



جامعة الزقازيق

كلية التجارة

قسم المحاسبة

أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري  
وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

دكتورة

دعاء أحمد سعيد فارس بريك

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

٢٠٢٠

## أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية

### ملخص البحث:

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية في مصر.

الأهداف الفرعية لهذا البحث كما يلي:

١. دراسة واختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في ظل مقاييس مختلفة لكل منهما.
٢. اختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

ولتحقيق هذا الهدف تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد، على عينة ٧٥ من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية، بنسبة ٤٢.٥% من الشركات غير المالية المدرجة، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٤: ٢٠١٦. وكانت أهم نتائج البحث ما يلي:

١. أظهرت الدراسة أن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وكل من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض كانت وفي كل الحالات غير معنوية عند مستوى ١٠%.

٢. أظهرت الدراسة أن العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وكل من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض كانت معنوية موجبة مع إدخال هيكل الملكية كمتغير منظم.

٣. أظهرت الدراسة أن هيكل الملكية له تأثيرًا معنويًا سالبًا على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال عند مستوى معنوية ١%.

# **The effect of ownership structure on relationship Between level of voluntary disclosure and Cost of capital**

"Empirical Study on the Egyptian Listed Companies"

## **Abstract**

This research aimed to examine the Impact of Ownership Structure on the relationship between the level of voluntary disclosure and cost of capital on the Egyptian Listed Companies.

The sub aims of this research as follows:

1. Examining the relationship between level of voluntary disclosure and cost of capital.
2. Examining the Impact of Ownership Structure on the relationship between level of voluntary disclosure and cost of capital.

To achieve this objective, using a multiple linear regression on a sample of 75 Egyptian companies listed on Stock Exchange, at a rate of 42.5% of listed non-financial Egyptian firms, over the period 2014-2016.

The most important results of the study included:

1. The research showed that the relationship between voluntary disclosure and cost of capital, cost of equity capital, and cost of debt was not statistically significant at 10% level of significance
2. The research showed that the relationship between the level of voluntary disclosure and cost capital, cost of equity and cost of debt was positive significant with the ownership structure as an organized variable.
3. The research showed Ownership has a significant negative effect on relation between level of voluntary disclosure and cost of capita at 10% level of significance.

**Keywords:** Ownership Structure, level of voluntary disclosure, cost of capital, cost of equity capital, cost of debt capital.

## مقدمة:

تعود الجذور التاريخية الحديثة لمفهوم الإفصاح إلى بدايات تأسيس الشركات المساهمة العامة في القرن التاسع عشر، وانفصال الملكية عن الإدارة، والقبول بمفهوم المسؤولية المحدودة للشركاء الأمر الذي تطلب تشريعات وقوانين لهذه الشركات، وإلزامها بتدقيق بياناتها المالية من قبل مراجع حسابات خارجي مستقل ومحايد، ومن ثم إلزامها بنشر قوائمها المالية بصفة دورية (مطر والسويطي، ٢٠٠٨).

أصبح اختيار هيكل الملكية من أكثر الموضوعات من حيث الأهمية في أدبيات المحاسبة والتمويل، حيث اجتذب اهتمام العديد من الباحثين لما له من أثر على سلوك الإدارة عند اتخاذ القرارات المستقبلية مثل قرارات الاستثمار والتمويل وتحديد مستوى الإفصاح الاختياري وسياسات تخفيض تكلفة رأس المال وغيرها من القرارات المؤثرة على الأداء المالي وقيمة الشركة.

تمثل تكلفة رأس المال العائد الذي يطلبه المستثمرون مقابل الأموال التي يقدمونها للشركات، وبذلك تعتبر تكلفة رأس المال عبئاً على المنشأة وتحاول تخفيضه إلى أقل قدر ممكن من خلال التوسع في الإفصاح الاختياري عن معلومات استراتيجية، مالية، مستقبلية، ومعلومات غير مالية.

تناولت العديد من الدراسات تصورات مختلف الأطراف حول أهمية الإفصاح الاختياري في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، كما بين العديد من الباحثين لماذا يتعين على المنشآت أن تقدم المزيد من الإفصاح الاختياري، وقد ذكر (Myburgh, 2001) بعض الأسباب التي تدفع المنشآت للقيام بتقديم مستوى معين من الإفصاح الاختياري وهي على سبيل المثال، التخفيض في تكلفة رأس المال، تحسين قدرة الشركة في الحصول على التمويل بالتكلفة المناسبة.

## مشكلة البحث:

في المراحل الأولى لنشأة الأسواق المالية كان الإفصاح عن المعلومات المالية والمعلومات غير المالية يتم طوعاً من قبل إدارات منشآت الأعمال، وظل الحال كذلك حتى حصل الانهيار في بورصة نيويورك في سنة ١٩٢٩؛ حيث أصدر الكونجرس الأمريكي عدة قوانين تتعلق بالإفصاح منهياً بذلك مرحلة الإفصاح الاختياري، ثم تم تشكيل لجنة الأوراق المالية (SEC) وقد بدأت مرحلة جديدة وهي مرحلة الإفصاح الإلزامي؛ أي الإفصاح بموجب القوانين والتعليمات مثل: قوانين الشركات، قوانين الأوراق المالية، التشريعات، والمعايير المحاسبية وغيرها. (Tian & Chen, 2009)

إلا أنه وفي السنوات الأخيرة ومع التطور الاقتصادي الذي شهده العالم ودخول مفهوم العولمة وظهور نظريات كفاءة السوق إضافة إلى ازدياد أهمية الملائمة باعتبارها إحدى الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، فإن الإفصاح الإلزامي لم يعد كافياً لإشباع حاجات المستثمرين من المعلومات على اختلاف أنواعها؛ حيث ارتفع الطلب من قبل أصحاب المصالح على معلومات الإفصاح الاختياري، مثل: التنبؤات المالية، غير المالية، بيانات المحاسبة الاجتماعية، البيئية، ومحاسبة الموارد البشرية وغير ذلك. بالإضافة للتأثير الإيجابي للإفصاح الاختياري على إنجاح الاتصال بين الإدارة وأصحاب المصالح وتخفيض التباين في المعلومات بين المستثمرين.

إن أغلب الدراسات السابقة قامت بتقييم العلاقة بين الإفصاح الاختياري وبين خصائص الشركات (حجم الشركة والربحية ونسبة المديونية وحجم مكتب المراجعة) والدراسات الحديثة قامت بالبحث في العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال بالإضافة للعوامل السابقة (Uyar et al., 2013).

قد وجدت دراسة (Botosan, 1995) أن هناك علاقة بين الانخفاض في تكلفة رأس المال وعملية التوسع في الإفصاح الاختياري، أما العلاقة بين الإفصاح وتكلفة الاقتراض فقد وجدت أن المنشآت ذات التصنيف المرتفع من قبل المحللين الماليين تحظى بتكلفة اقتراض أقل (Sengupta, 1998).

يرى العديد من المديرين أن الإفصاح الاختياري له آثارًا إيجابية على الشركة وعلى الاقتصاد ككل، ومن أهم هذه الآثار المساهمة في تخفيض تكلفة رأس المال للاستثمارات وهو ما يرتبط بتوجيه الاستثمارات للشركات الأقل في تكلفة رأس المال وحبب التمويل عن الشركات الأكثر تكلفة رأس المال وهو ما يزيد من قدرة الشركات على تحقيق قيم إيجابية أعلى لمستثمريها (Gao, 2010).

هذا ويرى البعض أن هناك تكلفة إضافية ترتبط بالإفصاح الاختياري كما أنه يحمل آثارًا إيجابية على المنافسين وبالتالي تهديد الوضع التنافسي للمنشأة مما يتوقع انخفاض التدفقات المتوقعة وزيادة تكلفة رأس المال (Healy & Palepu, 2001).

وعلى الرغم من قيام الشركات بتقديم مستوى من الإفصاح الاختياري، إلا أن الإفصاح المحاسبي لم يرق إلى المستوى المطلوب لتلك الشركات، وما يرتبط به من منافع اقتصادية، تنعكس إيجابيًا على تخفيض تكلفة رأس المال. وبذلك تبدو مشكلة البحث من خلال طرح السؤال التالي:

هل هناك علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الشركات المساهمة المصرية؟ وما هي طبيعة تلك العلاقة في حالة وجودها، وهل يؤثر إدخال هيكل الملكية كمتغير منظم ( ملكية إدارية، ملكية مؤسسية، ملكية حكومية، و ملكية أجنبية) على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال؟

في ضوء المشكلة؛ فإن الدراسة تحاول الإجابة عن الأسئلة التالية:

١. ما مستوى الإفصاح الاختياري لدى الشركات المساهمة المصريه؟
٢. ما العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري و تكلفة رأس المال؟
٣. ما هو أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري و تكلفة رأس المال.

## هدف البحث:

في ضوء مشكلة البحث المطروحة؛ يتمثل هدف البحث الرئيسي في دراسة واختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية في مصر. ويشتمل عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

١. دراسة واختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في ظل مقاييس مختلفة لكل منهما.
٢. اختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

## أهمية البحث:

يشكل الإفصاح المحاسبي أحد المحاور الأساسية للاتجاهات المعاصرة للأدب المحاسبي وقد حظي الإفصاح الاختياري وما ارتبط به من منافع اقتصادية بأهمية متزايدة في الفكر المحاسبي في العقود الأخيرة، وكانت هذه الأهمية في صورة أبحاث ودراسات تناولت الإفصاح الاختياري من زوايا عدة؛ ومنها ما قدمه مجلس معايير المحاسبة المالية الأميركي (FASB)، وهو مشروع لتوسيع الإفصاح الاختياري للشركات التي ترغب في تخفيض تكلفة تمويلها (أبو المكارم، ٢٠٠٢).

## تتمثل أهمية هذا البحث في ما يلي:

١. بيان هل الإفصاح الاختياري يساهم في حصول الشركات على التمويل بتكلفة أقل.
٢. إظهار أن الفترة الانتقالية للاقتصاد المصري توفر فرصة حيوية لاختبار مستوى الإفصاح الاختياري في الشركات في ظل أنواع مختلفة للملكية على تكلفة رأس المال.
٣. إظهار أن إدخال كلاً من: الملكية الإدارية، المؤسسية، الحكومية، والأجنبية كأنماط لهيكل الملكية، يوفر دليلاً عن طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري.

٤. معرفة مستوى الإفصاح الاختياري في الشركات المساهمة المصرية، وقياس هل يؤثر هيكل الملكية كمتغير منظم على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

٥. كونه ضروريًا لكلٍ من المستثمرين، الدائنين، الجهات الحكومية، والفئات الأخرى المهتمة بالبيانات؛ حيث إن هذه الجهات تسعى للحصول على البيانات المالية وغير المالية الملائمة لاتخاذ القرارات، ويجب أن تكون هذه البيانات ملائمة وذات مصداقية.

٦. كونه امتدادًا للأدب المحاسبي عن تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، من خلال اختيار عينة من الشركات المساهمة المصرية في قطاعات مختلفة، مع الأخذ في الاعتبار هيكل الملكية كمتغير منظم لاختبار أثره على تلك العلاقة على خلاف معظم الدراسات السابقة، التي غالبًا ما تناولت جانبًا واحدة فقط؛ وهو دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وتكلفة رأس المال، أو العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال وتوصلت إلى نتائج؛ منها: معنوي؛ ومنها: غير معنوي.

#### خطة البحث :

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقًا لأهدافه؛ تسير خطة البحث على النحو التالي:

القسم الأول: هيكل الملكية وعلاقته بمستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس

المال.

القسم الثاني: الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث.

القسم الثالث: منهجية البحث.

القسم الرابع: الاختبارات الإحصائية وخلاصة البحث.



## القسم الأول

### هيكل الملكية وعلاقته بمستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال

يُعد الإفصاح الاختياري أحد الوسائل التي تضمن حماية حقوق حملة الأسهم؛ فهو يسمح ببناء وتعزيز الثقة لدى المستثمرين، مما له من تأثير إيجابي على أداء الشركة ككل. وقد ازدادت أهمية الإفصاح عن المعلومات بسبب الممارسات الإدارية الخاطئة أثناء الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية وما ترتب عنه من آثار سلبية على أداء الشركات؛ ويؤيد ذلك: ما ورد في دراسة (Mensah et al., 2006) ، والتي ركزت على بعض حالات الفشل والانهيار في أعمال الشركات نتيجة عدم التزامها بالإفصاح كشركة أنرون، وولدكوم، وأزمة النور الآسيوية عام ١٩٩٧م، علاوة على ذلك؛ فإن الإفصاح الاختياري عن المعلومات والالتزام بالشفافية يعتبر من أهم السمات الرئيسية التي تزيد من جودة التقارير المالية (Schleicher et al., 2007) .

يعتبر الإفصاح من المفاهيم التي لاقت اهتمامًا كبيرًا من قبل الباحثين، فمنذ انهيار الأسواق المالية في عام ١٩٢٩م تركزت جهود المشرعين على تقنين الإفصاح من حيث توقيتته ومحتواه وشكله، ومع ذلك فإنه لا يزال هناك فرق ملحوظ في مستوى الإفصاح الذي تقدمه الشركات لأصحاب المصالح، ومن جانب آخر فإن قيام الشركات بتقديم مستوى معين من الإفصاح يهدف إلى تحقيق بعض المنافع الاقتصادية؛ ومنها: تخفيض تكلفة رأس المال. من هنا نستخلص: أنه كلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري عن المعلومات التي تنشرها الشركات؛ كلما ازداد مستوى الثقة في سوق الأعمال في أي دولة (Groom & Sims, 2005).

وستتناول الباحثة في هذا الجزء: استعراض العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، ويشمل مفهوم وأهمية الإفصاح الاختياري، إضافة إلى سرد أبعاد الإفصاح الاختياري وقياسها، ومفهوم وقياس تكلفة رأس المال، كما سيتم التطرق إلى علاقة الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، أما في نهاية القسم، سيتم استعراض كل من مفهوم وأبعاد هيكل الملكية وعلاقتها بالإفصاح الاختياري.

