

أثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة - دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

أ/ منى سليمان محمود شبل

مدرس مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الاسكندرية

ملخص

استهدف البحث دراسة واختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة. ولتحقيق هذا الهدف اعتمد البحث على بناء مؤشر للإفصاح الاختياري واستخدام أسلوب تحليل المحتوى في تحليل ١٣٠ مشاهدة لعينة من ثلاث وعشرين شركة مقيدة بالبورصة المصرية للسنوات من ٢٠٠٤ وحتى ٢٠١٧، وذلك في مقابل مؤشر الإفصاح الاختياري المقترح وذلك لقياس مستوى الإفصاح الاختياري الفعلي لهذه الشركات. كما تم قياس قيمة الشركة لنفس عينة الشركات باستخدام مقياس Tobins'Q. كذلك استعان الباحث بنموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية Panel Data Regression Model لاختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة. وقد خلص البحث إلى وجود تأثير معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة (مقاسة بمقياس Tobins'Q).

Abstract

The objective of this study is to study and examine the impact of the level of voluntary disclosure on firm value. To achieve this objective, the study relies on building a voluntary disclosure index and using the method of content analysis for 130 observations of a sample including 23 companies listed in the Egyptian Stock Exchange from 2004 to 2017 compared to the proposed voluntary disclosure index and measuring the level of actual voluntary disclosure for these companies. The firm value for the same sample of companies is also measured by Tobins'Q measurement. The researcher also uses Panel data regression model to test that impact. The study concluded that there is a material impact on the level of voluntary disclosure on the firm value (measured by the Tobins'Q).

١ . المقدمة

تعد المحاسبة المالية نظاماً توازيمياً للمعلومات يؤثر في، ويتأثر بالبيئة التي تعمل فيها (شرف، ٢٠١٥). ويعكس الإفصاح المحاسبي مضمون وظيفة الإتصال، والتي تمثل بدورها إحدى وظيفتي المحاسبة باعتبارها تتضمن "عمليات تحديد وقياس وتوصيل معلومات اقتصادية بحيث تمكن مستخدمي المعلومات من إجراء التقييمات وإتخاذ القرارات" (أبو المكارم، ٢٠٠٢). وتعكس عملية الإفصاح عن المعلومات تبايناً في القوى بين الشركة، متمثلة في إدارتها، بوصفها القائمة على إدارة عملية الإفصاح، والأطراف الخارجية التي تهتم بنشاط الشركة بوصفها مستخدم التقارير المالية التي تعدها وتنتشرها الشركة. وإدراكاً لهذا التباين في القوى، فقد تدخل المشرع في الدول المختلفة لإجبار إدارة الشركة على الإفصاح عن قدر معين من المعلومات لحماية لمصالح الأطراف الخارجية. وقد أدى ذلك إلى إمكانية التمييز بين نوعين من الإفصاح هما الإفصاح الإلزامي والإفصاح الاختياري (راشد، ١٩٩٦).

ويعمل الإفصاح الاختياري على تقليل فجوة الإفصاح (Karim, 1996) من خلال تقديم مزيد من المعلومات بما يتعدى المتطلبات الإلزامية للإفصاح بموجب المعايير والقوانين، واللوائح، والقواعد، ومتطلبات الهيئات الرقابية والمهنية، ومن ثم تخفيض عدم تماثل المعلومات (Impink, 2011)، والمساعدة في إتخاذ القرارات وتحقيق التخصيص الكفء للموارد (Chau and Gray, 2002). كما يحقق الإفصاح الاختياري العديد من المزايا، أهمها تحسين صورة وسمعة الشركة (Tian and Chen, 2009)، وتخفيض تكلفة رأس المال، وزيادة سيولة أسواق المال (FASB, 2001)، وتحسين العلاقات مع المستثمرين (Tian and Chen, 2009).

ومن الصعب تحديد مفهوم محدد للقيمة، حيث ترتبط قيمة الشيء بعدد من المحددات وجوانب التقييم (شرف، ٢٠١٥). كما أن مفهوم قيمة الشركة يختلف باختلاف طريقة قياسها (طلخان، ٢٠١٧). وتتعدد طرق ونماذج قياس قيمة الشركة بتعدد مداخل قياسها، حيث توجد خمسة مداخل لقياس، أو تقييم، قيمة الشركة، وهي، مدخل السوق، ومدخل التكلفة، ومدخل الدخل (شوقي، ٢٠١٤؛ الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧؛ Rikkert, 2014)، ومدخل مقاييس الأداء، ومقياس Benson and Davidson, 2009; Al-Saidi Tobins' Q

and Al-Shammari, 2014; Kodongo et al., 2014; Siboni and Pouralli, (2015)، ومدخل التقييم باستخدام المعلومات المحاسبية (Perek and Perek, 2012).

ولقد تعددت الدراسات التي تناولت تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة. فلقد تناولت بعض الدراسات (Hassan et al., 2009; Belgacem and Omri, 2014; Bukit and Nasution, 2016; Scaltrito, 2016; Ghorbel and Triki, 2016) تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة بصفة عامة. في حين قامت دراسات أخرى (Zarb , 2007; Gordon et al., 2010; Nekhili et al., 2012; Foerster et al., 2013; Abdullah Al-Maghzom et al., 2016; Bravo , 2017; Marine, 2017) باختبار تأثير الإفصاح الاختياري عن بنود معينة على قيمة الشركة. وقد خلصت هذه الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري بصفة عامة، والإفصاح الاختياري عن بنود معينة بصفة خاصة، على قيمة الشركة. وبرغم ذلك، خلصت بعض الدراسات إلى عدم وجود تأثير معنوي بالمرّة للإفصاح الاختياري على قيمة الشركة. وبالنسبة للوضع في جمهورية مصر العربية، يلاحظ ارتفاع درجة تقنين الإفصاح، حيث تم إصدار عدد من القوانين واللوائح، وتعديل القائم منها أو إلغاؤها، وتعديل معايير المحاسبة المصرية، وكذا قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، ودليل حوكمة الشركات. وقد أدى ذلك إلى زيادة متطلبات الإفصاح الملزمة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية التي تنطوي عليها تلك القوانين واللوائح والقواعد والمعايير، الأمر الذي أدى إلى حصر بنود الإفصاح الاختياري في بعض المعلومات العامة عن الشركة، ومعلومات عن التنبؤات التي تقوم إدارة الشركة بإعدادها، وبعض المعلومات الاجتماعية ذات العلاقة بالعاملين بالشركة وخدمة المستهلكين، ومعلومات عن أسهم الشركة والنسب المالية والإنتاجية والقيمة المضافة والبحوث والتطوير، وقليل من المعلومات المتعلقة بأعضاء مجلس الإدارة، إضافة إلى بعض المعلومات المتعلقة بالأصول الثابتة الملموسة وغير الملموسة، والأصول البيولوجية.

٢. هدف البحث

يهدف البحث الي دراسة واختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من سنة ٢٠٠٤ إلى سنة ٢٠١٧.

٣. مشكلة البحث

تمثل المعلومات المحاسبية أحد أهم مدخلات نماذج إتخاذ القرارات من جانب أصحاب المصلحة بالشركات. وعلى الرغم من زيادة الطلب من جانبهم على المعلومات المنشورة للشركات، إلا أن الإفصاح الإجمالي عن هذه المعلومات غالباً لا يفي باحتياجاتهم بالقدر الذي يمكنهم من إتخاذ القرارات السليمة، الأمر الذي أدى إلى إتساع فجوة الإفصاح. وبينما يخضع الإفصاح الاختياري عن المعلومات للحكم الشخصي لإدارة الشركة عند إتخاذ قرار الإفصاح، إلا أنه يساهم في تخفيض فجوة الإفصاح من خلال تقديم مزيد من المعلومات لأصحاب المصلحة، بما يتعدى المتطلبات الإلزامية للإفصاح بموجب المعايير، والقوانين، واللوائح، والقواعد، ومتطلبات الهيئات الرقابية والمهنية. ويمكن التعبير عن مشكلة البحث في مجموعة من الأسئلة، وهي: ما هو مفهوم وأهمية الإفصاح الاختياري، وكيف يمكن قياس مستواه؟، وما هي قيمة الشركة، وما هي أهم مقاييسها من منظور أصحاب المصلحة؟، وهل توجد علاقة تأثيرية بين مستوى الإفصاح الاختياري وقيمة الشركة بصفة عامة، والشركات المقيدة بالبورصة المصرية بصفة خاصة؟

٤. أهمية ودوافع البحث

تتبع أهمية البحث من الناحية الأكاديمية في اشتقاق مؤشر للإفصاح الاختياري يناسب بيئة الأعمال المصرية، والذي يتضمن أهم بنود المعلومات الاختيارية، بما يتجاوز المتطلبات الإلزامية للإفصاح بموجب المعايير، والقوانين، واللوائح، والقواعد، ومتطلبات الهيئات الرقابية والمهنية في جمهورية مصر العربية.

كما تتبع أهمية البحث عملياً من كونه يختبر تطبيقياً (من خلال التحليل الفعلي للتقارير السنوية للشركات المقيدة) تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة بالبيئة المصرية باعتبارها إحدى الدول النامية (الدول ذات أسواق المال الناشئة).

وتتمثل دوافع البحث في تضيق فجوة البحث المحاسبي في مجال الإفصاح، وندرة البحوث المحاسبية الأكاديمية في مجال البحث الحالي في مصر، خاصة التطبيقية منها.

٥. حدود البحث

يقتصر هذا البحث على دراسة واختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة، وذلك للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. ويخرج عن نطاق هذا البحث الشركات غير المقيدة في البورصة المصرية، والمؤسسات المالية. كما يقتصر البحث في الجزء التطبيقي منه على استخدام Tobin's Q كمقياس لقيمة الشركة دون غيره من مقاييس قيمة الشركة. وأخيراً فإن قابلية نتائج البحث للتعميم مشروطة بضوابط إختيار عينته، والمقياس المستخدم لقياس قيمة الشركة.

٦. خطة البحث

تحقيقاً لهدف البحث ومعالجة مشكلته، سوف يستكمل على النحو التالي:

- ١/٦. مستوى الإفصاح الاختياري: المفهوم والقياس.
- ٢/٦. قيمة الشركة من منظور محاسبي: المفهوم والمقاييس.
- ٣/٦. تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وقيمة الشركة واشتقاق فرض البحث.
- ٤/٦. منهجية البحث.
- ٥/٦. الخلاصة والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

١/٦. مستوى الإفصاح الاختياري: المفهوم والقياس

تتناول هذه الجزئية من البحث كل من مفهوم وقياس مستوى الإفصاح الاختياري.

١/١/٦. مفهوم الإفصاح الاختياري

هناك إتفاق بين كثير من الدراسات السابقة حول مفهوم الإفصاح الاختياري، حيث يتفق البعض (Armitage and Marston, 2008; Jullobol and Sartmool, 2014; Shehata, 2014; Scaltrito, 2016; الدهراوي، ١٩٨٧؛ الرشيدى، ٢٠٠٩؛ مارق، ٢٠٠٩؛ إبراهيم، ٢٠١٢) على أن الإفصاح الاختياري يعبر عن الإفصاح عن المعلومات بما يزيد عن المتطلبات الإلزامية للإفصاح بموجب القوانين واللوائح والقواعد والمعايير المحاسبية ومتطلبات بورصات الأوراق المالية. وأضافت دراستا (Meek et al., 1995; Chau and Gray, 2002) أن الإفصاح الاختياري يخضع للخيارات الحرة من جانب إدارات الشركات لتوفير المعلومات الملائمة لتلبية احتياجات مستخدمي المعلومات المتعلقة

بإتخاذ القرارات. كما أوضحت دراسة (Tian and Chen, 2009) أن الشركات تقدم هذا النوع من الإفصاح لتحسين صورتها وسمعتها وعلاقتها مع المستثمرين.

