مجلة البحوث المالية والتجارية
المجلد (24) – العدد الثاني – إبريل 2023

دور الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية في زيادة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية الناشئة

The role of voluntary disclosure of immaterial data in increasing information asymmetry in emerging stock markets

الباحث/ محمد عبد الحميد خير يونس

مرشح للماجستير

كلية التجارة- جامعة بورسعيد- قسم المحاسبة

إشراف

الدكتور	الدكتورة
محمد الصادق محمد سلامة	وفاء محمد عبد الصمد
أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد المتفرغ	مدرس المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة – جامعة بورسعيد	كلية التجارة – جامعة بورسعيد

تاريخ الإرسال	2023-03-08
تاريخ القبول	2023-04-03
رابط المجلة:	https://jsst.journals.ekb.eg/

الملخص:

يؤثر الإفصاح الاختياري بشكل كبير على سوق الأوراق المالية، نظراً لأنه يُمَكّن الشركات من عرض وتقديم نتائج أعمالها من خلال الإفصاح عن العمليات والأنشطة الخاصة بها؛ مما يخلق أفكاراً لدى الأفراد والجهات المتعاملة معها حول ماهيتها وأدائها، كما يؤدي إلى تقليل الغموض لدى الأطراف الخارجية عن مستقبل الشركة وقيمتها وفرص الإستثمار بها.

ويعتبر الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية أحد أنواع الإفصاح الاختياري التي لا تمثل عملية الإفصاح عنها حافزاً للتداول وبالتالي لا يؤثر الإفصاح عنها علي سعر الورقة المالية، ولكنها في حال تم الإعلان عنها بشكل عام قد توفر بعض المعلومات للمحلل المالي؛ بحيث أنه في حال وضعها جنباً إلى جنب مع معلومات عامة وخاصة أخرى ومشاهداته الشخصية في الفسيفساء الخاصة به يحصل في النهاية علي معلومات جوهرية يمكن أن تكون فعالة في عمليات التداول.

وقد استهدف البحث إثبات وجود أثر للإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية على زيادة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية الناشئة، وذلك من خلال إعداد نموذج رياضي يعتمد على نظرية الفسيفساء، ويتم من خلال هذا النموذج اختبار العوامل التي تؤدي إلى تحول الإفصاح الاختياري إلى إفصاح مُضِر يكون له نفسه أضرار الإفصاح الانتقائي أو التداول من الداخل، وهو ما يؤدي إلى فقدان أسواق الأوراق المالية أحد أهم ركائزها وهو أن التداول يكون وفق بيئة عمل متساوية.

الكلمات المفتاحية: الإفصاح الاختياري – البيانات غير الجوهرية – عدم تماثل المعلومات – نظرية الفسيفساء.

Abstract:

Voluntary disclosure has a significant impact on the stock market, as it enables companies to display and present their business results by disclosing their operations and activities; This creates ideas among individuals and parties dealing with it about its nature and performance, and leads to reducing ambiguity among external parties about the company's future, its value, and investment opportunities.

The voluntary disclosure of non-essential information is one of the types of optional disclosure in which the disclosure process does not represent an incentive for trading, and therefore its disclosure does not affect the price of the security. Combined with other general and private information and his personal observations in his mosaic he finally gets substantial information that can be effective in trading operations.

The research aimed to prove the existence of an effect of voluntary disclosure of non-essential data on increasing information asymmetry in emerging stock markets, through the preparation of a mathematical model based on the mosaic theory, and through this model a set of factors and conditions that lead to the transformation of voluntary disclosure are tested. It leads to harmful disclosure that has the same damages as selective disclosure or insider trading, which leads to the loss of stock markets, one of its most important pillars, which is that trading is according to an equal work environment.

Keywords: voluntary disclosure - immaterial data - information asymmetry - mosaic theory.

أولاً: الإطار العام للبحث.

المقدمة:

تعتبر عمليات الإفصاح بشتى أنواعها سواء كانت إلزامية أو اختيارية وسيلة الإتصال الرئيسية بين المنشأة والبيئة الخارجية بشكل عام وأصحاب المصالح من مستثمرين ومحللين ماليين وعملاء وغيرهم بشكل خاص، وذلك لتعريفهم بواقع المنشأة الحالي وخططها وأهدافها وتوجهاتها المستقبلية، وبالتالي يؤدي عدم وضوح المعلومات المفصح عنها إلى حدوث حالات عدم تأكد ومشكلة عدم تماثل المعلومات. لذلك يجب أن يتصف الإتصال الخاص بالمنشأة بأنه واضح وبسيط وسهل وقابل للفهم من قِبل جميع أصحاب المصالح (هبة هاشم، ٢٠١٨، صـ١٢٧٥).