أولاً: العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال:

١- ماهية الإفصاح الاختياري: ( مفهوم وأهمية الإفصاح الاختياري، أبعاد وقياس الإفصاح الاختياري):

أ- مفهوم وأهمية الإفصاح الاختياري:

مفهوم الإفصاح المحاسبي الاختياري:

يعرف الإفصاح بأنه أي متطلب إجباري أو اختياري للإفصاح عن رقم معين، أو أي مفردة من مفردات المعلومات، كما يعرف أيضاً بتبليغ المجتمع بالمعلومات عن طريق مشاركة القوائم المالية للشركة، بالنسبة للمحتوى والكمية والإطار العام للمعلومات التي ستقوم الإدارة بالإفصاح، فيتم التحكم بها من قبل السلطات المسؤولة عن وضع القوانين والتعليمات المحاسبية لدى دولة ما، وهذا الإفصاح عن المعلومات يدعى بالإفصاح الإجباري. أما بالنسبة لأي نوع من الإفصاح عن المعلومات الذي يمكن أن يفوق هذا الحد من حيث المحتوى والكم، فهو يسمى بالإفصاح الاختياري (Agca & Onder, 2007).

ويقصد بالإفصاح الاختياري الكشف عن أي معلومات تتجاوز الإفصاح الإجباري (Hassan & Marston, 2010)، وعُرف الإفصاح الاختياري أيضاً على أنه الإفصاح بما يتجاوز الإفصاح الإلزامي، والذي يمثل خيارات إفصاح غير إجبارية من قبل إدارات الشركات ليزود المستخدمين بالمعلومات المحاسبية وأي معلومات تعتبر ذات صلة بعملية اتخاذ القرار (Rouf & Al Harun, 2011)، كما يعبر عن الإفصاح الاختياري بأنه المعلومات التي يتم الإفصاح عنها بشكل تطوعي كملحق أو مكمل للإفصاحات حسب المعايير المحاسبية والقوانين المنظمة لعملية الإفصاح (Meek et al., 1995).

وبناءً على ما سبق؛ يعرف الإفصاح الاختياري على أنه المعلومات التي تفصح عنها الشركات طوعاً؛ حيث لا تكون هذه المعلومات المُفصَّح عنها ضمن بنود الإفصاح الإجباري؛ بمعنى حرية الشركة بالإفصاح أو عدمه دون الالتزام من قبل أي جهة حكومية أو رقابية محددة.

## أهمية الإفصاح الاختياري:

يعتبر الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وغير المالية في الشركات المدرجة في السوق المالي أحد الحقوق الأساسية للمساهمين، حيث إنهم يعتمدون على المعلومات المُفصَّح عنها في التقارير المالية السنوية لأجل اتخاذ العديد من القرارات المختلفة التي تخص استثماراتهم في تلك الشركات (Uyar et al., 2013) ، والإفصاح الاختياري يعمل على التساوي في الحصول على المعلومات الأساسية (Lev, 1992) .

ظهرت أهمية الإفصاح الاختياري بعد الأزمة التي تعرضت لها قارة آسيا في عام ١٩٩٧، والتي أوضحت أن من أهم الأسباب التي أدت إلى تلك الأزمة هي عدم الشفافية في الإفصاح عن معلومات تلك الشركات (Mitton, 2002)، كما زادت أهمية الإفصاح بعد أزمات الكساد العالمي في القرن الماضي، وتلاعب كثير من الشركات بالأرقام المحاسبية؛ حيث أدى ذلك إلى: إظهار القوائم المالية بغير صورتها الحقيقية.

وذكرت دراسة (Lundholm & Winkle, 2006): أن الإفصاح الاختياري يمكن استخدامه للحد من مشاكل تباين المعلومات؛ حيث أشارت الدراسة إلى أن الصراعات تنشأ عندما يكون قرار الإدارة يتعلق بالإفصاح أو عدم الإفصاح عن معلومات محددة؛ حيث إن هذا التباين ينشأ بسبب مشكلة عدم تماثل المعلومات المُفصَّح عنها بشكل دوري.

ومما سبق؛ فإن أهمية الإفصاح الاختياري تتمثل في:

١. أنه يعمل على تخفيض فجوة المعلومات بين إدارات الشركات من جهة والمستثمرين من جهة أخرى.
٢. أنه يعمل على تخفيض تباين المعلومات بين المستثمرين.
٣. أنه يساهم في تطوير نوعية المعلومات المُقدَّمة لأصحاب المصالح، كما يعطي عمقاً ومصداقية للإفصاح الإلزامي.
٤. ومن جانب آخر فإنه يعمل على إتمام وتوسيع المعلومات التي يقدمها الإفصاح الإلزامي؛ بحيث يمكن أن تتصف المعلومات المقدمة من إدارة الشركة بالكمال والتنوع والنتاسق. (Rikanovic, 2005).
٥. حافز التوسع في الإفصاح وهو زيادة السيولة في الأسواق المالية، وتوسيع معرفة وإدراك المستثمرين الفرص الاستثمارية المتاحة .

٦. أنه يعمل على حماية المستثمرين في السوق من الممارسات غير القانونية؛ مثل تسريب الأسرار أو استخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غير طبيعية، أو غيرها من الممارسات التي ترفع درجة عدم استقرار السوق، وأن أفضل وسيلة لمنع تسريب المعلومات الداخلية لأطراف دون أخرى؛ هو ضرورة إتاحتها على نحو متساوٍ لإصحاب المصالح في سوق المال.

٧. أنه يسهم في تحسين مدى مصداقية التقارير المالية؛ ومن ثم تحسين كفاءة تخصيص الموارد المتاحة، وتخفيض تكلفة رأس المال الذي تحتاجه الوحدة الاقتصادية، وتحسين نوعية القرارات التي يتخذها أصحاب المصالح.

وعلى الرغم من دوافع وإيجابيات الإفصاح الاختياري عن المعلومات إلا أن بعض المنشآت تمتنع عن الإفصاح الاختياري؛ وذلك للعديد من الأسباب: كتكلفة جمع ومعالجة ونشر المعلومات، والخوف من الإضرار بالوضع التنافسي.

#### ب- أبعاد وقياس الإفصاح الاختياري:

أبعاد الإفصاح الاختياري طبقاً لتوصيات مجلس معايير المحاسبة المالية لسنة ٢٠٠١ ستة أبعاد؛ وهي البعد الأول والثاني يتناولان البيانات عن العمل وتحليل الإدارة للبيانات عن العمل، البعد الثالث المعلومات المستقبلية، البعد الرابع معلومات حول الإدارة و المساهمين، البعد الخامس معلومات عن خلفية الشركة، وأخيراً معلومات حول الأصول غير الملموسة، والتي تشمل ٩٨ بنداً أختيرت للأخذ في الاعتبار التنوع في الإفصاح بين الدول وليس داخل الدولة الواحدة.

وسوف يتم قياس مستوى الإفصاح الاختياري لشركات العينة بالاعتماد على مؤشر للإفصاح مكون من ثلاث أبعاد (معلومات استراتيجية، معلومات غير مالية، معلومات مالية) استرشاداً ببعض الدراسات السابقة (Al-Shammari & Al-Bawwat, 2015; Sultan, 2010; Elsayed & Hoque, 2010; Akhtrauddin et al., 2009; Barako, 2007). ويتكون المؤشر من ٤٩ بنداً للإفصاح الاختياري؛ مقسم إلى (١٧) عنصراً يقيس مدى الإفصاح عن المعلومات الاستراتيجية؛ (٢٣) عنصراً يقيس الإفصاح عن المعلومات غير المالية؛ (٩) عناصر تقيس مدى الإفصاح عن المعلومات المالية، فإذا كانت الشركة مفصحة عن بند من بنود المؤشر؛ فإنه يسجل للشركة واحداً، وصفرًا إذا لم يكن مفصلاً عنه، وأخيراً يتم قياس مستوى الإفصاح الاختياري لكل شركة من خلال جميع درجات الإفصاح الاختياري لبنود مؤشر الإفصاح مقسوماً على الدرجة القصوى الممكنة لكل شركة. (مرفق مؤشر الإفصاح الاختياري في الملحق رقم (١))

٢- ماهية وقياس تكلفة رأس المال:

أ- مفهوم وأهمية تكلفة رأس المال :

يمكن تناول طبيعة تكلفة رأس المال من خلال:

مفهوم تكلفة رأس المال : Cost of Capital تتمثل تكلفة رأس المال في تكلفة الأموال التي تحصل عليها الشركة عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم أو احتجاز الأرباح لتستخدمها في تمويل استثماراتها (عمير، ٢٠١١).

وتعرف أيضاً بأنها معدل الخصم الذي يؤدي إلى التساوي بين أسعار الأسهم والتدفقات النقدية المتوقعة من هذه الأسهم بما يعكس الخطر الذي يتحمله المساهمون نتيجة تملك هذه الأسهم (حنا، ٢٠١٥).

ويقوم مفهوم تكلفة رأس المال على أن المستثمرين في أي منشأة سواء كانوا مساهمين أو دائنين يتوقعون حداً أدنى للعائد التي تحققه هذه المنشأة ولن يقبلوا بأقل منه، ولو كان العائد أقل من تكلفة رأس المال؛ فإن المستثمرين يقللوا من استثماراتهم في المنشأة والانسحاب الكامل، ويطلق على الحد الأدنى الذي يتوقعه المساهمون في المنشأة تكلفة حقوق الملكية والحد الأدنى الذي يتوقعه الدائنون تكلفة الاقتراض (كريمة، ٢٠١١).

وفي ضوء ما سبق؛ يمكن تعريف تكلفة رأس المال من وجهة نظر المنشأة على أنها مقدار ما تتحمله المنشأة من أعباء مالية في سبيل الحصول على التمويل اللازم لتنفيذ المشروع الاستثماري، ومن وجهة المستثمرين على أنها الحد الأدنى المتوقع من قبل المستثمرين المكون من العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمار خالي من المخاطر مضافاً إليه علاوة تعويض عن المخاطر المحيطة بالمنشأة.

وترجع أهمية تكلفة رأس المال إلى تأثيرها في تحديد الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية المتاحة؛ ففي معيار صافي القيمة الحالية (NPV) فإنه يتم استعمال تكلفة رأس المال كمعدل الخصم؛ أما في معيار معدل العائد الداخلي (IRR) فإنه يتم استعمال تكلفة رأس المال كحد أدنى مطلوب للعائد على الاستثمار، وفي كلا المعيارين فإنه من مصلحة الشركة أن تكون تكلفة رأس المال منخفضة؛ حيث يعبر هيكل التمويل الأمثل إلى خفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى مما يتيح لها عددًا أكبر من فرص الاستثمار الناجحة ويجعلها تنمو بمعدلات أسرع (Lumby & Jones, 2003).

## ب- العوامل المؤثرة على تكلفة رأس المال:

يمكن تقسيم العوامل التي تؤثر على تكلفة رأس المال إلى (الفولي، ٢٠٠٠)

غريب، ٢٠٠٨):

- الظروف الاقتصادية: التي تشمل الطلب والعرض على رأس المال داخل الاقتصاد ومستوى التضخم، وتتعرض هذه الظروف الاقتصادية العامة في معدل العائد الخالي من المخاطر.
- الظروف السائدة في سوق الأوراق المالية: مثل انخفاض المخاطر التي تحيط بالأوراق المالية الخاصة بالمنشأة وانخفاض معدل العائد المطلوب من جانب المستثمرين مما ينعكس على تكلفة رأس المال.
- قرارات التشغيل والقرارات المالية التي تتخذها إدارة المنشأة: فكلما ارتفعت مخاطر النشاط والمخاطر المالية كلما ارتفعت تكلفة رأس المال.
- مستوى الفائدة السائد في السوق: حيث إن هناك علاقة طردية بين مستوى الفائدة السائد في السوق وكل من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض.
- معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة: بالنسبة لتكلفة الاقتراض؛ فإن هناك تناسباً عكسياً بينها وبين معدل الضريبة الذي تخضع له الشركة، أما تكلفة حقوق الملكية تتناسب طردياً مع معدل الضريبة التي تخضع له الشركة.

## ج - قياس تكلفة رأس المال:

تتمثل تكلفة رأس المال في تكلفة الحصول على الأموال التي تحتاج إليها المنشآت من مصادر التمويل طويل الأجل، والتي تتضمن تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض، وسوف يتم قياس تكلفة رأس المال باستخدام المتوسط المرجح التكلفة الأموال: (Weight) W.A.C.C (Average Cost of Capital) وهو عبارة عن تكلفة كل مصدر من مصادر رأس المال مرجحة بأوزان نسبية لكل مصدر منها، (Brealey et Ferande, 2011; al., 2014) وذلك وفقاً للنموذج التالي:

$$WACC = \left[ \frac{EQ}{V} \times CO_{EQ} \right] + \left[ \frac{DE}{V} \times CO_{DE} \right]$$

حيث إن :

WACC = المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

EQ = إجمالي حقوق الملكية .

V = إجمالي مكونات رأس المال (EQ+DE)

CO-EQ = تكلفة حقوق الملكية .

DE = إجمالي الأموال المقرضة .

CO-DE = تكلفة الاقتراض.

DE / V = الوزن النسبي للأموال المقرضة .

EQ / V = الوزن النسبي لحقوق الملكية.

ويتم حساب كلاً من تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض كما يلي :

**تكلفة حقوق الملكية (Cost of Equity Capital):**

تُعبّر تكلفة حقوق الملكية عن الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمرين على استثماراتهم في الأسهم العادية، ويجب ألا يقل عن العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه إذا تم استثمار أموالهم في استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطرة، (Brigham & Houston, 1998; Block & Hirt, 2009) وسوف يتم قياس تكلفة حقوق الملكية باستخدام نموذج Easton, 2004 (PEG) Price To Earnings) Growth الذي يربط بين سعر الإقفال للسهم وإجمالي ربحية السهم (EPS) Earnings Per Share (EPS) المتوقعة (سعد الدين، ٢٠١٤)، وسوف يتم استخدام هذه المقياس لشيوع استخدامه في العديد من الدراسات مثل (Xu et al., 2014 ; Gray et al., 2009)، وقد توصلت دراسة (العقيل، ٢٠١٤؛ Botosan & Plumlee, 2005) إلى أن هذا النموذج يعد الأفضل والأدق في قياس تكلفة حقوق الملكية.