واستناداً لما سبق، يمكن تعريف الإفصاح الاختياري على أنه الخيارات الحرة من جانب إدارات الشركات للإفصاح عن المعلومات بما يزيد عما هو مطلوب بموجب المعايير، والقوانين، واللوائح، والقواعد، ومتطلبات الهيئات الرقابية والمهنية، وذلك لتلبية احتياجات المستخدمين من المعلومات لأغراض إتخاذ القرارات من ناحية، وتحسين صورة الشركة وسمعتها وعلاقتها مع أصحاب المصلحة، خاصة المستثمرين، من ناحية أخرى.

٢/١/٦. قياس مستوى الإفصاح الاختياري

يتم قياس مستوى الإفصاح الاختياري استناداً إلى مؤشر مقترح لهذا الإفصاح. وتتناول هذه الجزئية إجراءات تكوين مؤشر الإفصاح الاختياري، والمحتوى التفصيلي لبنوده، وذلك على النحو التالي:

١/٢/١/٦. إجراءات تكوين مؤشر الإفصاح الاختياري

استند الباحث في اشتقاقه للمؤشر المقترح للإفصاح الاختياري على مؤشر الإفصاح الاختياري المقترح بدراسة (الفولي، ٢٠٠٥) وتعديله بما يتلاءم مع البيئة المصرية^(١)، وذلك قياساً على (Belgacem and Omri, 2014). فقد قام الباحث بدراسة متطلبات الإفصاح الملزمة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية بالتقارير السنوية لها، واستبعاد ما يرتبط بها من بنود إلزامية من مؤشر الإفصاح الذي تم الاعتماد عليه، وكذا إضافة البنود التي شجعت على الإفصاح الاختياري عنها، وصولاً لمؤشر الإفصاح الاختياري المقترح بالدراسة الحالية. وتتطوي متطلبات الإفصاح الملزمة للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على متطلبات الإفصاح عن المعلومات وفقاً لإطار إعداد التقارير المالية المطبق^(٢).

(١) توجد أربعة مداخل لقياس درجة الإفصاح الاختياري عن المعلومات، وهي (أ) المدخل الأول: والذي يتضمن الاعتماد على الإفصاح الاختياري عن بند معين (مثل تنبؤات الإدارة بالأرباح) كمقياس لدرجة الإفصاح الاختياري عن المعلومات. (ب) المدخل الثاني: والذي ينطوي على الاعتماد على الدرجة التي تعطيها فئة من مستخدمي القوائم والتقارير المالية المنشورة (مثل المحللين الماليين) لممارسات الإفصاح عن المعلومات للشركات، وذلك من خلال تقييم هذه الفئة لتلك الممارسات ونشر هذا التقييم في تقارير خاصة بها. (ج) يستند المدخل الثالث إلى مؤشر الإفصاح الاختياري الذي ينطوي على قائمة ببنود المعلومات التي يمكن الإفصاح عنها اختياريًا. (د) يعتمد المدخل الرابع على مؤشر للإفصاح الاختياري قامت إحدى الدراسات السابقة بإعداده ثم تعديله إلى مؤشر للإفصاح الاختياري يلائم بيئة الدراسة (الفولي، ٢٠٠٥).

(٢) يتضمن كل من:

٦/٢/٢. المحتوى التفصيلي لبند مؤشر الإفصاح الاختياري

ينطوي مؤشر الإفصاح الاختياري المقترح بالدراسة الحالية على البنود التالية:

- التطور التاريخي للشركة.
- سياسات الشركة المالية والإنتاجية والتسويقية.
- تطور حصة الشركة في أسواق المنتجات.
- أسماء العملاء الرئيسيين للشركة.
- النسب المالية بخلاف نصيب السهم من الأرباح.
- ملخص تاريخي للنسب المالية.
- وصف لنشاط البحوث والتطوير بالشركة.
- مصروفات (أو نفقات) البحوث والتطوير المتوقعة.
- التنبؤ بالمبيعات.

- قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والمعدل بالقانون رقم ٣ لسنة ١٩٩٨ والقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٥، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار رقم ٩٦ لسنة ١٩٨٢ والمعدلة بقرار رقم ١٦ لسنة ٢٠١٨، الصادرين عن وزير الاستثمار والتعاون الدولي.
- قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١.
- قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ والمعدل بالقانون رقم ١٧ لسنة ٢٠١٨، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، والمعدلة بقرار وزير الاستثمار والتعاون الدولي رقم ٤٠ لسنة ٢٠١٨.
- قانون الاستثمار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٣١٠ لسنة ٢٠١٧.
- قانون التأمير التمويلي رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ والمعدل بالقانون رقم ١٦ لسنة ٢٠٠١، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٨٤٦ لسنة ١٩٩٥، والمعدلة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٧٩٩ لسنة ٢٠٠٢.
- قانون البيئة رقم ٤ لسنة ١٩٩٤ والمعدل بالقانون رقم ٩ لسنة ٢٠٠٩، والقانون رقم ١٠٥ لسنة ٢٠١٥، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٣٣٨ لسنة ١٩٩٥، والمعدلة وفقاً لآخر تعديل بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٣٨ لسنة ٢٠١٧.
- قانون العمل الموحد رقم ١٢ لسنة ٢٠٠٣، ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار رقم ٩٧٠ لسنة ٢٠٠٣ والتي تم استكمالها بقرار رقم ٩٨٣ لسنة ٢٠٠٣، الصادرين عن رئيس مجلس الوزراء، والقرارات أرقام ١١١، ١١٢، ١١٣، ١١٤، ١١٥، ١١٦، ١١٧، ١١٨ لسنة ٢٠٠٣ الصادرة عن وزير القوى العاملة والهجرة.
- معايير المحاسبة المصرية المعدلة الصادرة سنة ٢٠١٥.
- قواعد قيد واستمرار قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية رقم ١١ لسنة ٢٠١٤ الصادرة عن مجلس إدارة البورصة المصرية، والمعدلة بقرار رقم ١٢٢ لسنة ٢٠١٧، وقرار رقم ١٣ لسنة ٢٠١٨، الصادرين عن الهيئة العامة للرقابة المالية.
- الإصدار الثالث للدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر عن الهيئة العامة للرقابة المالية بقرار رقم ٨٤ لسنة ٢٠١٦.

- التنبؤ بالأرباح.
- التنبؤ بالتدفقات النقدية.
- التنبؤ بربحية السهم.
- خدمة المستهلكين.
- تطور عدد العاملين وأسباب التغير فيه.
- تصنيف العاملين وفقاً للمؤهلات العلمية.
- تصنيف العاملين وفقاً لطبيعتهم.
- ملخص تاريخي تحليلي لتكلفة العمالة.
- توفير الرعاية الصحية والترفيهية للعمالة.
- عدد أيام الغياب وأسبابه.
- خطط التحسينات في العمليات الإنتاجية وظروف العمل.
- مؤشرات الإنتاجية.
- مؤشرات القيمة المضافة.
- تطور الإنتاجية والقيمة المضافة.
- المسؤوليات الوظيفية لأعضاء مجلس الإدارة.
- القيمة السوقية للسهم.
- تطور القيمة السوقية للسهم.
- تطور توزيعات السهم وكذا نسب التوزيعات.
- نصيب السهم من الأرباح وفقاً للمكونات المختلفة لصافي الربح.
- مبلغ تسهيلات الاقتراض غير المستخدمة، والتي قد تكون متاحة لأنشطة التشغيل المستقبلية ولتسوية الارتباطات الرأسالية.
- القيود على استخدامات تسهيلات الاقتراض غير المستخدمة.
- تعليقات الإدارة على استخدامات تسهيلات الاقتراض غير المستخدمة.
- إجمالي مبلغ التدفقات النقدية التي تمثل زيادات في الطاقة التشغيلية بصورة منفصلة ومستقلة عن التدفقات النقدية التي تكون مطلوبة للاحتفاظ بالطاقة التشغيلية.
- تعليقات الإدارة على إجمالي مبلغ التدفقات النقدية التي تمثل زيادات في الطاقة التشغيلية.

- مبلغ التدفقات النقدية المتولدة من أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل لكل قطاع يتم الإفصاح عنه (التدفقات النقدية القطاعية).
- تعليقات الإدارة على مبلغ التدفقات النقدية المتولدة من أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل لكل قطاع يتم الإفصاح عنه (التدفقات النقدية القطاعية).
- القيمة الدفترية للأصول الثابتة المعطلة بصفة مؤقتة.
- إجمالي القيمة الدفترية (التكلفة) للأصول التي أهلت دفترياً بالكامل ولا زالت تستخدم.
- صافي القيمة الدفترية للأصول المستبعدة من الاستخدام النشط وغير المبوبة كأصول محتفظ بها لغرض البيع.
- القيمة العادلة للأصول الثابتة عندما يكون الاختلاف بينها وبين القيمة الدفترية لتلك الأصول في ظل استخدام نموذج التكلفة- ذا أهمية نسبية للشركة.
- بيان بأي أصل غير ملموس مهلك دفترياً ولا يزال مستخدماً.
- بيان مختصر بالأصول غير الملموسة الهامة نسبياً والتي تتحكم فيها الشركة ولكن لم يتم الاعتراف بها كأصول لأنها لا تستوفي معيار الاعتراف بالأصول غير الملموسة.
- الافتراضات المستخدمة لتحديد القيمة الاستردادية للأصول^(٣) (الوحدات المولدة للنقد) أثناء الفترة، وذلك عند قياس خسائر تدهور (اضمحلال) هذه الأصول (أو الوحدات المولدة للنقد).
- وصف رقمي لكل مجموعة من الأصول البيولوجية^(٤) (الحيوية) مع التفرقة بين الأصول المخصصة للاستهلاك وتلك المخصصة للتربية أو بين الأصول البيولوجية الناضجة وغير الناضجة حسبما الحال.
- قيمة التغير في القيمة العادلة ناقصاً تكاليف البيع بما في ذلك الربح والخسارة للأصل البيولوجي أو لمجموعة أصول بيولوجية، والتي تنتج عن التغيرات الطبيعية والتغيرات في الأسعار بالسوق.

(٣) تشير القيمة الاستردادية للأصل أو للوحدة المولدة لنقد إلى قيمته العادلة ناقصاً تكاليف البيع أو قيمته الاستخدامية أيهما أكبر. كما تشير القيمة الاستخدامية للأصل أو للوحدة المولدة لنقد إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقع حدوثها لهذا الأصل أو لوحدة توليد النقد.

(٤) الأصل البيولوجي هو حيوان أو نبات حي.

