



الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال (دراسة إمبيقية)

إعداد

د. فايزة محمدي عـجوة

مدرس المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

drfayzaagwa@gmail.com

د.ألفت علي عطية مندور

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

Olfatmandour171250@gmail.com

زينب المحمدي عبدالحميد الشيخ

باحثة ماجستير محاسبة - كلية التجارة

جامعة الزقازيق

elsheikhzainab83@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2025

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

المستخلص:

تناولت الدراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في بيئة الأعمال المصرية، مع التركيز على دور عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط. هدفت الدراسة إلى اختبار فرضية رئيسية مفادها أن عدم تماثل المعلومات لا يلعب دوراً وسيطاً في هذه العلاقة، مع ثلاث فرضيات فرعية تتعلق بعلاقات مباشرة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، والإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، وعدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. اعتمدت الدراسة على منهجية تحليل المسار باستخدام نماذج المعادلات الهيكلية، مع جمع بيانات سلسلة زمنية وقطاعية لـ 50 شركة غير مالية من 11 قطاعاً خلال الفترة من 2018 إلى 2022. تم استخدام الحقيبة الإحصائية (SPSS V. 25) لاختبار الفرضيات. أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، مما أدى إلى رفض الفرضية الفرعية الأولى. في المقابل، تم قبول الفرضيتين الفرعيتين الثانية والثالثة، حيث لم تظهر أي علاقة بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، ولا بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. كما تم قبول الفرضية الرئيسية، حيث عدم وجود دور وسيط لعدم تماثل المعلومات. أشارت النتائج أيضاً إلى وجود علاقة طردية بين كل من الرافعة المالية والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وتكلفة رأس المال، بينما لم تظهر أي علاقة بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال. توفر هذه النتائج فهماً أعمق لطبيعة العلاقات في بيئة الأعمال المصرية.

الكلمات الدالة: مستوى الإفصاح الاختياري، عدم تماثل المعلومات، وتكلفة رأس المال

مقدمة ومشكلة الدراسة :

أصبحت تكلفة رأس المال موضوعاً محورياً يستقطب اهتمام الباحثين والمفكرين في شتى المجالات، كالمحاسبة والاقتصاد والإدارة والقانون وغيرها، حيث أصبحت ميدانا خصباً للدراسة والتحليل بهدف استكشاف مزاياها وفوائدها وتحدياتها. وتُعد هذه التكلفة عنصراً جوهرياً في نجاح الشركات واستمرارها في السوق، كما أنها تشكل حجر الزاوية في تقييم جودة القرارات الاستثمارية، خاصة في ظل تعدد متغيرات الأسواق المالية والتطورات المتسارعة في بيئة الأعمال. علاوة على ذلك، تمثل تكلفة رأس المال معلومة حيوية وضرورية يحتاجها المستثمرون لتقييم الخيارات الاستثمارية المتاحة واتخاذ القرارات الرشيدة، فهي تعتبر من أهم المعايير المستخدمة في تقدير قدرة المنشآت على استثمار أموالها، وتقييم استثماراتها الرأهنة، بالإضافة إلى تقييم قرارات التمويل اللازمة لتوفير رأس المال الضروري للشركة (Zhang, 2008).

وأشارت دراسة (النعيمي، 2019) أيضاً أن تكلفة رأس المال تعتبر عنصراً محورياً في تقييم كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث ترتبط بالنفقات المرتبطة بالحصول على التمويل اللازم لمشاريع الشركة، سواء عبر الاقتراض أو طرح الأسهم، وكما يسعى المستثمرون لتحقيق عوائد على أموالهم المستثمرة، تهدف الشركات أيضاً إلى تحقيق أرباح تفوق تكاليف استثمار مواردها المالية، ولا يمكن تحقيق أهداف الطرفين إلا من خلال تقليص الفجوة الناتجة عن عدم تكافؤ المعلومات بينهما، والتي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى الشفافية والإفصاح. فكلما ارتفع مستوى الإفصاح، انخفضت هذه الفجوة، مما يؤدي إلى تقليل المخاطر التي تواجهها الشركة، وينعكس ذلك إيجاباً على تكلفة رأس المال.

في إطار الاهتمام المتزايد للبحث المحاسبي الإيجابي في جانب منه بدراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح الإختياري وتكلفة رأس المال (Botosan and Plumlee, 2002; Hail, 2002; Rikanovic, 2005; Wang et al., 2008; Kothari et al., 2009; Liu and de Villiers, 2013; Dadashi et al., 2014; Guidara et al., 2011; النعيمي، 2019؛ Eugtor, 2020؛ Hu and Mahajan and Singh, 2024; Kim and Lee, 2021; Raimo et al., 2020; Liang, 2024) تبين للباحثة عدم وجود اتفاق في نتائج أغلب هذه الدراسات.

وتوفر الدراسات السابقة عن مستوى الإفصاح الاختياري أساساً نظرياً لدراسة دوافع التوسع في مستوى الإفصاح الاختياري. على سبيل المثال، سعى كل من (Healy & Palepu, 2001) إلى وضع إطار نظري يحقق التكامل بين النظرية الاقتصادية واقتصاديات الأعمال. فمن وجهة نظرهم، فإن الشركات التي لديها دافع لإظهار سلوكها الأخلاقي تقوم بتوسيع نطاق مستوى الإفصاح الاختياري بهدف تقليص عدم التماثل المعلوماتي بين الأطراف الداخلية والخارجية للشركة، مما يؤدي إلى انخفاض مخاطر المعلومات وحماية المستثمرين والدائنين من التصرفات الانتهازية للمديرين، مثل تسريب المعلومات لطرف على حساب أطراف أخرى أو استغلال معلومات غير متاحة لجميع المستخدمين بغرض تحقيق أرباح استثنائية، بالإضافة إلى تداول الأوراق المالية وفقاً للقيمة العادلة وتخفيض تكلفة رأس المال.

أيضاً وفقاً لنظرية الإشارة (Signaling Theory) وبالإستناد إلى دراسة كل من (Botosan and Plumlee, 2002)، تظهر دوافع التوسع في مستوى الإفصاح الاختياري بهدف تحسين صورة الشركات، مما يتكامل مع الإفصاح الإلزامي، فإن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري تعمل على تقليل المخاطر التي تواجهها المنظمة من خلال الرسائل المنقولة، مع الأخذ بعين الاعتبار أنه لا يمكن تضليل السوق على المدى البعيد.

كذلك بالإستناد إلى نظرية الوكالة (Agency Theory) وما ينجم عنها من تضارب في المصالح بين الملاك والإدارة، فإن التوسع في الإفصاح يعمل كآلية لضبط ورصد أداء المديرين. كما أنه يساهم في تقليص تكاليف الوكالة الناشئة عن متابعة ومراقبة الملاك (الأصيل) لتصرفات إدارة الشركة (الوكيل). علاوة على ذلك، يعمل على الحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين، مما يؤدي إلى انخفاض العائد على الاستثمار، وبالتالي تراجع تكلفة رأس المال (Rikanovic, 2005).

ويعد تماثل المعلومات المحاسبية ركيزة جوهرية تستند إليها أسواق الأوراق المالية، حيث يؤدي غيابها إلى خلق تفاوت بين المستخدمين في الوصول إلى البيانات. ويشير مصطلح عدم تماثل المعلومات إلى امتلاك مجموعة معينة من المستثمرين لمعلومات حصرية حول أداء الشركة، في حين تفتقر الفئات الأخرى لهذه المعرفة (Lu et al., 2010). ينتج عن هذا الوضع عواقب سلبية متعددة تؤثر على قدرة المستثمرين في صنع قرارات استثمارية سليمة، كما تنعكس على حجم التداولات وبالتالي على مستوى

السيولة في الأسواق المالية (Gregoriou et al., 2005; Leuz and Verrecchia, 2000). علاوة على ذلك، يؤدي هذا الخلل إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال مما يفضي إلى انخفاض في العوائد (السيد، 2005). كما يدفع هذا الوضع صغار المستثمرين، الذين يفتقرون إلى المعلومات الكافية، إلى الانسحاب من المتاجرة في أسهم بعض الشركات أو من السوق بأكمله (Brown and Hillegeist, 2007). إضافة إلى ذلك، يتسبب في زيادة تكاليف العمليات في السوق، مما يؤدي إلى تقليص حجمه والتأثير سلباً على خطط التنمية بشكل عام (البلتاجي، 2001).

في ظل تلك الآثار السلبية، برز الاهتمام بالعناصر التي يمكنها التخفيف من شدتها. من بين هذه العناصر، ظهرت الدعوة إلى تعزيز مستويات الشفافية في البيانات المالية، لا سيما في ضوء قصور المعلومات المحاسبية التقليدية في التعبير عن الفوائد المستقبلية للاستثمارات، وعجزها عن مواكبة التغيرات السريعة في بيئة الصناعة الحديثة (Dontoh et al., 1998; Ittner and Larker, 2004).

هذا يشير إلى الحاجة الملحة لتوسيع نطاق الإفصاح عن بيانات محاسبية إضافية، لا تقل قيمة عن المعلومات المحاسبية المتوفرة في القوائم المالية المعلنة؛ ويُطلق على هذا الأسلوب مستوى الإفصاح الاختياري، والذي يتم دون أي التزام قانوني، مما قد يسهم في تقليل المخاطر المرتبطة بمستوى عدم اليقين المتعلق بالمستقبل، وما يترتب عليه من زيادة إقبال المستثمرين على تلك المؤسسات (Akhtaruddin and Hossain, 2008).

وامتداداً لسعي الدراسات السابقة في توضيح أهمية مستوى الإفصاح الاختياري، ربط عدد من الباحثين بينه وبين عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية، مثل (Brown and Hillegeist, 2007; Heflin., 2010; Shroff et al., 2013; Hamrouni and Solonandrasana, 2013; Saa'deh et al., 2017)، حيث يساهم هذا الإفصاح في تحويل المعلومات الخاصة إلى معلومات متاحة للجميع، كما أنه يعزز من وضوح صورة الشركة، إضافة إلى زيادة العدد النسبي للمتعاملين، وتقليل درجة عدم اليقين، مما يؤدي في النهاية إلى تعزيز شفافية الشركة في نظر المستثمرين.

وتناولت دراسة كل من (Francis et al., 2004) العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، حيث توصلت إلى أن تدني مستوى الإفصاح في التقارير المالية، والذي يعد المصدر الأساسي

للمعلومات، يزيد من درجة عدم تماثل المعلومات. هذا الأمر ينعكس سلباً على سعر السهم نتيجة لمخاطر عدم اليقين المرتبطة بنقص المعلومات الضرورية التي يحتاجها المستثمر لاتخاذ قراراته، مما يؤثر على تقديره للمخاطر والعوائد المحتملة. وبالتالي، تزداد تكلفة المعلومات، ويتطلب المستثمرون عائداً متوقعاً أعلى.

كما أشارت دراسة كل من (Healy and Palepu, 2001) إلى أن ارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى زيادة المخاطر التي يتحملها المستثمرون غير المطلعين، بسبب عدم قدرتهم على تقدير العوائد المتوقعة بدقة، مما يوجب عليهم المطالبة بعائد إضافي، وبالتالي ترتفع تكلفة رأس المال. وبناءً على ما سبق وفي ضوء الإطار النظري السابق للعلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وفي ضوء عدم وجود اتفاق لنتائج أغلب الدراسات السابقة التي درست العلاقة بينهما، ومن ثم ، فإن الواقع العملي يختلف حسب عوامل تساعد في تفسير العلاقة المباشرة ، وفي ضوء دعم وتأييد العديد من الدراسات السابقة لوجود علاقة ارتباطية معنوية بين كل من مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات من جانب وعدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال من جانب آخر، يمكن للباحثة صياغة التساؤل البحثي الرئيسي للدراسة على النحو التالي:

"هل هناك دور وسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال؟"

ويتفرع من هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية التالية:

التساؤل الفرعي الأول:

"هل هناك علاقة مباشرة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال؟"

التساؤل الفرعي الثاني:

"هل هناك علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات؟"

التساؤل الفرعي الثالث:

"هل هناك علاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال؟"

ثانياً: أهداف الدراسة:

في ضوء تساؤلات ومشكلة الدراسة يتمثل هدفها الرئيسي في تحليل الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، ويشق من هذا الهدف الرئيسي الأهداف الفرعية التالية:

- اختبار العلاقة المباشرة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.
- اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات.
- اختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال.

ثالثاً: أهمية الدراسة:

يمكن بلورة أهمية الدراسة الحالية مستقبلاً في نوعين من الأهمية، وهما كما يلي:

1/3- الأهمية العلمية (على المستوى النظري):

- امتداداً للدراسات السابقة، ستحاول هذه الدراسة معالجة عدم الاتفاق الموجود في نتائج الدراسات السابقة التي تطرقت لدراسة العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال نتيجة تجاهل احتمال وجود متغير ثالث تتأثر به تلك العلاقة وهو عدم تماثل المعلومات، وذلك من خلال إجراء دراسة منهجية تأخذ في الحسبان تأثير ذات المتغير في تلك العلاقة.

- ندرة الدراسات العربية والأجنبية - في حدود علم الباحثة - التي اهتمت بدراسة الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، خاصة في ظل عدم الاتفاق الموجود في نتائج أغلب السابقة المرتبطة بالعلاقة الأساسية محل الدراسة، ولعل هذا الأمر هو ما يميز الدراسة الحالية عن بقية الدراسات السابقة ذات الصلة.