ويمكن تمثيل هذه العلاقة كالتالي:

$$CO\_EQ = \sqrt{\frac{eps_{t+2} - eps_{t+1}}{P_t}}$$

حيث إن :

CO\_EQ = تكلفة حقوق الملكية .

eps<sub>t</sub> = تنبؤات المحللين الماليين لنصيب السهم من الربح للفترة t .

p<sub>t</sub> = سعر إقفال السهم في الفترة t .

ونظراً لعدم توافر تنبؤات المحللين الماليين بالبيئة المصرية؛ فسوف يتم استخدام القيم المحققة لتقدير مكونات النموذج؛ أي الاعتماد على ربحية السهم الفعلية للسنة التالية الأولى والثانية باعتبارهما ربحية السهم المتوقعة كما استخدمتها دراسات كل من ( chen et al., 2011؛ سعد الدين، ٢٠١٤، العقيل، ٢٠١٣).

### تكلفة الاقتراض (Cost of debt) :

يتضمن التمويل بالاقتراض القروض طويلة الأجل والسندات؛ وبالتالي فهي تمثل العائد حتى تاريخ الاستحقاق؛ سواء تم التمويل عن طريق القروض أو من خلال إصدار سندات، وتعتبر عن معدل الفائدة على القروض أو السندات وذلك بعد الأخذ في الاعتبار الأثر الضريبي للفائدة (Binsbergen et al., 2010) ، ويتم قياس تكلفة الاقتراض للمنشآت طبقاً لدراسة (Brigham& Houston, 1998) ودراسة (Block & Hirt, 2009) وذلك على النحو التالي:

$$\text{تكلفة الاقتراض } CO\_DE = \frac{\text{مصرف الفوائد}}{\text{قيمة القروض}} (1 - \text{معدل الضريبة})$$

### ٣- العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال:

تعتبر العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال من أهم النقاط البحثية التي تناولتها العديد من الدراسات (Francis& Botosan,1995; Rikanovic,2005; Olsson,2008)

كما بينت عدد من الدراسات النظرية أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري يؤدي إلى الانخفاض في تكلفة رأس المال من خلال آليتين هما:

أولاً: أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري تؤدي إلى تضيق فجوة المعلومات (Information Gap) بين المستثمرين؛ مما يؤدي إلى انخفاض المدى بين سعر العرض وسعر الطلب على السهم أي زيادة سيولته؛ وبالتالي يميل سعر السهم إلى الارتفاع. وحسب نموذج (Goron Growth Model) لتقييم توزيعات الأرباح؛ فإنه كلما ارتفع سعر السهم للمنشأة انخفضت تكلفة رأس المال لهذه المنشأة.



ثانياً: أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري يؤدي إلى انخفاض مخاطر السهم نتيجة الإنخفاض في تذبذب عائد السهم؛ حيث إنه استناداً إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) فإن انخفاض مخاطر سهم الشركة يؤدي إلى انخفاض في تكلفة رأس المال لهذه المنشأة (Guidry, 2004)، (السعدني، ٢٠٠٧)، (Black et al., 2003).  
فإن التوسع في الإفصاح يؤدي إلى انخفاض في تكاليف تباين المعلومات (مثل التكاليف التي يدفعها المستثمرون للمحللين الماليين الخارجيين) وهذه تعتبر أحد العناصر المكونة لتكلفة رأس المال في الشركات.

من الناحية العملية فإن للإفصاح الاختياري أهدافاً متعددة، فإذا كان هدف المنشأة العمل على تخفيض تكلفة تمويلها من خلال زيادة مستوى الإفصاح؛ فإن ذلك ممكناً إذا استطاعت إدارة المنشأة وضع اسراتيجية للإفصاح تُحقق ذلك الهدف وسوف يتحقق ذلك من خلال ما يلي: (Rikanovic, 2005)

١- تحسين في سيولة الأسهم؛ ويؤدي ذلك إلى انخفاض في تكلفة التمويل.  
٢- زيادة توصيل المعلومات من المنشأة إلى أصحاب المصالح من خلال التنوع في استخدام أدوات الاتصال مع المستثمرين؛ ويعمل ذلك على التخفيض من تكاليف الوكالة، التخفيض من مشكلة تباين المعلومات؛ وينتج عن ذلك انخفاض في تكلفة التمويل.

٣- تحسين إدراك وتقدير المستثمرين للمخاطر؛ حيث إن الاختلاف في حجم المعلومات التي تقدمها المنشآت ينتج عنه اختلاف في درجة تقدير المخاطر للأوراق المالية.  
إن تكاليف الوكالة تتأثر بمتغيرين؛ الأول: مشكلة المعلومات والتي تتمثل في تباين حجم وطبيعة المعلومات بين المستثمرين؛ الثاني: مشكلة الوكالة؛ حيث إنه كلما توسعت المنشأة في الإفصاح الاختياري عن معلومات مالية وغير مالية فإنها تقوم بعملية الضبط والتقليل من تكلفة الوكالة؛ وبالتالي انخفاض قيمة العائد الذي يطلبه المستثمرين وانخفاض في تكلفة رأس المال (Rikanovic, 2005).

وعلى خلاف ما سبق للعلاقة العكسية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال؛ فقد يرى البعض أن هناك تكلفة إضافية (تكلفة جمع، معالجة، نشر المعلومات) ترتبط بالإفصاح الاختياري، كما أنه يحمل آثاراً إيجابية على المنافسين؛ وبالتالي تهديد الوضع التنافسي للمنشأة مما يتوقع معه انخفاض التدفقات المتوقعة وزيادة تكلفة رأس المال (علاقة طردية بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال) (Healy & Palepu, 2001).

ثانياً: مفهوم وأبعاد هيكل الملكية وأثره على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

تعتبر متغيرات هيكل الملكية مكوناً أساسياً في حوكمة الشركات، وتعكس طبيعة الملاك وحصصهم في رأس المال، وقد تم التركيز عليها في الدراسات السابقة لأهميتها كأحد محددات الإفصاح الاختياري.

#### ١ - مفهوم وأبعاد هيكل الملكية وعلاقتها بمستوى الإفصاح الاختياري:

يتضمن هيكل الملكية في رأس المال حقوق الملكية الداخلية، حقوق الملكية الخارجية وأصحاب الديون، هذا وقد قسم (Zheka, 2005) هيكل الملكية إلى ملكية أجنبية؛ ملكية إدارية، ملكية مؤسسية، ملكية فردية، ملكية حكومية، ويركز هذا البحث على أربعة أبعاد لهيكل الملكية ( الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، والملكية الأجنبية) كمتغير منظم للعلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

فطبيعة هيكل الملكية يؤثر على مشاكل الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم الخارجيين؛ حيث إنه يعد المحدد الرئيسي لتكلفة الوكالة، بالإضافة إلى أنه يؤثر أيضاً على إعداد التقارير؛ فعندما يكون للمالك حق الرقابة الفعالة في المنشأة، فإنه يتحكم في إنتاج المعلومات المحاسبية وسياسات التقرير؛ وكذلك عندما يكون المالك المسيطر مُحصّناً بقوة التصويت، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض مصداقية المعلومات المحاسبية؛ مما يعني أن المستثمرين الخارجيين يولون اهتماماً أقل للأرقام المحاسبية المقررة، بسبب أنهم يتوقعون أن المالك المسيطر يقرر عن معلومات محاسبية تحقيفاً لمصلحة الذاتية بدلاً من عكس حقيقة ما وراء المعلومات الاقتصادية للمنشأة (عدم تماثل المعلومات) (Fan & Wong, 2002).

أ - الملكية الإدارية:

يرى (Mueller& Spitz- Oener, 2006) أن الملكية الإدارية ترتبط بأهداف الملاك أو المديرين؛ بسبب أن المديرين يصبحون جزءاً من تكاليف أفعالهم في حد ذاتها؛ وتعني الملكية الإدارية امتلاك مجلس الإدارة نسبة من إجمالي أسهم الشركة.

فيوجد تأثيران متعارضان لعلاقة الملكية الإدارية بالإفصاح الاختياري؛ الأثر الأول: هو تقارب المصالح بين الملاك والإدارة الذي يرجح أن تمتلك الإدارة لجزء من أسهم الشركة كإحدى الوسائل المهمة التي يمكن عن طريقها تحسين أداء الشركة وقد يساعد على حل مشاكل الوكالة؛ حيث إنه مع زيادة مستوى الملكية الإدارية سينخفض سعي أعضاء مجلس الإدارة للتكتم والسرية؛ حيث إنها لم تعد تعمل كوكلاء وإنما كأصلاء مما يؤدي إلى دعم الإدارة العليا للإفصاح عن المزيد من المعلومات لمقابلة احتياجات الأصلاء الآخرين (زيادة

مستوى الإفصاح (Ambarita & Utama, 2017)؛ الأثر الثاني: هو فرض التحسين الإداري الذي يقوم على افتراض أنه عند ارتفاع مستوى الملكية الإدارية تزداد رغبتها في تحسين قراراتها حتى تتمكن من السيطرة المطلقة على المنشأة وتحقق مكاسب خاصة لها؛ حيث تعمل على حجب المعلومات لتحقيق مصالحها الذاتية، فإن المديرين المحصنين يفضلون عدم الإفصاح الإختياري لحجب الحقيقة (Ronen et al., 2006).

#### ب- الملكية المؤسسية:

وتعني امتلاك المؤسسات المالية؛ مثل شركات التأمين وصناديق الاستثمار والمعاشات لجزء من أسهم الشركة.

يوجد وجهتي نظر متعارضتين لعلاقة الملكية المؤسسية بمستوى الإفصاح الإختياري؛ وجهة النظر الأولى: تقوم على أساس أن المستثمر المؤسسي على درجة عالية من الوعي ولديه معلومات أكثر وقدرة أكبر على تفسير المعلومات، بالإضافة إلى توافر فرض الرقابة الكفاء أو النشاط من جانب ملاك المؤسسات على المديرين؛ بمعنى كلما زادت نسبة ملكية المؤسسة قل عدم تماثل المعلومات وزاد مستوى الإفصاح الإختياري؛ أما وجهة النظر الثانية: ترى أن ارتباط المؤسسات المالية بسهم معين يدفع الإدارة أن تخصص تلك المؤسسات بمعلومات لا يحصل عليها باقي المستثمرين فمثلاً هناك معلومات تُقدّم للمستثمرين من المؤسسات المالية فقط؛ مثل: عقود البيع طويلة الأجل، وأنشطة البحوث والتطوير وهي معلومات ذات قيمة في المدى الطويل؛ بمعنى كلما زادت نسبة الملكية المؤسسية كلما زاد عدم تماثل المعلومات، وكلما انخفض مستوى الإفصاح (Salehi et al., 2014).

al., 2014

هذا وقد اختُبر أثر الملكية المؤسسية على مستوى الإفصاح الإختياري من قبل العديد من الدراسات (Siregar, Velury & Jenkins, 2006 ; Balsam et al 2002 ; Utama, 2008)، ويمكن تفسير هذا الأثر بناء على فرض الرقابة الفعالة وفرض الحياد السلبي أو غير الفعال، ففي ظل فرض الرقابة الفعالة، فإن الملكية المؤسسية تؤثر على آلية الرقابة التي تستخدمها الشركة، متضمنة مراقبة نشاط الإفصاح الإختياري لتقليل عدم تماثل المعلومات (Bushee, 1998).

#### ج- الملكية الحكومية:

تعني امتلاك الدولة نسبة من إجمالي أسهم المنشأة، هذا وينظر للملكية الحكومية كمسبب لعدم كفاءة المنشأة (Lin et al., 2009).

يوجد تأثيران لملكية الدولة على عدم تماثل المعلومات ومستوى الإفصاح الاختياري؛ الأول: التأثير السياسي، تكاليف الوكالة المتزايدة، ومشاكل المعلومات المرتبطة بملكية الدولة سيؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات ( انخفاض مستوى الإفصاح الاختياري)؛ بمعنى أنه في ظل ملكية كبيرة للدولة يكون لديها دافع أقل للالتزام بالإفصاح الاختياري وبالتالي عدم تماثل المعلومات (عيفي، ٢٠١٣)؛ الثاني: أن تعظيم الرفاهية العامة، تأثيرات المدى الزمني للاستثمار، ومراقبة أكبر مرتبطة بملكية كبيرة للدولة يمكن أن يؤدي إلى زيادة شفافية المعلومات (زيادة مستوى الإفصاح) وخفض عدم تماثل المعلومات (عيفي، ٢٠١٤).

#### د- الملكية الأجنبية:

تعني امتلاك مستثمرين أجنبية نسبة من إجمالي أسهم المنشأة ، ويوجد وجهتي نظر لعلاقتها بمستوى الإفصاح؛ الأولى: ترى أنه يترتب على زيادة نسبة الملكية الأجنبية مزايا عدة؛ منها: الاستثمار في مجالات جديدة لا يُقدّم عليها المستثمر المحلي؛ حيث إن المستثمر الأجنبي لديه المهارات الإدارية المتقدمة والخبرة التسويقية التي تؤهله لقيادة المنشأة نحو التقدم والحفاظ على مستوى عالي من الشفافية؛ الثانية: ترى أن المستثمر الأجنبي صاحب نظرة قصيرة الأجل ودوافع أقل للالتزام بالإفصاح الاختياري؛ مما يؤدي إلى الإضرار بمستقبل الشركة وما له من تأثير سلبي على الاقتصاد القومي (حسن، ٢٠١٧).