وقد اهتم الباحثون في الفترة السابقة بعمليات الإفصاح الاختياري نظراً لعدم كفاية المعلومات التي تقدمها التقارير المالية الإلزامية، إلا أنه ظهرت مؤخراً بعض التخوفات من قبل واضعي المعايير ومعدي القوائم المالية من كون الإفصاحات الاختيارية أصبحت أطول وأكثر سردية وأقل قابلية للقراءة وأكثر وفرة، ما دعى الباحثين إلى محاولة تحديد الإفصاحات غير المبررة والتي أدت إلى ذلك الأثر العكسي للهدف الأساسي من هذه الإفصاحات (Dyer, T., Lang, M, Lawrence, L., 2017, P.221).

مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث في عدم تماثل المعلومات الناتج عن أحد أنواع الإفصاحات الاختيارية وهو الإفصاح عن البيانات غير الجوهرية، والتي تقوم الإدارة بالإعلان عنها سواء من خلال تقاريرها السنوية أو خلال بعض الفاعليات العامة أو على وسائل التواصل الاجتماعي والمواقع الإلكترونية، وذلك في حال ما تم دمج هذه المعلومات من قِبل متداول مطّلع في ما يطلق عليه (الفسيفساء) الخاصة به مع إضافة معلوماته الخاصة إليها؛ بما يمكنه من توظيف هذه الإفصاحات العامة بشكل يتيح له أفضلية معرفية عن الشركة أو السهم محل التداول بشكل أكبر من غيره من المتداولين، ما يُعزز من فرص قيامه بعمليات بيع وشراء ناجحة أو تقديم توصيات لآخرين بشكل أكبر من المتداولين غير المطلعين، وهو الأمر الذي يفاقم من أثر عدم تماثل المعلومات في السوق ويجعل التداول فيه غير متساوي العوامل.

أهمية البحث:

تتمثل الأهمية العلمية للبحث في أهمية ظاهرة عدم تماثل المعلومات لما لها من أثر بالغ علي كفاءة سوق الأوراق المالية؛ نظراً للدور الذي تلعبه المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات المستثمرين والمتعاملين في هذا السوق، بما يساعدهم على اتخاذ القرارات الإستثمارية المستقبلية وفق رؤية واضحة وفرص متساوية.

ومن الناحية العملية يكتسب البحث أهميته من كونه يتعلق بسوق الأوراق المالية المصرية؛ والتي كانت في السنوات القليلة الماضية محور اهتمام الدولة المصرية بشكل كبير نظراً لما تمتلكه من فُرص لاستقطاب جزء من مدخرات الأفراد والمستثمرين إليها.

أهداف البحث:

يهدف البحث بشكل أساسي إلى توضيح دور الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية التي تقوم بها إدارات الشركات بهدف تعظيم قيم أصولها؛ في زيادة عدم تماثل المعلومات لمستخدمي هذه المعلومات بشكل عام في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال عرض النموذج المقترح والذي يعتمد على نظرية الفسيفساء وذلك لتحقيق الأهداف الفرعية الآتية:

- تحسين جودة المعلومات المتاحة للمستفيدين وفرص الإستفادة منها بشكل متساوي بما يحقق التوازن بين استمرار تدفق المعلومات التي يحتاج اليها المستثمرين مع عدم الإضرار بقطاع معين منهم نتيجة تفسير بعض المعلومات بشكل خاطئ.
- التعريف بنظرية الفسيفساء ودراسة دورها في تحديد الأثر السلبي لبعض أنواع الإفصاحات الاختيارية.

فروض البحث:

في ضوء مشكلة البحث فإنه سيتم إختبار الفروض التالية:

1- الفرض العدم الأول: لا يوجد دور للإفصاح الإختياري عن البيانات غير الجوهرية في زيادة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

2- الفرض العدم الثاني: لا يؤدي استخدام نظرية الفسيفساء إلى بيان أثر الإفصاح عن البيانات غير الجوهرية على تماثل المعلومات المحاسبية.

منهج البحث:

يقوم الباحث بالجمع بين كلاً من المنهج الإستقرائي والإستنباطي بهدف الوصول إلى طبيعة العلاقة بين الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية وعدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية الناشئة وذلك في إطار نظرية الفسيفساء، ويتم ذلك من خلال إعداد نموذج رياضي لإثبات هذه العلاقة وما يترتب على ذلك من اختبار فروض البحث والتأكد من صحتها وصولاً إلى استنتاجاته وتوصياته.

مجال وحدود البحث:

يقتصر مجال البحث على الإفصاحات الاختيارية عن البيانات غير الجوهرية التي تقوم بها الشركات المساهمة، كما تقتصر حدود البحث على أسواق الأوراق المالية الناشئة دون غيرها.

خطة البحث:

أولاً: الإطار العام للبحث.
ثانياً: الإطار النظري للبحث:
المحور الأول: الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية في أسواق الأوراق المالية الناشئة.
المحور الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق الأوراق المالية الناشئة.
المحور الثالث: النموذج المقترح لإثبات أثر الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية على زيادة عدم تماثل المعلومات.

الدراسات السابقة:

فيما يلي عرض لأهم الدراسات العربية والأجنبية من حيث أهدافهما ونتائجها.

1- دراسة (Edwige Cheynel and Carolyn Levine, 2020) بعنوان:

Public Disclosures and Information Asymmetry: A Theory of the Mosaic.