2/3- أهمية العملية (على المستوى التطبيقي):

- أن نتائج هذه الدراسة توفر أدلة قد يستفيد منها العديد من الأطراف، مثل: المستخدمون الخارجيون للقوائم المالية عند صناعة واتخاذ قراراتهم الاستثمارية، مانحي الائتمان (المقرضين)، مراقبي الحسابات، والمستثمرين الحاليين والمرتقبين في بورصة الأوراق المالية.
- أن معرفة العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال من خلال عدم تماثل المعلومات قد يؤدي إلى حث الشركات المصرية على الاهتمام أكثر بالتوسع في مستوى الإفصاح الاختياري، ومدى مساهمة (مستوى الإفصاح الاختياري) في حصول الشركات على التمويل بتكلفة أقل.
- تعتبر هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة التي قامت بدراسة الآثار الاقتصادية لكل من مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.
- التعرف على الآثار السلبية المترتبة على عدم تماثل المعلومات والأضرار التي تلحق بجميع الفئات والأطراف المتعاملة مع الشركة.

رابعاً: خطة الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها وأهدافها المنشودة التي تسعى لتحقيقها، سيتم استكمال الدراسة على النحو التالي، القسم الاول الإطار النظري للدراسة ، القسم الثاني يشتمل على الدراسات السابقة وتطوير فروض الدراسة ، القسم الثالث يختص بالدراسة الإمبريقية ، القسم الرابع يتضمن نتائج الدراسة والدراسات المستقبلية

القسم الاول : الإطار النظري للدراسة

أولاً: مفهوم تكلفة رأس المال:

أشارت دراسة (عفيفي وآخرون، 2021) إلى أن تكلفة رأس المال تعد مؤشراً هاماً لقياس وتقييم قدرة الشركة على تخصيص الموارد المحدودة بين الاستثمارات المتاحة. ومن ثم يمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها عملة ذات وجهين يتمثل الوجه الأول في معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين،

أما الوجه الآخر يعبر عن تكلفة الحصول على الأموال من المصادر طويلة الأجل. وبالتالي فلا تقتصر تكلفة رأس المال على كونها تكلفة فقط، لكنها تمتد لتعبر عن الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يجب أن تحصل عليه إدارة الشركة من الإستثمارات التي توفر لها الأموال.

أولاً: مفهوم تكلفة رأس المال:

عرف (عبد الغنى، ٢٠٠١) تكلفة رأس المال بأنها: تعد من أبرز المفاهيم المؤثرة في عملية اتخاذ القرار الاستثماري. فهي تستخدم كمقياس جوهري يمكن تحقيقه للمحافظة على المستوى الراهن لقيمة المنشأة، وعليه، إذا نجحت الشركة في تحصيل عائد يفوق تكلفة رأس المال، فمن المتوقع أن ترتفع القيمة السوقية لأوراقها المالية (الأسهم)

كما عرف (Gaud et al., 2005) تكلفة رأس المال بأنها : إنها النسبة المئوية للمردود الذي ينبغي على المؤسسة تعيينه على أدواتها المالية للحفاظ على قيمتها في السوق. ويجري احتساب تكلفة رأس المال استناداً إلى المتوسط المرجح لمصادر التمويل المتوفرة للشركة. وبعبارة أخرى، فإن تكلفة رأس المال تشير إلى العائد المرتقب والمقدم للمستثمرين، سواء أكان مصدر التمويل ذاتياً أم خارجياً ، وعليه، يتعين على الشركات الأخذ بعين الاعتبار نفقات التمويل عند تقييم أي مشروع استثماري مستجد، وذلك لانتقاء التمويل الأنسب والمتوافق مع أوضاع الشركة)

كما عرف أيضا (Pierru, 2009) تكلفة رأس المال بأنها : المتوسط المرجح لمصادر التمويل المتوفرة للمؤسسة.

وفي ضوء التعريفات والمفاهيم السابقة تستخلص الباحثة أن تكلفة رأس المال عبارة عن النسبة المئوية للعائد المطلوب على الأصول الاقتصادية الممولة من قبل المستثمرين والدائنين، والتي يتعين على المؤسسة تحقيقها للمحافظة على قيمتها في السوق، والتي تمثل المتوسط المرجح لمصادر التمويل المتاحة. كما تساهم في اتخاذ قرارات استثمارية استراتيجية، حيث ينبغي على الشركات مراعاة نفقات التمويل عند تقييم المشاريع لضمان توافقها مع الأوضاع المالية للمؤسسة.

وأشارت دراسة (Apergis et al., 2012) إلى أنه وفقاً لنظرية التمويل، فإن مصادر التمويل قصيرة الأجل، مثل الائتمان المصرفي قصير الأجل والائتمان التجاري (Trade Credit)، لا تؤخذ في

الحسبان عند حساب تكلفة رأس المال، إذ تُتبر مصادر مؤقتة وغير دائمة، وطبقاً لمبدأ التغطية (Hedging Principle)، فإن الشركات تمول الأصول المتداولة الدائمة والأصول الثابتة باستخدام عناصر التمويل طويلة الأجل.

وتجدر الإشارة وبالأستناد إلى دراسة كل من (ناصح والبدران ، 2014؛ Brealey et al., 2006) إلى أن هناك فرقاً بين الهيكل التمويلي وهيكل رأس المال، حيث يتضمن الهيكل التمويلي مزيجاً من مصادر التمويل طويلة الأجل بالإضافة إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل، بينما يتكون هيكل رأس المال من مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، والتي تشمل القروض طويلة الأجل، السندات، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأرباح المحتجزة. كما تتضمن تكلفة رأس المال مزيجاً من تكلفة الاقتراض وتكلفة حقوق الملكية، والتي يمكن تعريفها بأنها معدل العائد المطلوب من قبل الدائنين مقابل إقراض الشركة، مع مراعاة مدة استحقاق الدين وفقاً للمخاطر المرتبطة بالشركة (Brealey et al., 2006).

ثانياً: أهمية تكلفة رأس المال:

أشارت العديد من الدراسات كما في دراسة كل من (Lumby and Jones, 2003؛ حداد، 2007؛ باكير، 2008؛ عبدالحليم، 2018) إلى أن حساب تكلفة رأس المال يمكن أن يحقق للشركة العديد من الفوائد، والتي من أهمها ما يلي:

■ أداة للربط بين قرارات الإستثمار التمويل:

أشارت دراسة (باكير، 2008؛ عبدالحليم، 2018) إلى أن تكلفة رأس المال تعد من العناصر الحيوية التي لا بد للشركات من تقديرها بدقة قبل الموافقة على أي مشروع استثماري جديد أو رفضه، وذلك لتجنب التعرض لمخاطر مالية قد تهدد استقرارها. يجب حساب تكلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركة، حتى تتمكن إدارتها من اختيار المزيج الأمثل من تلك المصادر، والذي يضمن الحصول على التمويل بأقل تكلفة ممكنة وبأعلى عائد. فإذا لم تتمكن الشركة من تحقيق عائد من استثماراتها يفوق تكلفة رأس المال، فمن المتوقع أن تشهد قيمة أسهمها انخفاضاً ملحوظاً في السوق. وبالتالي، فإن تكلفة رأس المال تمثل معياراً

أساسياً لتوزيع الموارد المالية للشركة بين الاستثمارات المختلفة، مما يساهم في تحقيق أقصى استفادة من تلك الموارد.

■ تعظيم قيمة المنشأة:

أشارت دراسة (حداد، 2007) إلى أن تكلفة رأس المال ترتبط ارتباطاً وثيقاً بقيمة الشركة، حيث تؤثر بشكل مباشر على قدرة الشركة على تحقيق أقصى قيمة ممكنة. علاوة على ذلك، فإن تحديد تكلفة رأس المال هو عامل حاسم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مثل تقييم الجدوى الاقتصادية للمشاريع المختلفة.

■ تحديد الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية:

أشارت دراسة كل من (Lumby and Jones, 2003) إلى أن تكلفة رأس المال تعتبر عنصراً حاسماً في تقييم الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية. ففي معايير التقييم المالي مثل القيمة الحالية الصافية (Net Present Value - NPV) ومعدل العائد الداخلي (Internal Rate Of Return - IRR)، تستخدم تكلفة رأس المال كمعيار مقارنة لتحديد جدوى المشروع. فكلما انخفضت تكلفة رأس المال، زادت فرص قبول المشاريع التي تحقق عائداً أعلى من هذا المعدل، مما يساهم في تسريع نمو الشركة وزيادة قيمتها.

ثالثاً: مكونات تكلفة رأس المال:

أشارت دراسة كل من (Saha and Bose, 2021) إلى أن هيكل رأس المال في الشركات هو عبارة عن تركيبة من مصادر تمويل مختلفة، منها مصادر تمويل داخلية (كالأرباح المحتجزة) ومصادر تمويل خارجية (كالسندات والقروض)، وتتأثر تكلفة رأس المال بهذه التركيبة، حيث لكل مصدر تكلفة ومخاطرة خاصان به. يهدف هيكل التمويل الأمثل إلى تقليل هذه التكلفة إلى أدنى مستوى ممكن، وتشمل هذه التكلفة شقين رئيسيين (Saha and Bose, 2021)، هما كما يلي:

الشق الأول: تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity):

أشارت دراسة كل من (Foong and Goh, 2013; Choi, 2018) إلى أن تكلفة التمويل بأموال الملكية تمثل الحد الأدنى للعائد الذي يتطلع إليه المستثمرون مقابل استثماراتهم في المنشأة، وذلك لتعويضهم عن المخاطر المحتملة المرتبطة بهذا الاستثمار.

ومن الجدير بالذكر واستناداً إلى دراسة كل من (Lambert et al., 2007) أن هذا العائد يجب أن يفوق ما قد يحصل عليه المستثمرون من استثمارات خالية من المخاطر، كالاستثمار في السندات الحكومية، والتي يطلق عليها "العائد الخالي من المخاطر"، أو من خلال توظيف نفس المبلغ في فرص استثمارية متنوعة ذات مستوى مماثل من المخاطرة. وعليه، فإنه كلما ارتفع إدراك السوق لحجم المخاطر المحتملة لهذا الاستثمار، زادت تكلفة التمويل بأموال الملكية. ويطلق على الفرق بين هذه التكلفة والعائد الخالي من المخاطر مصطلح "علاوة المخاطرة"، وهكذا، فإن تكلفة التمويل بأموال الملكية تتألف من عنصرين أساسيين: العائد الخالي من المخاطر، بالإضافة إلى علاوة المخاطرة، والتي ينبغي أن تتناسب طردياً مع حجم المخاطر المتوقعة للاستثمار.

الشق الثاني: تكلفة الأموال المقترضة (Cost of Debt):

أشارت دراسة كل من (Block et al., 2018) إلى أن تكلفة رأس المال المقترض تمثل المعدل الحقيقي لما تتحمله المنشأة من التزامات مالية مرتبطة بمديونياتها مثل السندات والقروض طويلة الأجل. في حين عرفها كل من (Gray et al., 2009) بأنها نسبة الفائدة الفعلية التي تسددها الشركة للمستثمر أو الدائن بعد تعديلها وفقاً لحجم الوفورات الضريبية. كما حددها معيار المحاسبة المصري رقم (14) المتعلق بـ (تكلفة الاقتراض) بأنها الفوائد والنفقات الأخرى التي تتكبدها المؤسسة نتيجة اقتراض الأموال. ويُقصد بالنفقات الأخرى: مصروفات الفوائد المحتسبة باستخدام طريقة معدل الفائدة الفعلي كما هو موضح في معيار المحاسبة المصري رقم (47) والمسمى بـ (الأدوات المالية)، إضافة إلى فروقات الصرف الناشئة عن الاقتراض بالعملات الأجنبية.

وفي سياق التعريفات المحاسبية والقانونية، تتألف حقوق الملكية من رأس مال الأسهم، ورأس المال الإضافي، والأرباح المستبقة، والاحتياطيات. أما المديونية (الاقتراض) فتشمل الاقتراض طويل الأجل، وإصدار السندات، فضلاً عن إصدار الأسهم الممتازة، حيث تُعد الأسهم الممتازة أداة مالية وسيطة بين الأسهم العادية والسندات (الشثري وآخرون، 2024).

رابعاً: العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال:

من أهم العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال ما يلي:

1/4- نسبة القيمة الدفترية إلى السوقية لحقوق الملكية:

أظهرت دراسات (Botosan and Plumlee, 2005; Gode and Mohanram, 2003) وجود ارتباط طردي بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية وتكلفة رأس المال. فكلما ارتفعت هذه النسبة، أشار ذلك إلى تراجع في معدلات النمو، وزيادة في المخاطر المتوقعة، مما يؤدي بالتبعية إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال.

2/4- الرفع المالي:

أظهرت دراسة أجراها كل من (Husted and Allen, 2007; Van Binsbergen et al., 2010) وجود ارتباط طردي بين الرافعة المالية وتكلفة رأس المال. فالارتفاع في مستوى الرافعة المالية يصاحبه زيادة في الالتزامات، مما يؤدي إلى انخفاض القدرة على الوفاء بالديون، وبالتالي ارتفاع في تكلفة رأس المال.

3/4- ربحية الشركة:

تشير دراسة كل من (Botosan and Plumlee, 2005; Gode and Mohanram, 2003) إلى أن ربحية الشركة تعد من العناصر المؤثرة في تكلفة رأس المال. فكلما ارتفع معدل العائد على الأصول، باعتباره مؤشراً للربحية، دل ذلك على تحسن الوضع المالي للشركة وتعزيز مركزها الائتماني، مما يؤدي إلى تقليص المخاطر المستقبلية. ونتيجة لذلك، تنخفض تكلفة رأس المال.

