناداً على الأثر المعنوي للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي. إذ ظهر الأثر المعنوي لتلك المتغيرات في خمس قطاعات من القطاعات السبعة محل التحليل ، وتمثلت تلك المتغيرات في: معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول ، ومعدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول ، والسلوك الزمني لحجم التداول. وكانت تفصيلات أثرها على النحو التالي: جاء أثر معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول طردياً معنوياً في أربع قطاعات وعكسياً معنوياً في قطاع واحد ، وقد كان طردياً في القطاعات الصناعية بينما كان عكسياً في قطاع الخدمات المالية غير المصرفية فقط. في حين كان أثر معدل الدخل المتبقي طردياً معنوياً في القطاعات المالية " البنوك والخدمات المالية غير المصرفية " بينما كان أثره عكسياً في ثلاث قطاعات صناعية. في حين كان أثر السلوك الزمني لحجم التداول طردياً معنوياً في القطاعات الخمسة محل التحليل المعنوي. وبتلك الصورة فإن أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية يتنوع بصورة ملحوظة بين القطاعات المالية والقطاعات غير المالية. فإن كان طردياً في القطاعات المالية يكون عكسياً في القطاعات غير المالية والعكس بالعكس.

د. جاء متغيران بوصفهما ذات تأثير معنوي ملحوظ على عدم التماثل المعلوماتي. إذ أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي من خلال هذين المتغيرين في أربع قطاعات من القطاعات السبعة محل التحليل ، وتمثل المتغيران في: معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول ، ومعدل العائد على السهم. وقد كان أثر التدفقات النقدية من عمليات التشغيل طردياً معنوياً في ثلاث قطاعات من القطاعات غير المالية ، بينما كان عكسياً في قطاع الخدمات المالية غير المصرفية. في حين كان تأثير معدل العائد على السهم عكسياً في القطاعات الأربعة محل التأثير المعنوي. سواء القطاعات المالية أو القطاعات غير المالية. ويمكن تفسير ذلك بأن إتجاه عائد السهم نحو الصعود على مدار كامل الفترة المالية يُدعم ثقة شريحة عريضة من المستثمرين نحو المزيد من أوامر الشراء. ولا يتوقف ذلك على حائزي المعلومات الخاصة بصورة منفردة. وبالقدر الذي يخفض على نحو ملحوظ من مساحة عدم التماثل المعلوماتي بين هؤلاء المستثمرين.

هـ. جاءت سبع متغيرات بوصفها ذات تأثير معنوي ملحوظ على عدم التماثل المعلوماتي. إذ أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي من خلال تلك المتغيرات في ثلاث قطاعات متنوعة من القطاعات السبعة محل التحليل ، وتمثلت تلك المتغيرات في: حجم الشركة ، ومعدل العائد على الأصول ، ومعدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات ، والقيمة الدفترية للسهم ، ومعدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول ، ومعدل عدد الأسهم حرة التداول ، والسلوك الزمني لسعر السهم. وقد كان تأثير بعضاً من تلك المتغيرات متفاوتاً بصورة ملحوظة. فقد كان تأثير حجم الشركة طردياً في قطاع البنوك وعكسياً في القطاع المالي الآخر الخدمات المالية غير المصرفية ، بينما كان تأثيره عكسياً في قطاع الموارد الأساسية. بينما كانت النتيجة أكثر إتساقاً فيما يتعلق بمعدل العائد على الأصول. إذ جاء طردياً في القطاعين الماليين بينما كان عكسياً في قطاع التشييد ومواد البناء. وشهد معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات تفاوتاً ملحوظاً حيث تباين تأثيره في القطاعين الماليين. إذ ظهر ذو تأثير عكسي بقطاع البنوك بينما ظهر طردياً في قطاع الخدمات المالية غير المصرفية ، وكذلك طردياً في قطاع التشييد ومواد البناء ، وقد كان تأثير القيمة الدفترية للسهم هو الأكثر اتساقاً. إذ

ظهر أثره طردياً في الثلاث قطاعات محل التأثير المعنوي. وعلى النقيض من ذلك جاء أثر معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول متنوعاً. إذ ظهر تأثيره عكسياً في قطاع الموارد الأساسية. في حين كان تأثيره طردياً في كل من قطاع الخدمات المالية غير المصرفية وقطاع التشييد ومواد البناء. وعلى نفس النحو جاء تأثير معدل عدد الأسهم حرة التداول إذ جاء متنوعاً. حيث ظهر هذا التأثير عكسياً في كل من قطاع البنوك والموارد الأساسية بينما ظهر طردياً في قطاع الخدمات المالية غير المصرفية. وقد شهد متغير السلوك الزمني لسعر السهم ذات التنوع. إذ ظهر طردياً في قطاعين صناعيين. بينما ظهر عكسياً في قطاع الخدمات المالية غير المصرفية.

و. جاء قطاع التشييد والبناء في المرتبة الأولى من حيث عدد المتغيرات معنوية التأثير التي يشتمل عليها النموذج. وذلك بواقع إحدى وعشرين متغيراً. ويليه قطاع الخدمات المالية غير المصرفية بواقع ستة عشر متغيراً. وجاءت بقية القطاعات بين سبع وعشر متغيرات معنوية التأثير. وخلا قطاع العقارات تماماً من أية متغيرات معنوية التأثير. وقد يكون ذلك راجعاً إلى تقارب السمات التشغيلية والمالية بين الشركات المكونة للقطاعين. بينما لا يتوافر هذا التقارب لقطاع العقارات.

## جدول رقم (٩)

المعاملات الإحصائية الرئيسية لأثر المحتوى المعلوماتي للقرارات المالية على عدم التماثل المعلوماتي على مستوى القطاعات منفردة

عدد مرات تكرار التأثير المعنوي للمتغير	التشييد ومواد البناء	خدمات مالية غير مصرفية	الأغذية والمشروبات والتبغ	العقارات	الرعاية الصحية والأدوية	الموارد الأساسية	البنوك	خصائص النموذج ومعلماته الرئيسية	ترميز المتغير
	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	ترميز القطاع	
يمثل الصف العلوي من الصفوف المقابلة للمتغيرات معامل المتغير المستقل ، ويمثل الصف السفلي المعنوية الحقيقية للتأثير ، والخلايا المظلمة تمثل الحالات ذات التأثير المعنوي ، والتي ينخفض بها مقدار المعنوية الحقيقية عن مقدار المعنوية الافتراضية والمقدرة بـ ٥% . ويتم الاحتفاظ بالمتغير المستقل في حالة توافر اشتراط التبعية أو الاقتراب من التوزيع الطبيعي في أربع قطاعات على الأقل ، ويتم استبعاده من النموذج في غير ذلك.									
الخصائص العامة للنموذج									
	٣٠	٤٢	٤٨	٦٦	٣٦	٤٢	٧٢	عدد المشاهدات	
	٠.٠٣١٩	٠.٧٦٧٣	٠.١٢٨٤	٠.١٤٤٤	٠.٠٧٥٧	٠.٠٨٤٦	٠.١٢٨٥	الجذر التربيعي لمتوسط مربعات الأخطاء	

قياس وتقييم أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بين  
المستثمرين: دليل تجريبي متعدد المخططات التحليلية من الحالة المصرية