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار وجود تأثير للإفصاحات الاختيارية على زيادة عدم التماثل في المعلومات السابق للتداول، وبالتالي زيادة الأرباح المتوقعة للمتداول المُطّلع من خلال السماح له

بتحسين استراتيجيته للتداول واستكمال فسيفساء معلوماته، كما تعمل الدراسة على تحديد المعلومات التي تؤدي إلى هذا الأثر من حيث النوع والدقة والتكلفة.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي للإفصاحات الاختيارية العامة على ارتفاع عدم التماثل في المعلومات السابق لعمليات التداول، ما يعني دورها في وجود خلل في سوق الأوراق المالية.

2- دراسة (Hasan Valiyan, Mohamadreza & Amin Saghari, 2021) بعنوان:

Stakeholder Relationship Capability and Investment Efficiency: A Mosaic Theory Test.

تهدف الدراسة إلى اختبار تأثير العلاقة مع أصحاب المصلحة على كفاءة الاستثمار وذلك من خلال اختبار نظرية الفسيفساء، حيث تم استخدام معيارين أساسيين للدراسة وهما (نسبة صافي الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول، ومستوى الاستثمار) لقياس كفاءة الاستثمار.

وقد أوضحت نتائج الدراسة أن مقدار العلاقة مع أصحاب المصلحة كان لها تأثير إيجابي وهام على كفاءة الاستثمار، كما أشارت الدراسة إلى نظرية الفسيفساء كأداة لتفسير التفاعل بين الشركة وأصحاب المصلحة، حيث تشير النظرية إلى أن تقدير القيمة بالنسبة لأصحاب المصلحة ينتج عن مزيج من عدة أجزاء من المعلومات التي يحصلون عليها والتي يمثل الإفصاح العام جزءاً منها.

3- دراسة (Richard Boateng, Vincent Tawiah & George Tackie, 2022) بعنوان:

Corporate Governance and Voluntary Disclosures in Annual Reports: A Post-International Financial Reporting Standard Adoption Evidence from an Emerging Capital Market.

تهدف الدراسة إلى تقديم دليل تجريبي لتأثير حوكمة الشركات والإفصاحات الاختيارية على التقارير السنوية للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية، وذلك في إطار إعتماد معايير التقارير المالية الدولية من قبل أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال في دولة غانا.

وقد أظهرت نتائج الدراسة أن الإفصاحات الاختيارية بين الشركات محل الدراسة منخفضة حتى بعد اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، وتشير الدراسة إلى أن العوامل المتعلقة بحجم مجلس الإدارة وهيكل قيادة المجلس بالإضافة إلى حوكمة الشركات تعتبر هي المحددات الأساسية لمدى الإفصاحات الاختيارية التي تقدمها الشركات، كما تشير الدراسة إلى أن عوامل مثل استقلالية

مجلس الإدارة ونوع المراجع لا تظهر تأثيرًا إيجابيًا مُهمًا على حجم الإفصاح الاختياري عن المعلومات المالية أو المستقبلية.

4- دراسة (عفت الصاوي، ٢٠٢٢) بعنوان: دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

استهدفت الدراسة اختبار تأثير غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك اختبار العلاقة بين الخصائص التشغيلية للشركات وتشمل كلاً من الأداء المالي والتحفظ المحاسبي المشروط والملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٧-٢٠١٩.

وقد توصلت الدراسة إلى أن غموض التقارير المالية مرتبط بشكل طردي بمخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، كما أكدت الدراسة على وجود علاقة سلبية بين الأداء المالي، التحفظ المحاسبي المشروط، الملكية المؤسسية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

5- دراسة (هيام حماد و السيد علي، ٢٠٢٢) بعنوان: علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي: هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين: منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية.

هدفت الدراسة إلى اختبار تغطية المحللين الماليين كمتغير منظم لعلاقة إدارة الربح بعدم تماثل المعلومات في السوق المالية المصرية، في محاولة لتفسير التناقض في نتائج الدراسات السابقة في هذا الشأن من ناحية، والتحقق من فعالية الدور الرقابي من عدمه لمتغير التغطية في البيئة المصرية من ناحية أخرى، كما تناولت الدراسة بالشرح ظاهرة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية المصرية وصوره وأسبابه وكيفية قياسه والإنعكاسات السلبية لهذه الظاهرة على جميع مكونات السوق.

وقد توصلت الدراسة إلى معنوية التأثير المنظم لتغطية المحللين الماليين على علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي، وذلك من خلال استخدام مقياسين لعدم تماثل المعلومات وهي مقياس حجم التداول يوم النشر ومقياس مدى السعر.

ثانياً: الإطار النظري للبحث.

المحور الأول: الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية في أسواق الأوراق المالية الناشئة.