4/4- حجم مكتب المراجعة:

أكدت بعض الدراسات، مثل (Fernando et al., 2010; Chen et al., 2011)، أن حجم مكتب المراجعة يعد من العوامل الجوهرية ذات الأثر على تكلفة رأس المال. فعندما تخضع المؤسسات لمراجعة من قبل مكاتب مراجعة ضخمة ومنتمية إلى الشركات الأربع الكبرى (BIG4)، يزداد

اطمئنان أصحاب المصلحة إلى صحة البيانات المالية الخاصة بالشركة. وهذا بدوره يعزز سمعتها في نظر المستثمرين والدائنين، مما يفضي إلى انخفاض في تكلفة رأس المال.

5- حجم الشركة:

أظهرت نتائج بعض الأبحاث، مثل دراسات (Husted and Allen, 2007; Bowen et al., 2008)، وجود ارتباط عكسي بين حجم الشركة وتكلفة رأس المال. حيث تمتلك الشركات ذات الحجم الكبير الإمكانات اللازمة للإفصاح بصورة وافية، مما يساعد في تقليل الفجوة المعلوماتية بين الإدارة والمستثمرين، وتعزيز سمعتها لدى الجهات الممولة وحاملي الأسهم. هذا الأمر قد يساهم في خفض تكلفة رأس المال بشكل ملحوظ.

6- سياسة هيكل رأس المال:

أوضحت دراسة كل من (Brealey et al., 2014) أن استراتيجية هيكل رأس المال تعد من العناصر ذات الأثر الجوهرية على تكلفة رأس المال. تسعى المؤسسات للوصول إلى تركيبة مثلى للمكونات التي تشكل رأس المال، حيث تتبنى عادة سياسة محددة فيما يخص تكلفة رأس المال ونسبة كل عنصر فيه. فقد تختار الشركة الاعتماد حصرياً على الاقتراض والأسهم العادية لتمويل مشاريعها الاستثمارية، كما قد تحدد نسبة مستهدفة لكل مكون ضمن تشكيلة هيكل رأس المال الذي قررت الاستناد إليه في تمويل استثماراتها. ونظراً لتباين تكلفة كل عنصر تبعاً لاختلاف مستوى المخاطرة التي يواجهها عائد ذلك العنصر، فمن المتوقع أن تتفاوت تكلفة رأس المال وفقاً لقرار الشركة الذي يحدد نسبة كل مكون في هيكل رأس المال.

خامساً: مفهوم الإفصاح الاختياري:

أشارت دراسة كل من (Barako et al., 2006) أنه يُقصد بالإفصاح الاختياري توسيع نطاق الكشف عن البيانات المالية وغير المالية بصورة تتجاوز ما تتطلبه المعايير المحاسبية، مما يساهم في تحسين عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية لأصحاب المصالح. وتضيف دراسة كل من (Enach and Parbonetti, 2013) أنه يشمل الكشف عن معلومات لا تفرضها المعايير المحاسبية، مثل التوقعات المالية المستقبلية (كحجم الإنتاج، وحجم المبيعات، والأرباح، والتدفقات النقدية)، والمعلومات غير

المالية، كالبيانات الأساسية عن المؤسسة مثل عدد الموظفين ومستوى الرعاية الصحية والاجتماعية المقدمة لهم، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالموردين والبيانات الخاصة بالأداء البيئي والاجتماعي للشركة.

كما يوفر الإفصاح الاختياري بيانات مالية وغير مالية لإرسال مؤشرات موثوقة للمستثمرين عن القيمة الحالية والمستقبلية للشركة، مما قد يساهم في تقليل مشاكل الوكالة بين مديري الشركة والمستثمرين (Bocmaru, 2015)، علاوة على ذلك، يساهم الإفصاح الاختياري في خفض تكلفة رأس المال من خلال رفع درجة الشفافية في التقارير المالية وتقليل حالة عدم اليقين لدى المستثمرين بشأن مستقبل الشركة (Hassan et al., 2011). كما يعمل الإفصاح الاختياري على تلبية حاجة المستثمرين للمعلومات وتقليل أخطاء المتابعين للشركات (Campbell et al., 2018)، بالإضافة إلى ذلك، فإن الإفصاح الاختياري عن رأس المال الفكري للشركة يحقق لها العديد من الفوائد التي قد تشمل انخفاض تكلفة رأس المال، وارتفاع القيمة السوقية للشركة (Vanini and Rieg, 2019).

وفي ضوء ما سبق تخلص الباحثة إلى أن الإفصاح الاختياري هو قيام الشركة بالكشف عن معلومات مالية وغير مالية تتجاوز متطلبات الإفصاح الإلزامية، بهدف تعزيز الشفافية وتلبية احتياجات أصحاب المصالح. يشمل ذلك معلومات عن التوقعات المالية المستقبلية، الأداء البيئي والاجتماعي، ورأس المال الفكري للشركة بهدف تحسين عملية اتخاذ القرارات الاقتصادية، تقليل تباين المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين، وتعزيز كفاءة الأسواق المالية. ينبغي أن يتم في الوقت المناسب وبشكل لا يضر بالوضع التنافسي للشركة، مما قد يؤدي إلى خفض تكلفة رأس المال وزيادة القيمة السوقية للشركة.

سادساً: مميزات الإفصاح الاختياري:

تتجلى مميزات الإفصاح الاختياري التي يجنيها كل من أصحاب المصلحة والمؤسسة على النحو التالي (الخيال، 2009؛ Consoni, et.al 2017؛ Shehata, 2014؛ Kiattikulwattana, 2014):

- 1- خفض تكلفة رأس المال، إذ أن التوسع في الإفصاح عموماً في التقرير المالي يؤدي إلى توفير معلومات وافية لأصحاب المصلحة لاتخاذ القرارات الاستثمارية.
- 2- تقليص ظاهرة عدم تناظر المعلومات بين الإدارة وفئات أصحاب المصلحة.

- 3- تعزيز المستوى المعرفي لأصحاب المصلحة وتحسين تخصيص الموارد الاقتصادية، خصوصاً بعد تزايد أهمية الإفصاح الاختياري كأحد عناصر استقطاب المستثمرين.
- 4- تقليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أن التوسع في تقديم معلومات تحليلية راهنة ومستقبلية في التقرير المالي يسهم في تعزيز الانطباع الذهني لدى أصحاب المصلحة عن المؤسسة، مما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية لأسعار الأسهم.

سابعاً : التأثيرات الإمبريقية للإفصاح الاختياري:

من أهم المتغيرات الناتجة عن قيام الشركات بممارسة الإفصاح الاختياري ما يلي:

1- قيمة الشركة

طبقاً لما أوضحته دراسته كل من (Kurniasari and Warastuti, 2015; Ardillah, 2018) تُعبر قيمة الشركة عن التقدير الشامل لقيمتها الاقتصادية، وتعكس توقعات المستثمرين لنجاحها المستقبلي وقدرتها على تحقيق عوائد مربحة. ومن الناحية الإمبريقية توصلت نتائج دراسة (شبل، 2018) إلى وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الإختياري وقيمة الشركة.

2- عدم تماثل المعلومات

يشير عدم تماثل المعلومات إلى التفاوت في الحصول على المعلومات بين المستثمرين، أن يؤثر بشكل عكسي على أداء سوق الأوراق المالية. هذه الظاهرة تحدث عندما يتمتع بعض المستثمرين بمعلومات خاصة تزيد من فهمهم للقيمة الحقيقية للشركة، بينما يفتقر آخرون إلى نفس المستوى من المعرفة. وتكون هذه الحالة مائلة للحدوث عندما تسعى إدارة الشركة لإخفاء معلومات مهمة عن المستثمرين أو تنشر معلومات مضللة قبل الإعلان الرسمي بهدف تحقيق مكاسب غير مشروعة (محمد، 2017، سمعان، 2017) إلى وجود علاقة سالبة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، والذي يعني أنه كلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري أدى إلى الحد أو التقليل من عدم تماثل المعلومات.

3- إدارة الأرباح

أشارت دراسة (Mc Vay، 2006) إلى إدارة الأرباح بأنها أساليب استراتيجية يُمكن أن تُستخدم من قبل إدارة المؤسسات بغرض إخفاء أدائها الاقتصادي الفعلي. كما أشارت دراسة كل من (Dechow and Skinner, 2000) إلى أن ممارسات إدارة الأرباح تتضمن الخداع لمستخدمي المعلومات المالية عن طريق عدم الكشف عن الوضع المالي الحقيقي للشركة. ومن الناحية الإمبريقية توصلت نتائج دراسة (الباز، 2017) إلى وجود تأثير سلبي لمستوى الإفصاح الاختياري وإدارة الأرباح.

ثامناً: مفهوم عدم تماثل المعلومات

عرف (عياد، 2010) عدم تماثل المعلومات بأن: هو حالة تنشأ عندما يمتلك بعض المشاركين في السوق معلومات خاصة تتجاوز المعرفة العامة المتوفرة للآخرين. هذا التباين في الوصول إلى المعلومات يمنح أصحاب المعرفة الخاصة ميزة معلوماتية، تمكنهم من تفادي الخسائر المحتملة أو تحقيق أرباح استثنائية تتجاوز العوائد الاعتيادية التي يحصل عليها باقي المتعاملين في السوق. ويؤدي هذا الوضع إلى خلق فرص غير متكافئة بين المستثمرين، مما قد يؤثر على كفاءة السوق وعدالة التداول.

أيضاً عرف (Ravi and Hong, 2014) عدم تماثل المعلومات بأنه : عبارة عن حجب إدارة الشركة أو بعض المستثمرين المعلومات الداخلية عن مستثمرين آخرين والأطراف المعنية الأخرى.

كما عرف (أحمد وعمر، 2023) عدم تماثل المعلومات بأنه: حيازة الإدارة أو الأطراف الداخلية لمعلومات حول الأداء الاقتصادي الحالي والمستقبلي للشركة أكثر شمولاً مقارنةً بحيازة الأطراف الخارجية مثل المستثمرين والدائنين والمحليين وغيرهم من المتعاملين في السوق. يُعبر هذا عن مفهوم عدم تماثل المعلومات، حيث تمتلك الإدارة معلومات أعمق وأدق تتيح لها اتخاذ قرارات استراتيجية، بينما تقتقر الأطراف الخارجية إلى هذه البيانات الكاملة، مما يؤثر على تقييمهم للأداء المالي للشركة.

وفي ضوء ما سبق من مفاهيم وتعريف لعدم تماثل المعلومات تستخلص الباحثة مفهوماً يمثل قواسم مشتركة له، حيث يعتبر عدم تماثل المعلومات ظاهرة تتجلى في شكلين رئيسيين، الأول هو احتفاظ الأطراف الداخلية بمعلومات لا تصل للأطراف الخارجية، والثاني هو احتفاظ بعض الأطراف

الخارجية بمعلومات غير متاحة لزملائهم. يؤدي ذلك إلى تحقيق مكاسب معلوماتية على حساب الآخرين، مثل الشراء قبل الإعلان عن معلومات إيجابية لارتفاع أسعار الأسهم أو البيع قبل الكشف عن معلومات سلبية. يعتمد عدم التماثل أيضاً على توقيت المعلومات، حيث يسعى البعض للحصول عليها مسبقاً، وقد تعتمد بعض الإدارات إخفاء معلومات تضر بموقعها التنافسي. انفصال الملكية عن الإدارة يعد من العوامل التي تعزز حيازة المعلومات من قبل الأطراف الداخلية، مما يقلل من رقابة الأطراف الخارجية.

الآثار المترتبة على عدم تماثل المعلومات

إن وجود عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية، سواء بين إدارة الشركة والمستثمرين أو بين المستثمرين أنفسهم، ينتج عنه آثار سلبية متعددة تؤثر على كل من السوق والشركة، ويمكن توضيح هذه الآثار في الاتجاهات التالية (أحمد وعمر، 2023):

■ الاتجاه الأول: يشير إلى أن عدم تماثل المعلومات بأشكالها المختلفة قد يؤدي إلى تحقيق عوائد غير عادية لبعض الأطراف على حساب الآخرين، حيث تمتلك تلك الأطراف معلومات مسبقة عن أداء الشركة، مما ينعكس سلباً على المتعاملين في السوق والشركات المصدرة للأوراق المالية والاقتصاد الوطني بشكل عام. في المقابل.

■ الاتجاه الثاني: يفيد بأن إمكانية السوق في التعرف على المعلومات الخاصة واستيعابها تجعل من الصعب على المتعاملين ذوي المعلومات تحقيق عوائد غير عادلة على حساب أولئك الذين لا يملكونها، مما يعني عدم وجود آثار سلبية على المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

ويُعتبر الاتجاه الأول أكثر منطقية نظراً لوجود عدد كبير من الأطراف، خصوصاً الداخلية منها، التي تمتلك الحوافز والخبرة في مجالات عملها، مما يمكنها من الحصول على معلومات بشكل غير عادل، إما عن طريق استغلال تلك المعلومات قبل الإفصاح عنها للجمهور، أو من خلال حجبها عن الأطراف الأخرى.

وأشارت دراسة (السيد، 2005) إلى أن المديرين دائماً يسعون لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب الآخرين في ظل تفشي حالة عدم تماثل المعلومات، مما يؤدي إلى مشكلتين رئيسيتين، هما كما يلي:

■ المشكلة الأولى: مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard):

حيث يصبح من الصعب على الأطراف الخارجية مراقبة أداء الإدارة بشكل مباشر، مما يمنح الإدارة فرصة لتحقيق أهدافها الشخصية، وهذا يترك تأثيراً سلبياً على باقي المستثمرين والمتعاملين وعلى السوق ككل.