أ.د. طارق إبراهيم صالح سعادة

عدد مرات تكرار التأثير للمعنى للمتغير	التشديد ومواد البناء	خدمات مالية غير مصرفية	الأغذية والمشروبات والتبغ	العقارات	الرعاية الصحية والأدوية	الموارد الأساسية	البنوك	خصائص النموذج ومعلماته الرئيسية	ترميز المتغير
عدد مرات تكرار التأثير للمعنى للمتغير	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	ترميز القطاع	
	الأول	الرابع	الخامس	السابع	الثاني	الثالث	السادس	ترتيب النماذج من الأقوى إلى الأضعف بحسب متوسط مبيعات الأخطاء الأقل	
	٩٧.٥٩	٨٠.١٥	٦٧.٧٥	٣١.٤	٨٧.٨٩	٧٨.٣٣	٧٠.٠٩	القدرة التفسيرية للنموذج " % "	
	الأول	الثالث	السادس	السابع	الثاني	الرابع	الخامس	ترتيب النماذج من الأقوى للأضعف بحسب القدرة التفسيرية الأعلى	
	١٢١٣.٠٣	١٦٩.٥٩	١٠٠.٨٤	٣٠.٢	٢٦١.١٦	١٥١.٨٦	١٦٨.٧٢	مقدار مربع كا	
	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٠١	٠.٣٥٣٦	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٠١	المعنوية الحقيقية للنموذج	
	٢١	١٦	٧	لا يوجد	٧	١٠	٨	عدد المتغيرات ذات التأثير المعنى بالقطاع	
معاملات المتغيرات المستقلة ومعنويتها الحقيقية									
	٥.٢٦-	٠.٤٦٨	٠.٦٦٩-	٠.٠٠٩	٠.٧٤١-	١.٨٠٤	٠.٨٧٨	ثابت النموذج	
٢	٠.٠٠١	٠.١٧٦	٠.٠٩٩	٠.٩٨٣	٠.٢٧٦	٠.٠١٦	٠.٧٨		
٣	٠.٣٥٢	٠.٢١٥-	٠.١٥٤	٠.٠١٣-	٠.٠٥٧-	٠.٦٤٦-	٠.١٩٦	حجم الشركة	X1
	٠.٠٥٦	٠.٠١٥	٠.٠٩٦	٠.٧٦٧	٠.٥٠٤	٠.٠١	٠.٠٠٤		
٢	٩.١٨	٠.٩٠٦	٠.٦٧١	٠.٥١٥	٢.٨٩٨	١.٨٣٥	١.٣٠١-	جودة الإفصاح	X2
	٠.٠٠١	٠.٠٥٤	٠.٢٤	٠.٢٢٧	٠.٠٠٠١	٠.٢٠٨	٠.٦٦٦		
٣	٤٤.٦٢-	٢٠.٧٦	١.٣٧٦-	٤.٤٧	٠.٩٧٢	٠.٥٦٥	٢٥.٧٩	معدل العائد إلى الأصول	X3
	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٢٦٩	٠.٠٩٢	٠.٨٣٢	٠.٠٨١	٠.٠٤٢		
٢	٧.٠٢٩	٢.٢٧٣-	١.٢٩	٠.٠٤٥-	٣.١٠٨	٠.٢٧٧-	٣.١٣-	معدل العائد إلى حق الملكية	X4
	٠.٠٠١	٠.٠١٤	٠.٢٦	٠.٩٥١	٠.١٥٧	٠.١٠٢	٠.٠٩٥		
لا يوجد	٤.٨٦٣	٠.٠٤٢	٠.٦٧٥-	١.٤١٣-	٤.٩٣٢-	٠.٠٤٣	١.١٧٩	معدل العائد إلى رأس المال المستثمر	X5
	٠.٠٧٦	٠.٠٩٧٥	٠.٤٤٩	٠.٣٩٥	٠.١٢٦	٠.١٤٢	٠.٤٢١		
٢	٥.٠٨-	٠.٠٠٩	٠.١٢٥	٠.١٩-	١.٥٧٩-	٠.٢١٩-	٠.٤٤١	معدل الدخل التشغيلي إلى الإيرادات	X6
	٠.٠٠١	٠.٠٩٤٤	٠.٦٠٨	٠.٢٨١	٠.٠٠٠١	٠.٥٥٢	٠.٣٤٢		
مستبعد لعدم توافر اشتراط التوزيع الطبيعي له في أربع قطاعات من القطاعات السبعة على الأقل								معدل صافي الدخل إلى الإيرادات	X7
٢	٠.٠١٧-	٠.٠٠١	٠.٠٠٢	٠.٠٠٣-	٠.٠٠٧	٠.٠٠١-	٠.٠٢٢	معدل سعر السهم إلى نصيبه من صافي الدخل	X8
	٠.٠٠١	٠.٣٩	٠.١	٠.٩١٣	٠.١٣٢	٠.٠١	٠.٢٧٤		

عدد مرات تكرار التأثير المعنوي للمتغير	التشبيد ومواد البناء	خدمات مالية غير مصرفية	الأغذية والمشروبات والتبغ	العقارات	الرعاية الصحية والأدوية	الموارد الأساسية	البنوك	خصائص النموذج ومعلوماته الرئيسية	ترميز المتغير
	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	ترميز القطاع	
٣	١.٦٦٩	٠.٠٢٢	٠.٠٠٣	٠.٠٠٣	٠.٠٣٨	٠.٠٠٩	٠.٤٩٨-	معدل سعر السهم إلى نصيبه من الإيرادات	X9
	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٧٥٧	٠.٧٦٧	٠.٣٦١	٠.٥٢٦	٠.٠٠٢		
مستبعد لعدم توافر اشتراط التوزيع الطبيعي له في أربع قطاعات من القطاعات السبعة على الأقل								معدل سعر السهم إلى نصيب السهم من التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل	X10
٢	٠.٠١٦	٠.٠٠٩-	٠.٠٥٤-	٠.٠٠٨	٠.٠١٦	٠.٠١٤	٠.٣٦٥	معدل سعر السهم إلى قيمته الدفترية	X11
	٠.٩٣٤	٠.٧٩٥	٠.٠٣١	٠.٤٥١	٠.٧٣٨	٠.٤١٩	٠.٠٣٢		
١	٠.٠٥-	٠.٠٠٧-	٠.٠٠٠٤	٠.٠٠٠٢	٠.٠٣١-	٠.٠٣٩	٠.٠٠٠٧	معدل القيمة السوقية للشركة إلى قيمتها الدفترية	X12
	٠.٠٣٧	٠.٠٩١	٠.٢٥٩	٠.٧٣٤	٠.١١٦	٠.٢٧٨	٠.٩٩١		
٢	٠.١٨٣	٠.٢٦٨-	٠.٠٢٨	٠.٠٥	٠.٠٠٢	٠.٠٢١-	٠.٠٤٣	معدل نصيب السهم من الأرباح	X13
	٠.٠٠١	٠.٠١٧	٠.٥٣	٠.٥٣٩	٠.٨٥٣	٠.٢٦٤	٠.٢		
٣	٠.٠٣٤	٠.٠١٥	٠.٠٠٤-	٠.٠٠٦-	٠.٠٠١	٠.٠١١	٠.٠١٢-	القيمة الدفترية للسهم	X14
	٠.٠٠٨	٠.٠٣١	٠.٧٤٤	٠.٤٩٦	٠.٩٨	٠.٠٢٢	٠.٠٦٦		
٤	٨.٩٨	١١.١٦-	٦.٢٥٢	٢.٢٤٧	١٠.٠٩٨	٢.٠٦٨	٢٢.١٩-	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل إلى إجمالي الأصول	X15
	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٤٦٦	٠.٠٠٠١	٠.٢٥٤	٠.٠٧٢		
٣	٣.٢٤٢	٠.٥٤٤	٠.٤١٩	١.٥١٢	١.٢٦١	٢.٠٧-	٠.١٤٥	معدل التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار إلى إجمالي الأصول	X16
	٠.٠٢٢	٠.٠٢٢	٠.٣١١	٠.١٥٦	٠.٠٦٨	٠.٠٠١	٠.٥٢٩		
٢	٣.٢١٢-	١.٠٣	٠.٢٣٤	١.٢٣٧	٠.٠٥٣-	٠.٠١٤-	٠.٠٠٩-	معدل التدفقات النقدية من أنشطة التمويل إلى إجمالي الأصول	X17
	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٥١٨	٠.١١٣	٠.٩١٥	٠.٣٠٣	٠.٩٧٤		
٢	١.٤٦٩-	٠.٠٩٦	١.٠٠٨-	٠.١٣٦	٣.٥٧١-	٢.٠٩٩	٠.٠١٥-	معدل التدفقات النقدية الحرة إلى إجمالي الأصول	X18
	٠.٢٦٣	٠.٧٧	٠.٠٨٦	٠.٨٩٩	٠.٠٠٠١	٠.٠٠١	٠.٩٨٥		
٣	٠.٢٤٥	٠.٦١٧	٠.٨١٢-	٠.٠٣٣-	٠.٠١٥-	٠.٩٠١-	٠.٥١٥-	معدل عدد الأسهم حرة التداول	X19
	٠.٠٩٤	٠.٠٠١	٠.٠٨٧	٠.٨٥٩	٠.٩٤٧	٠.٠١٩	٠.٠٠٠١		