1/1- تعريف الإفصاح الاختياري:

عرف مجلس معايير المحاسبة المالية ***(Financial Accounting Foundation Board) (FASB)*** الإفصاح الاختياري على أنه " معلومات مفصح عنها خارج القوائم المالية، ولا تفرضها بشكل صريح قواعد أو معايير المحاسبة"، كما عرفه مشروع بحث تقارير الأعمال ***(Business Reporting Research Project) (BRRP)*** التابع لمجلس معايير المحاسبة المالية ***(FASB)*** على أنه "المعلومات التي يتم الإفصاح عنها اختيارياً من قبل الشركات المدرجة في أسواق المال، وتختلف عن المعلومات المالية المطلوب نشرها بموجب مبادئ المحاسبة المقبولة عامةً ومتطلبات الأسواق المالية".

1/2- طبيعة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها اختيارياً في سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من التقسيمات للمعلومات المفصح عنها اختيارياً من قبل الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية حسب طبيعتها، ومن هذه التقسيمات ما يلي:

أ- معلومات خاصة ومعلومات غير خاصة (إبراهيم الجندي، ٢٠١٨، صـ٩٥):

- المعلومات الخاصة: هي أي معلومات يؤدي الإفصاح عنها إلى إحتمال تغير الأرباح المستقبلية للشركات.

- المعلومات غير الخاصة: هي تلك المعلومات المتاحة لدى الإدارة، وتؤثر على أسعار أسهم المنشآت عند الإفصاح عنها، ولا تؤثر على الأرباح المستقبلية للمنشأة.

ب- معلومات ذات صلة ومعلومات غير ذات صلة (Vilius Dranseika, et al, 2017, Pp: 216-2017):

ويطلق على المعلومات أنها ذات صلة إذا كانت معلومات هامة تساعد المستخدم على فهم التقارير والتحليلات الخاصة بحقيقة أداء الشركة بشكل عام أو في جزئية محددة منها، وبالتالي ستؤثر على قراراته في حال استخدامها وتطبيق ما تشير إليه.

جـ- معلومات جوهرية ومعلومات غير جوهرية (Edwige Cheynel and Carolyn Levine, 2020, Pp. 2-4).

1/3- أهمية الإفصاح الاختياري في أسواق الأوراق المالية الناشئة:

يكتسب الإفصاح الاختياري أهمية كبيرة في الأسواق المالية الناشئة نظراً لدوره في تزويد الأسواق بمعلومات إضافية حول الشركة وأنشطتها، مما يخفف من المشاكل المتعلقة بالتوزيع غير المتماثل للمعلومات، وبالتالي تقل فجوة المعلومات بين من هم داخل الشركة ومن هم خارجها، مما يخفض من الأعباء والتكاليف التي يتحملها المستثمرون في سبيل حصولهم على المعلومات، وهو ما يترتب عليه انخفاض العائد الذي يطلبه هؤلاء المستثمرون بالنسبة للشركة أو ما يطلق عليه تكلفة رأس المال (Clodia Vurro & Stefano Romito, 2021, Pp. 595-596).

ويرجع تأثير الإفصاح الاختياري على أسواق الأوراق المالية الناشئة لقيامه بالحد من العديد من المشكلات التي تواجه جميع عناصر هذا السوق ومنها ما يلي: (عماد رياض، ٢٠٢٠، ص.ص:١٦-١٧)

- تفاوت التسعير بين البائعين والمشترين الناتجة عن عدم وجود قدر متساوي من المعلومات بينهما لإتخاذ قرار سليم، وهي نفس المشكلة التي تحدث في قضايا الإقراض الخاص بالتمويل نظراً لاختلاف المعلومات الخاص بالجدارة الإئتمانية بين الجانبين.
- عدم اليقين والتقلبات الحادة في السوق الناتجة عن نقص المعلومات وعدم تماثلها وهو الأمر الذي يفقد المستثمرين الثقة في السوق.
- التفسير الخاطئ لنتائج الأعمال الناتجة عن غياب الرؤية الواضحة عن الشركة.
- مخاطر المعلومات وتكلفة الحصول عليها من قبل المحللين الماليين والمستثمرين.

1/4- تعريف المعلومات غير الجوهرية (Nonmaterial Information):

يتم تعريف المعلومات غير الجوهرية من قبل معهد المحللين الماليين (*Chartered Financial Analysts (CFA Institute)*) على أنها المعلومات التي لا تمثل عملية الإفصاح عنها حافزاً للتداول وبالتالي لا يؤثر الإفصاح عنها علي سعر الورقة المالية، ولكنها في حال تم الإعلان عنها بشكل عام قد توفر بعض المعلومات للمحلل المالي بحيث أنه في حال وضعها جنباً الي جنب مع معلومات عامة وخاصة أخرى ومشاهداته الشخصية في الفسيفساء الخاصة به يحصل في النهاية علي معلومات جوهرية يمكن أن تكون فعالة في عمليات التداول.

ويتم الحصول على المعلومات غير الجوهرية من قبل المستثمرين والمحللين الماليين من خلال اجتماعاتهم ومقابلاتهم العامة مع أشخاص مطلعين في الشركة، حيث يتم جمع المعلومات من خلال استطلاع أراء المديرين وإجراء بعض الأحاديث الشخصية والتي من خلالها يستطيع المحلل الماهر استخدامها في فهم وإكمال المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية ونتائج الأعمال (Xinlei Li.,et al, 2022, P.1).