ويخلص الباحث مما سبق إلى أن مؤشر الإفصاح الاختياري المقترح بالدراسة الحالية يتضمن معلومات عامة عن الشركة، ومعلومات عن التنبؤات التي تقوم الإدارة بإعدادها، وبعض المعلومات الاجتماعية ذات العلاقة بالعاملين بالشركة وخدمة المستهلكين، ومعلومات عن أسهم الشركة والنسب المالية والإنتاجية والقيمة المضافة والبحوث والتطوير، وقليل من المعلومات المتعلقة بأعضاء مجلس الإدارة، إضافة إلى بعض المعلومات المتعلقة بالأصول الثابتة الملموسة وغير الملموسة والأصول البيولوجية. ويلاحظ الباحث ارتفاع درجة تقنين الإفصاح بالبيئة المصرية، حيث تم استبعاد عدد كبير من بنود الإفصاح بمؤشر الإفصاح الاختياري الذي تم الاعتماد عليه عند اقتراح مؤشر للإفصاح الاختياري بالدراسة الحالية، وذلك لتحويلها إلى بنود إلزامية للإفصاح وفقاً لمتطلبات الإفصاح سائلة الذكر.

٢/٦. قيمة الشركة من منظور محاسبي: المفهوم والمقاييس

تعني كلمة قيمة Value لغوياً القدر، أو الأهمية، أو الثمن الذي يعادل تكلفة الشيء أو مقداره (شرف، ٢٠١٥). وهناك بعض المفاهيم المتعلقة بالقيمة والتي تصف قيمة الشركة مثل القيمة الإسمية، والقيمة السوقية، والقيمة الدفترية، وقيمة التصفية (Christiawan and Train, 2007, cited in Hidayah, liquidation value 2016) وقدمت الهيئة العامة للرقابة المالية تعريفاً للقيمة^(٥) بأنها تمثل المقابل المالي المقدر كسعر عادل للمنشأة محل التقييم، على أن يعتمد هذا التقدير على مجموعة من الافتراضات المستقبلية، التي يتم توظيفها وفقاً لأساليب التقييم المختلفة، وفي ضوء الغرض من التقييم (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧). ولكن من الصعب تحديد مفهوم محدد للقيمة، حيث ترتبط قيمة الشيء بعدد من المحددات وجوانب التقييم (شرف، ٢٠١٥). كما يختلف مفهوم قيمة الشركة باختلاف طريقة قياسها (طلخان، ٢٠١٧).

ويخلص الباحث مما سبق إلى تعدد المفاهيم المتعلقة بقيمة الشركة، وصعوبة تحديد مفهوم محدد للقيمة، وأن مفهوم قيمة الشركة يختلف باختلاف وجهات النظر المختلفة للقيمة من جانب أصحاب المصلحة المختلفين، والذي يؤثر بدوره على طريقة قياسها.

(٥) تناولت المعايير المصرية للتقييم المالي، الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية بقرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١) لسنة ٢٠١٧ هذا المفهوم للقيمة.

وتوجد خمسة مداخل لقياس أو تحديد قيمة الشركة، وهي مدخل السوق، ومدخل التكلفة، ومدخل الدخل (شوقي، ٢٠١٤؛ الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧؛ Rikkert, 2014)، ومدخل يعتمد على استخدام بعض مقاييس الأداء المالي والتشغيلي ومقياس Tobins' Q (مدخل مقاييس الأداء ومقياس Tobins' Q (Benson and Davidson, 2009; Al- (Tobins' Q Saidi and Al-Shammari, 2014; Kodongo et al., 2014; Siboni and Pouralli, 2015)، ومدخل يعتمد على استخدام المعلومات المحاسبية في التقييم (مدخل التقييم باستخدام المعلومات المحاسبية) (Perek and Perek, 2012)، كما يلي:

أ. مدخل السوق

يعتمد مدخل السوق على استخدام الأسعار المعلنة بالسوق، إضافة إلى أي معلومات أخرى متاحة بالسوق وتخص أصولاً أو التزامات مماثلة، أو مجموعة من الأصول أو مجموعة من الالتزامات، أو أعمال مماثلة (شوقي، ٢٠١٤؛ الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧؛ Rikkert, 2014). وتتضمن طرق القياس في ظل هذا المدخل طريقة التقييم النسبي relative valuation (Rahgozar, 2008)، وطريقة القيمة السوقية أو القيمة الاقتصادية المضافة (MVA or EVA) market or economic value added (Rikkert, 2014).

ب. مدخل التكلفة

يعتمد مدخل التكلفة على القيمة التي يتحملها المشتري لاستبدال أو بناء أصل يقدم نفس الخدمات أو المنافع، وذلك بعد تعديلها نتيجة تقادم هذا الأصل. ويشار لهذا المدخل بالتكلفة الاستبدالية الجارية (شوقي، ٢٠١٤؛ الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧؛ Rikkert, 2014). وتتضمن طرق القياس في ظل هذا المدخل كل من طريقة صافي الثروة (أو القيمة الدفترية لصافي الأصول)، وطريقة صافي الأصول المعدلة، وطريقة قيمة الإحلال (Rikkert, 2014; Farooq and Thyagarajan, 2014; Bancel and Mittoo, 2014).

ج. مدخل الدخل

يعتمد مدخل الدخل على تحويل قيم مستقبلية مثل التدفقات النقدية المتوقعة، أو الأرباح المتوقعة، إلى قيمة حالية واحدة مخصومة لأصل محدد (شوقي، ٢٠١٤؛ الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧؛ Rikkert, 2014). وتتضمن طرق القياس وفقاً لهذا المدخل كلاً

من؛ طريقة خصم التدفقات النقدية المستقبلية، وطريقة رسملة الأرباح، وطريقة تقييم الأرباح الزائدة (Perek and Perek, 2012; Farooq and excess returns models .Thyagarajan, 2014, Bancel and Mittoo, 2014; Rikkert, 2014)

د. مدخل مقاييس الأداء ومقياس Tobins' Q

يعتمد هذا المدخل على استخدام مقياس Tobins' Q كمقياس لقيمة الشركة (Kodongo et al., 2014; Siboni and Pouralli, 2015)، أو استخدام مقياس Tobins' Q ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول، كمؤشرين لقيمة الشركة (Benson and Davidson, 2009)، أو استخدام مقياسي Tobins' Q والعائد على الأصول، كمؤشرين لقيمة الشركة (Al-Saidi and Al-Shammari, 2014). ويعتبر مقياس Tobins' Q من أشهر المقاييس السوقية المستخدمة في قياس قيمة الشركة. ويمكن حساب قيمة الشركة باستخدام هذا المقياس بالمعادلة التالية: (القيمة السوقية للأسهم العادية القائمة + القيمة الدفترية لإجمالي الديون) ÷ القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Sheu et al., 2008; Marine, 2017)

هـ. مدخل التقييم باستخدام المعلومات المحاسبية

يركز هذا المدخل على التقييم الذي يعتمد على الأصول. ويتضمن هذا المدخل نموذج الدخل المتبقي. وتتوقف قيمة الشركة، وفقاً لهذا المدخل، على القيمة الدفترية لصافي أصول الشركة وقت التقييم، والأرباح غير العادية المستقبلية المخصصة (Perek and Perek, 2012). ويستند هذا المدخل على نماذج قياس تستخدم القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وأخرى تستخدم القيمة الدفترية لحقوق الملكية والأرباح معاً. وتتضمن هذه النماذج نموذج (Ohlson, 1995) Ohlson, (1995)، ونموذجي (Feltham and Ohlson, 1995, 1996) Feltham and Ohlson, (1995; 1996).

ويخلص الباحث مما سبق إلى تعدد مداخل قياس قيمة الشركة، ومن ثم تعدد طرق ونماذج القياس المستخدمة بكل مدخل. ويتفق الباحث مع ما خلص إليه (طلخان، ٢٠١٧) من أفضلية نماذج القياس التي تعتمد على المعلومات المحاسبية، وتلك المعتمدة على مقاييس الأداء ومقياس Tobins' Q، وذلك نظراً لتوافر البيانات اللازمة لاستخدامها من واقع القوائم المالية، حيث تعتمد على بيانات حالية فعلية لا تتطلب تقديراً، مما يقلل من أخطاء التقدير ويزيد من دقة تقديرات النموذج.

٣/٦. تحليل العلاقة بين مستوى الإفصاح الاختياري وقيمة الشركة واشتقاق فرض

البحث

تناولت بعض الدراسات (Hassan et al., 2009; Belgacem and Omri, 2014; Bukit and Nasution, 2016; Scaltrito, 2016; Ghorbel and Triki, 2016) تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة بصفة عامة. في حين تناولت دراسات أخرى (Zarb , 2007; Gordon et al., 2010; Nekhili et al., 2012; Foerster et al., 2013; Abdullah Al-Maghzom et al., 2016; Bravo , 2017; Marine, 2017) بالبحث تأثير الإفصاح الاختياري عن بنود معينة على قيمة الشركة. فمن ناحية، خلصت بعض الدراسات (Bukit and Nasution, 2016; Scaltrito, 2016; Ghorbel and Triki, 2016) إلى وجود دليل على وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري بصفة عامة على قيمة الشركة. وبرغم ذلك، توصلت دراستنا (Hassan et al., 2009; Belgacem and Omri, 2014) إلى وجود تأثير غير معنوي للإفصاح الاختياري بصفة عامة على قيمة الشركة، حيث كان هذا التأثير إيجابياً وغير معنوي بدراسة (Hassan et al., 2009) وسلباً وغير معنوي بدراسة (Belgacem and Omri, 2014).

ولا يرجع الاختلاف في نتائج هذه الدراسات التطبيقية إلى اختلاف المنهجيات، أو العينات التي استخدمتها، أو أساليب جمع البيانات بها، أو البيئة التي أجريت بها. فقد اعتمدت هذه الدراسات على منهجية الدراسة العملية، واستندت إلى أسلوب تحليل المحتوى لعينة من الشركات. كما لم تختلف البيئة التي أجريت بها الدراسات، حيث تزايد اهتمام هذه الدراسات باختبار تأثير الإفصاح الاختياري بصفة عامة على قيمة الشركة في الدول النامية مثل إندونيسيا (Bukit and Nasution, 2016)، وتونس (Belgacem and Omri, 2016; Ghorbel and Triki, 2014; ومصر (Hassan et al., 2009). ولكن قد يرجع الاختلاف في نتائج هذه الدراسات إلى اختلاف بنود مؤشر الإفصاح الاختياري، التي اعتمدت عليه عند قياس مستوى الإفصاح الاختياري بها، وكذلك اختلاف طريقة قياس قيمة الشركة.

ومن ناحية أخرى، تناولت بعض الدراسات (Zarb , 2007; Gordon et al., 2010; Nekhili et al., 2012; Foerster et al., 2013; Abdullah Al-Maghzom et

(al., 2016; Bravo , 2017; Marine, 2017) تأثير الإفصاح الاختياري عن بنود معينة على قيمة الشركة. فقد خلصت دراسة (Gordon et al., 2010) إلى وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري عن أمن المعلومات، ودراسة (Nekhili et al., 2012) للإفصاح الاختياري عن نفقات البحوث والتطوير، ودراسات (Al-Maghzom et al., 2016; Bravo, 2017) للإفصاح الاختياري عن المخاطر، ودراسة (Marine, 2017) للإفصاح الاختياري عن حوكمة الشركات، وسياسة الاستثمار، وذلك على قيمة الشركة.