■ المشكلة الثانية: مشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection):

حيث تمتلك الأطراف الداخلية معلومات حول الأداء الحقيقي والمستقبلي للشركة، بينما تفتقر الأطراف الخارجية لهذه المعلومات، مما يجعل اختيارات الأطراف غير المجهزة بالمعلومات غير مناسبة (عكسية).

القسم الثاني : الدراسات السابقة وتطوير فرضيات الدراسة

يتم استعراض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين متغيرات الدراسة ، وذلك من خلال تقسيمها إلى ثلاث مجموعات من الدراسات السابقة ، تتمثل المجموعة الأولى في الدراسات في الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال ، في حين تتمثل المجموعة الثانية في الدراسات التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات ، بينما تتمثل المجموعة الثالثة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال .

3/1 الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال .

قامت العديد من الدراسات باختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال إلا أن سمة التعارض هي الغالبة على النتائج التي توصلت لها تلك الدراسات بين الاتجاهات الثلاثة الأتية :

أولاً: وجود علاقة سالبة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

هدفت دراسة (Hail, 2002) إلى فحص تأثير جودة الإفصاح على تكلفة حقوق الملكية ، اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 73 شركة خلال الفترة 1997، وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط سالب بين جودة الإفصاح وتكلفة حقوق الملكية في الشركات السويسرية . بينما هدفت دراسة (Rikanovic, 2005) إلى فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال ، اعتمدت

الدراسة على عينة مكونة من 200 شركة خلال الفترة 2002، توصلت الدراسة إلى أن زيادة الإفصاح تقلل من تكلفة رأس المال في الشركات الألمانية. أيضاً هدفت دراسة (النعيمة، 2019) إلى فحص العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في عمان ، حيث إعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 65 شركة خلال الفترة 2010 إلى 2014 م ، أظهرت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الإفصاح الاختياري و تكلفة رأس المال .

ثانياً : وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

هدفت دراسة (Liu and de Villiers, 2011) إلى فحص العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة رأس المال السهمي ، إعتمدت الدراسة استناداً إلى مسح KPMG الدولي لعام 2008 لتقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة رأس المال السهمي على أساس نموذج (Botosan and Plumlee, 2005) باستخدام عينة من 59 شركة مصنفة ضمن أفضل 100 شركة أسترالية وبريطانية ، وجدنا أن الشركات التي تقوم بالإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وفقاً لإرشادات مبادرة إعداد التقارير العالمية ترتبط بزيادة تكلفة رأس المال السهمي. حيث يمكن أن تعزي هذه النتيجة إلى سببين الأول: الشركات التي تقدم إفصاحاً إختياريّاً عن المسؤولية الاجتماعية للشركات تقدم معلومات تسمح لبعض المتداولين بإصدار أحكام حول أداء الشركة تفوق أحكام المتداولين الآخرين. نتيجة لذلك، قد يكون هناك المزيد من عدم تماثل المعلومات بين المتداولين، الثاني: يرى المساهمون أن إنتاج المعلومات وتكاليف الملكية المرتبطة بالإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات تفوق الفوائد المحتملة .يشير كلا التفسيرين إلى أن المستثمرين سيفرضون تكلفة أعلى للأسهم على الشركات التي تقدم إفصاحاً إختياريّاً عن المسؤولية الاجتماعية للشركات. كما هدفت دراسة (Kim and Lee, 2021) إلى دراسة أثر الإفصاح الاختياري على تكلفة حقوق الملكية في الشركات المدرجة بالبورصة الكورية ، اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من جميع الشركات المدرجة بمؤشر KOSPI والشركات المدرجة في بورصة KOSDAQ خلال الفترة 2013 إلى 2018، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية. فكلما قامت الشركات بتقديم إفصاحات توضيحية تزيد من تكلفة حقوق الملكية مقارنة بالشركات التي لم تقم بالإفصاح الاختياري . حيث أن السوق يتفاعل بشكل

سلبية مع الشركات التي تقوم بالإفصاح الاختياري وهذا يتناقض مع أهدافه ، لذلك أوصلت الدراسة الحالية بضرورة إصلاح نظام الإفصاح مثل تصميم نظم للحوافز المرغوب فيها من أجل تحسين بيئة المعلومات المحيطة بالشركات .

ثالثاً : عدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

هدفت دراسة (Dadashi et al., 2013) إلى فحص العلاقة بين معلومات الإفصاح الاختياري وتكلفة الديون ، إتمدت الدراسة إلى عينة مكونة من 52 شركة خلال الفترة 2001 إلى 2010 ، توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين كمية المعلومات التي تم الإفصاح عنها اختياريًا وتكلفة الديون في بورصة طهران.

بينما هدفت دراسة (Eugtor, 2020) إلى فحص العلاقة بين جودة الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية، إتمدت الدراسة على عينة مكونة من 1039 ملاحظة لسنة ثابتة خلال الفترة 1999 إلى 2008، توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين جودة الإفصاح الاختياري و تكلفة حقوق الملكية في البورصة السويسرية .

أيضاً هدفت دراسة (Mahajan and Singh, 2024) إلى اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في البنوك الهندية ، اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 32 بنكاً تجارياً هندياً خلال الفترة 2013 إلى 2018 م ، وتم حساب درجة الإفصاح من خلال مؤشر يتكون من 121 عنصراً من المعلومات الاختيارية المنشورة في التقارير السنوية للشركات الهندية، واعتمدت الدراسة على نماذج الانحدار في اختبار فروض الدراسة ، توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في البنوك التجارية الهندية .

من خلال الإستعراض السابق تنين أن هناك تضارب في نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال ، لذلك يمكن للباحثين صياغة الفرضية الرئيسية للدراسة في صورة فرض العدم وذلك على النحو التالي :

H_{01} : "لا توجد علاقة مباشرة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال".

3/2 الدراسات التي تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات

هدفت دراسة (Chang et al., 2008) إلى فحص أثر جودة الإفصاح عبر علاقات المستثمرين على عدم تماثل المعلومات في السوق الإسترالي، إعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 290 شركة خلال الفترة 2005، توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بجودة إفصاح أعلى من خلال علاقات المستثمرين تتمتع بمتابعة محللين أعلى، وعدد أكبر من المساهمين المؤسسين، وتداول أكثر نشاطاً وأكبر من حيث القيمة السوقية، كما توصلت الدراسة إلى أنه مع زيادة جودة الإفصاح ينخفض مستوى عدم تماثل المعلومات.

كما هدفت دراسة (Hamrouni and Solonandrasana, 2013) إلى فحص العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، اعتمدت هذه الدراسة عينة من 159 شركة فرنسية خلال الفترة 2004 إلى 2009، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات.

بينما هدفت دراسة (الطحان، 2018) إلى فحص العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية وعدم تماثل المعلومات، اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 30 شركة خلال الفترة 2013 إلى 2015 م، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات.

وفي ضوء ماسبق يمكن صياغة الفرض الرئيسي الثاني كما يلي:

H_{02} : "لا توجد علاقة مباشرة بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات".

3/3 الدراسات التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال

هدفت دراسة (He et al., 2013) إلى فحص العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال السهمي في الشركات، اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من 7838 مشاهدة لمتوسط حجم العينة 980 شركة خلال الفترة 2001 إلى 2008 م، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات ومعدل العائد المطلوب من قبل المستثمر. كما هدفت دراسة Kazemi and Rahmani (2013) هدفت هذه الدراسة إلى فحص العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، اعتمدت

الدراسة على عينة مكونة من 109 شركة خلال الفترة 2005 إلى 2010 م، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة وهامة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. بالإضافة إلى ذلك ، تشير نتائج البحث الحالي إلى أنه عندما تكون أسواق رأس المال تنافسية، لا توجد علاقة كبيرة بين عدم التماثل المعلوماتي وتكلفة رأس المال. ولكن عندما تكون الأسواق تنافسية جزئياً، توجد علاقة مهمة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. بينما هدفت دراسة (Derrien et al., 2016) إلى فحص العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة الديون، اعتمدت الدراسة على عينة من 824 مشاهدة خلال الفترة من 1994 إلى 2008 م، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة الديون.

وفي ضوء ماسبق يمكن صياغة الفرض الرئيسي الثالث كما يلي:

H_{03} : "لا توجد علاقة مباشرة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال".

الفروض الرئيسية الثلاثة تختبر العلاقة المباشرة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال وكذلك العلاقات بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات ، وبين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال. لذلك يمكن اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال بالفرض الرئيسي التالي:

H_0 : "لا يوجد دور وسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح

الاختياري وتكلفة رأس المال"

التعليق على الدراسات السابقة واشتقاق الفروض:

في ضوء ما تم استعراضه من الدراسات السابقة التي توافرت للباحثة وللعلاقات وللمتغيرات موضوع الدراسة يمكن استخلاص الآتي:

1/2- أن هذه الدراسات تمت في بيئات مختلفة مثل: (الولايات المتحدة الأمريكية، المملكة المتحدة الأمريكية، سويسرا، الهند، دول الاتحاد الأوروبي، الصين، ألمانيا، مصر، فرنسا، إيران، جنوب أفريقيا، عمان) وأزمنة مختلفة.

2/2- أوضحت هذه الدراسات عدم وجود اتفاق في أغلب نتائجها للعلاقة المباشرة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

3/2- أظهرت هذه الدراسات وجود علاقة معنوية بين الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات وبين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال.

4/2- أوضحت هذه الدراسات وجود تفاوت في عدد مفردات العينة المستخدمة من دراسة إلى أخرى سواء كانت أحجامها بالمشاهدات أو بالشركات، كما يوجد أيضاً تفاوت في فترات التطبيق من دراسة إلى أخرى.

5/2- تعد هذه الدراسة امتداداً وتطويراً لجميع الدراسات التي بحثت الأثر المباشر بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، كما أنه لا توجد دراسات سابقة – في حدود علم الباحثة – وفي حدود الدراسات التي استطاعت الوصول إليها – اهتمت بدراسة الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، كما أن هذا الموضوع يعتبر من الموضوعات التي لم تنل الاهتمام الواسع من قبل الباحثين في بيئة الأعمال المصرية فضلاً عن كونها ستقوم باختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة الأساسية محل الدراسة في نماذج انحدار الدراسة الحالية، وهذا نوع من الأساليب الإحصائية التي تساهم في توفير نتائج إحصائية تعمل على دعم الهدف الرئيسي للدراسة من اكتشاف التأثيرات المباشرة وغير المباشرة في العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال ، وبالتالي تعد هذه الدراسة – في حدود علم الباحث – هي الأولى التي تتناول هذا الموضوع في مصر، لذا سوف تكون هذه الدراسة مكملة للدراسات السابقة في محاولة لسد الفجوة البحثية والعمل على تخفيضها وتفسير هل هناك علاقة مباشرة أم غير مباشرة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

القسم الثالث: الدراسة الإمبريقية

يهتم نموذج الدراسة ببيان كيفية اختبار العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين مستوى الإفصاح الاختياري و تكلفة رأس المال من خلال توسيط عدم تماثل المعلومات ، وذلك من خلال الإستناد إلى الدراسات السابقة وفي ضوء تساؤلات مشكلة الدراسة ، سوف يتم الاعتماد على أسلوب تحليل

المسار Path Analysis ، لذا يمكن صياغة النموذج الإحصائي للدراسة من خلال معادلات الانحدار التالية :

النموذج الأول: ويتولى إختبار الأثر المباشر لمستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال مع وجود المتغيرات الضابطة.

$$WACC_{it} = \beta_1 + C DDISC_{it} + d_k Control_{kit} + \varepsilon_{WACC} \dots\dots\dots (1)$$

النموذج الثاني و الثالث: ويتولى النموذجان الأثر غير المباشر لمستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال مع وجود المتغيرات الضابطة

بالنسبة للنموذج الثاني: ويتولى اختبار أثر مستوى الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات مع وجود المتغيرات الضابطة.

$$INFAS_{it} = \beta_2 + a DDISC_{it} + d_k Control_{kit} + \varepsilon_{INFAS} \dots\dots\dots (2)$$

بالنسبة للنموذج الثالث: ويتولى اختبار أثر عدم تماثل المعلومات على تكلفة رأس المال مع وجود مستوى الإفصاح الاختياري والمتغيرات الضابطة.

$$WACC_{it} = \beta_3 + b INFAS_{it} + C' DDISC_{it} + d_k Control_{kit} + \varepsilon_{WACC} \dots\dots\dots (3)$$

حيث أن:

$WACC_{it}$: تشير إلى تكلفة رأس المال الشركة i في نهاية الفترة t.

$DDISC_{it}$: تشير إلى مستوى الإفصاح الاختياري للشركة i في نهاية الفترة t.

$INFAS_{it}$: تشير إلى عدم تماثل المعلومات للشركة i في نهاية الفترة t.

$Control_{kit}$: تشير إلى المتغيرات الضابطة للشركة i في نهاية الفترة t، حيث $(K=1, 2, 3)$ تشير إلى حجم الشركة SIZE، الرافعة المالية LEV، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTB في نماذج الانحدار.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$: تشير إلى الجزء الثابت في نماذج الانحدار.