عدد مرات تكرار التأثير المعنوي للمتغير	التشديد ومواد البناء	خدمات مالية غير مصرفية	الأغذية والمشروبات والتبغ	العقارات	الرعاية الصحية والأدوية	الموارد الأساسية	البنوك	خصائص النموذج ومعلماته الرئيسية	ترميز المتغير
	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١	ترميز القطاع	
								المعممة	
٢	٢.٢١٢	٠.٠١٣-	٠.٢٨-	٠.٠١٦-	٠.٠٣٤	٠.٠٠٣-	٠.٠٠٢	معدل التداول	X20
	٠.٠٠١	٠.٠٧٩٣	٠.١١٧	٠.٠٤٢	٠.٠٥٦٥	٠.٩٧٨	٠.٠٠١		
١	٠.٦١٤-	٠.٨٤٩-	٠.٠٢٩	٠.٢٣٤-	٠.٢٣٧-	٠.٠٤٦-	١.٦٢٦-	معدل دوران الأصول	X21
	٠.١٢٨	٠.٠١	٠.١٤٣	٠.٢٣٣	٠.٥٨٣	٠.٨٦٥	٠.٠٤١٧		
١	١١.٨٧٧-	٠.٥٤-	٠.٦٤٤	١.١٢٨-	٠.٧٤٥	٢.١٨٨-	١.٧٢	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول	X22
	٠.٠٠١	٠.١٤١	٠.٦٠٧	٠.٣٠١	٠.٠٤٢	٠.٠٥٣	٠.٣٢٩		
١	١.٣٩	٠.٠٩٣	٠.٠٧٧-	٠.٠٠٩	١.٢١١-	٠.١١٣-	٠.١٤٤-	معدل إجمالي الالتزامات إلى إجمالي حقوق الملكية	X23
	٠.٠٤٦	٠.١٢٩	٠.٨٦٤	٠.٥٩٨	٠.١٤٢	٠.٨٧٨	٠.٣٢٣		
٢	١٩.٤٩	١.٨٤	١.٠٧٧	٠.٣٢	١.٥٤٣	٢.٤٨	٠.٧٥٥	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.	X24
	٠.٠٠١	٠.٠١١	٠.٥٩٣	٠.٧٧٤	٠.٢١١	٠.١٧٧	٠.٧٤٩		
١	٧.٤٢-	٠.٢٥١-	٠.٢٠١	٠.٠٠٦-	٠.٤١٢	٠.٢٠٨-	٠.٢	معدل إجمالي الالتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي حق الملكية	X25
	٠.٠٠١	٠.٠٥٥	٠.٨٢١	٠.٩٧٥	٠.٦٣٦	٠.٧٨١	٠.٤١٨		
٤	٠.٥٦٣-	٠.١٦٣-	٠.٠٩-	٠.٠٢٣-	٠.١٤٥-	٠.٠٠٤-	٠.٠٤١-	معدل عائد السهم	x26
	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٠٢٩	٠.٢٣٦	٠.٠٠٧	٠.٩٣١	٠.٤٠٨		
٥	١٠.١	١٢.٠٩-	٥.١٨٤	١.٢١	٥.٣٦١	٤.٨٣٥	٢٢.٢٦-	معدل الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول	x27
	٠.٠٠١	٠.٠٠١	٠.٠١٣	٠.٦٨٦	٠.٠٠٣	٠.٠٠٢	٠.٠٧٢		
٥	٢.٢٠٣-	٢.٧٣	٥.٣٠٨-	٣.٠٩-	٢.٨٠٣-	٥.٢٩-	٢٠.١٦	معدل الدخل المتبقي إلى إجمالي الأصول	x28
	٠.٠٢٦	٠.٠٤٦	٠.٠١٢	٠.١٧٦	٠.١	٠.٠٠١	٠.٠١٣		
٥	٠.٦٣٧	٠.٠٥٤	٠.٤٠٨	٠.٠٤٩	٠.٤٥٤	٠.٣٠٢	٠.٤٠٧	معدل السلوك الزمني لحجم التداول	x29
	٠.٠٠١	٠.٤٥٧	٠.٠٠١	٠.٦٣٦	٠.٠٠٠١	٠.٠٠٢	٠.٠٠٠١		
٣	٠.٠٥٩-	٠.٢٣٣-	٠.٣٠٥	٠.١٤٣	٠.٠٤٤	٠.٢٥٤	٠.٠٠٠١	معدل السلوك الزمني لسعر السهم	x30
	٠.٥٨٥	٠.٠٠٧	٠.٠٠٥	٠.١٣	٠.٦٦٨	٠.٠١٨	٠.٦٦٤		

المصدر: من إعداد الباحث بتصريف في نتائج التحليل الإحصائي Stata 17.

## ٦/٥/١: مناقشة وتحليل فرضي البحث الرئيسيين:

يشتمل هذا البحث على فرضيين رئيسيين. إذ ينص الفرض الأول منهما على:

" يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية وفي إطار التحليل المُجمع تداخلي القطاعات "

في حين ينص الفرض الثاني من تلك الفروض على:

" يوجد أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية وفي إطار التحليل أحادي القطاعات "

ويوفر الجدول رقم (١٠) موجزاً للدليل الإحصائي المؤيد لقبول الفرضين

## جدول رقم (١٠)

## الإطار التحليلي لفروض البحث

مسلسل	المعلمة الإحصائية	المخطط التحليلي الأول تداخلي القطاعات " الفرض الأول "	المخطط التحليلي الثاني أحادي القطاعات " الفرض الثاني "	الدلالة التطبيقية
(١)	النموذج الإحصائي	النموذج الخطي المعمم Generalized Linear Model	النموذج الخطي ذو المظهر غير المترابط Seemingly Unrelated Linear Model	
(٢)	المعنوية الحقيقية	لا يقوم النموذج الخطي المعمم بإنتاج المعنوية الحقيقية للنموذج ، ويمكن الاستناد عوضاً عنها بالمعنوية الحقيقية للنموذج التأسيسي Base Line Model والذي يسبق المفاضلة الإحصائية بين المخططات المتعددة للنماذج ، وقد قُدرت تلك المعنوية بأقل من ٠.٠٠١ . ويقدم ذلك الدليل المؤيد لقبول الفرض.	بلغت المعنوية الحقيقية لست من النماذج أدنى من ٠.٠٠١ وبما يفيد معنويتها ، بينما لم يكن النموذج الخاص بقطاع العقارات معنوياً. إذ بلغت معنويته الحقيقية ٠.٣٥٤ . ويقدم ذلك الدليل المؤيد على قبول الفرض في ست قطاعات وعدم قبوله في قطاع واحد فقط. وهو ما يؤدي ضمناً إلى قبول الفرض بمعدل ٨٥.٧% " ٧/٦ "	يتوافر الأثر المعنوي للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية سواء على مستوى التحليل المُجمع تداخلي القطاعات أو على مستوى التحليل أحادي القطاعات
(٣)	القدرة التفسيرية للنموذج	لا يقوم النموذج الخطي المعمم بإنتاج القدرة التفسيرية للنموذج ويمكن الاستناد عوضاً عن ذلك بالقدرة	تراوحت تلك القدرة للنماذج الست المعنوية بين حد أدنى قدره ٦٧.٧٥% بقطاع الأغذية والمشروبات والتبغ،	تتوافر القدرة التفسيرية للمحتوى المعلوماتي ذات الصلة بتفسير التغيرات