وفي حين توصلت دراسة (Zarb, 2007) إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح الاختياري عن تنبؤات الإدارة بالمكاسب على قيمة الشركة، فإن دراسة (Marine, 2017) إتفقت مع دراسة (Foerster et al., 2013) على وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري عن تنبؤات الإدارة بالمكاسب على قيمة الشركة. كما أضافت دراسة (Marine, 2017) وجود هذا التأثير الإيجابي المعنوي للإفصاح الاختياري عن تنبؤات الإدارة بالمبيعات والإيرادات وأسعار الأسهم، وكذا للإفصاح الاختياري عن النسب المالية، كنسب السيولة والربحية والرفع المالي، على قيمة الشركة.

ويخلص الباحث مما سبق إلى وجود إتفاق كبير بين الدراسات السابقة بشأن وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري بصفة عامة، والإفصاح الاختياري عن بنود معينة، بصفة خاصة، على قيمة الشركة. وبرغم ذلك، خلصت بعض الدراسات إلى عدم وجود تأثير معنوي بالمرّة للإفصاح الاختياري على قيمة الشركة.

ويؤيد الباحث وجود تأثير إيجابي للإفصاح الاختياري، سواء بصفة عامة، أو خاصة، على قيمة الشركة، فيؤدي قيام الشركات بالإفصاح الاختياري عن المعلومات إلى الحد من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم تمكين المستثمرين، وباقي أصحاب المصلحة، من تقييم هذه الشركات. كما أن هذه المعلومات الإضافية تنعكس بالضرورة على القيمة السوقية لأسهم هذه الشركات، ومن ثم على قيمتها.

وبناءً على ما سبق، يمكن اشتقاق فرض البحث على النحو التالي:

H1: يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

ومن الجدير بالذكر أن هناك مجموعة من الدراسات (Anam et al., 2011; Abdullah Al-Maghzom , 2016; Bukit and Nasution, 2016) أشارت إلى أن

خصائص الشركات تؤثر على قيمتها. ويعتبر حجم الشركة، ومعدل الرفع المالي بها، ومعدل العائد على الأصول (كمؤشر للربحية) من أهم خصائص الشركات. فمن ناحية، خلصت دراستا (Anam et al., 2011; Bukit and Nasution, 2016) إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة على قيمتها. ويرغم ذلك، توصلت دراستا (Mule et al., 2015; Setiadharna and Machali, 2017) إلى عدم وجود تأثير معنوي لحجم الشركة على قيمتها. ومن ناحية ثانية، خلصت بعض الدراسات (Anam et al., 2011; Abdullah Al-Maghzom, 2016; Bukit and Nasution, 2016) إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل الرفع المالي بالشركات على قيمتها. ومن ناحية ثالثة، توصلت دراستا (Orens et al., 2009; Abdullah Al-Maghzom, 2016) إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل العائد على الأصول بالشركات على قيمتها. وتبعاً لذلك، سيقوم الباحث بتضمين كل من حجم الشركة، ومعدل الرفع المالي، ومعدل العائد على الأصول بها كمتغيرات رقابية بالبحث.

٤/٦. منهجية البحث

يستند البحث إلى المنهجي الاستقرائي والاستنباطي، حيث يعتمد على المدخل الاستقرائي في تحليل الدراسات السابقة، ثم يتحول إلى المدخل الاستنباطي لاشتقاق فرض البحث، ثم يتحول إلى المنهج الاستقرائي لاختبار فرض البحث. وتستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فرض البحث في بيئة الأعمال المصرية. وتحقيقاً لهذا الهدف، فسوف يتناول الباحث كلاً من؛ أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة الدراسة، توصيف وقياس متغيرات الدراسة، أدوات وإجراءات الدراسة، النماذج الإحصائية المستخدمة، ونتيجة اختبار فرض البحث.

١/٤/٦. أهداف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار أثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة، وذلك في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

٢/٤/٦. مجتمع وعينة الدراسة

ينكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة المقيدة في البورصة المصرية. وقد تم اختيار عينة حُكمية^(١) من تلك الشركات، حيث تم تجميع عدد ١٣٠ مشاهدة لثلاث وعشرين شركة للسنوات من ٢٠٠٤ وحتى ٢٠١٧ قياساً على (Gordon et al., 2010; Lassad and Khamoussi, 2012; Ghorbel and Triki, 2016).

٣/٤/٦. توصيف وقياس متغيرات الدراسة

يمكن توضيح توصيف وقياس متغيرات الدراسة كما يلي:

جدول رقم (١): توصيف وقياس متغيرات الدراسة

العلاقة المتوقعة	قياسه	توصيفه	نوعه	المتغير
إيجابية	بقسمة عدد بنود الإفصاح الاختياري الفعلي لشركات العينة على المجموع الإجمالي لبنود الإفصاح بمؤشر الإفصاح الاختياري الذي تم اشتقاقه (Bravo, 2017; Marine, 2017)	يعبر عن درجة الإفصاح عن المعلومات بما يزيد عن المتطلبات الإلزامية للإفصاح بموجب القوانين واللوائح والقواعد والمعايير المحاسبية ومتطلبات بورصات الأوراق المالية (Shehata,2014; Scaltrito, 2016)	مستقل	مستوى الإفصاح الاختياري
إيجابية	باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول (Abdullah Al-Maghzom, 2016; Bukit and Nasution, 2016)	يقصد بحجم الشركة إجمالي أصولها، وحجم عملياتها، ومدى تعقيدها، كما أنه يعبر عن التكاليف السياسية التي تتعرض لها الشركة (أبو الخير، ٢٠٠٧).	رقابي	حجم الشركة

(١) اعتمد الباحث على عينة حكمية judgment sampling (يطلق عليها أيضاً عينة غير عشوائية، أو عينة غير احتمالية non-probability or non-random sampling)، حيث لا يكون لكل مفردة بمجتمع الدراسة نفس الفرصة في الظهور في العينة، ولا تخضع مفرداتها للاختيار العشوائي، بل يخضع اختيارها للحكم الشخصي للباحث. واستند الباحث لأحد أنواع العينات الحكمية، وهو العينة العمدية purposive sampling، والتي يتم اختيار مفرداتها مع الأخذ في الاعتبار غرض محدد مسبقاً (معايير معينة محددة مسبقاً). ومن ثم، يتم اختيار المفردات التي تنطبق عليها المعايير المحددة مسبقاً (Alvi, 2016). وقد راعى الباحث عند اختيار مفردات العينة أن تكون الشركات مقيدة بالبورصة المصرية. كما قام باستبعاد المؤسسات المالية نظراً لاختلاف طبيعة نشاطها عن نشاط الشركات الصناعية والتجارية. أيضاً تم استبعاد الشركات التي خرجت من التسجيل في البورصة المصرية خلال فترة الدراسة.

إيجابية	بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول (Sheu et al., 2008; Foerster et al., 2013).	يشير إلى استخدام أموال الغير (الأموال المقترضة) في تعظيم نتائج استثمارات الملاك (Zarb, 2007).	رقابي	معدل الرفع المالي
إيجابية	بنسبة صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول (Nekhili et al., 2012; Al-Saidi and Al-Shammari, 2014).	يشير إلى العائد الذي تحققه الشركة على رأس المال المستثمر بها (Zarb, 2007).	رقابي	معدل العائد على الأصول
—————	يقاس باستخدام Tobin's Q، بنسبة مجموع القيمة السوقية للأسهم العادية القائمة+قيمة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول في تاريخ الميزانية (Sheu et al., 2008; Mrine, 2017).	يقصد بها المقابل المالي المقدر كسعر عادل للمنشأة محل التقييم (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧).	تابع	قيمة الشركة

٤/٤/٦. أدوات وإجراءات الدراسة

تم تجميع البيانات اللازمة لقياس مستوى الإفصاح الاختياري من واقع ١٣٠ تقرير سنوي لشركات العينة للفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٧. كما اعتمد الباحث على القوائم المالية لشركات العينة عن نفس الفترة لتجميع البيانات اللازمة لقياس قيمة الشركة، وحجمها، ومعدل الرفع المالي لها، ومعدل العائد على الأصول بها. وقد استند الباحث إلى أسلوب تحليل المحتوى^(٧) content analysis بهدف تحليل التقارير السنوية لشركات العينة في مقابل مؤشر الإفصاح الاختياري المقترح، وذلك لقياس مستوى الإفصاح الاختياري الفعلي لهذه الشركات. كما تم إتباع نفس الأسلوب للحصول على البيانات اللازمة لقياس قيمة الشركة لنفس عينة الشركات، وحجمها، ومعدل الرفع المالي لها، ومعدل العائد على الأصول بها.

(٧) استخدم الباحث أسلوب تحليل المحتوى لتحليل التقارير السنوية لعينة الشركات التي تم اختيارها، وذلك قياساً على دراستي (Lassad and Khamoussi, 2012; Belgacem, and Omri, 2014) اللتين قامتا بتحليل التقارير السنوية لعينة من الشركات في مقابل مؤشر مقترح للإفصاح.

٦/٤/٥. النماذج الإحصائية المستخدمة

اعتمد الباحث على أسلوب النسب المئوية لحساب كل من مستوى الإفصاح الاختياري الفعلي، وقيمة الشركة، ومعدل الرفع المالي، ومعدل العائد على الأصول بشركات العينة، قياساً على دراسات (Belgacem and Omri, 2014; Scaltrito, 2016; Marine, 2017). كما استعان الباحث بنموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية^(٨) Panel Data Regression Model لاختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة (Gujarati, 2004).

٦/٤/٦. نتيجة اختبار فرض البحث

يتمثل فرض البحث في "يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركات^(٩) المقيدة بالبورصة المصرية". وقد تم تحويل الفرض البديل إلى صورة فرض العدم كالتالي:
H₀: لا يؤثر مستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية
 وظهرت معادلة الانحدار كالتالي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{lit} + e_{it}$$

^(٨) يستخدم نموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية Panel Data Regression Model لتحليل بيانات السلاسل القطاعية Panel Data، والتي تجمع بين خصائص بيانات السلاسل الزمنية time series data والبيانات القطاعية cross-section data. وفي حين يتم تجميع بيانات السلاسل الزمنية من خلال مشاهدة القيم التي يأخذها متغير معين أو أكثر خلال فترات زمنية مختلفة، والبيانات القطاعية من خلال مشاهدة القيم التي يأخذها متغير أو أكثر لعدد من وحدات المعايير (وحدات المعايير/وحدات القطاعات مثل شركة) في نفس النقطة الزمنية، فإنه يتم تجميع بيانات السلاسل القطاعية Panel Data من خلال مشاهدة القيم التي يأخذها متغير أو أكثر لعدد من وحدات المعايير (وحدات القطاعات مثل شركة) خلال فترات زمنية مختلفة. أي تتميز بيانات السلاسل القطاعية Panel Data بأنه يتم دراسة نفس الشركة عبر الوقت (أي تحرك وحدة القطاع عبر الوقت). وإذا كان لكل وحدة قطاع (لكل شركة) نفس عدد مشاهدات السلسلة الزمنية، يطلق على بيانات السلاسل القطاعية Panel Data اسم بيانات السلاسل القطاعية المتوازنة Balanced Panel Data. أما إذا اختلف عدد مشاهدات = السلسلة الزمنية بين وحدات القطاعات (الشركات)، يطلق على بيانات السلاسل القطاعية Panel Data اسم بيانات السلاسل القطاعية غير المتوازنة Unbalanced Panel Data (Gujarati, 2004). وينطبق مفهوم بيانات السلاسل القطاعية غير المتوازنة Unbalanced Panel Data على البيانات التي قام الباحث بتجميعها لأغراض الدراسة الحالية، حيث قام الباحث بتجميع بيانات تخص خمسة متغيرات هي مستوى الإفصاح الاختياري، وقيمة الشركة، وحجمها، ومعدل الرفع المالي لها، ومعدل العائد على الأصول بها، لثلاث وعشرين شركة (وحدات القطاعات)، للسنوات من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٧ (خلال فترات زمنية مختلفة). وقد قام الباحث بتشغيل نموذج الانحدار وتقدير معاملات النموذج وفقاً لافتراض مدخل التأثيرات العشوائية Random effects approach (ECM)، والذي يقوم على افتراض أن الجزء الثابت β_0 يمثل متغير عشوائي (Gujarati, 2004).
^(٩) اختبار فرض البحث، تم إجراء اختبار الانحدار عند مستوى ثقة ٩٥% (مستوى معنوية ٥%). ويتم الحكم على نتيجة اختبار الانحدار اعتماداً على قيمة p.value، حيث يتم رفض فرض العدم الإحصائي، ومن ثم قبول الفرض البديل، إذا كانت قيمة P.value > ٥%، بمعنى أن هناك تأثيراً لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة، ويتم قبول فرض العدم إذا كانت قيمة P value < ٥%.