C : تشير إلى معامل نموذج الانحدار لمستوى الإفصاح الاختياري، التي تعكس المسار المباشر بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، التي تحدد اتجاه العلاقة بينه وبين تكلفة رأس المال وتقيس مايفسره من التغيرات فيه (تكلفة رأس المال).

a : تشير إلى معامل نموذج الانحدار لمستوى الإفصاح الاختياري، التي تعكس المسار المباشر بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات، التي تحدد اتجاه العلاقة بينه وبين عدم تماثل المعلومات وتقيس مايفسره من التغيرات فيه (عدم تماثل المعلومات).

b : تشير إلى معامل انحدار عدم تماثل المعلومات، الذي يعكس المسار المباشر لعدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال، والذي يحدد اتجاه العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال ويقيس ما يفسره من التغيرات فيه (تكلفة رأس المال).

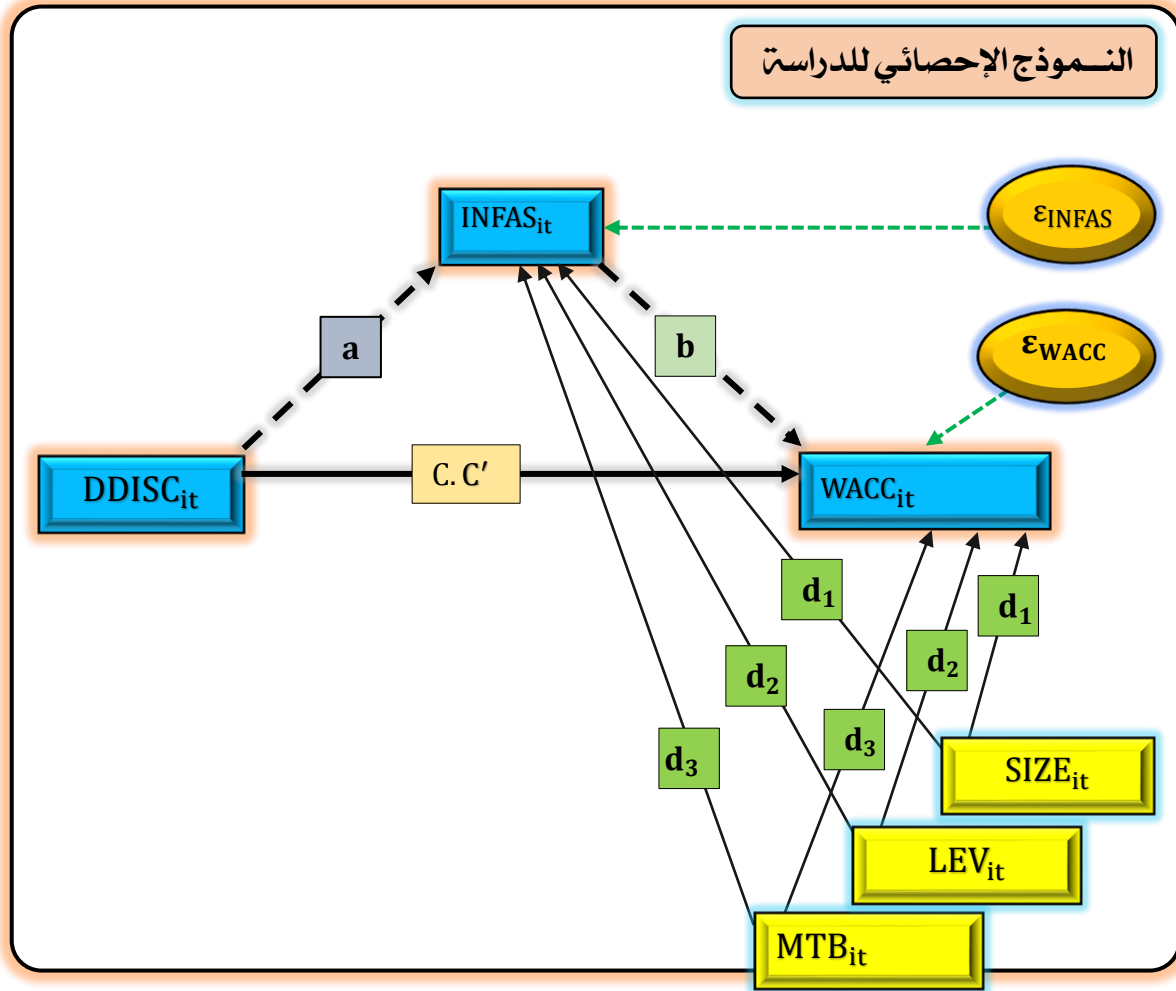
C' : تشير إلى معامل نموذج الانحدار لمستوى الإفصاح الاختياري، التي تعكس المسار المباشر بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في حالة وجود عدم تماثل المعلومات بالنموذج.

d_k : تشير إلى معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة بنماذج الانحدار التي تحدد اتجاه العلاقة بين كل متغير ضابط والمتغير التابع سواء كان تكلفة رأس المال أو عدم تماثل المعلومات، وتقيس ما يفسره كل متغير ضابط من التغيرات في المتغير التابع، حيث (K= 1, 2, 3) تشير إلى حجم الشركة SIZE، الرافعة المالية LEV، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTB، في نماذج الانحدار على الترتيب.

ε_{WACC} : تشير إلى قيمة الخطأ العشوائي أو القيمة غير المفسرة من تقدير تكلفة رأس المال.

ε_{INFAS} : تشير إلى قيمة الخطأ العشوائي أو القيمة غير المفسرة من تقدير عدم تماثل المعلومات.

يمكن توضيح النموذج الإحصائي لإختبار فروض الدراسة في الشكل رقم (1) كما يلي:



شكل رقم (1):

النموذج الإحصائي لإختبار فروض الدراسة.

المصدر: الباحثة بالإستناد إلى (أبو العز، 2022؛ فودة، 2025).

ثانياً: متغيرات الدراسة والتعريف الإجرائي لها:

فيما يلي وصفاً لمتغيرات الدراسة، والتعريف الإجرائي *Operational Definition* لها:

جدول رقم (4):

التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات		
الإسم والنوع	الرمز	التعريف الإجرائي
المتغير التابع (تكلفة رأس المال)	VACC _{it}	تم قياسها بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وفقاً لدراسة (Brealey et al., 2011).
المتغير المستقل (مستوى الإفصاح الاختياري)	DDISC _{it}	تم قياسه بعدد البنود الاختيارية التي أفصحت عنها الشركة إلى إجمالي عدد البنود التي يمكن الإفصاح عنها، والتي بلغت 84 بند بالاعتماد على مؤشر (عفيفي، 2008) المعدل بواسطة (الإسداوي، 2019).
المتغير الوسيط (عدم تماثل المعلومات)	INFAS _{it}	تم قياسه بمدى السعر النسبي الذي يمثل الفرق بين أعلى طلب وأدنى عرض لأسعار شراء الأسهم خلال العام منسوباً لسعر الفتح للسهم في بداية العام كما في دراسة (الطحان، 2018).
المتغير الضابط الأول (حجم الشركة)	SIZE _{it}	تم قياسه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.
المتغير الضابط الثاني (الرافعة المالية)	LEV _{it}	تم قياسها بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول للشركة في نهاية العام.
المتغير الضابط الثالث (القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية)	MTV _{it}	تم قياسها بنسبة القيمة السوقية للشركة على القيمة الدفترية لها.

ثالثاً: مجتمع وعينة وفترة وحدود الدراسة:

مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة الحالي جميع الشركات المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية، باستثناء البنوك والشركات المالية غير المصرفية مثل صناديق الاستثمار، البنوك وشركات التأمين نظراً لطبيعتها وقوانينها الخاصة التي تستدعي دراسة مستقلة في بحوث مستقبلية. هذا الاستثناء يهدف إلى تقليل عدم تجانس الشركات داخل المجتمع محل الدراسة.

في حين قامت الباحثة بالاعتماد على عينة ميسرة من الشركات المساهمة غير المالية التي تتوفر عنها بيانات كاملة خلال فترة الدراسة، بما يسمح بإجراء الاختبارات الإحصائية المطلوبة. والتي تضمنت 50 شركة، مما أتاح 250 مشاهدة صالحة للتحليل الإحصائي خلال الفترة الخاضعة للدراسة.

القسم الرابع : اختبار فروض الدراسة وتحليل ومناقشة النتائج

أولاً: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ومدى اعتدالية بياناتها:

1/1- الإحصاءات الوصفية (لمتغيرات الدراسة):

يوضح الجدول رقم (6) بعض مقاييس النزعة المركزية Measure of Central Tendency كالوسط الحسابي Mean، وبعض مقاييس التشتت Measures of Dispersion كالانحراف المعياري Standard Deviation والحد الأدنى Minimum والحد الأعلى Maximum لكافة المتغيرات بالدراسة¹ والمدرجة في نماذج المعادلات الهيكلية، وهي: تكلفة رأس المال (المتغير التابع)، مستوى الإفصاح الاختياري (المتغير المستقل)، عدم تماثل المعلومات (المتغير الوسيط)، والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة، الرافعة المالية، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية)، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات الدراسة محل البحث.

جدول رقم (6):

الإحصاءات الوصفية لكافة متغيرات بالدراسة

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأعلى	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري
المتغير التابع				
تكلفة رأس المال $WACC_{it}$	-3.495	2.726	0.13669	0.36541
المتغير المستقل				
مستوى الإفصاح الاختياري $DDISC_{it}$	23.810	76.190	50.34762	10.906116
المتغير الوسيط				
عدم تماثل المعلومات $INFAS_{it}$	.015	13.172	0.98711	1.191884
المتغيرات الضابطة				
حجم الشركة $SIZE_{it}$	18.448	27.501	22.071	1.9076909
الرافعة المالية LEV_{it}	0.000123	1.208960	0.30935	0.29708
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTV_{it}	-2.813	7.3442	1.11723	1.20496
حجم العينة (n)	250 مفردة			

(¹) وذلك بعد التخلص من القيم الشاذة (Outliers)، من خلال تطبيق أسلوب Winsorizing، حيث أن هذا الأسلوب يقوم بتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة للبيانات الأصلية بدلاً من حذفها، وهذا يساهم في الحفاظ على حجم العينة مع تقليل تأثير القيم الشاذة على دقة النتائج (Ghosh and Vogt, 2012).

بإلقاء النظر على الإحصاءات الوصفية المتعلقة بالمتغيرات المدرجة في الجدول السابق، يمكن استخلاص عدة ملاحظات تفسيرية حول طبيعة البيانات والعلاقات المحتملة بين المتغيرات:

■ المتغير التابع: تكلفة رأس المال (WACC):

● **الحد الأدنى (-3.495) والحد الأعلى (2.726):** تشير هذه القيم إلى وجود تباين كبير

في تكلفة رأس المال بين شركات العينة، حيث تتراوح من قيم سلبية إلى قيم مرتفعة نسبياً. القيم السلبية قد تعكس حالات خاصة في هيكل التمويل أو ظروف السوق.

● **الوسط الحسابي (0.13669):** يشير إلى أن متوسط تكلفة رأس المال لشركات العينة منخفض نسبياً، مما قد يعكس بيئة تمويلية مواتية أو كفاءة في إدارة التكاليف.

● **الانحراف المعياري (0.36541):** يعكس هذا الانحراف الكبير وجود تفاوت كبير في تكلفة رأس المال بين الشركات، مما قد يكون نتيجة لاختلافات في هيكل التمويل أو المخاطر المرتبطة بكل شركة.

■ المتغير المستقل: مستوى الإفصاح الاختياري (DDISC):

● **الحد الأدنى (23.810) والحد الأعلى (76.190):** يظهر هذا النطاق الواسع أن هناك تفاوتاً كبيراً في مستوى الإفصاح الاختياري بين الشركات، مما قد يعكس اختلافات في سياسات الإفصاح أو متطلبات السوق.

● **الوسط الحسابي (50.34762):** يشير إلى أن متوسط مستوى الإفصاح الاختياري لشركات العينة مرتفع نسبياً، مما قد يعكس توجهاً عاماً نحو زيادة الشفافية.

● **الانحراف المعياري (10.906116):** يعكس هذا الانحراف المعتدل وجود تباين معقول في مستوى الإفصاح بين الشركات، مما قد يكون نتيجة لاختلافات في حجم الشركات أو قطاعاتها.

■ المتغير الوسيط: عدم تماثل المعلومات (INFAS):

- **الحد الأدنى (0.015) والحد الأعلى (13.172):** يظهر هذا النطاق الواسع أن هناك تفاوتًا كبيرًا في مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركات، مما قد يعكس اختلافات في جودة المعلومات المتاحة للمستثمرين.

- **الوسط الحسابي (0.98711):** يشير إلى أن متوسط مستوى عدم تماثل المعلومات منخفض نسبيًا، مما قد يعكس بيئة معلوماتية جيدة في السوق.

- **الانحراف المعياري (1.191884):** يعكس هذا الانحراف المعتدل وجود تباين معقول في مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركات.

■ المتغيرات الضابطة:

- **حجم الشركة (SIZE):**

- ▬ **الحد الأدنى (18.448) والحد الأعلى (27.501):** يظهر هذا النطاق أن هناك تفاوتًا في أحجام الشركات، ولكن النطاق ليس واسعًا بشكل كبير، مما قد يعكس تقاربًا نسبيًا في أحجام الشركات.

- ▬ **الوسط الحسابي (22.071):** يشير إلى أن متوسط حجم الشركات كبير نسبيًا.

- ▬ **الانحراف المعياري (1.9046909):** يعكس هذا الانحراف المعتدل وجود تباين معقول في أحجام الشركات.