مسلسل	المعلمة الإحصائية	المخطط التحليلي الأول داخلي القطاعات " الفرض الأول "	المخطط التحليلي الثاني أحادي القطاعات " الفرض الثاني "	الدلالة التطبيقية
		التفسيرية للنموذج التأسيسي Base Line Model ، وقد بلغت تلك القدرة %٢٨.١	وحد أقصى قدره %٩٧.٥٩ بقطاع التشييد ومواد البناء.	الحادثة في عدم التماثل المعلوماتي على مستوى التحليل أحادي القطاعات بدرجة تفوق التحليل داخلي القطاعات ، وذلك بدرجة كبيرة ويرجع ذلك إلى تقارب السمات التشغيلية والمالية على مستوى شركات القطاع الواحد.
(٤)	معايير التنبؤ دقة	توافرت كافة المعايير الدالة على دقة التنبؤ وصلاحيته للنموذج للاستدلال. إذ بلغ متوسط بواقى النموذج - ٠.٠٢٤ ، وبلغ تباين تلك البواقى ٠.٠٥ ، وهي مقدرات تقترب من الصفر. وبما يقدم الدليل على دقة التنبؤ. كما بلغ مقدار المعنوية الحقيقية لاختبار استقلال بواقى النموذج ٠.٧٤ ، وهي تفوق مستوى المعنوية الافتراضي والمقدر بـ %٥ بما يقدم الدليل على عدم ارتباط تلك البواقى وعشوائيتها.	فُدر متوسط الجذر التربيعي لمتوسط مربعات الأخطاء للقطاعات الست التي ظهر بها التأثير المعنوي بـ %٨.٧٦ وهي درجة تقع في نطاق المعتاد الإحصائي وقدره %١٠ ، وقد كانت القيمة الدنيا لهذا المعيار بقطاع التشييد ومواد البناء وقُدرت بـ %٣.١٩ ، بينما كانت أعلاها بقطاع البنوك وقُدرت بـ %١٢.٨٥.	

المصدر: من إعداد الباحث. بتصرف في نتائج التحليل الإحصائي

## ٦/١: الدلالات النظرية والنتائج التطبيقية والآفاق المستقبلية ذات الصلة:

تناول هذا البحث دراسة وتحليل أثر المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة على عدم التماثل المعلوماتي ، وذلك بالتطبيق على ست وخمسين شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة ٢٠١٦-٢٠٢١م وذلك بالاستناد على ثلاثمائة وست وثلاثين مشاهدة تحليلية تم تجميعها من الشركات التابعة تنظيمياً لسبع قطاعات من القطاعات الثمانية عشر المكونة للتصنيف القطاعي للبورصة المصرية.

استند البحث على منهجية تحليلية متكاملة اعتمدت على خليط بين المنهج الاستنباطي والمنهجية الاستنتاجي (الاستدلالي). إذ تم الاستناد على المنهج الأول في إعداد الأقسام النظرية

لهذا البحث وعددها أربعة أقسام. إذ تناول القسم الأول منها الإطار المنهجي للبحث وخلفيته العلمية. واشتمل القسم الثاني على الإطار المفاهيمي ذات الصلة بظاهرة عدم التماثل المعلوماتي. في حين تناول القسم الثالث عرض وتحليل النماذج الأكثر قبولاً في مجال قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي. بينما تناول القسم الرابع عرض وتحليل الأدبيات البحثية ذات الصلة بالعلاقة بين المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية المنشورة وعدم التماثل المعلوماتي. بينما تم الاستناد على المنهج الثاني (الاستنتاجي-الاستدلالي) في توفير الدليل التجريبي من واقع الحالة المصرية وكذلك اختبار فرضي البحث.

انتهى الإطار التنظيري لهذا البحث إلى العديد من الدلالات التنظيرية والتي يأتي في مقدمتها: إن عدم التماثل المعلوماتي يمكن توصيفه بالظاهرة. إذ أنه يعد متلازمة لا يمكن التخلص منها بالكلية وتنشأ تلك المتلازمة نتيجة لعلاقة الوكالة التي تربط ما بين الإدارة والملاك من ناحية ، والإدارة وكافة الأطراف من أصحاب المصالح من ناحية أخرى. وعليه فإن تلك الظاهرة لا يمكن التخلص منها بالكلية ، ولكن يمكن على الأقل الحد من آثارها السلبية ، وتعد التقارير المالية من خلال ما تحمله من قيم وتفسيرات ورسائل ضمنية من الآليات الفاعلة في مجال تخفيض فجوة عدم التماثل المعلوماتي. إذ وفرت الجهود البحثية التي تناولت تلك العلاقة الدليل التطبيقي والتجريبي المؤيد لوجود أثر ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية على عدم التماثل المعلوماتي. ومع تواجد إتفاق حول التأثير العكسي لبعض المتغيرات كجودة الإفصاح ومؤشرات الربحية المتسقة مع تنبؤات المحللين الماليين والتحفيز المحاسبي. ووجود جدل حول العديد من الأبعاد المالية الأخرى. ومنها السمات المالية كحجم الشركة ومستوى ملاءتها المالية وكذلك أثر بعضاً من ممارسات المحاسبة الإبداعية وبخاصة إدارة الربح.

انتهى الإطار التجريبي متعدد المخططات التحليلية لهذا البحث إلى العديد من النتائج التطبيقية والتي يأتي في مقدمتها: وجود أثر إحصائي ذو دلالة معنوية للمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على الحد من عدم التماثل المعلوماتي. إذ بلغت القدرة التفسيرية للنموذج المتوصل إليه ٢٨.١% وذلك على مستوى التحليل المُجمع لكامل عدد المشاهدات التحليلية والبالغ عددها ثلاثمائة وست وثلاثين مشاهدةً ، وتعد قدرة تفسيرية جيدة للغاية مقارنة بالجهود البحثية السابقة التي تناولت ذات القضية البحثية. ومع تأثير ملحوظ لمتغير السلوك الزمني لحجم

التداول. إذ أن النموذج المتوصل إليه في حالة استبعاد هذا المتغير تتخضع قدرته التفسيرية لتبلغ ١٤.١٣%. وبما يقدم الدليل على أن المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية غير كاف منفرداً لتفسير التغيرات في عدم التماثل المعلوماتي على النحو المقبول. ولعل ذلك ما يفسر ارتفاع القدرة التفسيرية للنموذج المتوصل إليه مقارنة بالدراسات السابقة ذات الصلة. إذ أنها لم تأخذ تأثير هذا المتغير تحديداً في الحساب.

في حين كانت النتائج على المستوى القطاعي المنفرد أفضل حالاً ، وذلك في ست من القطاعات السبعة محل التحليل. إذ جاءت القطاعات مرتبة بحسب القدرة التفسيرية للنموذج المتوصل إليه على النحو التالي: جاء في المرتبة الأولى قطاع التشييد والبناء بقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٩٧.٥٩% ، ثم قطاع الرعاية الصحية والأدوية بقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٨٧.٨٩% ، قطاع الخدمات المالية غير المصرفية بقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٨٠.١٥% ، وتلاه قطاع الموارد الأساسية بقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٧٠.٣٣% ، ثم قطاع البنوك بقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٧٠.٠٩% ، وتلاه قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ بقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٦٧.٧٥% ، ثم قطاع العقارات في المرتبة السابعة والأخيرة بقدرة تفسيرية فُدرت بـ ٣١.٤% وجميعها نماذج معنوية. فيما عدا النموذج السابع والأخير الخاص بقطاع العقارات. وقد تم تفسير ذلك بأن هذا القطاع يشتمل على شريحة عريضة من الشركات والتي تتنوع بصورة كبيرة في طبيعة أنشطتها وبالتالي تتفاوت بصورة ملحوظة في سماتها المالية والتشغيلية. وقد ظهرت ثلاث متغيرات بوصفها الأكثر تكراراً من حيث تفسير تغيرات عدم التماثل المعلوماتي على المستوى القطاعي. زُتحدت في: الاستحقاقات إلى إجمالي الأصول والدخل المتبقي والسلوك الزمني لحجم التداول.