حيث:

 $Y =$ المتغير التابع: قيمة الشركة $\beta_0 =$ الجزء الثابت $X_1 =$ المتغير المستقل: مستوى الإفصاح الاختياري $\beta_1 =$ معامل انحدار المتغير المستقل، وهو يحدد اتجاه العلاقة، ويقاس نسبة ما يفسره

مستوى الإفصاح الاختياري من التغيرات في قيمة الشركة

 $e =$ الخطأ العشوائي، ويشير إلى العوامل الأخرى التي تؤثر على المتغير التابع ولا يتم

أخذها في الاعتبار

 $i = 1, 2, 3, \dots, 23$ (وحدات القطاعات؛ أي الشركات) $t = 1, 2, 3, \dots, 14$ (الفترة الزمنية، وهي هنا من 2004 وحتى 2017)ويعرض الباحث لمخلص نتائج^(١٠) تحليل انحدار السلاسل القطاعية قبل إدخال

المتغيرات الرقابية وتفسيرها بجدول رقم (٢) على النحو التالي:

جدول (٢) ملخص نتائج نموذج الانحدار البسيط قبل إدخال المتغيرات الرقابية

Variables	β	P.Value
Constant	1.799	0.003
Voluntary Disclosure Level	-2.884	0.140
Adj. R ² = 0.061		
F = 8.775		0.003

وبالرجوع لجدول رقم (٢)، يتضح أن قيمة p.value لنموذج الانحدار ككل بلغت

(0.003) أي أقل من مستوى المعنوية (5%)، مما يشير إلى معنوية النموذج ككل، وأن

النموذج يمكنه معنوياً تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع. بينما بلغت قيمة

p.value للمتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري (0.140) أي أكبر من مستوى

المعنوية (5%)، كما بلغت قيمة β_1 (-2.884) مما يشير إلى وجود تأثير سلبي غير

معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة مقاسة بمقياس Tobin's Q. ويؤيد

ذلك انخفاض القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار، حيث بلغت قيمة معامل التحديد المعدل

(١٠) يعرض ملحق رقم (١) لنتائج التحليل الإحصائي باستخدام نموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية.

Adjusted R Square (0.061). ويعني ذلك أن مستوى الإفصاح الاختياري (المتغير المستقل) يفسر ما يقرب من 6% من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركة. ويعني ذلك أيضاً أن ما يقرب من 94% من التغيرات التي تحدث في قيمة الشركة ترجع إلى عوامل أخرى. وبالتالي يتم قبول فرض العدم، ومن ثم رفض الفرض البديل القائل بأن مستوى الإفصاح الاختياري يؤثر على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

ولا تتفق النتائج السابقة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات مثل (Bukit and Nasution, 2016; Scaltrito, 2016; Ghorbel and Triki, 2016) من دليل حول وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري، بصفة عامة، على قيمة الشركة. في حين تتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراستا (Hassan et al., 2009; Belgacem and Omri, 2014) من وجود تأثير غير معنوي للإفصاح الاختياري، بصفة عامة، على قيمة الشركة، خاصة دراسة (Belgacem and Omri, 2014) التي توصلت إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي، حيث أجريت هذه الدراسة في تونس، بينما كان التأثير غير المعنوي إيجابياً بدراسة (Hassan et al., 2009) في جمهورية مصر العربية.

ويعتقد الباحث أن اختلاف نتائج الدراسة الحالية عما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة من نتائج يرجع إلى اختلاف بنود مؤشر الإفصاح الاختياري التي اعتمدت عليه، عند قياس مستوى الإفصاح الاختياري بها، وكذلك اختلاف طريقة قياس قيمة الشركة بينها. كما يلاحظ الباحث إتفاق ما توصل إليه من نتائج مع نتائج دراسة (Hassan et al., 2009) التي أجريت في جمهورية مصر العربية، وهو ما قد يعني انخفاض مستوى الإفصاح الاختياري من جانب الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ومن ثم عدم تمكن أصحاب المصلحة من استخدام المعلومات، التي يتم الإفصاح عنها اختياريًا، كمدخلات عند إتخاذ القرارات المتعلقة بتقييم قيمة الشركة، ومن ثم قرارات الاستثمار والإقراض وغيرها من القرارات.

وقد قام الباحث بإعادة التحليل الإحصائي باستخدام نموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغير الرقابي الأول، وهو حجم الشركة، وظهرت معادلة الانحدار كالتالي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + e_{it}$$

حيث:

β_2 = معامل انحدار المتغير الرقابي حجم الشركة، وهو يحدد اتجاه العلاقة، ويقاس نسبة ما

يفسره حجم الشركة من التغيرات في قيمتها

X_2 = المتغير الرقابي الأول: حجم الشركة

ويعرض الباحث لمخلص نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية قبل وبعد إدخال

المتغير الرقابي الأول، حجم الشركة، وتفسيرها بجدول رقم (٣) على النحو التالي:

جدول (٣) ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد قبل وبعد إدخال المتغير**الرقابي الأول: حجم الشركة**

Before Entering a Control Variable; Firm Size			After Entering a Control Variable; Firm Size				
Variables	β	P.Value	Variables	β	P.Value	Collinearity Statistics ⁽¹¹⁾	
						Tolerance ⁽¹³⁾	VIF ⁽¹²⁾
Constant	1.799	0.003	Constant	2.138	0.411	—	—
Voluntary Disclosure Level	-2.884	0.140	Voluntary Disclosure Level	-2.753	0.189	0.998	1.002
			Firm Size	-0.017	0.894	0.998	1.002
Adj. R ² = 0.061			Adj. R ² = 0.052				
F= 8.775		0.003	F= 4.277		0.015		

وبالرجوع لجدول رقم (٣)، يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عند إجراء

تحليل الانحدار نظراً لانخفاض معامل تضخم التباين عن ١٠، وارتفاع مؤشر التباين

المسموح به عن ٥%. كما يتضح أن قيمة p.value لنموذج الانحدار ككل بلغت (٠.٠١٥)

أي أقل من مستوى المعنوية (٥%)، مما يشير إلى معنوية النموذج ككل، وأن النموذج

يمكنه معنوياً تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع. بينما بلغت قيمة p.value

(١١) إحصائيات الارتباط الخطي الذاتي المتعدد Collinearity Statistics:

عند إجراء تحليل الانحدار تم احتساب معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor (VIF)، ومؤشر التباين المسموح به (الممكن قبوله) Tolerance لكل متغير من المتغيرات المستقلة والرقابية لتحديد درجة ارتباط الخطي الذاتي المتعدد بين كل، أو بعض، هذه المتغيرات. فإذا كانت إحصائية معامل تضخم التباين أكبر من ١٠ أو مؤشر التباين المسموح به أقل من ٥%، فإن ذلك يعني وجود ارتباط خطي ذاتي متعدد مرتفع بين المتغيرات (بشير، ٢٠٠٣).

(١٢) معامل تضخم التباين.

(١٣) مؤشر التباين المسموح به.

للمتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري (0.189) أي أكبر من مستوى المعنوية (5%)، كما بلغت قيمة β_1 (-2.753) مما يشير إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة، مقياسه بمقياس Tobin's Q. بينما انخفضت القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار، حيث انخفضت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R Square من (0.061) إلى (0.052)، الأمر الذي يرجع إلى إدراج المتغير الرقابي حجم الشركة، حيث بلغت قيمة p.value لهذا المتغير قيمة (0.894) أي أكبر من مستوى المعنوية (5%)، كما بلغت قيمة β_2 (-0.017) مما يشير إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي لحجم الشركة على قيمتها مقياسه بمقياس Tobin's Q. واستناداً لذلك، يتم قبول فرض العدم، ومن ثم رفض الفرض البديل القائل بأن مستوى الإفصاح الاختياري يؤثر على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وأن حجم الشركة لا يؤثر إيجاباً ومعنوياً على قيمتها.

ولا تتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراستا (Anam et al., 2011; Bukit and Nasution, 2016) من نتائج بشأن وجود تأثير إيجابي معنوي لحجم الشركة على قيمتها. في حين تتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراستا (Mule et al., 2015; Setiadharna and Machali, 2017) من نتائج بشأن عدم وجود تأثير معنوي لحجم الشركة على قيمتها.

وتخالف هذه النتيجة ما توقعه الباحث من وجود تأثير لحجم الشركة على قيمتها، حيث يجب أن تقدم الشركات كبيرة الحجم مزيداً من الإفصاح، بما يتجاوز المتطلبات الإلزامية، تجنباً للتكاليف السياسية، ومن ثم يرتفع تقييم أصحاب المصلحة لقيمة هذه الشركات.