مما سبق يلاحظ؛ وجود تأثيران متعارضان لكل بعد من أبعاد هيكل الملكية ( ملكية مؤسسية، ملكية إدارية، ملكية حكومية، ملكية أجنبية) على مستوى الإفصاح الاختياري؛ لذلك سوف يُختبر هذا البحث أثر هيكل الملكية كمتغير منظم على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

#### ٢- كيفية قياس كل بعد من أبعاد هيكل الملكية كمتغير منظم للعلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال:

- سوف يتم قياس هيكل الملكية من خلال مؤشر يشمل أربعة بنود كما يلي:
١. الملكية المؤسسية : INSIT نسبة الأسهم المملوكة من قبل المستثمرين المؤسسين في أسهم الشركة في نهاية العام، تقاس في المؤشر من خلال حساب الوسيط لتأخذ المفردة الأعلى من الوسيط القيمة ١ ( ملكية مؤسسية مرتفعة)، والأقل منه القيمة صفر ( ملكية مؤسسية منخفضة) (Shah et al., 2009).
  ٢. الملكية الإدارية: MGRIT نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة في أسهم الشركة في نهاية العام، تقاس في المؤشر من خلال حساب الوسيط لتأخذ المفردة الأعلى من

الوسيط القيمة ١ ( ملكية إدارية مرتفعة)، والأقل منه القيمة صفر ( ملكية إدارية منخفضة) ( Shuto& Takada, 2010 ).

٣. الملكية الحكومية: GOVIT نسبة تملك الحكومة في أسهم الشركة في نهاية العام، تُقاس في المؤشر من خلال حساب الوسيط لتأخذ المفردة الأعلى من الوسيط القيمة ١ ( ملكية حكومية مرتفعة)، والأقل منه القيمة صفر ( ملكية حكومية منخفضة).

٤. الملكية الأجنبية: FORIT نسبة الأسهم المملوكة من قبل الأجانب في أسهم الشركة في نهاية العام، تُقاس في المؤشر من خلال حساب الوسيط لتأخذ المفردة الأعلى من الوسيط القيمة ١ ( ملكية أجنبية مرتفعة)، والأقل منه القيمة صفر ( ملكية أجنبية منخفضة).

وسوف يتم حساب قيمة مؤشر هيكل الملكية لكل مفردة من عينة الدراسة من خلال جمع ما حصلت عليه كل مفردة من البنود الأربعة السابقة من صفر وواحد، لتأخذ كل مفردة قيمة واحدة تُعبر عن المؤشر تتراوح ما بين صفر إلى أربعة.

## القسم الثاني

### الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث.

أولاً: الدراسات السابقة:

١- دراسات للعلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال:

١- دراسة (Botosan, 1995)

"The Effect of Disclosure Level on the Cost of Equity Capital and Stock Market Liquidity"

استهدفت هذه الدراسة: فحص تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال وعلى سيولة السهم في السوق، على عينة ( ٢٤٧ ) شركة من الشركات الصناعية الأمريكية.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى النتائج التالية:

١. أن هناك علاقة بين: الزيادة في مستوى الإفصاح الاختياري، وسيولة السهم في السوق.
٢. أن هناك علاقة إيجابية بين: زيادة مستوى الإفصاح الاختياري، وتكلفة رأس المال بعد ضبط عوامل المخاطر النظامية وحجم الشركة.

٢- دراسة (Botosan & Plumlee, 2002)

"A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital"

استهدفت هذه الدراسة: اختبار العلاقة بين تكلفة حقوق الملكية من جهة ومستوى الإفصاح وأنشطة العلاقات مع المستثمرين من جهة أخرى، على ( ٣٦١٨ ) شركة أمريكية في مختلف القطاعات الاقتصادية المتضمنة في مؤشر AIMR وذلك للأعوام ما بين ١٩٨٦، ١٩٨٥، ١٩٩٦، ١٩٩٥.

توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

تكلفة حقوق الملكية تنخفض مع زدياد مستوى الإفصاح في التقارير السنوية.  
لم تجد الدراسة علاقة بين تكلفة حقوق الملكية ومستوى أنشطة العلاقات مع المستثمرين.

٣- دراسية (Guidry, 2004)

"Enhanced Voluntary Disclosures and its Effects on the Cost of Capital: an Empirical Examination of the FASB's Improving Business Reporting"

استهدفت هذه الدراسة: اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري و تكلفة رأس المال؛ حيث اعتمدت الدراسة على بنود الإفصاح الاختياري التي تم مناقشتها في مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، على عينة ( ٢٤ ) شركة أمريكية لاختبار الفرضية التي تتعلق بتكلفة حقوق الملكية، بالإضافة إلى عينة ( ٢٦ ) شركة أمريكية لاختبار الفرضية التي تتعلق بتكلفة الاقتراض.

توصلت الدراسة إلى: وجود علاقة عكسية بين: الإفصاح عن الاستثمارات غير الملموسة والإفصاح عن التنبؤات المستقبلية مع تكلفة الاقتراض، وأنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين باقي بنود الإفصاح الاختياري ( البيانات عن العمل وتحليل الإدارة للبيانات عن العمل والمعلومات حول الإدارة والمساهمين والمعلومات عن خلفية الشركة ) مع تكلفة الاقتراض، أما بالنسبة لتكلفة حقوق الملكية؛ فإنه لم يتم الكشف عن أية علاقة ذات دلالة إحصائية مع بنود الإفصاح الاختياري.

٤- دراسة (Rikanovic, 2005)

"Corporate Disclosure Strategy and the Cost of Capital: an Empirical Study of Large Listed German Corporations"

استهدفت دراسة مستوى الإفصاح وتكلفة رأس المال، على ( ٢٠٠ ) شركة ألمانية مدرجة في البورصة الألمانية في مؤشر DAX .

توصلت الدراسة إلى: أن التوسع في الإفصاح يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال، كما أن التوسع في الإفصاح يزيد من سيولة السهم ويزيد من ارتباط المستثمر بالمنشأة، بالإضافة إلى أن التوسع في الإفصاح يخفض من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين مما يعزز الثقة بينهما.

٥- دراسة (Li, 2008)

### "Does Mandatory Adoption of International Accounting Standards Reduce the Cost of Equity Capital?"

استهدفت الدراسة اختبار تطبيق معايير المحاسبة الدولية في أوروبا سنة ٢٠٠٥ و أثره على تخفيض تكلفة رأس المال على عينة ( ١٠٨٤ ) شركة أوروبية للفترة ما بين ١٩٩٥ إلى ٢٠٠٥.

توصلت هذه الدراسة إلى ما يلي :

أن تطبيق معايير المحاسبة الدولية أدى إلى تخفيض تكلفة رأس المال؛ وذلك من خلال آليتين:

أن التوسع في الإفصاح يقلل من مشكلة الاختيار الخطأ للأوراق المالية من قبل المستثمر، كما يؤدي إلى زيادة في سيولة الأوراق المالية، وبالتالي تخفيض تكلفة رأس المال من خلال تخفيض تكاليف المعاملات وزيادة الطلب على هذه الأوراق المالية.

أن التوسع في الإفصاح يصاحبه قيمة مستقبلية متوقعة منخفضة للمخاطر النظامية للشركة (بيتا)، مما ينتج عنه انخفاض في تكلفة رأس المال.

٦- دراسة (Wang et al., 2008)

### "Determinants and Consequences of Voluntary Disclosure in an Emerging Market: Evidence from China"

استهدفت الدراسة فحص محددات الإفصاح الاختياري وفحص العلاقة بين تكلفة الاقتراض ومستوى الإفصاح الاختياري لجميع الشركات الصينية المدرجة في بورصة الأوراق المالية، وعددها ( ١١٠ ) شركة، وقد تم قياس مستوى الإفصاح باستخدام مؤشر مكون من ( ٧٩ ) عنصرًا مقسمة إلى ثلاثة أجزاء، معلومات استراتيجية ومعلومات مالية ومعلومات غير مالية.

توصلت الدراسة إلى: أن مستوى الإفصاح الاختياري يرتبط بشكل إيجابي مع نسبة الملكية الحكومية ونسبة الملكية الخارجية والعائد على حقوق الملكية وسمعة مرجع الحسابات، كذلك لم تتوصل الدراسة إلى أدلة تربط انخفاض تكلفة الاقتراض مع التوسع في الإفصاح الاختياري.



٧ - دراسة (Leuz & Catherine, 2009)

### "Voluntary Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Responses to the Enron Shock"

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال؛ وذلك خلال حدث انهيار شركة أنرون والذي أثر على تكلفة رأس المال لكل الشركات الأمريكية، ثم تحليل استجابة هذه الشركات لهذه الصدمة، أجريت الدراسة على (٢١٧٢) شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٩٩ إلى ٢٠٠١.

توصلت الدراسة إلى:

انخفاض تكلفة رأس المال لشركات عينة الدراسة بعد صدمة انهيار شركة أنرون. أن الانخفاض في تكلفة رأس المال كان نتيجة للزيادة في مستوى الإفصاح الاختياري في الفترات المالية اللاحقة لصدمة انهيار شركة أنرون. أن الزيادة في مستوى الإفصاح الاختياري تكون أوضح عند الشركات ذات الحاجات التمويلية المرتفعة، والتي لها فرص عالية للنمو.

٢- دراسات للعلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح الاختياري:

١- دراسة (بالحاج، ٢٠٠٦):

" العوامل المؤثرة على الإفصاح الاختياري - دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية "

استهدفت هذه الدراسة فحص تأثير مجموعة من خصائص الشركات وهي حجم الشركة ونسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول وحجم مكتب المراجعة ومستوى النشاط الدولي ونسبة المديونية وهيكل الملكية على مستوى الإفصاح الاختياري، كذلك فحص العوامل؛ مثل: المنافسة وتكاليف المقاضاة والسمعة والتمويل الخارجي وجودة المراجعة على مستوى الإفصاح الاختياري، على عينة ( ٢٨ ) شركة مساهمة صناعية أردنية مدرجة في سوق الأوراق المالية خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٤.

توصلت الدراسة إلى:

أنه يوجد تحسن ذو دلالة إحصائية في مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية المصدرة من قبل الشركات الصناعية، يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لكل من حجم الشركة ومستوى النشاط الدولي وملكية المستثمر الأجنبي للأسهم في الشركة على مستوى الإفصاح الاختياري، ولا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لبعض العوامل؛ مثل المنافسة وتكاليف المقاضاة والسمعة والتمويل الخارجي وجودة المراجعة على مستوى الإفصاح الاختياري.

٢- دراسة: (Hossain et al., 2006)

"Stock Ownership Structure and Voluntary Disclosure of Quarterly Foreign Sales Data of Us Multinational Corporations"

استهدفت هذه الدراسة بيان أثر هيكل الملكية في الشركات الأمريكية المتعددة الجنسية على القرار الخاص بالإفصاح الاختياري الربع سنوي للشركات الأجنبية، على عينة (٣٥٠) شركة متعددة الجنسية تم اختيارها بشكل عشوائي للفترة من ١٩٩٦:١٩٩٨، تم الاعتماد على نموذج الانحدار اللوجستي، والانحدار المتعدد.

وقد أظهرت النتائج: أن أنواع الملكية الثلاثة (ملكية المؤسسية، وملكية الادارية، وملكية الأجنبية) لها ارتباط عكسي مع مستوى الإفصاح الاختياري الربع سنوية للشركات الأجنبية.

٣ - دراسة: (Huafang and Jianguo, 2007)

"Ownership Structure, Board Composition and corporate Voluntary Disclosure"

استهدفت هذه الدراسة اختبار أثر هيكل الملكية ومجلس الإدارة على الإفصاح الاختياري على عينة (٥٥٩) شركة مدرجة في بورصة شنغهاي في الصين في عام ٢٠٠٢. وتوصلت الدراسة إلى: أن هناك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين حملة الأسهم المهمين وحملة الأسهم الخارجيين والإفصاح الاختياري، ولم يتبين وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الملكية الإدارية وملكية الدولة وبين الإفصاح الاختياري، كما توصلت الدراسة إلى: أن هنالك علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين استقلالية مجلس الإدارة والإفصاح الاختياري، ووجدت هذه الدراسة: أن الشركات الكبيرة تفصح أكثر والشركات النامية تتردد في الإفصاح الاختياري.

٤- دراسة (Broberg et al., 2009)

"What Explains Variation in Voluntary Disclosure? A study of the Annual Reports of Corporations Listed on the Stockholm Stock Exchange"

استهدفت الدراسة تفسير التباين في مستوى الإفصاح الاختياري للشركات المدرجة في بورصة ستوكهولم، على عينة مكونة من ( ٤٣١ ) شركة في الفترة ما بين ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٥ .

وتوصلت هذه الدراسة إلى ما يلي :

أن حجم الشركة ونسبة الديون لها علاقة طردية موجبة مع مستوى الإفصاح الاختياري.

أنه كلما ارتفعت الملكية الإدارية؛ كلما أثر ذلك سلباً على مستوى الإفصاح الاختياري.

أن هناك علاقة طردية بين الملكية الأجنبية ومستوى الإفصاح الاختياري للشركات.

٥- دراسة: (Jiang & Habib, 2009)

"The Impact of Different Types of Ownership Concentration on Annual Report Voluntary Disclosures in New Zealand"

استهدفت هذه الدراسة إلى: بيان تأثير اختلاف أنواع تركيز الملكية على الإفصاح الاختياري في نيوزيلندا، على عينة ( ١١٩ ) شركة مدرجة في بورصة نيوزيلندا خلال الفترة من ٢٠٠١:٢٠٠٥ .

وتوصلت الدراسة إلى: عدم وجود تأثير معنوي لتركز الملكية على الإفصاح الاختياري، وأن الأنواع المختلفة للمساهمين المسيطرين تؤثر على مستوى الإفصاح.

٦- دراسة: (Akhtaruddin & Haron,2010)

"Board Ownership, Audit Committees' Effectiveness, and corporate Voluntary Disclosures"

استهدفت هذه الدراسة: اختبار العلاقة بين ملكية مجلس الإدارة وفعالية لجان المراجعة؛ من حيث نسبة المدراء المستقلين وغير التنفيذيين والإفصاح الاختياري للشركات، وتكونت العينة من ( ١٢٤ ) شركة مدرجة في بورصة ماليزيا، خلال عام ٢٠٠٣ .