تم تفسير ارتفاع القدرة التفسيرية للنماذج المتوصل إليها على مستوى التحليل القطاعي مقارنة بالتحليل المجمع بتقارب السمات المالية والتشغيلية على مستوى شركات القطاع الواحد. فيما عدا قطاع العقارات والذي يشتمل على العديد من الشركات والتي لا يجمعها إطار مشترك من السمات المالية والتشغيلية نظراً لتنوع أنشطتها بصورة ملحوظة. وهو ما يجذب الانتباه نحو ضرورة إعادة النظر في التصنيف القطاعي للبورصة المصرية.

تحدد المساهمة الرئيسية لهذا البحث على المستوى التطبيقي في اشتماله على الصورة القياسية للنماذج الأكثر قبولاً في مجال قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي ، مع تناولها بالعرض والتحليل التفصيلي. وبما يوفر للجهود البحثية التالية مساحة مقبولة من التأصيل العلمي الرصين لتلك

النماذج. في حين تتحدد المساهمة التطبيقية لهذا البحث في تناول حزمة عريضة من المؤشرات المالية وبيان تأثيرها في عدم التماثل المعلوماتي. وهو ما لم يتوافر لأي من الجهود البحثية السابقة وذلك في حدود علم الباحث.

يتحدد القيد الرئيسي لهذا البحث فيما ينطبق على البحوث المحاسبية التجريبية على نحو العموم. إذ يشتمل على رؤية إبتكارية لقياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي ، وتلك الرؤية قد تكون صحيحة وقد يجانبها الصواب. ولكنها مع ذلك تستند على إطار تنظيري واسع النطاق ينتمي لأدبيات التمويل. ويضاف لذلك المتلازمات ذات الصلة بالمعاينة الإحصائية. إذ استند البحث على ست وخمسين شركة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية وهو ما يعادل أقل من رُبع عدد الشركات بصورة طفيفة. ومع ذلك فإن انتقاء تلك العينة قد كان محلاً لإجراءات إحصائية للتيقن بقدر مقبول من عدم تحيزها.

يفتح البحث الطريق للعديد من الآفاق البحثية المستقبلية والتي يأتي في مقدمتها: قياس وتقييم عدم التماثل المعلوماتي في إطار نماذج متعددة السمات وبالشكل الذي يحد من إشكالية الاستناد على مؤشرات مالية لحظية يتم توظيفها على نحو غير سليم للتعبير عن عدم التماثل المعلوماتي. وبما يكفل الدعم الكاف لمستوى موثوقية القياس الكمي لعدم التماثل المعلوماتي. كما يفتح البحث الطريق نحو الدراسات التحليلية الأكثر عمقاً لدراسة وتحليل العلاقة بين العديد من الأبعاد المحاسبية وعدم التماثل المعلوماتي خاصة على مستوى بيئة الأعمال المصرية ، ويأتي في مقدمة تلك الأبعاد: التحفظ المحاسبي ، وإدارة الربح بكافة أشكاله ، وتمهيد الدخل ، والإفصاحات الاختيارية ، والمحتوى المعلوماتي لتقارير الأعمال المتكاملة ، والمحتوى المعلوماتي لتقارير الاستدامة.

٧/١: توثيق البحث:

١/٧/١: مراجع منشورة باللغة العربية:

أبو العز ، محمد سعيد ؛ الشرقاوي ، السعيد عبد العظيم طلبة ؛ هندي ، علاء سند بريك .  
(٢٠١٩). " العلاقة بين التحفظ المحاسبي الشرطي ، تكلفة رأس المال ، وعدم تماثل  
المعلومات: دراسة إمبريقية باستخدام تحليل المسار". مجلة البحوث التجارية ، كلية  
التجارة ، جامعة الزقازيق ، المجلد الحادي والأربعون ، يوليو ٢٠١٩م ، ص ص  
١١٦-١٥٣.

أبو العزم ، محمد عبد الله زكي . (٢٠١٦). " قياس الآثار المحاسبية للإفصاح الإلكتروني على الحد  
من عدم تماثل المعلومات وتنشيط سوق الأوراق المالية المصرية ". رسالة ماجستير  
، كلية الأعمال ، قسم المحاسبة ، جامعة بنها .

أبو عليا ، معز ؛ عواد ، أسامة . (٢٠٢٢). " أثر حوكمة الشركات وجودة الإفصاح على عدم  
تناظر المعلومات في بورصة فلسطين". مجلة جامعة النجاح للأبحاث ، المجلد  
السادس والثلاثون ، العدد الثالث ، ص ص ٥١٩-٥٥٤.

الطويل ، ليلي ؛ شاهين ، سوسن . (٢٠١٧). " أثر التحفظ المحاسبي المشروط في عدم تماثل  
المعلومات دراسة تجريبية على عينة من الشركات الخدمية المدرجة في الأسواق  
المالية العربية". مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية ، المجلد التاسع  
والثلاثون ، العدد الخامس ، ص ص ٢١٣-٢٣٨.

حماد ، هيام فكري أحمد أحمد ؛ علي ، السيد جمال محمد . (٢٠٢٢). " علاقة إدارة الأرباح بعدم  
التماثل المعلوماتي: هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين: منهج إمبريقي على  
الشركات المساهمة المصرية ". مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية ، المجلد  
السادس ، العدد الأول ، ص ص ٣٧١-٤٣٦.

سمعان ، أحمد محمد شاكر حسن . (٢٠١٨). " المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم  
التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية: منهج إمبريقي". الفكر  
المحاسبي ، المجلد الثاني والعشرين ، العدد الرابع ، ص ص ١٣٥٨-١٤٣٩.

موسى ، منى السيد إبراهيم. (٢٠٢٢). " قياس أثر الإفصاح الاختياري في الحد من مخاطر عدم التماثل المعلومات بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية ". رسالة ماجستير ، غير منشورة ، كلية الأعمال ، قسم المحاسبة ، جامعة بنها .  
ناصر ، داليا عادل عباس السيد ؛ الرشيدى ، طارق عبد العظيم يوسف. (٢٠٢٠). " أثر إنتاج ونشر المعلومات المحاسبية من خلال وسائل التواصل الاجتماعي على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية بالتطبيق على قطاع الاتصالات المصري ".  
مجلة المحاسبة والمراجعة لإتحاد الجامعات العربية ، كلية التجارة ، جامعة بني سويف ، العدد الثاني ، ص ص ١٧١-٢٢٣.

### ٢/٧/١ : مراجع منشورة باللغة الإنجليزية:

- Acharya, V. V. & L. H. Pedersen. (2005). " Asset Pricing with Liquidity Risk". Journal of Financial Economics, Vol.77, Issue.2, P.P. 375-410.
- Ahmed, A. H. A. & M. A. S. Ali. (2015). " The Impact of Accounting Conservatism on Information Asymmetry: Evidence from Egypt". Journal of Commercial and Environmental Studies, Suez Canal University, Vol.6, Issue.4, P.P. 711-434.
- Ajward, A. H. & H. Takehara. (2001). " On the Relationship Between Earnings Quality and The Degree of Information Asymmetry : Evidence from Japan". Japan Journal of Finance, Vol.31, No.1, P.P. 76-98.
- Akay, O., K. Cyree., M. Griffiths., D. Aktas, N., E. D. Bodt., F. Declerck. & H. V. Oppens. (2007). " The PIN Anomaly Around M&A Announcement". Journal of Financial Markets, Vol.10, Issue.2, P.P. 169-191.
- Aktas, N., E. D. Bodt., F. Declerck. & H. V. Oppens. (2007). " The PIN Anomaly Around M&A Announcement". Journal of Financial Markets, Vol.10, Issue.2, P.P. 169-191.
- Alves, H. S., N. Canadas. & A. M. Rodrigues. (2015). " Voluntary Disclosure, Information Asymmetry and the Perception of Governance Quality: An Analysis Using a Structural Equation Model ". Review of Applied Management Studies, Vol.13, P.P. 66-79.
- Armstrong, C. S., J. E. Core., D. J. Taylor & R. E. Verrecchia. (2011). " When Does Information Asymmetry Affect Cost of Capital". Journal of Accounting Research, Vol.49, No.1, P.P. 1-40.
- Armstrong, C. S., K. Balakrishnan. & D. Cohen. (2012). " Corporate Governance and the Information Asymmetry: Evidence from State Antitake Over Law". Journal of Accounting and Economics, Vol.53, Issue. 1-2, P.P.185-204.
- Ascioglu, A., S. Hegde. & J. B. Mcdermott. (2008). " Information Asymmetry and Investment Cash Flow Sensitivity ". Journal of Banking and Finance, Vol.32, No.6, P.P. 1036-1048.
- Aslan, H., D. Easley., S. Havidkjaerc. & M. Ohara. (2011). " The Characteristics of Informed Trading: Implications for Asset Pricing". Journal of Empirical Finance, Vol.8, Issue.5, P.P. 782-801.
- Atias, R. K. & L. S. Bamber. (1994). " Trading Volume Reactions to Annual Accounting Earnings Announcements: The Incremental Role of Pre-disclosure Information Asymmetry". Journal of Accounting and Economics, Vol.17, Issue.3, P.P. 309-329.
- Ayers, B. C. & R. N. Freeman. (2001). " Evidence That Price Leads for Earnings Increase With Analyst Following and Institutional Ownership ". Working Paper Series, University of