كما قام الباحث بإعادة التحليل الإحصائي باستخدام نموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغير الرقابي الثاني، وهو معدل الرفع المالي. وظهرت معادلة الانحدار كالتالي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + e_{it}$$

حيث:

β_2 = معامل انحدار المتغير الرقابي معدل الرفع المالي، وهو يحدد اتجاه العلاقة، ويقاس

نسبة ما يفسره معدل الرفع المالي بالشركة من التغيرات في قيمتها

X_2 = المتغير الرقابي الثاني: معدل الرفع المالي

ويعرض الباحث لمخلص نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية قبل وبعد إدخال

المتغير الرقابي الثاني، معدل الرفع المالي، وتفسيرها بجدول رقم (٤) على النحو التالي:

جدول (٤) ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد قبل وبعد إدخال المتغير الرقابي الثاني: معدل الرفع المالي

Before Entering a Control Variable; Leverage			After Entering a Control Variable; Leverage					
Variables	β	P.Value	Variables	β	P.Value	Collinearity Statistics		
Constant	1.799	0.003				Tolerance	VIF	
			Constant	1.101	0.000	—	—	
Voluntary Disclosure Level	-2.884	0.140	Voluntary Disclosure Level	-2.255	0.016	0.992	1.008	
			Leverage	1.028	0.000	0.992	1.008	
Adj. R ² = 0.061			Adj. R ² = 0.795					
F= 8.775		0.003	F= 251.192		0.000			

وبالرجوع لجدول رقم (٤)، يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عند إجراء تحليل الانحدار نظراً لانخفاض معامل تضخم التباين عن ١٠، وارتفاع مؤشر التباين المسموح به عن ٥%. كما يتضح أن قيمة p.value لنموذج الانحدار ككل بلغت (٠.٠٠٠٠) أي أقل من مستوى المعنوية (٥%)، مما يشير إلى معنوية النموذج ككل، وأن النموذج يمكنه معنوياً تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع. بينما بلغت قيمة p.value للمتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري (٠.٠٠١٦) أي أقل من مستوى المعنوية (٥%)، كما بلغت قيمة β_1 (-٢.٢٥٥) مما يشير إلى وجود تأثير سلبي معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة مقاسة بمقياس Tobin's Q. بينما ارتفعت القدرة

التفسيرية لنموذج الانحدار، حيث زادت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R Square من (٠.٠٦١) إلى (٠.٧٩٥)، الأمر الذي يرجع إلى إدراج المتغير الرقابي معدل الرفع المالي، حيث بلغت قيمة p.value لهذا المتغير قيمة (٠.٠٠٠٠) أي أقل من مستوى المعنوية (٥%)، كما بلغت قيمة β_2 (١.٠٢٨) مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل الرفع المالي بالشركات على قيمتها مقاسة بمقياس Tobin's Q. واستناداً لذلك، يتم رفض فرض العدم، ومن ثم قبول الفرض البديل القائل بأن مستوى الإفصاح الاختياري يؤثر على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وأن درجة الرفع المالي تؤثر إيجاباً ومعنوياً على قيمة الشركة.

وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه بعض الدراسات مثل (Anam et al., 2011; Abdullah Al-Maghzom, 2016; Bukit and Nasution, 2016) من وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل الرفع المالي بالشركات على قيمتها.

ويعتقد الباحث أن الشركات ذات نسبة الرفع المالي المرتفعة تخضع بشكل أكبر لمراقبة المقرضين/البنوك، ولذلك يكون لتلك الشركات الحافز للعمل بكفاءة وفعالية لتتمكن من خدمة الدين والالتزام بشروط الإقتراض، وتوضيح جهودها في هذا الصدد، ومن ثم تدعيم أداء وقيمة هذه الشركات.

أيضاً قام الباحث بإعادة التحليل الإحصائي باستخدام نموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغير الرقابي الثالث، وهو معدل العائد على الأصول. وظهرت معادلة الانحدار كالتالي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + e_{it}$$

حيث:

β_2 = معامل انحدار المتغير الرقابي معدل العائد على الأصول، وهو يحدد إتجاه العلاقة، ويقيس نسبة ما يفسره معدل العائد على الأصول بالشركة من التغيرات في قيمتها

X_2 = المتغير الرقابي الثالث: معدل العائد على الأصول

ويعرض الباحث لمخلص نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية قبل وبعد إدخال المتغير الرقابي الثالث، معدل العائد على الأصول، وتفسيرها بجدول رقم (٥) على النحو التالي:

جدول (٥) ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد قبل وبعد إدخال المتغير
الرقابي الثالث:
معدل العائد على الأصول

Before Entering a Control Variable; ROA ⁽¹⁴⁾			After Entering a Control Variable; ROA					
Variables	β	P.Value	Variables	β	P.Value	Collinearity Statistics		
Constant	1.799	0.003				Tolerance	VIF	
			Constant	1.843	0.000	—	—	
Voluntary Disclosure Level	-2.884	0.140	Voluntary Disclosure Level	-2.317	0.250	0.994	1.006	
			ROA	1.046	0.269	0.994	1.006	
Adj. R ² = 0.061			Adj. R ² = 0.063					
F= 8.775		0.003	F= 4.990		0.008			

وبالرجوع لجدول رقم (٥)، يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عند إجراء تحليل الانحدار نظراً لانخفاض معامل تضخم التباين عن ١٠، وارتفاع مؤشر التباين المسموح به عن ٥%. كما يتضح أن قيمة p.value لنموذج الانحدار ككل بلغت (٠.٠٠٠٨) أي أقل من مستوى المعنوية (٥%)، مما يشير إلى معنوية النموذج ككل، وأن النموذج يمكنه معنوياً تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع. بينما بلغت قيمة p.value للمتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري (٠.٢٥٠) أي أكبر من مستوى المعنوية (٥%)، كما بلغت قيمة β_1 (-٢.٣١٧) مما يشير إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة مقاسة بمقياس Tobin's Q. بينما ارتفعت القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار بمقدار طفيف، حيث زادت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R Square من (٠.٠٦١) إلى (٠.٠٦٣)، الأمر الذي يرجع إلى إدراج المتغير الرقابي معدل العائد على الأصول، حيث بلغت قيمة p.value لهذا المتغير قيمة (٠.٢٦٩) أي أكبر من مستوى المعنوية (٥%)، كما بلغت قيمة β_2 (١.٠٤٦) مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي غير معنوي لمعدل العائد على الأصول بالشركات على قيمتها مقاسة بمقياس Tobin's Q. واستناداً لذلك، يتم قبول فرض العدم، ومن ثم رفض الفرض البديل القائل بأن

(¹⁴) Return on Assets معدل العائد على الأصول

مستوى الإفصاح الاختياري يؤثر على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وأن معدل العائد على الأصول لم يؤثر معنوياً على قيمة الشركة وإن كان إيجابياً. ولا تتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراستا (Orens et al., 2009; Abdullah Al-Maghzom, 2016) من وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل العائد على الأصول بالشركات على قيمتها.

وتخالف هذه النتيجة ما توقعه الباحث من وجود تأثير لمعدل العائد على الأصول كمؤشر للربحية على قيمة الشركات، حيث يهتم المستثمرون بالأرقام والنسب التي ترتبط بربحية الشركات المقيدة بالبورصة. كذلك قد تحصل الشركات التي تفصح عن الأرقام والنسب التي ترتبط بالربحية على تقييمات أعلى لقيمتها.

كذلك قام الباحث بإعادة التحليل الإحصائي باستخدام نموذج انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغيرات الرقابية الثلاث. وقد ظهرت معادلة الانحدار كالتالي:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + e_{it}$$

حيث:

β_2 = معامل انحدار المتغير الرقابي حجم الشركة

β_3 = معامل انحدار المتغير الرقابي معدل الرفع المالي

β_4 = معامل انحدار المتغير الرقابي معدل العائد على الأصول

وتحدد معاملات الانحدار $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ اتجاه العلاقة بين كل من مستوى الإفصاح الاختياري، وحجم الشركة، ومعدل الرفع المالي، ومعدل العائد على الأصول على التوالي وبين قيمة الشركة، وتقيس نسبة ما يفسره المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية من التغيرات في المتغير التابع

X_2 = المتغير الرقابي الأول: حجم الشركة

X_3 = المتغير الرقابي الثاني: معدل الرفع المالي

X_4 = المتغير الرقابي الثالث: معدل العائد على الأصول

ويعرض الباحث لمخلص نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية قبل وبعد إدخال

المتغيرات الرقابية الثلاث وتفسيرها بجدول رقم (٦) على النحو التالي:

جدول (٦) ملخص نتائج تحليل الانحدار المتعدد قبل وبعد إدخال المتغيرات الرقابية الثلاث

Before Entering the Three Control Variables; Firm Size, Leverage and ROA			After Entering the Three Control Variables; Firm Size, Leverage and ROA					
Variables	β	P.Value	Variables	β	P.Value	Collinearity Statistics		
Constant	1.799	0.003	Constant	4.852	0.002	Tolerance	VIF	
Voluntary Disclosure Level	-2.884	0.140	Voluntary Disclosure Level	-0.571	0.589	0.985	1.016	
			Firm Size	-0.183	0.016	0.966	1.035	
			Leverage	1.033	0.000	0.981	1.019	
			ROA	0.026	0.150	0.972	1.029	
Adj. R ² = 0.061			Adj. R ² = 0.809					
F = 8.775			F = 137.895		0.000			

وبالرجوع لجدول رقم (٦)، يتضح عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد عند إجراء تحليل الانحدار نظراً لانخفاض معامل تضخم التباين عن ١٠، وارتفاع مؤشر التباين المسموح به عن ٥%. كما يتضح أن قيمة p.value لنموذج الانحدار ككل بلغت (٠.٠٠٠٠) أي أقل من مستوى المعنوية (٥%)، مما يشير إلى معنوية النموذج ككل، وأن النموذج يمكنه معنوياً تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع. بينما بلغت قيمة p.value للمتغير المستقل مستوى الإفصاح الاختياري (٠.٥٨٩) أي أكبر من مستوى المعنوية (٥%)، كما بلغت قيمة β_1 (-٠.٥٧١) مما يشير إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة مقاسة بمقياس Tobin's Q. بينما ارتفعت القدرة التفسيرية لنموذج الانحدار، حيث زادت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R Square من (٠.٠٦١) إلى (٠.٨٠٩)، الأمر الذي يرجع إلى إدراج المتغيرين الرقابيين حجم الشركة ومعدل الرفع المالي، حيث بلغت قيمة p.value لمتغير حجم الشركة (٠.٠١٦)، وبلغت قيمة β_2 (-٠.١٨٣) مما يشير إلى وجود تأثير سلبي معنوي لحجم الشركة على قيمتها مقاسة بمقياس Tobin's Q. كما بلغت قيمة p.value لمتغير معدل الرفع المالي (٠.٠٠٠)، أي أقل من مستوى المعنوية (٥%)، وبلغت قيمة β_3 (١.٠٣٣)

مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل الرفع المالي بالشركات على قيمتها مقاسة بمقياس Tobin's Q. بينما بلغت قيمة p.value لمتغير معدل العائد على الأصول (0.150)، أي أكبر من مستوى المعنوية (5%)، وبلغت قيمة β_4 (0.026) مما يشير إلى وجود تأثير إيجابي غير معنوي لمعدل العائد على الأصول بالشركات على قيمتها مقاسة بمقياس Tobin's Q. واستناداً لذلك، يتم قبول فرض العدم، ومن ثم رفض الفرض البديل القائل بأن مستوى الإفصاح الاختياري يؤثر على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه دراستا (Anam et al., 2011; Bukit and Nasution, 2016) من نتائج بشأن وجود تأثير معنوي لحجم الشركة على قيمتها. كما تتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (Anam et al., 2011; Abdullah Al-Maghzom, 2016; Bukit and Nasution, 2016) من وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل الرفع المالي بالشركات على قيمتها. في حين لا تتفق هذه النتائج السابقة مع ما توصلت إليه دراستا (Orens et al., 2009; Abdullah Al-Maghzom, 2016) من وجود تأثير إيجابي معنوي لمعدل العائد على الأصول بالشركات على قيمتها.