- **الرافعة المالية (LEV):**

- ▬ **الحد الأدنى (0.000123) والحد الأعلى (1.208960):** يظهر هذا النطاق الواسع أن هناك تفاوتًا كبيرًا في مستويات الرافعة المالية بين الشركات، مما قد يعكس اختلافات في سياسات التمويل.

- ▬ **الوسط الحسابي (0.30935):** يشير إلى أن متوسط الرافعة المالية لشركات العينة معتدل نسبيًا.

- ▬ **الانحراف المعياري (0.29708):** يعكس هذا الانحراف الكبير وجود تفاوت كبير في مستويات الرافعة المالية بين الشركات.

- القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTV):
- = الحد الأدنى (-2.813) والحد الأعلى (7.3442): يظهر هذا النطاق أن جميع القيم سلبية، مما قد يعكس أن القيمة السوقية لشركات العينة أقل من قيمتها الدفترية.
- = الوسط الحسابي (1.11723): يشير إلى أن متوسط القيمة السوقية لشركات العينة أقل من قيمتها الدفترية.
- = الانحراف المعياري (1.20496): يعكس هذا الانحراف الصغير وجود تقارب نسبي في قيم هذا المتغير بين الشركات.

2-1 اختبار الاعتدالية لمتغيرات الدراسة:

يوضح الجدول رقم (7) نتائج اثنين من إختبارات مدى إعتدالية البيانات لمتغيرات الدراسة (Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk)، لكي يتم معرفة ما نوع الإختبارات التي يتم الإعتماد عليها (الإختبارات المعلمية Parametric Test أم الإختبارات اللامعلمية Nonparametric Test) عند إجراء التحليلات الإحصائية لمتغيرات وفروض الدراسة، وذلك كما يلي:

جدول رقم (7):

نتائج إختبار مدى إعتدالية البيانات

Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		المتغيرات
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (Statistic)	مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (Statistic)	
المتغير التابع				
0.000	0.110	0.000	0.419	تكلفة رأس المال $WACC_{it}$
المتغيرات المستقلة				
0.163	0.992	0.200	0.049	مستوى الإفصاح الإختياري $DDISC_{it}$
المتغير الوسيط				
0.000	0.496	0.000	0.255	عدم تماثل المعلومات $INFAS_{it}$
المتغيرات الضابطة				
0.000	0.977	0.000	0.067	حجم الشركة $SIZE_{it}$
0.000	0.290	0.000	0.299	الرافعة المالية LEV_{it}
0.000	0.044	0.009	0.520	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTV_{it}
250 مفردة				حجم العينة (n)

بالإلقاء النظر على نتائج اختبارات مدى اعتدالية البيانات والمتضمنة في الجدول السابق، نلاحظ أن بيانات كافة المتغيرات لا تتوزع بشكل اعتدالي (طبيعي). حيث أن القيمة الاحتمالية (P-Value) لكافة المتغيرات في اختباري Kolmogorov-Smirnov, Shapiro-Wilk أقل من مستوى الدلالة المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05)، مما يعني أن $(P\text{-Value} = \text{Sig} < 0.05)$. وهذا يدل على رفض الفرض العدم (H_0) الذي يفترض وجود اعتدالية في البيانات، وقبول الفرض البديل (H_1) الذي يفترض عدم وجود اعتدالية. وبالتالي، فإن بيانات كافة المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

على الرغم من أن نتائج اختبار مدى اعتدالية البيانات توصلت إلى أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، إلا أن هناك وجهة نظر مختلفة في هذا الصدد. فقد أشار (Verbeek, 2017) إلى أنه وفقاً لنظرية النهاية المركزية الإحصائية أنه إذا كان حجم العينة أكبر من 50 مفردة فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي دون الحاجة إلى أي اختبارات تتعلق بمدى اعتدالية البيانات، وبناءً على ذلك فإن كافة متغيرات الدراسة الكمية تتبع التوزيع الطبيعي، وبالتالي يتم استخدام لها الاختبارات المعلمية Parametric Test عند إجراء التحليلات الإحصائية لمتغيرات وفروض الدراسة.

ثانياً: مصفوفة تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة:

تُعتبر مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson Correlation Matrix الأسلوب الثاني والأداة الرئيسية² للكشف عن مشكلة الأزواج الخطي Multicollinearity³ بين قيم المتغيرات التفسيرية. وتُظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة محل الدراسة، كما هو مبين في الجدول رقم (8)، أن الأزواج الخطي لا يشكل عائقاً في الدراسة الحالية. ويرجع ذلك إلى أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة تقل عن (0.80) (Gujarati, 2003)، حيث بلغ أقصى معامل ارتباط (- 0.749) وذلك بين متغيري الرافعة المالية LEV_{it} والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية.

(2) هناك اختبار آخر (معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor – VIF) للحكم على ما إذا كانت درجة الأزواج الخطي Multicollinearity فيما بين المتغيرات التفسيرية خطيرة أم لا سيتعرض له الباحث بالتفصيل عند استعراض نتائج تحليل الإنحدار بالدراسة الحالية.

(3) يُستعمل مصطلح الأزواج الخطي Multicollinearity للدلالة على وجود ارتباط خطي أو شبه خطي بين المتغيرات التفسيرية بنماذج الدراسة. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن مستوى الأزواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية يُعتبر مقبولاً وغير مُقلق إذا لم يتجاوز معامل الارتباط بين أي اثنين منها حداً أقصى قدره (0.80).

وتظهر نتائج تحليل الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة محل الدراسة، كما هو موضح بالجدول رقم (8)، وجود ارتباط (عكسي/ طردي) ضعيف بين كافة المتغيرات التفسيرية بالدراسة الحالية (المتغير المستقل، المتغير الوسيط، المتغيرات الضابطة) والمتغير التابع (تكلفة رأس المال).

جدول رقم (8):

مصفوفة الارتباط (بيرسون) لمتغيرات الدراسة

م	المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1	تكلفة رأس المال $WACC_{it}$	1					
2	مستوى الإفصاح الاختياري $DDISC_{it}$	-0.103	1				
3	عدم تماثل المعلومات $INFAS_{it}$	-0.026	0.066	1			
4	حجم الشركة $SIZE_{it}$	0.137*	0.077	0.019	1		
5	الرافعة المالية LEV_{it}	-0.023	-0.022	0.012	-0.109	1	
6	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTV_{it}	0.015	0.016	0.022	0.085	-0.749**	1
** الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).							
* الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).							

القسم الرابع : نتائج اختبار تحليل المسار (اختبار فرضيات الدراسة) والدراسات المستقبلية:

1- مشكلات القياس :

في البداية وقبل التطرق لتحليل نتائج التشغيل الإحصائي لنماذج المعادلات الهيكلية المتعلقة بتحليل المسار لاختبار فروض الدراسة الحالية، لابد من التحقق من خلو هذه النماذج من المشكلات التي تواجه عادة نماذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد وتوقع تحقيق افتراضات الأساسية، ومن أهم هذه المشكلات⁴ ما يلي:

(4) تجاهلت الباحثة عن عمد اختبار اعتدالية التوزيع Normality Distribution Test للأخطاء العشوائية (البواقي Residual)، نظراً لبلوغ حجم العينة (250 مفردة)، حيث أشار (Verbeek, 2017) إلى أنه وفقاً لنظرية النهاية المركزية الإحصائية أنه إذا كان حجم العينة أكبر من 50 مفردة فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي دون الحاجة إلى أي اختبارات تتعلق بمدى اعتدالية التوزيع الطبيعي للبيانات.

2- مشكلة عدم ثبات التباينات للبواقي (Heteroskedasticity):

تم إجراء اختبار White Test for Heteroskedasticity للتحقق من خلو نماذج المعادلات الهيكلية لتحليل المسار بالدراسة الحالية من مشكلة عدم ثبات تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual)، ويوضح الجدول رقم (9) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد عدم تحقق هذا الافتراض لكافة النماذج، أي أن تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual) لقيم المتغير التابع (تكلفة رأس المال) في كافة نماذج المعادلات الهيكلية لاختبارات فروض الدراسة غير ثابتة، وتتغير بتغير قيم المتغيرات المفسرة، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لكافة نماذج المعادلات الهيكلية ($P - Value = 0.016, 0.006, 0.018$) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن ($P - Value = Sig < 0.05$)، وهذا يعنى رفض الفرض العدم (H_0)، وقبول الفرض البديل (H_1)، والقائل عدم وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residual).

جدول رقم (9):

نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية (البواقي)

نماذج المعادلات الهيكلية لتحليل المسار		اختبار (White)
المسار الأول (النموذج الأول)	23.214	قيمة الإحصاءة (Chi-Square)
المسار الثاني (النموذج الثاني)	3.763	مستوي الدلالة (Sig.)
المسار الثالث (النموذج الثالث)	23.634	0.016
حجم العينة (n)	250 مفردة	0.006
		0.018

وللتغلب على عدم تحقق افتراض عدم وجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals)، قامت الباحثة باستخدام طريقة WLS لتقدير معالم نماذج المعادلات الهيكلية بالدراسة الحالية، والتي تصحح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلة عدم ثبات (تجانس) التباينات لقيم الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals) (Hoechle, 2007).

2/1/3- مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية (MultiCollinearity):

تم حساب قيم معاملات تضخم التباين Variance Inflation Factor – VIF⁵ لكافة المتغيرات التفسيرية بنماذج المعادلات الهيكلية بالدراسة للتحقق من خلوها من مشكلة الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية، ويوضح الجدول رقم (10) نتائج هذه القيم، والتي تؤكد على خلو نماذج المعادلات الهيكلية بالدراسة من هذه المشكلة، حيث جاءت قيم معامل تضخم التباين VIF لكافة المتغيرات التفسيرية في الحدود المعقولة عند تشغيله، حيث إن أقصى قيمة لمعاملات تضخم التباين VIF تم الحصول عليها بلغت (3594) لمتغير (الرافعة المالية LEV_{it}). ويؤكد ذلك على عدم خطورة مشكلة الازدواج (الارتباط) الخطي بين المتغيرات التفسيرية المتضمنة بكافة نماذج الدراسة الأمر الذي يمكن معه تطبيق طريقة المربعات الصغرى لتقدير معاملات (معالم Parameters) تلك النماذج وبالتبعية المساهمة في دقة تقدير الأثر النسبي للمتغيرات المفسرة علي المتغير التابع موضوع الدراسة (قيمة الشركة معبراً عنه بنسبة توبين كيو) (عناني، 2011؛ James et al., 2005; Kutner et al., 2013).

جدول رقم (10):

نتائج حساب قيم معاملات تضخم التباين

المتغيرات التفسيرية	قيم معاملات تضخم التباين (VIF)		
	النموذج الأول	النموذج الثاني	النموذج الثالث
مستوى الإفصاح الإختياري $DDISC_{it}$	1.006	1.006	1.010
عدم تماثل المعلومات $INFAS_{it}$	—	—	1.009
حجم الشركة $SIZE_{it}$	1.018	1.018	1.018
الرافعة المالية LEV_{it}	3.594	3.594	3.607
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTV_{it}	3.577	3.577	3.590
حجم العينة (n)	250 مفردة		

(5) يعد معامل تضخم التباين VIF الأسلوب الأول لاستكشاف درجة الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث يقيس مقدار الزيادة في تباين تقديرات معالم النموذج نتيجة التداخل الخطي بين هذه المتغيرات. ارتفاع قيمة هذا المعامل يشير إلى زيادة تباين التقديرات وأخطائها العشوائية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة (t) المحسوبة في اختبارات الدلالة الإحصائية. وعلى الرغم من أن قيم VIF توفر مؤشراً على خطورة التداخل الخطي، إلا أنها لا تحسم وجوده من عدمه بشكل قاطع. وذلك نظراً لعدم وجود جداول إحصائية معيارية لتقييم معنوية هذه القيم، فقد اتفق على اعتبار تجاوز قيمة VIF عن القيمة (10) علامة على خطورة الإزدواج الخطي بالنموذج، وفقاً لما أشار إليه (عناني، 2011).

3/1/3- مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation):

تم إجراء اختبار دربن واطسون Durbin-Watson للتحقق من صحة افتراض عدم وجود ارتباط ذاتي بين قيم الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals) بنماذج المعادلات الهيكلية بالدراسة الحالية، ويوضح الجدول رقم (11) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد على عدم تحقق هذا الافتراض، حيث أنه بمقارنة قيمة معامل اختبار دربن واطسون Durbin-Watson بالقيمة المثلى وهي القيمة (2)، يتبين أن $(DW \neq 2)$ ، وهذا يعني أن نماذج المعادلات الهيكلية بالدراسة الحالية تعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals) (Gujarati, 2009; Wooldridge, 2016).