وتوصلت الدراسة من خلال استخدام أسلوب الإحصاء الوصفي وتحليل الانحدار البسيط إلى: أن ملكية مجلس الإدارة تؤدي إلى انخفاض الإفصاح الاختياري، ووجود علاقة ضعيفة بين ملكية المجلس والإفصاح الاختياري للشركات التي يوجد لديها نسبة أكبر من المدراء المستقلين الغير تنفيذيين في لجنة المراجعة.

٧- دراسة: (Rouf & Al Harun, 2011)

"Ownership Structure and Voluntary Disclosure in Annual Reports of Bangladesh"

استهدفت هذه الدراسة: بحث العلاقة بين هيكل الملكية ( ملكية إدارية، ملكية مؤسسية) ومستويات الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية لعينة تكونت من ( ١٤ ) شركة مدرجة في سوق بنجلادش لعام ٢٠٠٧، وذلك باستخدام تحليل الانحدار المتعدد، واستخدام مؤشر الإفصاح غير المرجح لقياس الإفصاح الاختياري يتكون من ٩٨ بند. وتوصلت الدراسة إلى: أن مستوى الإفصاح الاختياري يرتبط بعلاقة سالبة مع ملكية الإدارة، والإفصاح الاختياري يرتبط بعلاقة إيجابية مع الملكية المؤسسية.

٨- دراسة: (Tinaikar, 2014)

"Voluntary Disclosure and Ownership Structure: an Analysis of Dual Class Firms"

استهدفت هذه الدراسة: اختبار العلاقة بين الإفصاح الاختياري وهيكل الملكية ( ملكية إدارية، ملكية عائلية)، على عينة تتكون من ( ٢١٠ ) شركة أمريكية، خلال الفترة ما بين عامين ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠١؛ حيث شهدت هذه الفترة نشر أخبار مغلوبة وتقارير منقوصة من قبل الشركات الأمريكية عامة وفصائح حكومية وتعيوضات تنفيذية بشكل غير مسبوق، وتم الاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد ونموذج الانحدار اللوغريتمي المتعدد.

توصلت الدراسة إلى: وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح وحق السيطرة، ووجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الإفصاح وحصصة الإدارة من التدفقات النقدية.

٩- دراسية: ( Haddad et al., 2015 )

"The Impact of Ownership Structure and Family Board Domination on Voluntary Disclosure for Jordanian Listed companies"

استهدفت هذه الدراسة: بيان أثر هيكل الملكية العائلية على الإفصاح الاختياري للشركات الأردنية المدرجة، وتم تقسيم هيكل الملكية إلى: الملكية الحكومية، الملكية الأجنبية، الملكية الإدارية، وعدد حملة الأسهم، على ٥٧ شركة أردنية صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية خلال عام ٢٠٠٤، باستخدام نموذج الانحدار المتعدد.

وتوصلت الدراسة إلى: وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الاختياري والملكية الحكومية، وعلاقة سالبة بين مستوى الإفصاح الاختياري مع الملكية الإدارية، وتوصلت أيضًا إلى: أن الملكية الحكومية تعزز مبدأ الشفافية، وأن الملكية الأجنبية وعدد حملة الأسهم لا ترتبط بالإفصاح الاختياري.

١٠- دراسة: ( العيسى، ٢٠١٦ )

"أثر هيكل الملكية على الإفصاح الاختياري في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"

استهدفت هذه الدراسة: بيان أثر نوع الملكية على مستوى الإفصاح الاختياري في الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية على عينة ( ٥٧ ) شركة من أصل ( ٦٩ ) شركة، بما نسبته ٨٢.٦% من مجتمع الدراسة .

وتوصلت الدراسة إلى: وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية لحجم مكتب المراجعة والملكية الأجنبية على مستوى الإفصاح الاختياري ، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لكل من (نوع الملكية، وحجم مجلس الإدارة، وتركز الملكية، والمديونية، وربحية الشركة، وحجم الشركة، ونسبة السيولة) على مستوى الإفصاح الاختياري عند مستوى معنوية ٥%.

١١- دراسة: ( Zaini et al., 2017 )

"Impact of Ownership Structure on Level of Voluntary Disclosure in Annual Reports: Comparison Between Listed Family-controlled and Nonfamily-controlled Companies in Malaysia"

استهدفت هذه الدراسة: اختبار العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية السنوية للشركات الماليزية، لعينة مكونة من ( ٣٠ ) شركة مدرجة في بورصة ماليزيا، خلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٣.

وتوصلت الدراسة إلى: أن الشركات التي تسيطر عليها الملكية العائلية تتوسع في مستوى الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية وخاصة المعلومات التي تحمل في طياتها مؤشرات سلبية والمعلومات الخاصة بالشركة والاستراتيجيات والمعلومات المالية والمعلومات الخاصة بالمسئولية الاجتماعية.

#### التعليق على الدراسات السابقة:

من خلال العرض السابق للدراسات السابقة؛ تبين ما يلي:

وجود تباين بين الدراسات السابقة لطبيعة العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال؛ فبعض الدراسات وجدت أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري كمتغير مستقل يساهم في تقليل عدم التماثل في المعلومات وانخفاض في تكلفة رأس المال، في حين توصلت دراسات أخرى إلى أن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري يؤدي إلى زيادة تكاليف رأس المال، وتمثل الاتجاه الأخير في عدم وجود علاقة بين بعض بنود مؤشر الإفصاح الاختياري وبين تكلفة رأس المال؛ وقد يرجع الاختلاف في نتائج تلك الدراسات لطبيعة تلك العلاقة إلى: عدم ثقة وإدراك المساهمين فيما تقوم به من خلال الإفصاح الاختياري، وبالتالي عدم استخدامه في اتخاذ قراراتهم.

أن في منهج قياس مستوى الإفصاح الاختياري المتبع في الدراسات السابقة تنوع وتباين؛ حيث اعتمدت بعض الدراسات في قياسه على مؤشرات جاهزة معدة من قبل جهات أو منظمات مهنية، والبعض الآخر اعتمد على مؤشر للإفصاح مكون من ٤ أبعاد (معلومات عن استراتيجية الشركة، مقاييس غير مالية، معلومات مخططة، معلومات عن هيكل الملكية)، والبعض استخدم مؤشر مكون من ٥ أبعاد (المعلومات العامة، الدراسات والتحليلات الإدارية، المسئولية الاجتماعية والبيئية، النسب والتحليلات المالية، المعلومات المستقبلية)، هذا وتعتمد الدراسة الحالية على مؤشر مبنى على ٣ أبعاد تشمل ٤٩ بنداً؛ بحيث تعطى للبند المفصوح (١) وصفر خلاف ذلك، ثم قسمة إجمالي البنود المفصوح عنها إلى إجمالي بنود المؤشر.

اختلفت الدراسات السابقة في طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري؛ حيث وجدت بعض الدراسات أن: هيكل الملكية ( ملكية إدارية، مؤسسية، أجنبية، حكومية) يؤدي إلى زيادة مستوى الإفصاح الاختياري، والبعض الآخر: وجد علاقة سالبة بين: هيكل الملكية ( ملكية إدارية، ومؤسسية، أجنبية) ومستوى الإفصاح الاختياري؛ في حين توصل البعض لعدم وجود علاقة بين الملكية الإدارية، الحكومية، والأجنبية مع مستوى الإفصاح الاختياري.

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة بإدخال أبعاد هيكل الملكية ( الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، والملكية الأجنبية) كمتغير منظم للعلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال؛ وذلك لمعرفة طبيعة واتجاه العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع بعد ادخال متغير منظم على تلك العلاقة وتفسير ذلك.

#### صياغة فروض البحث:

##### ١- الفرضية الأولى للدراسة:

"توجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال"

يشتق منه الفرضين التاليين:

توجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية.

توجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة الاقتراض.

##### ٢- الفرضية الثانية للدراسة:

"يوجد أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس

المال للشركات".

يشتق منه الفرضيين التاليين:

"يوجد أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق

الملكية للشركات".

"يوجد أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة

الاقتراض للشركات".





ثالثاً: نماذج البحث:

سوف تعتمد الباحثة في اختبارها لفروض الدراسة الحالية على ستة نماذج للانحدار المتعدد؛ حيث يتم صياغة النموذج الأول بهدف اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال للشركة؛ والنموذج الثاني بهدف اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية للشركة، ثم يلي ذلك اختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة الاقتراض من خلال النموذج الثالث، والنموذج الرابع بهدف اختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، ثم يتم صياغة النموذج الخامس لاختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح الاختياري للشركات وتكلفة حقوق الملكية وبالمثل يتم صياغة النموذج السادس لاختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الإفصاح الاختياري وتكلفة الاقتراض.

**النموذج الأول:** ويختص باختبار الفرض الأول للدراسة لاختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

$$CO - CA_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GRO_{it} + \beta_4 FSIZE_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 AUD_{it} + \varepsilon_i$$

حيث إن:

**CO-CA<sub>it</sub>** تشير إلى تكلفة رأس المال للشركة (i) في الفترة (t)، وتقاس بالمتوسط المرجح لتكلفة الأموال WACC.

**VD<sub>it</sub>** تشير إلى مستوى الإفصاح الاختياري للشركة (i) في الفترة (t).

**LEV<sub>it</sub>** تشير إلى نسبة المديونية للشركة (i) في الفترة (t)، وتقاس بقسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول.

**GRO<sub>it</sub>** تشير إلى معدل النمو للشركة (i) في الفترة (t)، ويقاس من خلال نسبة التغير في المبيعات عن السنة السابقة.

**PROF<sub>it</sub>** تشير إلى ربحية الشركة (i) في الفترة (t)، ويقاس من خلال قسمة صافي الدخل على إجمالي الإيرادات.

**FSIZE<sub>it</sub>** تشير إلى حجم الشركة (i) في الفترة (t)، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.

**AUD<sub>it</sub>** تشير إلى حجم مكتب المراجعة للشركة (i) في الفترة (t)، ويقاس بمتغير وهمي يعطي (1) في حالة إذا كان المكتب أحد المكاتب الأربع الكبرى أو مرتبط معها، أو (صفر) بخلاف ذلك.

$\beta_0$  ثابت الانحدار .  
 $\beta_1$  معامل الانحدار للمتغير المستقل (مستوى الإفصاح الاختياري).  
 $\beta_2: \beta_6$  معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة.  
 $\varepsilon_{it}$  بند الخطأ العشوائى (المتبقي إحصائياً من تقدير النموذج).  
**النموذج الثاني:** ويختص باختبار الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الأول لاختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية.  

$$CO - EQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GRO_{it} + \beta_4 FSIZE_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 AUD_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

$CO - EQ_{it}$  تشير إلى تكلفة حقوق الملكية للشركة (i) في الفترة (t).

**النموذج الثالث:** ويختص باختبار الفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الأول لاختبار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة الاقتراض.  

$$CO - DE_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 GRO_{it} + \beta_4 FSIZE_{it} + \beta_5 PROF_{it} + \beta_6 AUD_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

$CO - DE_{it}$  تشير إلى تكلفة الاقتراض للشركة (i) في الفترة (t).

**النموذج الرابع:** ويختص باختبار الفرض الثاني للدراسة لاختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.  

$$CO - CA_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 OWNST_{it} + \beta_3 VD_{it} * OWN_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GRO_{it} + \beta_6 FSIZE_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

$OWNST_{it}$  تشير إلى هيكل الملكية للشركة (i) في الفترة (t).

$VD_{it} * OWNST_{it}$  تشير إلى التفاعل بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري

**النموذج الخامس:** ويختص باختبار الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الثاني للدراسة  
لاختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة حقوق  
الملكية.

$$CO - EQ_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 OWNST_{it} + \beta_3 VD_{it} * OWNST_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GRO_{it} + \beta_6 FSIZE_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \epsilon_{it}$$

**النموذج السادس:** ويختص باختبار الفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الثاني للدراسة  
لاختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة  
الاقتراض.

$$CO - DE_{it} = \beta_0 + \beta_1 VD_{it} + \beta_2 OWNST_{it} + \beta_3 VD_{it} * OWNST_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 GRO_{it} + \beta_6 FSIZE_{it} + \beta_7 PROF_{it} + \beta_8 AUD_{it} + \epsilon_{it}$$

رابعاً: التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

يوضح جدول رقم (1) وصفاً لمتغيرات البحث والتعريف الإجرائي لها:

جدول رقم (1): التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث

التعريف الإجرائي للمتغير المستقل	المتغيرات المستقلة	
	رمز المتغير	اسم المتغير
سيتم القياس عن طريق قسمة عدد البنود الاختيارية التي أفصحت عنها الشركة بالنسبة لإجمالي عدد البنود التي يمكن الإفصاح عنها (إجمالي بنود مؤشر مستوى الإفصاح الاختياري) بالاعتماد على مؤشر للإفصاح مكون من ثلاث مجموعات مكونة من ٤٩ بنداً فرعياً.	VD	مستوى الإفصاح الاختياري

التعريف الإجرائي	المتغير المنظم	
	رمز المتغير	اسم المتغير
ويتم قياس قيمة المؤشر لكل شركة من عينة البحث من خلال جمع ما حصلت عليه كل شركة من البنود الأربعة ( الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، الملكية الأجنبية) من صفر، واحد، لتأخذ كل شركة قيمة واحدة تعبر عن المؤشر تتراوح ما بين صفر ، ٤ .	OWN ST	هيكل الملكية

التعريف الإجرائي للمتغير التابع	المتغيرات التابعة	
	رمز المتغير	اسم المتغير
ويتم قياس تكلفة رأس المال باستخدام المتوسط المرجح لتكلفة الأموال (W.A.C.C) وهو عبارة عن تكلفة كل مصدر من مصادر رأس المال ( تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض) مرجحة بأوزان نسبية لكل مصدر منها.	CO-CA	تكلفة رأس المال

التعريف الإجرائي	المتغيرات الضابطة	
	رمز المتغير	اسم المتغير
اللوغارتم الطبيعي الإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.	SIZE	حجم الشركة
تقاس عن طريق قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام.	LEV	نسبة المديونية
مقاساً بنسبة مبيعات نهاية السنة الحالية الي مبيعات نهاية السنة السابقة.	GRO	معدل النمو
تقاس من خلال صافي الدخل على إجمالي الإيرادات.	PROF	الربحية
متغير وهمي يتم إعطاء إحدى القيمتين (1) للشركات التي يتم مراجعتها بواسطة أكبر مكاتب مراجعة (BIG4) و(0) بخلاف ذلك.	AUD	حجم مكتب المراجعة

خامساً: الأسلوب الاحصائي المستخدم في الدراسة:

في ضوء الأهداف التي يسعى إليها البحث واستخدام الأسلوب الإحصائي المناسب الذي يساعد في التوصل إلي أفضل النتائج، تم تحليل البيانات إحصائياً من خلال استخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد؛ حيث وجد أنه النموذج الأنسب لتحليل البيانات المالية للشركات.