- Georgia, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=279556](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=279556), Access Date: 13 April, 2023. P.P. 1-32.
- Ball, R. & P. Brown. (1968). " An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers". Journal of Accounting Research, Vol.6, No.2, P.P. 159-178.
- Bamber, L. S, O. E. Barron. & T. L. Stober. (1999). " Differential Interpretations and Trading Volume ". The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.34, No.3, P.P. 369-386.
- Bamber, L. S. & Y. S. Cheon. (1995). " Differential Price and Volume Reactions to Accounting Earnings Announcements". The Accounting Review, Vol.70, No.3, P.P. 417-441.
- Bamber, L. S. (1987). " Un Expected Earnings, Firm Size and Trading Volume Around Quarterly Earnings Announcements". The Accounting Review, Vol.62, No.3, P.P. 510-532.
- Bamber, L. S., O. E. Barron. & D. E. Stevens. (2011). " Trading Volume Around Earnings Announcements and other Financial Reports: Theory, Research Design, Empirical Evidence, and Directions for Future Research". Contemporary Accounting Research, Vol.28, No.2, P.P. 431-471.
- Bamber, L. S., O. E. Barron. & T. L. Stober. (1997). " Trading Volume and Different Aspects of Disagreement Coincident with Earnings Announcement ". The Accounting Review, Vol.72, No.4, P.P. 575-597.
- Barron, O. E. & J. Karpoff. (2004). " Information Precision, Transaction Costs, and Trading Volume". Journal of Banking and Finance, Vol.28, No.6, P.P. 1207-1223.
- Barron, O. E., D. G. Harris. & M. Stanford. (2005). " Evidence that Investors Trade on Private Event-Period Information Around Earnings Announcement". The Accounting Review, Vol.80, No.2, P.P. 403-421.
- Barron, O. E., D. G. Harris. & M. Stanford. (2005). " Evidence That Investors Trade on Private Event-Period Information Around Earnings Announcements". The Accounting Review, Vol.80, No.2, P.P. 403-421.
- Barth, M. E, W.H. Beaver. J. R. M. Hand. & W. R. Landsman. (1999). "Accruals, Cash flow, and Equity Values.". Review of Accounting Studies, Vol.4, P.P. 205-229.
- Basu, S., (1997). "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings". Journal of Accounting and Economics, Vol.24, P.P.1-37.
- Bauwens, L. & P. Giot. (2003). " Asymmetric ACD Models: Including Price Information in ACD Models". Empirical Economic, Vol.28, Issue.4, P.P. 709-734.
- Beaver, W. H. (1968). " The Information Content of Annual Earnings Announcements ". Journal of Accounting Research, Vol.6, Selected Studies. P.P. 67-92.
- Beaver, W. H., M. F. McNichols. & Z. Z. Wang. (2018). " The Information Content of Earnings Announcements: New Insights from Inter-temporal and Cross Sectional Behavior". Review of Accounting Studies, Vol.23, P.P. 95-135.
- Beaver. W. H. (1972). " The Behavior of Security Prices and its Implications of Accounting Research Methods". The Accounting Review, Vol.47, P.P. 407-437.
- Beaver. W. H. (1974). " Implication of Security Price Research for Accounting: A reply for Bierman ". The Accounting Review. Vol.49, No.3, P.P. 563-571.
- Bergh, D., P.P. Heugens, I. Orlandi. & B. K. Boyd. (2018). " Information Asymmetry in Management Research: Past Accomplishments and Future Opportunities". Journal of Management, Vol.45, No.1, P.P. 122-158.
- Bessembinder, H. & H. Kaufman. (1997). " A Comparison of Trade Execution Costs for NYSE and NASDAQ Listed Stocks". Journal of Financial and quantitative Analysis". Vol.32, No.3, P.P. 287-310.
- Bessembinder, H. (2003). " Issues in Assessing Trade Execution Costs". Journal of Financial Markets, Vol.6, No.3, P.P. 233-257.
- Bhattacharya, N., H. Desai. & K. Venkataraman. (2008). " Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry: Evidence from Trading Cost". Working Paper Series, Institutional

- Knowledge at Singapore Management University, available at: [https://ink.library.smu.edu.sg/soa\\_research/1037/](https://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/1037/), Access Date: November 13, 2023.
- Boot, A. W. A. & A. V. Thakor. (1993). " Security Design". The Journal of Finance, Vol.48, Issue.4, P.P. 1349-1378.
- Botosan, C. A. (1997). " Disclosure Level and the Cost of Equity Capital ". The Accounting Review, Vol.72, No.3, P.P. 323-349.
- Brown, S. & S. A. Hellegist. (2007). " How Disclosure Quality Affects the Long-Run Level of Information Asymmetry ". Review of Accounting Studies, Vol.12, No.2, P.P. 443-477.
- Cerqueira, A. & C. Pereira. (2013). " Financial Reporting Quality and Information Asymmetry in Europe". Available at: [http://icfb2015.cms.opf.slu.cz/sites/icfb.rs.opf.slu.cz/files/04\\_cerqueira.pdf](http://icfb2015.cms.opf.slu.cz/sites/icfb.rs.opf.slu.cz/files/04_cerqueira.pdf), P.P.32-51. Access Date: 13 Dec. 2022.
- Chae, J. (2005). " Trading Volume, Information Asymmetry, and Timing Information ". Journal of Finance, Vol.LX,60, P.P. 413-442.
- Chang, S. S., L. V. Chang. & F. A Wang. (2014). " A Dynamic Intraday Measure of Probability of Informed Trading and Firm Specific Return Variation". Journal of Empirical Finance, Vol.29, Issue.1, P.P. 80-94.
- Chi, W. (2009). " Trading Volume and Information Asymmetry Surrounding Schedule and Schedule Announcements". Master Thesis in Finance, Massey University. <https://mro.massey.ac.nz/server/api/core/bitstreams/e3c8ef1e-4ccc-403b-8752-b0bcd7bf740/content>, Access Date: Jan 15. 2024.
- Chung, K. H., T.H. McInish., R. A. Wood. & D. J. Wyhowski. (1995). " Production of Information, Information Asymmetry, and the Bid-Ask Spread: Empirical Evidence from Analysts' Forecasts". Journal of Banking and Finance, Vol.19, Issue.6, P.P. 1025-1046.
- Coller, M. & T. L. Yohn. (1997). " Management Forecasts and Information Asymmetry: An Examination of Bid-Ask Spreads". Journal of Accounting Research, Vol.35, No.2, P.P. 181-191.
- Connelly, B. L., S. T. Certo, R. D Ireland. & C. R. Reutzel. (2011). " Signaling Theory: A Review and Assessment". Journal of Management, Vol.37, P.P. 39-67.
- Cready, W. M. & D. N. Hurr. (2002). " Assessing Investor Response to Information Events Using Return and Volume Metrics". The Accounting Review, Vol.77, No.4, P.P. 891-909.
- Demsetz, H. (1968). " The Cost of Transacting". The Quarterly Journal of Economics, Vol.82, No.1, P.P. 33-53.
- Diamond, D. & R. Verrecchia. (1991). " Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital". Journal of Finance, Vol.46, No.4, P.P. 1325-1359.
- Dontoh, A. & J. Ronen. (1993). " Information Content of Accounting Announcements". The Accounting Review, Vol.68, No.4, P.P. 857-869.
- Duatre, J. & L. Young. (2009). " Why is PIN Priced?". Journal of Financial Economics, Vol.91, P.P. 119-138.
- Easley, D. & M. O'Hara. (1987). " Price, Trade Size, and Information in Securities Markets". Journal of Financial Economics, Vol.19. P.P. 69-90.
- Easley, D., M. M. I. De Prado. & O'Hara. (2012). " Flow Toxicity and Liquidity in a High Frequency World" Review of Financial Studies, Vol.25, Issue.5, P.P. 1457-1493.
- Easley, D., N. M. Kiefer. & M. O'Hara. (1997). " One Day in the Life of a Very Common Stock ". The Review of Financial Studies, Vol.10, No.3, P.P. 805-835.
- Easley, D., N. M. Kiefer. & M. O'Hara. (1997a). " One Day in the Life of a Very Common Stock ". The Review of Financial Studies, Vol.10, No.3, P.P. 805-835.
- Easley, D., N. M. Kiefer. & M. O'Hara. (1997b). " The Information Content of the Trading Process ". Journal of Empirical Finance, Vol.4, Issues. 2-3, P.P. 159-186.