جدول رقم (11):

نتائج اختبار داربن واطسون

قيم (Durbin-Watson)	نماذج المعادلات الهيكلية لتحليل المسار
1.974	المسار الأول (النموذج الأول)
1.735	المسار الثاني (النموذج الثاني)
1.975	المسار الثالث (النموذج الثالث)
250 مفردة	حجم العينة (n)

2/3- تحليل الانحدار لنماذج المعادلات الهيكلية (اختبار فروض الدراسة):

بعد التأكد من صحة الافتراضات الأساسية التي تواجه عادةً نماذج الانحدار الخطي المتعدد، ومعالجة الافتراضات التي لم تتحقق عدم ثبات (تجانس) التباينات لقيم الأخطاء العشوائية (البواقي Residuals)، أصبحت نماذج الانحدار للمعادلات الهيكلية صالحة للتشغيل الإحصائي حيث لا تواجه أي مشكلات قياس تهدد صحة النتائج المستخلصة من تشغيلها، وقد اعتمدت الباحثة في تقدير معاملات (معالم Parameters) نماذج المعادلات الهيكلية بالدراسة الحالية على طريقة المربعات الصغرى المرجحة Weighted Least Squares - WLS، هذا وتم التوصل إلى نتائج تحليل نماذج إنحدار المعادلات الهيكلية باستخدام طريقة Enter على النحو المبين بالجدول التالي:

جدول رقم (12):

نتائج تحليل المسار (نماذج المعادلات الهيكلية)

معنوية معاملات نموذج الإنحدار		الخطأ المعياري (Std. Error)	معاملات الإنحدار (β)	المتغيرات التفسيرية
مستوي الدلالة (Sig.)	قيمة الإحصاء (t)			
WACC _{it} = β ₁ + C DDISC _{it} + d _k Control _{kit} + ε _{WACC}				
***0.000	7.407	0.118	0.872	(Constant)
***0.000	-3.580	0.005	-0.016	مستوى الإفصاح الإختياري DDISC _{it}
0.331	0.975	0.017	0.017	حجم الشركة SIZE _{it}
0.947	-0.066	0.043	-.0003	الرافعة المالية LEV _{it}
0.330	0.976	0.190	0.186	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTV _{it}
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 0.344			معامل التحديد (R ²) = 0.334	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 32.188	
INFAS _{it} = β ₂ + a DDISC _{it} + + d _k Control _{kit} + ε _{INFAS}				
0.065	1.857	0.870	1.615	(Constant)
0.196	1.297	0.006	0.008	مستوى الإفصاح الإختياري DDISC _{it}
0.956	0.056	0.031	0.002	حجم الشركة SIZE _{it}
**0.024	2.276	0.269	0.612	الرافعة المالية LEV _{it}
**0.018	2.379	1.199	2.852	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTV _{it}
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 0.086			معامل التحديد (R ²) = 0.100	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 6.836	
WACC _{it} = β ₃ + b INFAS _{it} + C' DDISC _{it} + d _k Control _{kit} + ε _{WACC}				
***0.002	3.114	0.105	0.326	(Constant)
0.556	0.589	0.017	0.010	عدم تماثل المعلومات INFAS _{it}
**0.028	-2.214	0.004	-0.009	مستوى الإفصاح الإختياري DDISC _{it}
0.187	1.322	0.015	0.019	حجم الشركة SIZE _{it}
0.775	0.286	0.035	0.010	الرافعة المالية LEV _{it}
0.220	1.230	0.156	0.191	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTV _{it}
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 0.150			معامل التحديد (R ²) = 0.167	
مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000			قيمة (F) المحسوبة = 9.773	
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).				
** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).				
* الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.10)، حيث إن (Sig. < 0.10).				
250 مفردة			حجم العينة (n)	

وبإلقاء النظر على نتائج تحليل المسار المدرجة بالجدول السابق، وفقاً لمنهجية (Baron and Kenny, 1986)، يمكن تفسير النتائج كما يلي:

فيما يتعلق بنتائج تحليل المسار الأول (النموذج الأول):

يختبر هذا المسار تأثير المتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري (DDISC) على متوسط تكلفة رأس المال (WACC)، مع وجود المتغيرات الضابطة [حجم الشركة (SIZE)، الرافعة المالية (LEV)، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB)].

قوة تفسير النموذج:

أظهرت النتائج أن قيمة معامل التحديد R^2 تعادل 0.334، بينما قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 بلغت 0.344. وهذا يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج (مستوى الإفصاح الاختياري والمتغيرات الضابطة) تستطيع تفسير ما نسبته 34.4% من التغير الحاصل في المتغير التابع (متوسط تكلفة رأس المال).

معنوية النموذج:

يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث إن القيمة الاحتمالية لـ F المحسوبة (= Sig.) (0.000) أقل من مستوى المعنوية المقبول (0.05)، مما يدل على أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية.

تأثير المتغيرات:

مستوى الإفصاح الاختياري (DDISC):

أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.01) بين مستوى الإفصاح الاختياري ومتوسط تكلفة رأس المال ($\beta = -0.016$, Sig.=0.000) وهذا يعني أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري تؤدي إلى انخفاض في متوسط تكلفة رأس المال، وهو ما يتسق مع الدراسات السابقة التي تشير إلى أن الإفصاح الطوعي يعزز ثقة المستثمرين ويقلل من تكلفة رأس المال.

المتغيرات الضابطة:

لم تظهر المتغيرات الضابطة (حجم الشركة، الرافعة المالية، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية) أي تأثير ذو دلالة إحصائية على متوسط تكلفة رأس المال عند مستوى معنوية (0.05).
وتأسيساً على ذلك يتم إتخاذ القرار بشأن الفرض الفرعي الأول من الدراسة الحالية، برفض الفرض
العدم وقبول الفرض البديل، القائل توجد علاقة عكسية ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05)
بين مستوى الإفصاح الاختياري ومتوسط تكلفة رأس المال.

فيما يتعلق بنتائج تحليل المسار الثاني (النموذج الثاني):

يختبر هذا المسار تأثير المتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري (DDISC) على عدم تماثل
المعلومات (INFAS)، مع وجود المتغيرات الضابطة نفسها.

قوة تفسير النموذج:

أظهرت النتائج أن قيمة معامل التحديد R^2 تعادل 0.100، بينما قيمة معامل التحديد المعدل
 $Adjusted R^2$ بلغت 0.086. وهذا يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج تستطيع
تفسير ما نسبته 8.6% من التغير الحاصل في المتغير التابع (عدم تماثل المعلومات).

معنوية النموذج:

يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث أن القيمة الاحتمالية لـ F المحسوبة (= Sig.)
(0.000) أقل من مستوى المعنوية المقبول (0.05)، مما يدل على أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية.

تأثير المتغيرات:

مستوى الإفصاح الاختياري (DDISC):

لم تظهر النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل
المعلومات ($\beta = 0.008$, Sig. = 0.196) وهذا يعني أن مستوى الإفصاح الاختياري لا يؤثر بشكل
مباشر على عدم تماثل المعلومات.

المتغيرات الضابطة:

أظهرت النتائج وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) لكل من الرافعة المالية (LEV) والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTV) مع عدم تماثل المعلومات ($\beta = 0.612$, Sig. = 0.018; $\beta = 2.852$, Sig. = 0.024) على التوالي. وهذا يعني أن زيادة الرافعة المالية والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية تؤدي إلى زيادة في عدم تماثل المعلومات.

وتأسيساً على ذلك يتم اتخاذ القرار بشأن الفرض الفرعي الثاني من الدراسة الحالية، بقبول الفرض العدم، القائل لا توجد علاقة مباشرة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات.

فيما يتعلق بنتائج تحليل المسار الثالث (النموذج الثالث):

يختبر هذا المسار تأثير عدم تماثل المعلومات (INFAS) ومستوى الإفصاح الاختياري (DDISC) على متوسط تكلفة رأس المال (WACC)، مع وجود المتغيرات الضابطة.

قوة تفسير النموذج:

أظهرت النتائج أن قيمة معامل التحديد R^2 تعادل 0.167، بينما قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R2 بلغت 0.150. وهذا يعني أن القوة التفسيرية للمتغيرات التي يشملها النموذج تستطيع تفسير ما نسبته 15% من التغير الحاصل في المتغير التابع (متوسط تكلفة رأس المال).

معنوية النموذج:

يتضح أن علاقة الانحدار معنوية تماماً في مجملها، حيث أن القيمة الاحتمالية لـ F المحسوبة = Sig. (0.000) أقل من مستوى المعنوية المقبول (0.05)، مما يدل على أن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية.

تأثير المتغيرات:

عدم تماثل المعلومات (INFAS):

لم تظهر النتائج وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات ومتوسط تكلفة رأس المال ($\beta = 0.010$, Sig. = 0.556; $\beta = 0.010$, Sig. = 0.556) وهذا يعني أن عدم تماثل المعلومات لا يؤثر بشكل مباشر على متوسط تكلفة رأس المال.

مستوى الإفصاح الاختياري (DDISC):

أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0.05) بين مستوى الإفصاح الاختياري ومتوسط تكلفة رأس المال ($\beta = -0.009$, Sig. = 0.028; $\beta = -0.009$, Sig. = 0.028). وهذا يتسق مع النتائج السابقة التي تشير إلى أن الإفصاح الاختياري يقلل من تكلفة رأس المال.

المتغيرات الضابطة:

لم تظهر المتغيرات الضابطة أي تأثير ذو دلالة إحصائية على متوسط تكلفة رأس المال. وتأسيساً على ذلك يتم إتخاذ القرار بشأن الفرض الفرعي الثالث من الدراسة الحالية، بقبول الفرض العدم، القائل لا توجد علاقة مباشرة بين عدم تماثل المعلومات ومتوسط تكلفة رأس المال. وبناءً على ما سبق، يتم إتخاذ قرار بشأن الفرض الرئيسي للدراسة الحالية، برفض الفرض العدم، القائل لا يوجد دور وسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

جدول رقم (13)

ملخص نتائج اختبار فروض الدراسة

م	الفرضية	نتيجة اختبار الفرضية
1	لا توجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال	رفض
2	لا توجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وعدم تماثل المعلومات	قبول
3	لا توجد علاقة بين عدم تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال	قبول
4	لا يوجد دور وسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال	قبول

ويتضح من الجدول السابق أنه تم قبول ثلاث فرضيات فقط من أربع فرضيات محل الاختبار التي صيغت جميعها في صورة العدم، تتعلق الأولى منهم بالتأثير المباشر لمستوى الإفصاح الاختياري على عدم تماثل المعلومات، الثانية تتعلق بالتأثير المباشر لعدم تماثل المعلومات على تكلفة رأس المال، في حين تتعلق الأخيرة منهم بتأثير عدم تماثل المعلومات في العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وتم رفض الفرضية الأولى

الدراسات المستقبلية :

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج، ترى الباحثة أن هناك العديد من المجالات البحثية التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

- تكرار ذات الدراسة Just Replication باتباع ذات التعريفات الإجرائية المستخدمة في الدراسة الحالية (مستوى الإفصاح الاختياري، تكلفة رأس المال، وعدم تماثل المعلومات)، ولكن بالتطبيق على المؤسسات المالية في بيئة الأعمال المصرية بما تشملها من بنوك وشركات تأمين وصناديق الإستثمار، وبحث مدى توافق النتائج أو تباينها مع نتائج الدراسة الحالية.
- دراسة العلاقة بين الإفصاح عن رأس المال الفكري وقيمة الشركة .
- دراسة التأثيرات المباشرة وغير المباشرة لكل من الإفصاح الإختياري، أنماط الملكية، وتكلفة رأس المال.
- دراسة الأثر الوسيط لحوكمة الشركات في العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

قائمة المراجع

أولاً المراجع العربية:

- أبو العز، محمد السعيد (2022). *مناهج وطرق البحث في العلوم الإجتماعية*. المؤلف، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أحمد، دليبر موسى؛ عمر، كارمند سعيد (2023). تأثير الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في تقليل عدم تماثل المعلومات المحاسبية: دراسة تحليلية لآراء عينة من الأكاديميين في إقليم كردستان العراق. *مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية*، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، المجلد 19، العدد 61، ص ص: 35-53.
- الإسداوي، مصطفى السيد مصطفى علي، 2019 ، دراسة إمبريقية للعوامل المؤثرة على دقة وتشتت تنبؤات المحللين الماليين للقيمة العادلة للسهم للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- الباز، ماجد مصطفى على (2017). العلاقة بين الإفصاح الاختياري وإدارة الأرباح في ضوء نظرية أصحاب المصالح. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 21، العدد 7، ص ص: 568-624.
- باكير، محمد باكير (2008). محافظ الإستثمار إدارتها وإستراتيجياتها. *دار شعاع للنشر و العلوم* . حلب الجمهورية العربية السورية.
- البلتاجي، يسرى محمد محمود (2001). دراسة تحليلية لأثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على قرارات الاستثمار في سوق رأس المال دراسة استطلاعية. *رسالة ماجستير غير منشورة* ، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.
- حداد ، فايز سليم (2007). الإدارة المالية الطبعة الأولى المركز الأكاديمي للكتب الجامعية، الأردن.
- الخيال، توفيق عبدالمحسن عبدالله (2009). الإفصاح الاختياري و دوره في ترشيد القرارات الاستثمارية في السوق المالي السعودي: دراسة ميدانية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد 2، ص ص: 105-156.
- سمعان، أحمد محمد شاكر حسن (2017). تحديد اتجاه السببية للعلاقة بين مستوى شفافية الإفصاح وتغطية المحللين الماليين للشركات المساهمة المصرية: دراسة إمبريقية. *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد 1، ص ص: 536-594.

السيد، صفا محمود (2005). التوسع في الإفصاح المحاسبي و عدم تماثل المعلومات بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث التجارية المعاصرة*، كلية التجارة، جامعة سوهاج، المجلد 19، العدد 1، ص ص: 1-49.

شبل، منى سليمان محمود (2018). أثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد 2، العدد 2، ص ص: 410-451.

الشتري، سعد السيد حسن؛ علي، مصطفى السيد مصطفى؛ حبيب، محمد عليوة شحاته (2024). أثر تعديل القوائم المالية على تكلفة رأس المال "دراسة اختبارية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

الطحان، إبراهيم محمد عبدالكريم (2018). أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات علي عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية: دراسة نظرية وتطبيقية. *مجلة البحوث المحاسبية*، المجلد 5، العدد 1، ص ص: 590-654.