## القسم الرابع

### الاختبارات الإحصائية و خلاصة البحث

اعتمد تحليل نتائج البحث على خمس مراحل؛ بدأت بالإحصاءات الوصفية لبيانات الدراسة وتحليل الارتباط، ثم المقارنة بين نماذج الدراسة، ومرت بدراسة المشاكل التي يمكن أن يتعرض لها تحليل الانحدار للتحقق من خلو النموذج من وجود هذه المشاكل، وانتهت بنتائج تحليل الانحدار لاختبار فرضيات البحث، وفيما يلي تحليل لهذه المراحل:

#### أولاً: الإحصاءات الوصفية:

يعرض جدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نماذج البحث حيث تظهر النتائج بالنسبة لمتوسط تكلفة رأس المال يبلغ %14.7 بينما بلغ متوسط تكلفة حقوق الملكية وتكلفة الاقتراض 40.2-، 47.1.

فيما يتعلق بالمتغير المستقل (مستوى الإفصاح الاختياري)، تظهر النتائج أن متوسط الإفصاح الاختياري في شركات عينة البحث بلغ %45.9، كما أن متوسط مؤشر هيكل الملكية كمتغير منظم للعلاقة بلغ 1.24، بينما بلغ متوسط التفاعل بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري %58.9، وذلك بانحراف معياري يبلغ %43.5، كذلك يتضمن جدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات الضابطة؛ حيث يتضح أن متوسط نسبة المديونية لشركات العينة يبلغ 1.2، وهذا يدل على أن شركات العينة تعتمد في تمويل الأصول على الاقتراض، متوسط النمو في المبيعات خلال الفترة من 2014 : 2016 ما يعادل 10.59 مرة، بينما يبلغ متوسط ربحية شركات العينة %26.8، كما أن متوسط حجم الشركة يبلغ 8.6.

جدول رقم (2): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	عدد المشاهدات	المتغيرات
5.60326	-.4023653	1.8	-78	225	تكلفة حقوق الملكية
1.273496	.4714662	9.5	0	225	تكلفة الاقتراض
1.640908	.1470542	21	-12	225	تكلفة رأس المال
.1454644	.4585333	0.88	0.22	225	مستوى الإفصاح الاختياري
.7471374	1.24	3	0	225	هيكل الملكية
.434805	.5885333	2.01	0	225	التفاعل بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري
2.23269	1.22291	14.83	-13.632	225	نسبة المديونية
93.46366	10.5905	980.4	-4.8373	225	فرص النمو
1.115417	.2680835	9.937	-2.1776	225	الربحية
1.308496	8.601722	10.58	.00598	225	حجم الشركة

#### ثانياً: تحليل الارتباط:

تظهر نتائج الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة، كما هو موضح بالجدول رقم (3)، وجود ارتباط موجب وقوي بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري عند مستوى (0.01) ، كما يوجد ارتباط موجب عند مستوى (0.05) لتفاعل هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري على تكلفة رأس المال، وتشير نتائج الارتباط إلى وجود علاقة موجبة بين نسبة المديونية وتكلفة الاقتراض عند مستوى (0.01)، وتظهر أيضاً نتائج مصفوفة الارتباط وجود علاقة موجبة بين كل من الربحية، حجم الشركة، مكتب المراجعة مع مستوى الإفصاح الاختياري، وعدم وجود ارتباط بين باقي متغيرات الدراسة.

جدول رقم (3) : مصفوفة الارتباط ( بيرسون ) للعلاقة بين متغيرات البحث

المتغيرات	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1 تكلفة حقوق الملكية											
2 تكلفة الاقتراض	.643										
3 تكلفة رأس المال	.792	.944									
4 مستوى الإفصاح الاختياري	.651	.477	.227	1							
5 هيكل الملكية	.658	.432	.199	.005***	1						
6 التفاعل بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري	.592	0.196	.045**	.000***	.000***	1					
7 السيولة	.651	.000***	.8323	.3502	.7597	.4041	1				
8 فرص النمو	.858	.6177	.9436	.1176	.4936	.1225	.462	1			
9 الربحية	.897	.9955	.8388	.0130**	.9200	.3486	.949	.85	1		
10 حجم الشركة	.572	.6020	.5722	.012**	.000***	.000***	.079*	.64	.32	1	
11 مكتب المراجعة	.269	.9251	.7344	.000***	.000***	.000***	.504	.97	.05*	.00***	1

\*\*\* الارتباط دال عند مستوى 0.01

\*\* الارتباط دال عند مستوى 0.05

\* الارتباط دال عند مستوى 0.1

### ثالثاً: المقارنة بين النماذج المختلفة:

تم الاعتماد على نماذج Panel Data التي تتناسب مع طبيعة البيانات؛ حيث تحتوي البيانات على مجموعة من الشركات في عدة سنوات، وقد اعتمدت الباحثة على البيانات باستخدام نموذج التأثيرات العشوائية بناءً على اختبارات تمت على بيانات العينة للمفاضلة واختيار أفضل نموذج؛ حيث تم المفاضلة بين نموذج (Fixed) ونموذج (Random) باستخدام اختبار Hausman Test ويتم المفاضلة بين النموذجين بناءً على قيمة المعنوية P-Value؛ فإذا كانت (P-Value > 0.05) يُفَضَّل استخدام نموذج (random)، وبالتالي يتم الاعتماد على نموذج التأثيرات العشوائية كأفضل نموذج (Baltag, 2008).

كذلك تم المفاضلة بين: نموذج (Random)، ونموذج (Pooled) باستخدام اختبار Breusch and Pagan Lagrangian multiplier Test ويتم المفاضلة بين النموذجين بناءً على قيمة المعنوية P-Value؛ فإذا كانت (P-Value < 0.05) يكون النموذج معنوي ويُفَضَّل استخدام نموذج (Random)، هذا وقد أظهرت نتائج الاختبار على بيانات الدراسة الحالية أن (P-Value < 0.05) بالنسبة لجميع النماذج، وبالتالي يتم الاعتماد على نموذج التأثيرات العشوائية كأفضل نموذج (Baltag, 2008).

### رابعاً: اختبارات التحقق من افتراضات النموذج المُسْتَحْدَم لتحليل البيانات:

يتم أولاً التأكد من مدى وقوع نموذج الانحدار المُقَدَّر في أي مشكلة من مشاكل القياس، والتي قد تنشأ بسبب تخلف أحد شروط طريقة المربعات الصغرى (OLS) المُسْتَحْدَمَة في تقدير نماذج الانحدار، والتي قد تؤدي إلي ظهور نتائج متحيزة أو غير دقيقة؛ ومن أهم تلك المشاكل ما يلي:

#### ١ - مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity :

يقصد بالازدواج الخطي وجود ارتباط مؤثر بين المتغيرات المستقلة بعضها البعض، وتم التحقق من مدى وقوع النماذج المُقَدَّرَة في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم "VIF"، ولوحظ أن جميع قيم معاملات التضخم "VIF" لمتغيرات نماذج الانحدار لم تتجاوز ١٠، حيث بلغت أقصى قيمة لمعامل التضخم في النماذج المُقَدَّرَة (9.9)؛ وهو ما يعني: عدم وقوع نماذج الدراسة المُقَدَّرَة في هذه المشكلة من مشاكل القياس.



## ٢- مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation:

وهي من أخطر المشاكل التي تواجه الباحثين في تقدير نماذج الانحدار والتي إذا وقع فيها النموذج لا نستطيع الاعتماد علي نتائجه؛ وهي تنشأ عن طريق وجود علاقة ارتباطية بين أخطاء نموذج الانحدار، فقامت الباحثة بدراسة مشكلة الارتباط الذاتي التي يُمكن أن يتعرض لها نموذج الانحدار؛ حيث استخدمت الباحثة اختبار (Wooldridge test)، وبحسابه توصلت إلى أن ( $P\text{-Value} < 0.05$ ) في النموذج الأول والرابع؛ مما يدل على وجود مشكلة الارتباط الذاتي، أما باقي النماذج ( $P\text{-Value} > 0.05$ )؛ مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء.

ولحل مشكلة الارتباط الذاتي؛ فقد قامت الباحثة باستخدام طريقة المربعات الصغرى (random effect) ولكن مع تعديل الخطأ العشوائي باستخدام أسلوب (Robust standard error) والذي يصحح النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي (Hoechle, 2007; Holzacker et al., 2015).

## ٣- مشكلة اختلاف التباينات Heteroscedasticity:

للتحقق من صحة فرض ثبات التباينات (الخطأ العشوائي)؛ فقد قامت الباحثة باستخدام اختبار White وبحسابه تبين عدم تحقق هذا الشرط في النموذج الثالث والسادس للدراسة؛ حيث كانت قيمة ( $P\text{-Value} < 0.05$ )، ولحل هذه المشكلة؛ فقد قامت الباحثة بتطبيق أسلوب (Robust Standard Error)، والذي يصحح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلتي عدم ثبات التباينات والارتباط الذاتي (Hoechle, 2007; Holzacker et al., 2015).

## ٤- مشكلة اعتدالية الأخطاء العشوائية Normality:

قامت الباحثة بالتحقق من أن الأخطاء العشوائية لنماذج الانحدار المُقدَّرة تتبع التوزيع الطبيعي باستخدام اختبار Shapiro-wilk، ولوحظ أن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي؛ حيث كانت قيمة ( $p\text{-value} < 0.05$ ) في جميع نماذج الدراسة، وبالتالي فقدت طريقة المربعات الصغرى أهم شرط من شروط استخدامها، ولحل هذه المشكلة؛ فقد قامت الباحثة باستخدام أسلوب Winsorizing لتحويل القيم الشاذة إلى أقرب قيم مقبولة؛ ومن ثمَّ اختبارها باستخدام طريقة المربعات الصغرى كما في دراسة (Veprauskaite and Adams, 2013; Larker et al., 2007).

## خامساً: نتائج تحليل الانحدار:

لاختبار فروض البحث؛ تمّ التوصل إلى نتائج تحليل الانحدار بطريقة ( Random Effect) ضمن حزمة برنامج (Stata) على النحو التالي:

١. تحليل الانحدار للعلاقة بين مستوي الإفصاح الاختياري وكلّ من : تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض.

تُظهر نتائج الانحدار الموضحة بالجدول رقم(4) نتائج الانحدار للنموذج الأول، الثاني، والثالث؛ حيث لا توجد علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح الاختياري وكلّ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض، وهذا لا يدعم كلاً من الفرض الأول الخاص بالعلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الأول (توجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية)، والفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الأول (توجد علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة الاقتراض).

وتتسق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Guidry, 2004) لعدم وجود علاقة بين بعض بنود الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية، وعدم وجود علاقة بين كل بنود الإفصاح الاختياري وتكلفة الاقتراض.

وتظهر نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم(4) وجود علاقة معنوية موجبة عند مستوى (0.01) بين النمو في المبيعات وكلّ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ بمعنى بزيادة معدل نمو المبيعات تزداد تكلفة رأس المال بشقيها.

جدول رقم ( 4 ) نتائج الانحدار لاختيار العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وكل من : تكلفة رأس المال ، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض

تكلفة الاقتراض		تكلفة حقوق الملكية		تكلفة رأس المال		اسم المتغير							
معنوية (دلالة) معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	معنوية (دلالة) معاملات الانحدار	الخطأ المعياري	معنوية (دلالة) معاملات الانحدار	الخطأ المعياري								
قيمة (P)	قيمة (t)	قيمة (P)	قيمة (t)	قيمة (P)	قيمة (t)								
0.746	-0.32	0.359	-0.116	0.208	1.26	0.131	0.165	0.489	0.69	0.116	0.083	مستوى الإفصاح الاختياري	
0.893	-0.13	0.106	-0.014	0.453	-0.75	0.039	-0.029	0.736	-0.34	0.037	-0.013		مكتب المراجعة
0.192	1.31	0.031	0.041	0.977	-0.03	0.009	-0.000	0.505	-0.67	0.009	-0.006		نسبة المدبونية
.001***	-3.42	0.000	-0.000	.000***	4.37	0.000	0.000	.000***	4.62	0.000	0.000	فرص النمو	
0.959	0.05	0.034	0.002	0.647	0.46	0.016	0.007	0.801	-0.25	0.009	-0.002	الربحية	
0.774	0.29	0.026	0.008	0.871	0.16	0.014	0.002	0.790	0.27	0.012	0.003	حجم الشركة	
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث إن (P < 0.01)													
عدد المشاهدات= 225		معامل التحديد (R <sup>2</sup> )= 0.021		عدد المشاهدات= 225		معامل التحديد (R <sup>2</sup> )= 0.013		عدد المشاهدات= 225		معامل التحديد (R <sup>2</sup> )= 0.008			
دلالة F= 0.028		قيمة F= 2.41		دلالة F= 0.000		قيمة F= 4.42		دلالة F= 0.000		قيمة F= 4.31			

مما سبق ونتيجة لعدم وجود علاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ تظهر أهمية ادخال متغير منظم للعلاقة؛ وهذا ما سيتم لاحقاً.