وتسمح لائحة وقوانين هيئة الأوراق المالية والبورصات الأمريكية (SEC) بحسب (Regulation Fair Disclosure) (REG FD) للمديرين بالكشف عن معلومات غير جوهرية لمجموعات فرعية من المحللين والمستثمرين حتى لو ساعدتهم هذه المعلومات على تغيير قراراتهم وتقييماتهم، نظراً لكونها غير مهمة بمفردها، وبالتالي لا يعد هذا الأمر انتهاكاً للقواعد واللوائح الخاصة بهم (John Campbell, et al. 2021, P.415).

1/5- أنواع المعلومات غير الجوهرية التي يتم الإفصاح عنها:

وهناك العديد من الأشكال التي تتمثل فيها المعلومات غير الجوهرية ومنها (Edwige Cheynel and Carolyn Levine, Pp:3-4):

- الإفصاح عن معلومات عامة: وتتكون من المعلومات العامة التي يتم نشرها عن مستويات رضا الموظفين، أو مدى شعبية الشركة في عمليات البحث على الإنترنت، ومدى الرضى العام عن خدمة العملاء الخاصة بالشركة، بالإضافة إلى بعض المعلومات التي يتم نشرها من خلال حسابات الشركة علي مواقع التواصل الإجتماعي أو على موقعها الرسمي في حال كانت تمثل نمطاً معيناً.

- الإفصاحات عن معلومات غير اتجاهية: وتتمثل في صورة معلومات ليس لها دلالة إيجابية/ سلبية محددة ويمكن تفسيرها بعدة اتجاهات؛ ومنها علي سبيل المثال الإعلان اختيارياً عن أوامر بيع بالتجزئة أو وجود تراكم في المخزون بحيث لا يمكن التأكد بشكل تام من كون الخبر الذي يتم الإعلان عنه سلبياً أم ايجابياً إلا في حال إقتران هذه المعلومات بمعلومات مكملة عن الطلب الحالي على المنتجات، وبالتالي يمكن للمتداول المطلع أن يحدد بشكل أفضل ما إذا كان هذا التراكم في المخزون ينبع من الفشل في البيع، أو نتيجة الجهد الإضافي لتلبية الإقبال المتزايد على المنتج.

كما أن هناك عدة أوجه أخرى للإفصاح عن معلومات غير جوهرية ومنها (Maria Sandberg, Maria Holmlund & 2015, P.685):

– الإفصاحات الغامضة: يكون استخدم اللغة الغامضة في الإفصاح أحياناً شكلاً من أشكال عدم اتجاهية البيانات، ويتم من خلاله استخدام التعبيرات الخطابية التي تبدو مثيرة للإعجاب ولكن عند التدقيق بها يتم إكتشاف أنها بلا معنى ملموس أو أن معناها يحتمل عدة أوجه.

– استخدام الألفاظ الفضفاضة: حيث يقوم المديرين بإستخدام الألفاظ الفضفاضة بدلاً من الأرقام والتعبيرات المحددة، مثل استخدام كلمات (عدد من، كثير، بعض، تقريباً، أكثر من، إلى حد كبير) وغيرها من الكلمات غير الدقيقة والتي لا تعطي معنى واضح ومحدد.

كما يعتبر استخدام التعقيد اللغوي في الإفصاح الاختياري أحد أنواع الإفصاح غير الجوهرية والذي يتمثل في الإفصاح عن تفاصيل فنية تحتوي على مسميات ومصطلحات غير شائعة أو اختصارات غير مفهومة بالنسبة للغالبية العظمي من المستخدمين، أو تعمد التشويش وجعل المعلومات ضبابية (Brian Bushee, et al, 2017, Pp. 85-86).

1/6– مخاطر الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية على سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه:

هناك العديد من المخاطر التي يمكن أن تنتج عن الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية في هذا السوق، ومنها (Carolyn Levine & Edwige Cheynel, 2020, Pp.2-4):

أ– يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات الذي ينتج من تباين تفسير المعلومات غير الجوهرية من قبل المستخدمين نتيجة عدم وضوحها.

ب– يؤدي إلى الإخلال بمبدأ أساسي تقوم عليه سوق الأوراق المالية وهو أنه مجال عمل متساوي العوامل.

جـ– استخدام المنشآت للآساليب الغامضة في الإفصاح يجعل المعلومات غير مفهومة بالنسبة للقارئ، مما قد يعطي انطباعاً كبيراً عن المنشأة ولكنه في واقعه غير حقيقي وخادع وبالتالي لا يعطي للقارئ فهماً واضحاً عن تصرفات المنشأة (Maria Sandberg and Maria Holmlund, 2015, P.685).