ويعتقد الباحث أن إدراج المتغيرات الرقابية الثلاث معاً في التحليل أدى إلى معنوية المتغير الرقابي حجم الشركة، مقارنة بالوضع عند اقتصار التحليل على هذا المتغير بمفرده، حيث كانت النتيجة عدم معنوية متغير حجم الشركة. في حين كان متغير معدل الرفع المالي معنوياً عند اقتصار التحليل عليه بمفرده، وعند إدراجه بالتحليل مع المتغيرات الرقابية الأخرى. بينما كان متغير معدل العائد على الأصول غير معنوي عند اقتصار التحليل عليه بمفرده، وعند إدراجه بالتحليل مع المتغيرات الرقابية الأخرى.

٥/٦. خلاصة البحث والتوصيات ومجالات البحث المقترحة

تتناول هذه الجزئية خلاصة الباحث وأهم التوصيات ومجالات البحث المستقبلية.

١/٥/٦. خلاصة البحث

توصل الشق النظري من البحث إلى وجود إتفاق عام بين الدراسات بشأن وجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري بصفة عامة، والإفصاح الاختياري عن بنود معينة، بصفة خاصة، على قيمة الشركة. ويرغم ذلك، خلصت بعض الدراسات إلى عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح الاختياري بصفة عامة، وللإفصاح الاختياري عن بعض البنود على قيمة

الشركة. وقد تم اختبار فرض البحث المتعلق بوجود تأثير إيجابي لمستوى الإفصاح الاختياري على قيمة الشركة. وتم قبول فرض البحث في أحد نماذج الانحدار المستخدمة في الاختبار، ورفضه في باقي نماذج الانحدار الأخرى المستخدمة لذات الغرض. ويعني ذلك إتفاق بعض نتائج الشق التطبيقي من البحث والمتعلقة بوجود تأثير إيجابي معنوي للإفصاح الاختياري على قيمة الشركة مع غالبية ما توصل إليه الشق النظري من وجود إتفاق عام بشأن التأثير الإيجابي للإفصاح الاختياري بصفة عامة على قيمة الشركة. كذلك تتفق غالبية نتائج الشق التطبيقي من البحث والمتعلقة بعدم وجود تأثير معنوي للإفصاح الاختياري على قيمة الشركة مع بعض ما توصل إليه الشق النظري من عدم وجود تأثير معنوي للإفصاح الاختياري بصفة عامة على قيمة الشركة. ويعزي الباحث اختلاف النتائج بكل من الشق النظري والشق العملي من البحث إلى اختلاف بنود مؤشر الإفصاح الاختياري التي تم الاعتماد عليها عند قياس مستوى الإفصاح الاختياري، وكذلك اختلاف طريقة قياس قيمة الشركة. يضاف لذلك تأثير إدراج المتغير الرقابي معدل الرفع المالي في التحليل بالشق العملي من البحث الحالي.

٢/٥/٦. توصيات البحث

يوصي الباحث بالآتي: (أ) تشجيع الشركات المقيدة بالبورصة على تقديم مزيد من المعلومات بما يتجاوز المتطلبات الإلزامية للإفصاح من خلال تقديم حوافز أو إعفاءات مناسبة، و(ب) أن تصدر هيئة الرقابة المالية إرشادات وأدلة تتضمن بنود المعلومات التي يمكن للشركات الإفصاح عنها اختياريًا، على أن يتم تحديث هذه البنود بما يتمشى مع التعديلات التي تطرأ على المعايير والقوانين واللوائح ومتطلبات الهيئات الرقابية والمهنية، و(ج) توجيه المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصلحة إلى أهمية المعلومات المحاسبية كمدخلات عند تقييم الشركات وإتخاذ القرارات، وتوعيتهم بضرورة عدم اقتصارهم على أرقام الربح (نظرة قصيرة الأجل) في ذلك.

٣/٥/٦. مجالات البحث المقترحة

يعتقد الباحث بوجود بعض مجالات البحث المستقبلية ذات الصلة، تتمثل فيما يلي: (أ) دراسة واختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري على قراري الاستثمار في الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية وإقراضها، و(ب) دراسة واختبار تأثير مستوى الإفصاح

الاختياري على جودة التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، و(ج) دراسة واختبار تأثير مستوى الإفصاح الاختياري عن المسؤولية الاجتماعية للشركات على قيمة الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، و(د) تأثير الإفصاح عن غازات الاحتباس الحراري على قيمة الشركة- دراسة تطبيقية.

مراجع البحث

أولاً: المراجع العربية

- أبو الخير، مدثر طه، ٢٠٠٧، "أثر معايير المحاسبة الدولية والعوامل النظامية على جودة التقارير المالية: دراسة ميدانية عن تطبيق الانخفاض في قيمة الأصول"، المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد الثاني، العدد الثاني، ص ٣-٥٩.
- أبو المكارم، وصفي عبد الفتاح، ٢٠٠٢، دراسات متقدمة في مجال المحاسبة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية.
- إبراهيم، محمد مخيمر، ٢٠١٢، "دراسة العوامل المؤثرة في درجة الإفصاح الاختياري عبر الانترنت مع التطبيق على الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- الدهراوي، كمال الدين مصطفى، ١٩٨٧، "تمودج لحوافز المديرين لتشجيع الإفصاح المحاسبي الاختياري"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، المجلد ٢٤، العدد الأول، ص ١٣٧-١٦٦.
- الرشدي، ممدوح صادق، ٢٠٠٩، "الإفصاح المحاسبي عبر الانترنت وحوكمة الشركات: دراسة نظرية وميدانية"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة-تجارة سوهاج، المجلد ٢٣، العدد الأول، ص ١-٦٣.
- الفولي، فائقة جابر، ٢٠٠٥، "الاختلافات النسبية في درجة الإفصاح الاختياري بين الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المالية وأثرها على تكلفة رأس المال - دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.

- الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٧، المعايير المصرية للتقييم المالي للمنشآت، قرار رقم (١) لسنة ٢٠١٧.
- بشير، سعد زغلول، ٢٠٠٣، دليلك إلى البرنامج الإحصائي SPSS الإصدار العاشر version 10، المعهد العربي للتدريب والبحوث الإحصائية، بغداد.
- راشد، رجب السيد، ١٩٩٦، "دراسة تحليلية لإطار العلاقة بين البيئة والإفصاح المحاسبي مع دراسة اختبارية لمستوى كفاية متطلبات الإفصاح في جمهورية مصر العربية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم، ٢٠١٥، "أثر الإفصاح غير المالي عبر تقارير الأعمال المتكاملة على تقييم أصحاب المصالح لمقدرة الشركة على خلق القيمة- دراسة ميدانية وتجريبية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة دمنهور.
- شوقي، أحمد محمد، ٢٠١٤، "تمودج مقترح لتكييف المعيار الدولي للمحاسبة عن الاندماج وفقاً لمتغيرات بيئة التقييم المالي في مصر" رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- طلخان، السيدة مختار، ٢٠١٧، "أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية على العلاقة بين المعلومات المحاسبية وقياس قيمة الشركة: مع التطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية.
- مارق، سعد محمد، ٢٠٠٩، "قياس مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية المنشورة للشركات المساهمة السعودية"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، المجلد ٢٣، العدد الأول، ص ١٣١-١٧٤.
- وزارة الاستثمار، ٢٠١٥، قرار رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥: معايير المحاسبة المصرية المعدلة ٢٠١٥، الوقائع المصرية، العدد ١٥٨ تابع (أ).
- _____، ٢٠١٥، معيار المحاسبة المصري رقم (٤) المعدل ٢٠١٥: قائمة التدفقات النقدية، الوقائع المصرية، العدد ١٥٨ تابع (أ).
- _____، ٢٠١٥، معيار المحاسبة المصري رقم (١٠) المعدل ٢٠١٥: الأصول الثابتة واهلاكاتها، الوقائع المصرية، العدد ١٥٨ تابع (أ).

- _____، ٢٠١٥، معيار المحاسبة المصري رقم (٢٣) المعدل ٢٠١٥: الأصول غير الملموسة، الوقائع المصرية، العدد ١٥٨ تابع (أ).
- _____، ٢٠١٥، معيار المحاسبة المصري رقم (٣١) المعدل ٢٠١٥: اضمحلال قيمة الأصول، الوقائع المصرية، العدد ١٥٨ تابع (أ).
- _____، ٢٠١٥، معيار المحاسبة المصري رقم (٣٥) المعدل ٢٠١٥: الزراعة، الوقائع المصرية، العدد ١٥٨ تابع (أ).

ثانياً: المراجع الأجنبية

- **Abdullah Al-Maghzom, A., K. Hussainey and D. Aly, 2016,** " Value Relevance of Voluntary Risk Disclosure Levels: Evidence from Saudi Banks", Accounting & Taxation, Vol. 8, No. 1, pp. 1-25.
- **Al-Saidi, M. and B. Al-Shammari, 2014,** "The Relationship between a Firm's Value and Ownership Structure in Kuwait: Simultaneous Analyses Approach", International Business Research, Vol. 7, No. 5, pp. 32-48.
- **Alvi, M., 2016,** A Manual for Selecting Sampling Techniques in Research, available at <https://mpr.aub.uni-muenchen.de>
- **Anam, O., A. Fatima and A. Majdi, 2011,** "Effects of intellectual capital information disclosed in annual reports on market capitalization: evidence from Bursa Malaysia", Journal of Human Resource Costing & Accounting, Vol. 15 No. 2, pp. 85-101.
- **Armitage, S., and C. Marston, 2008,** "Corporate Disclosure, Cost of Capital and Reputation: Evidence from Finance Directors", The British Accounting Review, Vol. 40, pp. 314-336.
- **Bancel, F. and U. Mittoo, 2014,** " The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts", available at <http://www.ssrn.com>
- **Belgacem, I., and A. Omri, 2014,** "The Value Relevance of Voluntary Disclosure: Evidence from Tunisia Stock Market", International Journal of Management, Accounting and Economics, Vol. 1, No. 5, pp. 353-370.

- **Benson, B., and W. Davidson, 2009**, "Reexamining the Managerial Ownership Effect on Firm Value", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, pp. 573–586.
- **Bravo, F., 2017**, " Are risk disclosures an effective tool to increase firm value?", *Manage Decis Econ.*, Vol. 38, pp.1116–1124.
- **Bukit, R and F. Nasution, 2016**, "Voluntary Disclosure, Monitoring Mechanism and Firm Value", *IJABER*, Vol. 14, No. 11, pp. 7765-7774.
- **Chau, G., and J. Gray, 2002**, "Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong-Kong and Singapore", *The International Journal of Accounting*, Vol. 37, pp. 165-247.
- **Christiawan, J., dan T. Josua, 2007**, "Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol. 9, No. 1.
- **Farooq, M., and V. Thyagarajan, 2014**, "Valuation of Firm: Methods & Practices Evaluation", *IMPACT: International Journal of Research in Business Management*, Vol. 2, Issue. 10, pp. 7-14.
- **Feltham, G., and J. Ohlson, 1995**, "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, No. 2, pp. 689-73.
- —————, **1996**, "Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement", *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, Vol. 2, pp. 209-234.
- **Financial Accounting Standards Board (FASB), 2001**, *Business Reporting Research Project: Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure*, available at <http://www.fasb.org>
- **Foerster, S., S. Sapp and Y. Shi, 2013**, "The Effect of Voluntary Disclosure on Firm Risk and Firm Value: Evidence from Management Earnings Forecasts", Working Paper, available at <http://www.ssrn.com>
- **Ghorbel, H., and F. Triki, 2016**, "The Consequences of Voluntary Information Disclosure on Firm Value: Case of Tunisian listed firms", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.7, No.6, pp. 153-163.