٢. تحليل الانحدار لاختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض.

بادخال هيكل الملكية كمتغير منظم في نموذج الانحدار للعلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ يتبين من النتائج الموضحة بالجدول رقم(5) نتائج الانحدار للنموذج الرابع، الخامس، والسادس وجود علاقة معنوية موجبة عند مستوى معنوية (0.01) بين مستوى الإفصاح الاختياري وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ بمعنى في ظل مستوى مرتفع للإفصاح الاختياري تزداد تكلفة رأس المال بشقيها والعكس صحيح، كما يتسق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة (Botosan, 1995) لوجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

وتظهر نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم (5) وجود علاقة معنوية موجبة عند مستوى معنوية (0.01) بين هيكل الملكية وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية ، وتكلفة الاقتراض، بينما توجد علاقة معنوية سالبة عند مستوى معنوية (0.01) للتفاعل بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري مع كلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض وتدعم تلك النتيجة صحة توقع الفرض الثاني الخاص بأثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، الفرض الفرعي الأول للفرض الرئيسي الثاني الخاص بوجود أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة حقوق الملكية، والفرض الفرعي الثاني للفرض الرئيسي الثاني الخاص بوجود أثر لهيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة الاقتراض.

جدول رقم ( 5 ) نتائج الانحدار لاختبار أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وكل من :  
تكلفة رأس المال ، تكلفة حقوق الملكية ، وتكلفة الاقتراض

اسم المتغير	تكلفة رأس المال			تكلفة حقوق الملكية			تكلفة الاقتراض											
	معنوية (دلالة)		الخطأ المعياري	معنوية (دلالة)		الخطأ المعياري	معنوية (دلالة)		الخطأ المعياري									
	قيمة (P)	قيمة (t)		قيمة (P)	قيمة (t)		قيمة (P)	قيمة (t)										
مستوى الإفصاح الاختياري	معاملات الانحدار B	0.614	0.190	0.055	0.202	0.001***	3.23	0.001***	6.64	0.206	2.06	0.001***	3.22	0.001***	1.453	0.793	1.83	0.067*
	Std. Error	0.113	0.055	0.055	0.113	0.055	0.059	0.194	0.059	0.119	0.119	0.059	0.194	0.059	0.119	0.059	0.119	0.059
هيكل الملكية	معاملات الانحدار B	-0.402	0.113	0.000***	-3.55	0.000***	3.64	0.000***	3.64	0.055	0.202	0.000***	-3.55	0.000***	-1.755	0.622	-2.82	0.005***
	Std. Error	0.037	0.009	0.009	0.037	0.009	0.037	0.009	0.037	0.009	0.037	0.009	0.037	0.009	0.037	0.009	0.037	0.009
مكتب المراجعة	معاملات الانحدار B	-0.023	0.009	0.001	-0.54	0.591	-0.62	0.536	-0.62	0.037	-0.023	0.037	-0.62	0.037	0.043	0.271	0.16	0.874
	Std. Error	0.005	0.009	0.009	0.005	0.009	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005	0.005
نسبة المديونية	معاملات الانحدار B	0.000	0.000	0.000***	3.94	0.000***	3.94	0.000***	3.94	0.000	0.000	0.000***	4.11	0.000***	0.058	0.055	1.07	0.286
	Std. Error	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
فرص النمو	معاملات الانحدار B	-0.005	0.009	0.583	-0.55	0.583	-0.55	0.583	-0.55	0.009	-0.005	0.009	-0.55	0.009	-0.010	0.051	-0.20	0.844
	Std. Error	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013	0.013
حجم الشركة	معاملات الانحدار B	0.0004	0.013	0.972	0.04	0.972	0.04	0.972	0.04	0.013	0.0004	0.013	0.04	0.013	0.046	0.054	0.84	0.399
	Std. Error	0.0004	0.013	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004	0.0004
*** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1% ، حيث إن (P < 0.01) ** الفروق دالة عند مستوى معنوية 5% ، حيث إن (P < 0.05) * الفروق دالة عند مستوى معنوية 10% ، حيث إن (P < 0.1)																		
معامل التحديد (R <sup>2</sup> )=0.059		عدد المشاهدات=225		معامل التحديد (R <sup>2</sup> )=0.063		عدد المشاهدات=225		معامل التحديد (R <sup>2</sup> )=0.089		عدد المشاهدات=225								
قيمة F = 3.06		دلالة F = 0.001		قيمة F = 4.06		دلالة F = 0.000		قيمة F = 12.38		دلالة F = 0.26								

وتظهر نتائج الانحدار الموضحة بجدول رقم(5) وجود علاقة معنوية موجبة عند مستوى (0.01) بين النمو في المبيعات وتكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ بمعنى زيادة معدل نمو المبيعات تزداد تكلفة رأس المال بشقيها. في حين أن المتغيرات التالية ( مكتب المراجعة، نسبة المديونية، الربحية، حجم الشركة) لم يظهر تأثير معنوي علي المتغير التابع؛ نظراً لزيادة قيمة الدلالة عن أي مستوى معنوية.

ويلاحظ من نتائج الانحدار تحسناً في القوة التفسيرية للنموذج بعد ادخال المتغير المنظم من 0.8% إلى 5.9%؛ وهذا يعني: زيادة قدرة تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير التابع ( تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض).

#### خامساً: خلاصة البحث:

يُعد هذا البحث إضافة حقيقية للدراسات السابقة التي درست العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، حيث استهدف البحث: معرفة أثر هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال، وقد تم اختبار تلك العلاقة من خلال نموذج الانحدار المتعدد بالتطبيق على عينة من ( ٧٥ ) شركة من الشركات المدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٤ حتى ٢٠١٦ م.

#### وتتمثل أهم نتائج البحث فيما يلي:

١. أظهرت النتائج أن الشركات المساهمة المصرية تُقدّم مستوى إفصاح اختياري بمتوسط 0.45% ، وأن هناك تبايناً بين مستوى الإفصاح الذي تُقدمه الشركات المساهمة المصرية بين 22%، و88%؛ ولهذا يُستنتج ضرورة ترسيخ ثقافة التوسع في الإفصاح الاختياري من خلال تقديم مستوى مرتفع للإفصاح الاختياري وما يصاحبه من منافع اقتصادية على المنشأة.

٢. أظهرت النتائج أنه لا توجد علاقة معنوية بين مستوى الإفصاح الاختياري وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض قبل ادخال المتغير المنظم للعلاقة.

٣. اتضح وجود علاقة معنوية موجبة عند مستوى (0.01) بين النمو في المبيعات وتكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ بمعنى نمو المبيعات يزيد تكلفة رأس المال بشقيها. في حين أن المتغيرات التالية : ( مكتب المراجعة، نسبة المديونية،

الربحية، حجم الشركة) لم يظهر تأثير معنوي علي المتغير التابع نظرًا لزيادة قيمة الدلالة عن أي مستوى معنوية.

٤. أظهرت النتائج بعد ادخال هيكل الملكية كمتغير منظم لوجود علاقة معنوية موجبة عند مستوى معنوية (0.01) بين مستوى الإفصاح الاختياري وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ بمعنى في ظل مستوى مرتفع للإفصاح الاختياري تزداد تكلفة رأس المال بشقيها والعكس صحيح، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Botosan, 1995) للتأكيد على وجود علاقة موجبة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال.

٥. أظهرت نتائج الانحدار وجود علاقة معنوية موجبة عند مستوى معنوية (0.01) بين هيكل الملكية وكلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض، بينما توجد علاقة معنوية سالبة عند مستوى معنوية (0.01) للتفاعل بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح الاختياري مع كلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض؛ ويفسر ذلك بأن زيادة مستوى الإفصاح الاختياري تؤدي إلى انخفاض كلٍ من: تكلفة رأس المال، تكلفة حقوق الملكية، وتكلفة الاقتراض، وهذا يعتبر من أهم أهداف الإفصاح الاختياري.

#### التوصيات بناءً على النتائج السابقة:

١. ضرورة الاهتمام بنشر الوعي لدى المستثمرين حول المزيد من الإفصاح الاختياري، وربط ذلك بالحصول على منافع اقتصادية؛ ومن أهمها تخفيض تكلفة رأس المال.
٢. ضرورة توسيع التشريعات الخاصة بنطاق عمل مراجعي الحسابات؛ بحيث تشمل مراجعة معلومات الإفصاح الاختياري التي تقوم الشركات بنشرها.
٣. إجراء المزيد من البحوث على قطاعات أخرى ولسنوات مختلفة، بالإضافة إلى تغيير المتغيرات الضابطة، واستخدام معيار مختلف لقياس هيكل الملكية، لإثراء العملية البحثية.
٤. ضرورة اهتمام الجهات المختصة بالإفصاح عن المزيد من المعلومات الاختيارية؛ خاصة تلك المتعلقة بالمعلومات المستقبلية، والمعلومات المالية، لتصل إلى مستخدمي القوائم المالية واضحة لتساعدهم على اتخاذ القرارات.
٥. ضرورة تطبيق أساليب الإفصاح الإلكتروني؛ لأنه يساعد على توصيل المعلومات المالية وغير المالية في الوقت المناسب مع إمكانية التحديث الفوري للمعلومات.

## المراجع

### أولاً : المراجع العربية:

أبو المكارم، وصفي، (٢٠٠٢)، "دراسات متقدمة في مجال المحاسبة المالية"، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية.

السعدني، مصطفى حسن، (٢٠٠٧)، "مدى ارتباط الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية وحوكمة الشركات"، المؤتمر الدولي ( مهنة المحاسبة والمراجعة والتحديات المعاصرة)، جمعية المحاسبين و مدققي الحسابات بدولة الإمارات العربية المتحدة.  
العقيل، محمد سليمان، (٢٠١٣)، "تقويم نماذج تقدير تكلفة رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي"، مجلة البحوث التجارية، الجمعية السعودية للمحاسبة، ١٢(١).

العيسي، أحمد طاهر، (٢٠١٦)، "أثر هيكل الملكية على الإفصاح الاختياري في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية": دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك.

الفولي، فابقة جابر (٢٠٠٠) " الاختلافات النسبية في درجة الإفصاح الاختياري بين الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال "رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة ، جامعة الإسكندرية.

بالحاج، سمير، (٢٠٠٦)، "العوامل المؤثرة على الإفصاح الاختياري، دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، الأردن .

حداد، فايز (٢٠٠٧)، الإدارة المالية، المركز الأكاديمي للكتب الجامعية، الأردن، الطبعة الأولى.

حسن، رضا صبحي، (٢٠١٧)، "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح في شركات المساهمة المصرية" مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، مجلد ٣٩).

حنا، عماد جورج، (٢٠١٥) "إطار مقترح للعلاقة بين تكلفة رأس المال وكل من جودة الإفصاح وجودة الأرباح وجودة حوكمة الشركات ودور خطر المعلومات في تفسير هذه العلاقة، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية.



سعد الدين، إيمان محمد، (٢٠١٤)، "تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة"، مجلة المحاسبة والمراجعة AUJAA ، كلية التجارة، جامعة بني سويف، المجلد الثاني، العدد الأول.

عفيفي، هلال عبد الفتاح، (٢٠٠٨)، "العلاقة بين تطبيق حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري في التقارير السنوية": دراسة اختبارية في البيئة المصرية، مجلة البحوث التجارية ، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٣٠ (١).

عفيفي، هلال عبد الفتاح، (٢٠١٣)، "أثر تركيز الملكية الفردية والحكومية على إدارة الأرباح في القطاعين الخاص والعام": دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة، جامعة المنصورة، العدد الرابع، مجلد (٣٧).

عفيفي، هلال عبد الفتاح، (٢٠١٤)، "التأثيرات المباشرة والوسيطية بين حوكمة الشركات وجودة الأرباح وسياسة التوزيعات النقدية": دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٣٦ (٢).

عمير، مهند عثمان (٢٠١١) " العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وتكلفة رأس المال " دراسة ميدانية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان " رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية الأعمال ، جامعة عمان العربية.

غريب ، وفاء ابراهيم (٢٠٠٨) " الدور الحوكمي لمستويات الإفصاح في تخفيض تكلفة رأس المال": دراسة ميدانية على سوق الأوراق المالية المصرية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة ، جامعة قناة السويس .

كريمة ، دينا عبد العليم (٢٠١١) " أثر تباين المعلومات بين المستثمرين على تكلفة رأس المال " : دراسة تحليلية على قطاع البنوك في مصر " المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية ، كلية التجارة ، جامعة حلوان، عدد ٤ .

مطر، محمد، والسيوطي، موسى. (٢٠٠٨). التأسيس النظري للممارسات المهنية المحاسبية، دار وائل للنشر والتوزيع - عمان ، طبعة ٢.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Agca, A., and Onder, S. 2007. Voluntary disclosure in Turkey Astudy on firms listed in Istanbul Stock Exchange (ISE). Problems and Perspectives in Management, 5(3): 241.
- Akhtaruddin, M., and Haron, H. (2010). "Board Ownership, Audit Committees' Effectiveness and Corporate Voluntary Disclosures". Asian Review of Accounting, 18 (1): 68-82.
- Akhtaruddin, M., Hossain, M. and Yao, L. 2009. Corporate governance and voluntary disclosure in corporate annual reports of Malaysian listed firms. Journal of Applied Management Accounting Research, 7 (1), 1.
- Albawwat, A. H. 2015. Corporate governance and voluntary disclosure of interim financial reporting in Jordan. Journal of Public Administration and Governance, 5(2).
- Al- Shammari, B., and Al- Sultan, W. 2010. Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait. International Journal of Disclosure and Governance, 7(3).
- Ambarita, I., and C. Utama, 2017. Management Ownership and Stock Price Informativeness in Indonesia Stock Market, In The 3rd Parahyangan International Accounting and Business Conference.
- Balsam, S., E. Bartov, and C. Marquardt. 2002. Accruals management, investor sophistication, and equity valuation:Evidence from 10-Q filings. Journal of Accounting Research 40 (4).
- Baltagi, B. 2008. *Econometric analysis of panel data*. John Wiley & Sons.
- Barako, D., G. 2007. Determinants of voluntary disclosures Kenyan companies annual reports. African Journal of Business Management, 1(5).
- Binsbergen, J. H., J. R. Graham, and J. Yang, 2010. The cost of debt. Journal of finance 65 (6): 2089-2136.
- Black, B., Jang,H, andKim,W.,2003."Does Corporat Governance AffectFirmValue?"Availableat: <http://ssrn.com/abstract = 311275>.
- Block, S., B, and G., A. Hirt, 2009. Foundations of Financial Management, McGraw Hill.13ed.
- Botosan, Christine, 1995. The effect of disclosure level on the cost of equity capital and stock market liquidity, Unpublished Dissertation, PhD in accounting, university of Michigan, USA.