د– يؤدي غموض المعلومات المفصح عنها إلى مشكلة تزامن أسعار السهم، حيث أن المدى الذي تتحرك فيه مجموعة من الأسهم في إتجاه معين يعتمد على المقدار النسبي للمعلومات الخاص بالشركة بالمقارنة مع المعلومات على مستوى السوق (شفافية التقارير المالية)، فإذا كان سعر

السهم يعكس المعلومات أكثر على مستوى الشركة عندئذ ينخفض التزامن مع أسعار الأسهم الأخرى بسبب التباين في المعلومات بين الشركات، أما إذا كانت المعلومات العامة (معلومات السوق) هي المهيمنة على حركة الأسعار بسبب نقص المعلومات الخاصة بالشركة نتيجة غموض التقارير المالية ونقص الشفافية فعندئذ يستجيب سعر السهم بشكل أكبر للمعلومات على مستوى السوق مما يؤدي إلى حركة أسعار متزامنة وهو ما يسمى سياسة القطيع (Sandeep Dahiya, et al., 2017, Pp. 559-561).

هـ- يؤدي عدم وضوح البيانات المفصح عنها إلى حدوث حالات عدم تأكد ومشكلة عدم تماثل المعلومات، لذلك يجب أن يتصف الإتصال الخاص بالمنشأة بأنه واضح وبسيط وسهل وقابل للفهم من قِبل جميع أصحاب المصالح (هبة هاشم، ٢٠١٨، صـ١٢٧٥).

و- يؤدي الإفصاح الاختياري عن المعلومات العامة التي تحتمل عدة تفسيرات إلى حدوث فشل في نقل الصورة الصحيحة عن المنشأة وهو ما قد يؤثر سلباً على النظرة المستقبلية للشركة (عوض سليم، ٢٠١٩، ص.ص:٥٨-٥٩).

المحور الثاني: أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق الأوراق المالية الناشئة.

2/1- تعريف عدم تماثل المعلومات:

تعرّف ظاهرة عدم تماثل المعلومات على أنها "الحالة التي يتباين فيها المحتوى المعلوماتي لبند ما لدى الأطراف المختلفة المشاركة في المعاملة الواحدة قبل و/أو بعد نشر التقرير المالي، مما يزيد من درجة عدم التأكد في سوق الأوراق المالية، ليسمح للبعض بتجنب خسارة معينة أو تحقيق عائد غير عادي دون آخرون، وهو ما ينعكس سلباً على السوق (أحمد سمعان، ٢٠١٨، ص: ١٣٧٠).

كما يتم تعريفها من منظور شامل على أنها اختلال التوازن في سوق الأوراق المالية، حيث يمتلك طرف واحد في معاملة حالية أو محتملة معلومات تتجاوز معلومات الطرف الآخر من حيث الكمية أو الجودة أو التوقيت (Judith Moore, 2019, P.19).

2/2- أسباب انتشار عدم تماثل المعلومات:

أ- تتمتع إدارات الشركات بمعلومات أفضل عن قيمة أصول الشركة وفرص الإستثمار فيها وفرص نموها المستقبلي مقارنة بالمساهمين والأطراف الخارجية (Nera Machdar et al., 2017, P.312).

ب- يتمتع المستثمرون المتمرسون بقدرات كبيرة على معالجة المعلومات الجديدة عندما يتم إصدارها لجميع المشاركين في السوق، مما يسمح لهم باكتساب ميزة المعلومات الوقتية فيما يتعلق بالمعلومات العامة الجديدة.

جـ- محاولة الإدارة المضاربة بالمعلومات الداخلية أو تسريب بعض معلومات التقارير المالية لبعض المسستثمرين قبل نشرها، وذلك من خلال قنوات اتصال غير رسمية سواء كان ذلك استجابة لضغوط المستثمرين أو للحصول على مقابل، وبالتالي تمكينهم من تحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين (هيام حماد و السيد على، ٢٠٢٢، ٣٨٤).

د- عمليات إدارة الأرباح من قبل الشركات والتي تحدث عندما يتخذ المديرون إجراءات تغيير توقيت أو هيكلة عملية أو استثمار أو معاملة تمويلية في محاولة للتأثير على ناتج نظام المحاسبة ((David Abad, et al., 2018, Pp: 209-210.

2/3- قياس عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية الناشئة:

تتنوع مقاييس عدم تماثل المعلومات ما بين مقاييس تعتمد على دقة تنبؤات المحللين الماليين ومقاييس تعتمد على الفرص الاستثمارية المتاحة ومقاييس تعتمد على السوق (عمر عبد المجيد، ٢٠١٨، ص.ص: ٨٧-٨٨).

أ- المقاييس المرتبطة بالمحللين الماليين، وتشمل:

- مدى تتبع المحللين الماليين للشركة: تشير إلى وجود علاقة عكسية بين تتبع المحللين الماليين للشركة وعدم تماثل المعلومات.
- مستوى دقة تنبؤات المحللين الماليين: كلما زادت درجة عدم تماثل المعلومات كلما انخفضت دقة تنبؤات المحللين الماليين.

ب- المقاييس المرتبطة بتداول الأسهم، وتشمل:

- مدى السعر: يعبر عن الفرق بين أعلى طلب وأدنى عرض لأسعار أسهم الشركة.