- Easley, D., R. F. Engle., M. O'Hara. & L. Wu. (2008). " Time Varying Arrival Rates of Informed and Uninformed Trades ". Journal of Financial Econometrics, Vol.6, Issue.2, P.P. 171-207.
- Easley, D., S. Hvidkjaer. & M. O'Hara. (2002). " Is Information Risk a Determinants of Assets Returns ". The Journal of Finance, Vol.LVII, No.5 P.P. 2185-2221.
- Engle, R. F. & J. R. Russel. (1997). " Forecasting the Frequency of Changes in Quoted Foreign Exchange Prices with the Autoregressive Conditional Duration Model". Journal of Empirical Finance, Vol.4, Issue.2-3, P.P. 187-212.
- Fama, E. F (1970). " Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work ". Journal of Finance, Vol.25, No.2, P.P. 383-417.
- Fama, E. F. (1965). " The Behavior of Stock Market Prices ". Journal of Business, Vol.38, No.1, P.P. 34-105.
- Fama, E. F. & K. R. French. (1993). " Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", Journal of Financial Economics, Vol.33, P.P. 3-53.
- Ferriera, D., M. A. Ferriera. & C. C. Raposo. (2011). " Board Structure and Price Informativeness". Journal of Financial Economics, Vol.99, P.P. 523-545.
- Foster, F. D. & S. Viswanathan. (1990). " A Theory of Intraday Variation in Volumes Variances, and Trading Costs in Securities Markets". Review of Financial Studies, Vol.3, P.P. 593-624.
- Foster, F. D. & S. Viswanathan. (1993). " The Effect of Public Information and Competition on Trading Volume and Price Volatility". Review of Financial Studies, Vol.6, Issue.1, P.P. 23-56.
- Fosu, S., A. Dansu., W. Ahmed. & W. Coffie. (2016). " Information Asymmetry, Leverage, and Firm Value: Do Crisis and Growth Matter?", International Review of Financial Analysis, Vol.46, P.P. 1-39.
- Francis, J., K. Schipper. & L. Vicent. (2002). " Expanded Disclosures and the Increased Usefulness of Earnings Announcements ". The Accounting Review , Vol.77, No.3, P.P. 515-546.
- Gan, Q., D. Johnstone. & W. C. Wei. (2015). " A Faster Estimation Method for the Probability of Informed Trading Using Hierarchical Agglomerative Clustering". Quantitative Finance, Vol.15, Issue.11, P.P. 1805-1821.
- George, T. J., G. Kaul. & M. Nimalendran. (1994). " Trading Volume and Transaction Costs in Specialist Markets ". Journal of Finance, Vol.49, No.4, P.P. 1489-1505.
- Glosten, L. R. & L. E. Harris. (1988). " Estimating of the BID/ASK Spread ". Journal of Financial Economics, Vol.21, P.P. 123-142.
- Gomez-Mejia, L. R., M. Nunez-Nickel. & I. Gutierrez. (2001). " The Role of Family Ties in Agency Contracts ". Academy of Management Journal, Vol.44, P.P. 81-95.
- Healy, P. M, A. P. Hutton. & K. G. Palepu. (1999). " Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Increase in Disclosure ". Contemporary Accounting Research, Vol.16, Issue.3, P.P. 485-520.
- Heflin, F., K. Shaw. & J. Wild. (2005). " Disclosure Policies and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes". Contemporary Accounting Research, Vol.22, Issue.4, P.P. 829-865.
- Huang, R. & H. Stoll. (1996). " Dealer Versus Auction Markets: A Paired Comparison of Execution Costs on NASDAQ and NYSE ". Journal of Financial Economics, Vol.41, No.3, P.P. 313-357.
- Hutton A., A. Marcus. & H. Tahrani. (2009). " Opaque Financial Reports, R2, and Crsh Risk, Journal of Financial Economics, Vol.94, P.P. 67-86.
- Hwang, L., W. Lee., S. Lim. & K. Park. (2013). " Does Information Risk affect the Implied Cost of Equity Capital? An Analysis of PIN and Adjusted PIN ". Journal of Accounting and Economics, Issues. 2-3, Vol.55, P.P. 148-167.

- Isniawati, A., R. Rahmawati. & A. Gunardi. (2018). " Information Asymmetry and Accounting Conservatism: Does Analyst Coverage Moderate the Results?". Journal of International Studies, Vol.11, No.3, P.P. 176-190.
- Jiambalvo, J. & S. Ragobal. & M. Venctachalam. (2002). " Institutional Ownership and the Extent to Which Stock Prices Reflect Future Earnings". Contemporary Accounting Research, Vol.19, Issue.1, P.P. 117-145.
- Kathuria, R. & D. C. MUELLER. (1995). " Investment and Cash Flow: Asymmetric Information or Managerial Discretion". Empirica, Vol.22, P.P. 211-234.
- Kim, O. & R. E. Verrecchia. (1991). " Trading Volume and Prices Reaction to Public Announcement". Journal of Accounting Research, Vol.29, No.2, P.P. 302-321.
- Kim, O. & R. E. Verrecchia. (1994)." Market Liquidity and Volume Around Earnings Announcements ". Journal of Accounting and Economics, Vol.17, Issues.1-2, P.P. 41-68
- Kim, O. & R. E. Verrecchia. (1997). " Pre-Announcement and Event Period Private Information ". Journal of Accounting and Economics, Vol.24, Issues.3, P.P. 395-419.
- Kyle, A. S. (1985). " Continuous Auction and Insider Trading ". Econometrica, Vol.53, No.6, P.P. 1315-1335.
- Landsman, W. R. & E. L. Maydew. (2002). " Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcement Declined in the Past Three Decades?". Journal of Accounting Research, Vol.40, No.3, P.P. 797-808.
- Landsman, W. R. & E. L. Maydew. (2002). " Has the Information Content of Quarterly Earnings Announcement Declined in the Past Three Decades?". Journal of Accounting Research, Vol.40, No.3, P.P. 797-808.
- Lara, J. M.G., B. G. Osama. & F. Penalva. (2014). " Information Consequences of Accounting Conservatism". European Accounting Review, Vol.23, Issue.2, P.P. 173-198.
- Levin, J. (2001). " Information and the Market for Lemon". The Rand Journal of Economics, Vol.32, No.4, P.P. 657-666.
- Lin, H. & W. Ke. (2011). " A Computing Bias Estimating the Probability of Informed Trading". Journal of Financial Market, Vol.14, Issue.4, P.P. 625-640.
- Lof, M. & J. V. Bommel. (2023). " Asymmetric Information and the Distribution of Trading Volume". Journal of Corporate Finance, Vol.82, P.P.
- Lu, X. C. (2012). " Information Asymmetry and Accounting Conservatism under IFRS Adoption ". Master Science in Management, Studies in Accounting, Faculty of Business, Brock University, P.P. 1-52.
- Makadok, R. (2011). " Invited Editorial: The four Theories of Profit and Their Joint Effects". Journal of Management, Vol.37, P.P. 1316-1334.
- Morse. D. (1980). " Asymmetric Information in Securities Markets and Trading Volume ". Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.15, No.5, P.P. 1129-1148.
- Morse. D. (1981). " Price and Trading Volume Reaction Surrounding Earnings Announcements: A Closer Examination". Journal of Accounting Research, Vol.19, No.2, P.P. 374-383.
- Myers, J. N., (1999). "Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics.". Accounting Review, Vol.74, Issue.1, P.P. 1-28.
- Nguyen, P. T. T. & A. Kimura. (2023). " Disclosure Characteristics of Annual Reports and Information Asymmetry: Evidence form Foreign Firms Listed on the U.S Stock Exchange". Finance Research Letters, Vol.54, P.P. 177-191.
- O.Hara, M. (2015). " High Frequency Market Microstructure". Journal of Financial Economics, Vol.116, Issue.2, P.P. 257-270.
- O.Hara, M., G. Saar. & Z. Zhong. (2019). " Relative Tick Size and the Trading Environment ". The Review of Assets Pricing Studies, Vol.9, No.1, P.P. 47-90.

- Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, P.P. 661-687.
- Ohlson, J. A. (1995). "Earnings, Book Value, and Dividends in Equity Valuation". *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, P.P. 661-687.
- Pan, A. & A. K. Misra. (2021). "A Comprehensive Study on Bid-Ask Spread and its Determinants in India". *Cogent Economics and Finance*, Vol.9, No.1, P.P. 1-23.
- Petchey, J., M. Wee. & J. Yang. (2016). "Pinning Down an Effective Measure of Probability of Informed Trading". *Pacific Basin Finance Journal*, Vol.40, P.P. 456-475.
- Purwanti, M. & A. Kurniawan. (2013). "The Effect of Earnings Management and Disclosure on Information Asymmetry". *International Journal of Scientific and Technology Research*, Vol.2, Issue.8, P.P. 98-107.
- Rapp, M. S. (2010). "Information Asymmetries and the Value Relevance of Cash Flow and Accounting Figures: Empirical Analysis and Implication for Managerial Accounting". Working Paper Series, Center for Entrepreneurial and Financial Studies, available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/48420/1/636308669.pdf>, Access Date: Jan 12. 2024. P.P. 1-26.
- Ryan, P., & R. J. Taffler. (2004). "Are Economically Significant Stock Returns and Trading Volumes Driven by Firm-Specific News Releases?". *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol.31, Issue. 1-2, P.P. 49-82.
- Sadka, R. (2006). "Momentum and Post Earnings Announcement Drift Anomalies: The Role of Liquidity Risk". *Journal of Financial Economics*, Vol.80, Issue.2, P.P. 309-349.
- Schmidt, J. & T. Keil. (2013). "What Makes a Resource Valuable? Identify the Drivers of Firm-Idiosyncratic Resource Value". *Academy of Management Review*, Vol.38, P.P. 206-228.
- Schulze, W. S., M. H. Lubatkin, R. N. Dino. & A. K. Buchholtz. (2001). "Agency Relationship in Family Firms: Theory and Evidence". *Organization Science*, Vol.12, P.P. 99-116.
- Semadini, M. & B. S. Anderson. (2010). "The Follower's Dilemma: Innovation and Imitation in the Professional Services Industry". *Academy of Management Journal*, Vol.53, P.P. 1175-1193.
- Shehta, W. & A. Rashed. (2021). "Accounting Conservatism, Information Asymmetry, and Cash Holding". *Journal of Accounting, Business and Management*, Vol.28, No.1, P.P. 63-72.
- Shiri, M. M., M. Salehi. & A. Radbon. (2016). "A Study of Impact of Ownership Structure and Disclosure Quality on Information Asymmetry in Iran". *The Journal of Decisions Makers*, Vol.41, No.1, P.P. 51-60.
- Stiglitz, J. E. (2002). "Information and the Change in the Paradigm in Economics". *The American Economic Review*, Vol.92, P.P. 460-501.
- Stoll, H. (2000). "Presidential Address: Friction". *Journal of Finance*, Vol.55, No.4, P.P. 1479-1514.
- Suharsono, R. S., N. Nirwanto. & D. Zuhroh. (2020). "Voluntary Disclosure, Financial Reporting Quality, and Asymmetry Information". *Journal of Asian Finance, Economic and Business*, Vol.7, No.12, P.P. 1185-1194.
- Tay, A., C. Ting., Y. K. Tse. & M. Warachka. (2009). "Using High Frequency Transaction Data to Estimate the Probability of Informed Trading". *Journal of Financial Econometrics*, Vol.7, Issue.3, P.P. 288-311.
- Tobin, J. (1969). "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory". *Journal of Money Credit and Banking*, Vol.1, P.P. 15-29.
- Tobin, J., & W. Brainard. (1968). "Pitfalls in financial Model Building". *American Economic Review*, Vol.58, P.P. 99-122.
- Vanhaverbeke, W., G. Duysters. & N. Noorderhaven. (2002). "External Technology Sourcing Through Alliances or Acquisition: An Analysis of Application-Specific Integrated Circuits Industry". *Organization Science*, Vol.13, P.P. 714-733.

- Venkataraman, K. (2001). " Automated Versus Floor Trading: An Analysis of Execution Costs on the Paris and New York Exchanges ". Journal of Finance, Vol.56, No.4, P.P. 1445-1885.
- Verrecchia, R. E. & J. Weber. (2006). " Redacted Disclosure ". Journal of Accounting Research, Vol.44, No.4, P.P. 791-814.
- Vogt, S. C. (1994). " The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S Manufacturing Firms". Financial Management, Vol.23, No.2, P.P. 3-23.
- Vogt, S. C. (1994). " The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S Manufacturing Firms". Financial Management, Vol.23, No.2, P.P. 3-23.
- Wang, J. (1994). " A Model for Competitive Stock Trading Volume". Journal of Political Economy, Vol.102, Issue.1, P.P. 127-168.
- Wang, J. L. (2013). " Accounting Conservatism and Information Asymmetry: Evidence From Taiwan". International Business Research, Vol.6, No.7, P.P. 32-43.
- Watts, R. (2003a). " Conservatism in Accounting, Part I: Explanations and implications.". Accounting Horizons, Vol.17, No.3, P.P.. 207-221.
- Welker, M. (1995). " Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets ". Contemporary Accounting Research, Vol.11, Issue.2, P.P. 801-828.
- Westfall, P. H. & Henning, K. S. S. (2013). " Texts in Statistical Science: Understanding Advanced Methods". U.S.A: A Chapman & hall Book, Taylor & Francis Group, LLC.
- Yassin, M., Y. Ali. & M. Hamdallah. (2015). " The relationship Between Information Asymmetry and Stock Return in the Presence of Accounting Conservatism". International Journal of Business and Management, Vol.10, No.5, P.P. 126-133.
- Zellner, A. (1962). " An Efficient Method of Estimating Seemingly Unrelated Regressions and Tests for Aggregation Bias ". Journal of American Statistical Association, Vol.57, P.P. 348-368.
- Zellner, A. (1963). " Estimators for Seemingly Unrelated Regression Equations: Some Exact Finite Sample Results". Journal of American Statistical Association, Vol.58, P.P. 977-992.
- Ziebart, D. (1990). " The Association between Consensus of Beliefs and Trading Activity Surrounding Earnings Announcements ". The Accounting Review, Vol.65, No.2, P.P. 477-488.