عبد الغني، خالد محمد المعتصم (2001). تطوير التقارير المحاسبية عن تكلفة رأس المال وأثرها على قرار الاستثمار في الأوراق المالية مع دراسة تطبيقية، *رسالة دكتوراة غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة المنصورة

عبدالحليم، أحمد حامد محمود (2018). قياس أثر الإفصاح المحاسبي عن المسؤولية الاجتماعية على تكلفة رأس المال وقيمة الشركة: أدلة عملية من الشركات المدرجة في المؤشر المصري لمسؤولية الشركات (ESG). *مجلة البحوث المحاسبية*. كلية التجارة. جامعة طنطا، العدد 2، ص ص: 394-463.

عفيفي، هلال عبدالفتاح (2008). العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية دراسة اختبارية في البيئة المصرية. *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، المجلد 30، العدد 1، ص ص: 427-498.

عفيفي، هلال عبدالفتاح؛ فودة، السيد أحمد محمود؛ سليم، نبيل محمد الشحات عبده محمد (2021). العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وتكلفة رأس المال، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عناني، محمد عبد السميع (2011). *التحليل القياسي والاحصائي للعلاقات الاقتصادية مدخل حديث باستخدام Windows SPSS*. الطبعة الثالثة، المؤلف كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

عياد أمير عاطف نصحي (2010). أثر الإفصاح المحاسبي العادل على تنشيط سوق الأوراق المالية بهدف دعم ثقة المستثمرين دراسة تطبيقية، *رسالة ماجستير غير منشورة* ، كلية التجارة، جامعة عين شمس.

فودة & السيد أحمد محمود. (2025). تأثير القدرة الإدارية على تكلفة رأس المال: هل هناك دور وسيط لمخاطر المعلومات المحاسبية؟ دراسة اختبارية *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*, (1) 9, 123-218.

محمد، تامر سعيد عبدالمنعم (2017). قياس أثر مستوى الإفصاح الإختياري على العلاقة بين جودة الإستحقاقات وعدم تماثل المعلومات في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد 21، العدد 5، ص ص: 554-618.

ناصح، عادلة حاتم؛ البدران، عبدالخالق ياسين زاير (2014). علاقة هيكل التمويل بربحية الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من شركات القطاع الصناعي المسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2004 – 2011. *العلوم الاقتصادية*، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العدد 37، ص ص: 81-110.

النعمي، فائق أمين (2019). الإفصاح الاختياري وأثره على تكلفة رأس المال في الشركات الصناعية المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان. *المجلة العربية للإدارة المنظمة العربية للتنمية الإدارية*، العدد 3، ص ص: 93-106.

ثانيا المراجع الأجنبية:

- 1- Akhtaruddin, M., & Hossain, M. (2008). Investment opportunity set, ownership control and voluntary disclosures in Malaysia. *Joaag*, 3(2), 25-39.
- 2- Apergis, N., Artikis, G., Eleftheriou, S., & Sorros, J. (2012). Accounting information and excess stock returns: the role of the cost of capital–new evidence from US firm-level data. *Applied financial economics*, 22(4), 321-329.
- 3- Ardillah, K. (2018). Effect of Intellectual Capital, Corporate Sustainability Disclosure, and Corporate Governance To The Value of The Company:

- Empirical Study on Registered SOE in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal ilmu manajemen dan ekonomika*, 10, 60-67.
- 4- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: an international review*, 14(2), 107-125.
 - 5- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173.
 - 6- Block, S. B., Hirt, G. A., & Danielsen, B. R. (2018). Foundations of financial management. <https://www.mheducation.com/highered/product/foundations-financial-management-block-hirt/M9781264097623.html>
 - 7- Bloomfield, R., & Fischer, P. E. (2011). Disagreement and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 41-68.
 - 8- Bocmaru, G. (2015). Impression and earnings management: a collaborative tool to mislead analysts. Faculty of Economics and Business, *University of Amsterdam*, 55.
 - 9- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of accounting research*, 40(1), 21-40.
 - 10- Botosan, C. A., & Plumlee, M. A. (2005). Assessing alternative proxies for the expected risk premium. *The Accounting Review*, 80(1), 21-53.
 - 11- Bowen, R. M., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings. *Contemporary Accounting Research*, 25(3), 657-700.
 - 12- Brealey, A. R., Myers, C. S., & Allen, F. (2014). Principles of Corporate Finance (465-466), 11.
 - 13- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Krishnan, V. S. (2006). *Corporate finance* (Vol. 8). Boston et al.: McGraw-Hill/Irwin.

- 14- Brealey, R.A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of corporate finance 10 th edition McGraw-Hill*.
- 15- Brown, S., & Hillegeist, S. A. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Review of accounting studies*, 12, 443-477.
- 16- Campbell, J., Cao, S., Chang, H., & Chiorean, R. (2018). What drives voluntary disclosure—Manager cost or investor demand? Evidence from firms’ use of derivatives. *Working paper*.
- 17- Chang, M., Anna, G., Watson, I. & Wee, M. (2008), “Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry”, *Australian Journal of Management*, Vol. 33 No. 2, pp. 375-390. No
- 18- Chen, Y., Zhu, S., & Wang, Y. (2011). Corporate fraud and bank loans: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 4(3), 155-165.
- 19- Choi, M. (2018). How Does Financial Firm's Diversification Affect Its Cost of Equity Capital: Evidence from the US P/L Insurance Market. *Financial Stability Studies*, 19(1), 67-98.
- 20- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. D. (2017). Voluntary disclosure and earnings management: evidence from the Brazilian capital market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263.
- 21- Dadashi, I., Zarei, S., Dadashi, B., & Ahmadlou, Z. (2013). Information voluntary disclosure and cost of debt case of Iran. *International Research Journal of Applied and Basic Sciences*, 4(6), 1478-1483
- 22- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
- 23- Derrien, F., Kecskes, A., & Mansi, S. A. (2016). Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances. *Journal of Corporate Finance*, 39, 295-311.

- 24- Dontoh, A., Radhakrishnan, S., & Ronen, J. (2004). The declining value-relevance of accounting information and non-information-based trading: an empirical analysis. *Contemporary Accounting Research*, 21(4), 795-812.
- 25- Enache, L., & Parbonetti, A. (2013). Corporate Governance, Product-Related Voluntary Disclosure and Analysts' Forecasts Properties. In 2013 Financial Markets & Corporate Governance Conference. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2204255>
- 26- Eugster, F. (2020). Endogeneity and the dynamics of voluntary disclosure quality: is there really an effect on the cost of equity capital?. *Contemporary Accounting Research*, 37(4), 2590-2614.
- 27- Fernando, G. D., Abdel-Meguid, A. M., & Elder, R. J. (2010). Audit quality attributes, client size and cost of equity capital. *Review of Accounting and Finance*, 9 (4): pp.363-381.
- 28- Foong, S., and K. Goh (2013). Determinants of cost of equity Malaysia firms. *International Journal of Business and Society*, 14(3): 460-479.
- 29- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.
- 30- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European financial management*, 11(1), 51-69
- 31- Ghosh, D., & Vogt, A. (2012). Outliers: An evaluation of methodologies. In Joint statistical meetings, Vol 12, No 1, Pp: 3455-3460.
- 32- Gode, D., & Mohanram, P. (2003). Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model. *Review of accounting studies*, 8(4), 399-431.
- 33- Gray, P., Koh, P. S., & Tong, Y. H. (2009). Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(1-2), 51-72.

- 34- Gregoriou, A., Ioannidis, C., & Skerratt, L. (2005). Information asymmetry and the bid-ask spread: evidence from the UK. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(9-10), 1801-1826.
- 35- Guidara, A., Khlif, H., & Jarboui, A. (2014). Voluntary and timely disclosure and the cost of debt: South African evidence. *Meditari Accountancy Research*.
- 36- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*, McGraw Hill, New York.
- 37- Hail, L. (2002). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, 11(4), 741-773.
- 38- Hamrouni, A., & Solonandrasana, B. (2013). A study of the relationship between the extent of voluntary disclosure and information asymmetry in stock exchange market
- 39- Hassan, O. A., Giorgioni, G., Romilly, P., & Power, D. M. (2011). Voluntary disclosure and risk in an emerging market. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 1(1), 33-52.
- 40- He, W. P., Lepone, A., & Leung, H. (2013). Information asymmetry and the cost of equity capital. *International Review of Economics & Finance*, 27, 611-620.
- 41- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440
- 42- Hoechle, D. (2007). Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The stata journal*, Vol 7, No 3, Pp: 281-312.
- 43- Hu, Y., & Liang, Y. (2024). Impact of carbon disclosure on debt financing costs. *Chinese Journal of Population, Resources and Environment*, 22(1), 98-108
- 44- Husted, B. W., & Allen, D. B. (2007). Strategic corporate social responsibility and value creation among large firms: lessons from the Spanish experience. *Long range planning*, 40(6), 594-610.

- 45- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1998). Are nonfinancial measures leading indicators of financial performance? An analysis of customer satisfaction. *Journal of accounting research*, 36, 1-35.
- 46- James, G., Witten, D., Hastie, T., & Tibshirani, R. (2013). An introduction to statistical learning, New York.
- 47- Kazemi, H., & Rahmani, F. (2013). Relationship between information asymmetry and cost of capital. *Management Science Letters*, 3(1), 321-328.
- 48- Kiattikulwattana, P. (2014). Earnings management and voluntary disclosure of management's responsibility for the financial reports. *Asian Review of Accounting*, 22(3), 233-256.
- 49- Kim, J.T., & Lee, S.H. (2021). The Relationship between Clarification Disclosure and Cost of Equity Capital. *Korean Accounting Journal*.
- 50- Kothari, S.P, Li, X. and Short, J.E. 2009, ‘ The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis’, *The Accounting Review*, 84 (5): 1639– 70.
- 51- Kurniasari, W., & Warastuti, Y. (2015). Between CSR and Profitability to Firm Value in Sri-Kehati Index. *International Journal of Economic Behavior (IJEb)*, 5(1), 31-41.
- 52- Kutner, M. H., Nachtsheim, C. J., Neter, J., & Li, W. (2005). Applied linear statistical models, McGraw-hill.
- 53- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- 54- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of accounting research*, 91-124.
- 55- Liu, Q., & de Villiers, C. (2011). Does the provision of voluntary corporate social responsibility disclosure influence the cost of equity capital? Evidence

- from Australia and the United Kingdom. *Corporate Ownership and Control*, 8(4), 201-213.
- 56- Lu, C. W., Chen, T. K., & Liao, H. H. (2010). Information uncertainty, information asymmetry and corporate bond yield spreads. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2265-2279
- 57- Lu, X. C., & Trabelsi, S. (2013). Information asymmetry and accounting conservatism under IFRS adoption. In CAAA Annual Conference. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2201206>.
- 58- Lumby, S., & Jones, C. (2003). *Corporate finance: Theory & practice*. 7th ed. Thomson. London.
- 59- Mahajan, P., & Singh, G. (2024). Voluntary disclosure, cost of capital and performance of Indian commercial banks. *Vision*, 28(5), 659-670.
- 60- McVay, S. E. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The accounting review*, 81(3), 501-531.
- 61- Pierru, A. (2009). “The weighted average cost of capital is not quite right”: A comment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(3), 1219-1223.
- 62- Raimo, N., de Nuccio, E., Giakoumelou, A., Petruzzella, F., & Vitolla, F. (2020). Non-financial information and cost of equity capital: an empirical analysis in the food and beverage industry. *British Food Journal*
- 63- Ravi, R., & Hong, Y. (2014). Firm opacity and financial market information asymmetry. *Journal of Empirical Finance*, 25, 83-94.
- 64- Rikanovic, M. (2005). Corporate disclosure strategy and the cost of capital: An empirical study of large listed German corporations, *Doctoral dissertation, Verlag nicht ermittelbar*.
- 65- Saa'deh, M. Y., Mohamad, N. R., & Hashim, H. A. (2017). The role of voluntary disclosure on information asymmetry and its impact on the cost of capital. *Advanced Science Letters*, 23(9), 8389-8394.

- 66- Saha, A., & Bose, S. (2021). Do IFRS disclosure requirements reduce the cost of capital? Evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 61(3), 4669-4701.
- 67- Shehata, N. F. (2014). Theories and determinants of voluntary disclosure. *Accounting and Finance Research (AFR)*, 3(1).
- 68- Shroff, N., Sun, A. X., White, H. D., & Zhang, W. (2013). Voluntary disclosure and information asymmetry: Evidence from the 2005 securities offering reform. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 1299-1345.
- 69- Van Binsbergen, J. H., Graham, J. R., & Yang, J. (2010). The cost of debt. *The Journal of Finance*, 65(6), 2089-2136.
- 70- Vanini, U., & Rieg, R. (2019). Effects of voluntary intellectual capital disclosure for disclosing firms: A structured literature review. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(3), 349-364.
- 71- Verbeek, M. (2017). A guide to modern econometrics, John Wiley & Sons, Vol 70, No 1, Pp: 131-141.
- 72- Wang, K., Sewon, O., & Claiborne, M. C. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17 (1), 14-30.
- 73- Wooldridge, J. M. (2016). Introductory Econometrics: A Modern Approach. Supplement, Cengage Learning
- 74- Zhang, J. (2008). Accounting conservatism and private debt contracting. In Kellogg School of Management, Northwestern University Illinois, *USA Working Paper*.
- 75- <https://WWW.egx.com.eg/ar/MarketIndicator.aspx>.