- **حجم التداول: هو مدى إقبال المستثمرين على عمليات البيع والشراء للأسهم المعروضة في السوق والتي تنشط نتيجة توفر المعلومات الملائمة.**

جـ- المقاييس المرتبطة بفرص الإستثمار المتاحة أمام الشركة، وتشمل:

- **الفرق بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية للشركة.**
- **نسبة القيمة السوقية للأصول إلى القيمة الدفترية.**
- **نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم.**

كما أن هناك عدة مقاييس أخرى منها (داليا السيد و طارق الرشيدي، ٢٠٢٠، ص.ص: ١٨٩-١٩٠):

أ- مقياس احتمالية التداول المستند إلى معلومات (Probability of Informed Trading) (PIN): يقيس عدم تماثل المعلومات في ضوء إشارة العملية سواء كانت شراء أم بيع.

ب- مقياس احتمالية التداول المستند إلى معلومات (بناءاً على سعر للتداول) (XPIN): وهو مقياس يركز على التأثير الإجمالي للسعر وعدم توازن الطلب.

جـ- مقياس التغيرات في تدفق الطلبات (volatility of order flow): ويقيس عدم تماثل المعلومات في ضوء التغير في حجم الطلبات سواء كانت بيع أو شراء وذلك قبل وبعد الإعلان عن أحداث هامة.

د- مقياس معامل اختلاف الحجم (Volume Coefficient of Variation) (VCV): ويعتمد على حجم التداول دون النظر إلى نوع العملية.

2/4- آليات الحد من عدم تماثل المعلومات:

أ- استخدام التحفظ المحاسبي: حيث أنه يوفر إلزام تعاقدي للإعتراف بالأخبار السيئة في الوقت المناسب بالشكل الذي يساعد على تقييم سليم لقيمة الشركة، كما أنه يحد من فرص إستفادة المديرين من معلوماتهم الخاصة ويقيد من قدرتهم على إخفاء الأداء المالي الحقيقي للشركة (مروة البدوي، ٢٠١٧، ص ٦٠٧).

ب- استخدام تقنيات التحول الرقمي: حيث أنها تسهم في تقليل الوقت اللازم لإعداد تقارير الشركات، بالإضافة إلى سهولة وصول المستخدمين إلى المعلومات في أي وقت ومن أي ما مكان مما يؤدي إلى سرعة نشرها للأطراف الخارجية ويحد من عمليات التداول الداخلي على الأسهم،

كما أنها تقوم بتحسين جودة التقديرات المحاسبية لاسيما المتعلقة بأعمار الأصول، ومعدلات الإهلاك وتقييم المخزون، كما تهيئ البنية التحتية اللازمة لرقمنة المعلومات مما يسهل تطبيق لغة (XBRL) والتي تقوم عليها التقارير المالية الرقمية للشركات (عبد الناصر نصير، ٢٠٢١، ص٣١).

جـ- الإلتزام بمعايير التقرير المالي الدولية (IFRS): ويحد اعتماد معايير التقرير المالي الدولية من عدم تماثل المعلومات نظراً لأنها تقترن بزيادة الإفصاح وتقليل فجوة المعلومات بين الإدارة والمستثمر؛ ما يعني انخفاض الخيارات المتاحة للإدارة للتلاعب بالأرقام والحقائق المالية بما يخدم مصالحهم الشخصية، وتحييد أثر عامل المنفعة الشخصية للإدارة وتفعيل عامل حماية المستثمر (أكرم مرقص، ٢٠١٨، ص٣١).

د- تطبيق آليات الحوكمة: حيث يتم من خلالها الرقابة والمتابعة على آداء الشركة للحفاظ على حقوق المساهمين وزيادة مستوى ثقتهم في القوائم المالية وذلك وفق آليات مختلفة مثل خصائص مجلس الإدارة، دور لجان المارجعة، عدم تركز الملكية، المراجعة الداخلية والخارجية والإفصاح والشفافية (عمر عبد المجيد، ٢٠١٨، ص.ص: ٧٤-٨١).

هـ- الإفصاح الاختياري: يمكن للإفصاح الاختياري بكافة أنواعه (الإفصاح عن الاستدامة، رأس المال الفكري، التقارير البيئية، الإفصاح عن المسئولية الاجتماعية، التقارير المتكاملة) باعتباره توسعاً في الإفصاح أن يحد من مستوى عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية كونه يرسل إشارات إضافية للمستثمرين باحتياجاتهم من المعلومات ودعم توقعاتهم بالأرباح والمخاطر المحيطة، بالإضافة إلى كونه يُخَفض من حالة عدم التأكد التي تؤثر سلبياً على السوق، فالمستثمرين الذين لا يملكون المعلومات يفضلون الإستثمار في الشركات التي يعرفونها، وهو ما يعني أن غياب الإفصاح الاختياري يخلق سوقاً للمعلومات لا يستفيد منها سوى القادرون على تحمل تكلفة البحث عنها (أحمد سمعان، ٢٠١٨، ص١٣٧٥).

المحور الثالث: النموذج المقترح لإثبات أثر الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية على زيادة عدم تماثل المعلومات.