- **Gordon, L., M. Loeb and T. Sohail, 2010**, "Market Value of Voluntary Disclosures Concerning Information Security", MIS Quarterly, Vol. 34, No. 3, pp. 567-594.
- **Gujarati, D., 2004**, Basic Econometrics, Fourth Edition, The McGraw-Hill.
- **Hassan, O., P. Romilly, G. Giorgioni and D. Power, 2009**, " The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt", The International Journal of Accounting, Vol. 44, pp. 79-102.
- **Hidayah, H., 2016**, "The Influence of Board Diversity and Corporate Governance Implementation on the Corporate Value: Case Study: Property and Real Estate Companies Listed on Indonesia Stock Exchange", European Journal of Business and Management, Vol. 8, No. 35, pp. 129-134.
- **Impink, A. , 2011**, "Voluntary disclosure of corporate performance targets", PhD Thesis, SOM research school, University of Groningen.
- **Jullobol, N. and S. Sartmool, 2014**, "The Effect of Firm Performance on Voluntary Disclosure in Annual Reports: A Case Study of Technology Industry in the Stock Exchange of Thailand", RMUTT Global Business and Economics Review, Vol, 10, No. 2, pp. 115-128.
- **Karim, A., 1996**, "The Association between Corporate Attributes and the Extent of Corporate Disclosure", Journal of Business studies, Vol. 17, No. 2, pp. 89-124.
- **Kodongo, O., T. Mokoaleli-Mokoteli and L. Maina, 2014**, "Capital Structure, Profitability and Firm Value: Panel Evidence of Listed Firms in Kenya", Munich Personal RePEc Archive, available at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/57116/>.
- **Lassad, B. and h. Khamoussi, 2012**, " Environmental and Social Disclosure and Earning Persistence", International Journal of Social Science & Interdisciplinary Research, Vol.1, Issue 7, pp: 20-42.

- **Marine, J., 2017**, "Relationship between Voluntary Disclosure and Value of Listed Insurance Companies in Kenya", Master Thesis, United States International University.
- **Meek, G., C. Roberts and J. Gray, 1995**, "Factors influencing voluntary annual report disclosure by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations", Journal of International Business Studies, Vol. 26, No. 3, pp. 555-572.
- **Mule, R., M. Murkus and O. Nzioka, 2015**, "Corporate Size, Profitability and Market Value: An Econometric Panel Analysis of Listed Firms in Kenya", European Scientific Journal, Vol. 11, pp. 376-396.
- **Nekhili, M., S. Boubaker and F. Lakhel, 2012**, "Ownership Structure, Voluntary R&D Disclosure and Market Value of Firms: The French Case", International Journal of Business, Vol. 17, No. 2, pp. 126-140.
- **Ohlson, J., 1995**, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, Vol. 11, No. 2, pp. 661-687.
- **Orens, R., W. Aerts and L. Lybaert, 2009**, "Intellectual capital disclosure, cost of finance and firm value", Management Decision, Vol. 47 No. 10, pp. 1536-1554.
- **Perek. A., and S. Perek, 2012**, "Residual Income versus Discounted Cash Flow Valuation Models: An Empirical Study", Accounting & Taxation, Vol. 4, No. 2, pp. 57-64.
- **Rahgozar, R., 2008**, "Valuation models and Their Efficacy in Predicting Stock Prices", American J. Finance and Accounting, Vol. 1, No. 2, pp. 139-151.
- **Rikkert, J., 2014**, "The use of business valuation methods in Africa, Europe and Australia", Bachelor thesis, Business Administration, University of Twente, Enschede
- **Scaltrito, D., 2016**, "Is Voluntary Disclosure Value Relevant? Evidence from Italian Listed Companies", The International Journal of Business and Finance Research, Vol. 10, No. 2, pp. 17-30.

-
- **Setiadharna and Machali, 2017**, “The Effect of Asset Structure and Firm Size on Firm Value with Capital Structure as Intervening Variable”, *Journal of Business & Financial Affairs*, Vol. 6, Issue, 4, pp. 1-5.
- **Shehata, N., 2014**, " Theories and Determinants of Voluntary Disclosure", *Accounting and Finance Research* , Vol. 3, No. 1, pp. 18-26.
- **Sheu, H., H. Ghung, c. Liu and F. Yang, 2008**, "Comprehensive disclosure of compensation and firm value: the case of policy reforms in an emerging market", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 37, No. 9 & 10, pp. 1115–1144.
- **Siboni, Z., and M. Pourali, 2015**, "The Relationship between Investment Opportunity, Dividend Policy and Firm Value in Companies Listed in TSE: Evidence from IRAN", *Journal of Natural and Social Sciences*, Vol. 4, No. 1, pp. 263-272.
- **Tian, Y., and J. Chen, 2009**, “Concept of Voluntary Information Disclosure and A Review of Relevant Studies”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 1, No. 2, pp. 55-59.
- **Zarb, B., 2007**, "Voluntary disclosures of forward-looking earnings information and firm value in the airline industry", *International Journal of Business Research*, Vol. 7, Issue 6, pp. 1-19.

ملاحق البحث

ملحق رقم (١)

Panel Data Regression نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية
Model

أولاً: نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية قبل إدخال متغيرات رقابية:

Oneway (individual) effect Random Effect Model (Swamy-Arora's transformation) plm (formula = y ~ X, data = mydata2, model = "random") Unbalanced Panel: n = 23, T = 1-13, N = 130

Effects:

	var	std.dev	share
idiosyncratic	0.9850	0.9925	0.621
individual	0.6015	0.7756	0.379

theta:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
0.2121	0.5033	0.5646	0.5534	0.6249	0.6655

Residuals:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
-1.6100	-0.3650	-0.1900	-0.0234	0.0564	8.3600

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)
(Intercept)	1.79921	0.36821	4.8863	3.013e-06 ***
X	-2.88395	1.94413	-1.4834	0.1404

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 140.28

Residual Sum of Squares: 131.28

R-Squared: 0.068795

Adj. R-Squared: 0.06152

F-statistic: 8.775 on 1 and 128 DF, p-value: 0.0036416

ثانياً: نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغير الرقابي الأول: حجم الشركة

Oneway (individual) effect Random Effect Model (Swamy-Arora's transformation) plm (formula = y ~ X1, data = mydata2, model = "random") Unbalanced Panel: n = 23, T = 1-13, N = 130

Effects:

	var	std.dev	share
idiosyncratic	0.9880	0.9940	0.605
individual	0.6442	0.8026	0.395

theta:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
0.2220	0.5155	0.5761	0.5646	0.6353	0.6752

Residuals:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
-1.6400	-0.3620	-0.1770	-0.0229	0.0554	8.3200

Coefficients:

Collinearity Statistics

	Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)	Tolerance	VIF
(Intercept)	2.138123	2.593942	0.8243	0.4113		
X1independent	-2.752642	2.088612	-1.3179	0.1899	0.998	1.002
X1controll	-0.016602	0.124343	-0.1335	0.8940	0.998	1.002

Total Sum of Squares: 138.9

Residual Sum of Squares: 130.13

R-Squared: 0.06747

Adj. R-Squared: 0.052784

F-statistic: 4.27682 on 2 and 127 DF, p-value: 0.01594

ثالثاً: نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغير الرقابي الثاني: معدل الرفع المالي

Oneway (individual) effect Random Effect Model (Swamy-Arora's transformation) plm (formula = y ~ X2, data = mydata2, model = "random") Unbalanced Panel: n = 23, T = 1-13, N = 130

Effects:

	var	std.dev	share
idiosyncratic	0.1763	0.4199	0.327
individual	0.3623	0.6019	0.673

theta:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
0.4279	0.7022	0.7451	0.7335	0.7846	0.8101

Residuals:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
-1.2400	-0.2360	-0.1220	-0.0136	0.0989	2.6700

Coefficients:

Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)	Collinearity Statistics	
				Tolerance	VIF
(Intercept)	1.100664	0.203055	5.4205	2.88e-07***	
X2independent	-2.254820	0.928400	-2.4287	0.01655 *	0.992 1.008
X2control2	1.027871	0.046998	21.8704	< 2.2e-16***	0.992 1.008

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 119.7

Residual Sum of Squares: 24.153

R-Squared: 0.79845

Adj. R-Squared: 0.79528

F-statistic: 251.192 on 2 and 127 DF, p-value: < 2.22e-16

رابعاً: نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغير الرقابي
الثالث: معدل العائد على الأصول

Oneway (individual) effect Random Effect Model (Swamy-Arora's transformation) plm (formula = y ~ X3, data = mydata2, model = "random") Unbalanced Panel: n = 23, T = 1-13, N = 130

Effects:

	var	std.dev	share
idiosyncratic	0.9832	0.9916	0.617
individual	0.6103	0.7812	0.383

theta:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
0.2145	0.5063	0.5675	0.5562	0.6275	0.6679

Residuals:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
-1.6300	-0.3630	-0.1720	-0.0260	0.0354	8.3400

Coefficients:

Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)	Collinearity Statistics	
				Tolerance	VIF
(Intercept)	1.842827	0.370652	4.9719	2.103e-06	***
X3independent	-2.317320	2.007724	-1.1542	0.2506	0.994 1.006
X3control3	0.046143	0.041582	1.1097	0.2692	0.994 1.006

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 139.94

Residual Sum of Squares: 129.74

R-Squared: 0.077953

Adj. R-Squared: 0.063433

F-statistic: 4.99005 on 2 and 127 DF, p-value: 0.0081995

خامساً: نتائج تحليل انحدار بيانات السلاسل القطاعية بعد إدخال المتغيرات الرقابية الثلاث

Oneway (individual) effect Random Effect Model (Swamy-Arora's transformation) plm (formula = y ~ X4, data = mydata2, model = "random") Unbalanced Panel: n = 23, T = 1-13, N = 130

Effects:

	var	std.dev	share
idiosyncratic	0.1584	0.3980	0.287
individual	0.3935	0.6273	0.713

theta:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
0.4642	0.7270	0.7668	0.7556	0.8033	0.8267

Residuals:

Min.	1st Qu.	Median	Mean	3rd Qu.	Max.
-1.1800	-0.2400	-0.1050	-0.0118	0.0831	2.5800

Coefficients:

Estimate	Std. Error	t-value	Pr(> t)	Collinearity Statistics	
				Tolerance	VIF
(Intercept)	4.852339	1.552733	3.1250	0.002211	**
X4independent	-0.571468	1.057226	-0.5405	0.589789	0.985 1.016
X4control1	-0.182905	0.075379	-2.4265	0.016674	* 0.966 1.035
X4control2	1.032638	0.045251	22.8202	< 2.2e-16	*** 0.981 1.019
X4control3	0.026046	0.018013	1.4459	0.150694	0.972 1.029

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Total Sum of Squares: 117.56

Residual Sum of Squares: 21.719

R-Squared: 0.81542

Adj. R-Squared: 0.80952

F-statistic: 137.895 on 4 and 125 DF, p-value: < 2.22e-16