- Botosan, C. and Plumlee, M., 2002. A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, *Journal of Accounting Research*, (40)1: 21-25.
- Botosan, C., and Plumlee, M., 2005. Assessing alternative proxies for the expected risk premium, *The Accounting Review*, 80 (1): 21-53.
- Brealey, R., S. Myers, and F. Allen. 2014. *Principles of Corporate finance*, McGraw Hill Education. 11ed.
- Brigham, F, and J. F, Houston, 1998. *Fundamentals of financial Management*, The Dryden press, Harcourt Brace collage publister, 8 ed.
- Broberg, T., and Collin, 2009. What Explains Variation in Voluntary Disclosure? A study of the Annual Reports of Corporations Listed on the Stockholm Stock Exchange".
- Bushee, B. 1998. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, *The Accounting Review*, 73(3): 305-333.
- Chen, H., J. chen, G. Lobo, and Y. Wang. 2011. Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from china. *Contemporary Accounting Research* 28(3): 892-925.
- Easton, P. D. 2004. PE, ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital, *The Accounting Review* 79(1): 73-95.
- Elsayed, M. O., and Hoque, Z. 2010. Perceived international environmental factors and corporate voluntary disclosure practices: An empirical study. *The British Accounting Review*, 42(1).
- Fan. P. H. and Wong, T.J. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics*, 33(3): 401- 425.
- Ferandez, P. 2011. WACC: Definitions, misconceptions and errors. University of Navarra Available at: <http://www.lese.edu/research/pdf>.
- Francis, Nanda and Olsson, 2008. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital" *Journal of Accounting Research*, (46) 1: 53-99.
- Gao, P. 2010. Disclosure quality cost of capital, and investor welfare. *The Accounting Review*, 85(1).
- Gray, P., P, Koh, and Y. Tong. 2009. Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia. *Journal of Business Finance& Accounting* 36 (1) & (2): 51-72.

- Groom, C., Du, Qu, and Sims, R. 2005. Accounting regulation and corporate governance in China's listed companies an examination of the changing environment and current issues.
- Guidry, Ronal. 2004. Enhanced voluntary disclosures and its effects on the cost of capital: an empirical examination of the FASB's improving business reporting: insights into enhanced voluntary disclosures, Unpublished Dissertation, PhD in accounting, Mississippi state university, USA.
- Haddad, A. E., AlShattarat, W. K., AbuGhazaleh, N. M, and Nobanee, H. 2015. "The Impact of Ownership Structure and Family Board Domination on Voluntary Disclosure for Jordanian Listed Companies", *Eurasian Business Review*, 5 (2): 203-234.
- Hassan, O, A., andMarston,C.2010.Disclosure Measurement intheEmpiricalAccountingLiterature-AReviewArticle, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1640598](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1640598).
- Healy, P. M. and K. G. Palepu 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.
- Hoechle, D. 2007. Robust standard errors for panel regressions with cross-sectional dependence. *The Stata Journal*, 7(3): 281-312.
- Holzhaecker, M., Krishnan, R., & Mahlendorf, M. D. 2015. The impact of changes in regulation on cost behavior. *Contemporary Accounting Research*, 32(2): 534-566.
- Hossain, M., Marks, B. R., & Mitra, S. 2006. Stock Ownership Structure and Voluntary Disclosure of Quarterly Foreign Sales Data of US Multinational Corporations. *Multinational Business Review*, 14 (3): 71-94.
- Huafang, X. and Jianguo, Y. 2007. Ownership Structure, Board Composition and corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Listed Companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22 (6): PP 604-619.
- Jiang, H. and Habib, A. 2009. The Impact of Different Types of Ownership Concentration on Annual Report Voluntary Disclosures in New Zealand. *Accounting Research Journal*, Vol. 22, No. 3, PP 275-304.
- Larker, D.F., Richardson, S.A. and Tuna, I. 2007. Corporate Governance Accounting Outcomes and Organizational Performance, *The Accounting Review*, 82(4): 963-1008.
- Leuz, C., and S., Catherine. 2009. Voluntary Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Response to the Enron Shock Available at :<http://ssrn.com/abstract=1319646>.

- Lev, B. 1992. Information Disclosure Strategy, *California Management Review*, 34 (4): 9-32.
- Li, Siqu. 2008. Does Mandatory Adoption of International Accounting Standards reduces the cost of equity capital Unpublished Dissertation, PhD in accounting University of Southern California, USA.
- Lin, C., Y. M, and D. S, 2009. Corporate governance and firm efficiency: Evidence from Chinas publicly listed firms. *Managerial and Decision Economics* 30(3).
- Lumby, S, and C, Jones, 2003. *Corporate Finance Theory and Practice*. 70 ed, Thomson London.
- Lundholm, R., and M. V. Winkle 2006. Motives for Disclosure and Non-Disclosure: A framework and Review of the Evidence. *Accounting and Business Research*, 36: 43-48.
- Meek, G., Roberts, C.B., and Gray, S.J. 1995. Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies (Third Quarter Issue)*: 555- 572.
- Mensah, M. O., Nguyen, H., and Prattipati, S. 2006. Transparency in financial statements: a conceptual framework from a user perspective. *Journal of American Academy of Business*, 9(1).
- Mitton, T. 2002. A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of financial economics*, 64 (2): 215-241.
- Mueller, E., and A. Spitz- Oener. 2006. Managerial ownership and company performance in german small and medium-sized private enterprises. *German Economic Review* 7(2).
- Myburgh, JE. 2001. The In formativeness of Voluntary Disclosure In the Annual Reports of Listed Industrial Companies in South Africa *Meditari Accountancy Research*. 9: 199-216.
- Rikanovic, Maladen. 2005. *Corporate Disclosure Strategy and the cost of capital, an empirical study of large listed German Corporations*, Unpublished Dissertation, PhD in accounting, University of St, Gallen, Germany.
- Ronen, J., Tzur, J. and Yaari, V. 2006. The effect of directors ' equity incentives on earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4).
- Rouf, M. A. and Al Harun, M., A. 2011. Ownership Structure and Voluntary Disclosure in Annual Reports of Bangladesh". *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, 5 (1): 129-139.

- Salehi, H., Rezaie, and F. Ansari. 2014. Corporate governance and information asymmetry, *Management Science Letters*4(8).
- Schleicher, T., Hussainey, K., and Walker, M. 2007. Loss firms' annual report narratives and share price anticipation of earnings. *The British Accounting Review*, 39(2).
- Sengupta, Partha, 1998 Corporate Disclosure Quality and the Cost of Capital. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=130588>.
- Shah, Z.A. Zafar, N. and Durrani, T. K., 2009. Board Composition and Earnings Management: An Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies, available at: [www.osun.org](http://www.osun.org).
- Shailer, G, and K, Wang. 2014. Government ownership and The Cost Of debt For Chinese Listed Corporation, *Emerging Market Review* 22: 1-17.
- Shuto, A. and Takada, T., 2010. Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect, available at: [www.osun.org](http://www.osun.org).
- Siregar, S. V., and S. Utama. 2008. Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia. *The International Journal of Accounting* 43(1).
- Tian, Yu and Chen, Jingliang, 2009. Concept of Voluntary Information Disclosure and Review of Relevant Studies *International Journal of Economics and Finance*, ( 1) 2: 55–59.
- Tinaikar, S. 2014. Voluntary Disclosure and Ownership Structure: An Analysis of Dual Class Firms. *Accounting and Business Research*, (18)2: 373-417.
- Uyar, A., Kilic, M., & Bayyurt, N. 2013. Association between Firm Characteristics and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence From Turkish Listed Companies". *Intangible Capital*, 9 (4): 1080-1112.
- Velury, U., and D. Jenkins. 2006. Institutional ownership and quality of earnings. *Journal of Business Research* 59 (9).
- Veprauskaite, E. and Adams, S. M. 2013. Do Powerful Chief Executives Influence the Financial Performance of UK Firm?, *The British Accounting Review*, 45(3): 229-241.
- Wang, K., Sewon, O and Claibone, C., M, 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.

- Wathen, O, 2012. Beta and Premium for a Finish distribution Company, University of Technology, Available at: <http://www.doria.FJ/bitstream/handle/10024/86837/master%27/%20thesis>.
- Xu, S., D. Liu, and J. Huang, 2014, corporate social responsibility, the cost of equity capital and ownership structure: An analysis of Chinese listed firms. *Australian Journal of Management*, 40 (2): 245-276.
- Zaini, S.M., U.P. Sharma, and G. Samkin. 2017. Impact of Ownership Structure on Level of Voluntary Disclosure in Annual Reports: Comparison Between Listed Family-controlled and Nonfamily-controlled Companies in Malaysia, *Australian Academy of Accounting and Finance Review*, (3) 3: 140-155.
- Zheka, V. 2005. Corporate governance, ownership structure and technical efficiency: The case of Ukraine. *Journal of Managerial and Decision Economics*. 26(7): 451-460.

ملحق رقم (١) بنود مؤشر الإفصاح الاختياري

معلومات استراتيجية	
<b>(أ) معلومات عامة عن الشركة:</b>	
١	نظرة تاريخية مختصرة عن الشركة.
٢	عنوان الشركة، تليفون، فاكس، موقع إلكتروني.
٣	وصف الهيكل التنظيمي.
٤	الوصف العام للأنشطة والخدمات أو المنتجات التي تقدمها الشركة.
٥	الشركات التابعة أو شركات المجموعة.
٦	العملة المستخدمة لإعداد البيانات المالية.
٧	تأثير الوضع السياسي والاقتصادي على النتائج.
٨	بيان بالعملاء أو الموردين الرئيسيين.
<b>(ب) استراتيجية الشركة:</b>	
٩	بيان بالاستراتيجية والأهداف العامة.
١٠	أثر الاستراتيجية على النتائج المستقبلية.
١١	أثر الاستراتيجية على النتائج الحالية.
<b>(ج) البحث والتطوير:</b>	
١٢	سياسة الشركة عن البحث والتطوير.
١٣	معلومات عن تدريب وتطوير الموظفين.
<b>(د) معلومات مستقبلية:</b>	
١٤	إيرادات المبيعات المتوقعة.
١٥	الأرباح المتوقعة.
١٦	تطوير منتجات/خدمات جديدة.
١٧	مناقشة الوضع التنافسي للشركة.
معلومات غير مالية	
<b>(أ) معلومات عن الإدارة:</b>	
١٨	بيان أو قائمة بأسماء أعضاء مجلس الإدارة.
١٩	صورة رئيس مجلس الإدارة وأعضاء مجلس الإدارة.
٢٠	وظائف أو مناصب أعضاء مجلس الإدارة.
٢١	عمر أعضاء مجلس الإدارة.



<p>(٢٢) المؤهلات العلمية لأعضاء مجلس الإدارة.</p> <p>(٢٣) الخبرة التجارية لأعضاء مجلس الإدارة.</p> <p>(٢٤) الوظائف التي يشغلها المديرون التنفيذيون.</p> <p>(٢٥) إفصاح متعلق بخبرات ومؤهلات الإدارة العليا.</p>
<b>(ب) معلومات عن الحوكمة:</b>
(٢٦) معلومات عن الالتزام بالحوكمة.
<b>(ج) معلومات عن امتلاك الأسهم في الشركة:</b>
<p>(٢٧) عدد الأسهم المملوكة من قبل مجلس الإدارة.</p> <p>(٢٨) عدد الأسهم المملوكة من الإدارة التنفيذية.</p> <p>(٢٩) مكافأة مجلس الإدارة.</p>
<b>(د) المسؤولية الاجتماعية:</b>
<p>(٣٠) عدد الموظفين.</p> <p>(٣١) فئات العاملين حسب الجنس.</p> <p>(٣٢) فئات العاملين حسب المنطقة الجغرافية.</p> <p>(٣٣) فئات العاملين حسب الدرجة الأكاديمية.</p> <p>(٣٤) السياسة المستخدمة في التوظيف.</p> <p>(٣٥) راتب الإدارة التنفيذية.</p> <p>(٣٦) مبالغ التبرعات الخيرية.</p> <p>(٣٧) رعاية الصحة العامة والرياضية والمشاريع الترفيهية.</p> <p>(٣٨) رعاية المؤتمرات التعليمية والندوات أو المعارض الفنية.</p> <p>(٣٩) تمويل برامج المنح.</p> <p>(٤٠) سلامة المنتجات من حيث التأثير على البيئة.</p>
<b>معلومات مالية</b>
<b>(أ) مؤشرات الأداء:</b>
<p>(٤١) جدول أو رسم بياني يوضح أداء الشركة خلال ٥ سنوات.</p> <p>(٤٢) صافي الربح.</p> <p>(٤٣) الأصول.</p>
<b>(ب) النسب المالية:</b>
<p>(٤٤) نسب الربحية.</p> <p>(٤٥) نسب السيولة.</p> <p>(٤٦) معدل النمو في الأرباح.</p> <p>(٤٧) نسب الرافعة المالية.</p> <p>(٤٨) العائد على حقوق الملكية.</p> <p>(٤٩) نسب أخرى.</p>