3/1- مفاهيم النموذج المقترح:

3/1/1- نظرية الفسيفساء (Theory of the Mosaic):

تعتبر نظرية الفسيفساء أحد أنماط التحليل المالي المشروعة، والتي تضع تفسيراً لكيفية حدوث ظاهرة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية من خلال بعض أنواع المعلومات العامة المتاحة لجميع المستخدمين والتي لا تمثل عملية الإفصاح عنها مخالفة قانونية (SEC, 2000).

وتعرَف على أنها نمط من التحليل المالي يعتمد بشكل كبير على خبرة وذكاء المحلل المالي، يتضمن جمع معلومات عامة من خلال إفصاحات الشركة بالإضافة إلى بعض المعلومات الخاصة من مصادر مختلفة حول شركة ما؛ تمكن المحلل من استنتاج معلومات جوهرية حول القيمة الفعلية للشركة وأوراقها المالية، بما يمكنه من التداول أو تقديم توصيات التداول لعملائه بناءاً علي هذه الإستنتاجات (Edwige Cheynel and Carolyn Levine, 2020, P.2).

3/1/2- صانع السوق (Market Maker):

يقصد بنشاط صانع السوق توفير السيولة الدائمة للأوراق المالية المقيدة بإحدى بورصات الأوراق المالية التي تلتزم بصناعة سوقها وذلك بضمان التعامل عليها خلال جلسة التداول، حيث يلتزم صانع السوق بإدراج عروض وطلبات على الورقة المالية التي يقوم بصناعة سوقها بصورة مستمرة، كما يلتزم بوضع مدى سعري بين العروض والطلبات وذلك وفقاً للفئة السعرية للورقة المالية ومعدل نشاطها (الموقع الرسمي للبورصة المصرية).

ويعرف صانع السوق على أنه الشخص أو الجهة المالية الملزمة بضمان التسعير والتداول المستمر في البورصة ضمن نسب معينة؛ حيث يقوم بتوفير السيولة بشكل دائم سواء من الأموال أو من الأوراق المالية بالشكل الذي يحفظ توازن السوق من جهة، ويحقق الأرباح من الفرق بين سعر البيع والشراء من جهة أخرى، وبالتالي لا يهدف صانع السوق للتأثير على سعر السهم ودفعه نحو اتجاه معين، وإنما ويهدف إلى ضمان استمرارية البورصة وعدم انقطاع سيولتها (همام القوصي، ٢٠١٨، ص.ص:٣١١-٣١٢).

3/1/3- المتداول المطّلع (Informed Trader):

يعرف المتداول المطلع على أنه المتداول الذي يكون لديه القدرة على إجراء عمليات البيع والشراء على أساس معلومات خاصة تسمح له بتكوين تقدير أكثر دقة لقيمة السهم المستقبلية بشكل أفضل من غيره، ما يزيد من فرص تحقيقه للأرباح وتفادي الخسائر، والمتداول المطلع الذي يعمل في إطار قانوني يحصل على معلوماته الخاصة من خلال عدة طرق منها تحليل المعلومات العامة المفصح عنها أو الحصول على معلومات غير جوهرية من مصادر داخل الشركات، ويكون في الغالب محلل مالي أو مستثمر في صندوق تحوط (Merritt B. Fox, et al., 2018, P.822).

3/1/4- تاجر السيولة (Liquidity Trader):

كانت عملية ضخ السيولة في سوق الأوراق المالية أحدي الأدوار الرئيسية لصانع السوق في التسعينيات وبداية الألفية الثالثة، إلا ان الحاجة إلي سيولة اضافية في السوق بعد الأزمات الإقتصادية العالمية بداية القرن الحادي والعشرين ظهر مصطلح (تاجر السيولة Liquidity Trader) كجهة منفصلة عن صانع السوق، والذي يلتزم بالتداول في إطار نسب معينة من حجم التداول الكلي دون أن يحق له التسعير حتي لا يفسد عمل صانع السوق الأساسي، حيث تقوم بتوفير طلبيات الشراء والبيع للمستثمرين بهامش ربح قليل عن متوسط السعر المحدد من قبل صانع السوق، وبالتالي يصبح دوره تكميلياً بحيث يزيد من نسبة السيولة وبالتالي زيادة النشاط في سوق الأوراق المالية (همام القوصي، ٢٠٢٠، ص.ص:١٥-١٦).

3/2- الأهداف:

يهدف النموذج المقترح بشكل أساسي إلى تقديم إثبات على وجود أثر للإفصاحات الاختيارية عن البيانات غير الجوهرية على زيادة عدم تماثل المعلومات بين مستخدمي المعلومات، وذلك نظراً لزيادة قدرة المتداولين المطلعين على الإستفادة من المعلومات المفصح عنها بشكل أكبر من المتداولين الآخرين، وهو ما يمثل خلل في أحد أهم ركائز التداول في سوق الأوراق المالية وهو أن التداول في السوق يكون بناءاً علي عوامل متساوية.

كما يهدف النموذج أيضاً إلى ما يلي:

- التعريف بطريقة عمل أسواق الأوراق المالية والجدول الزمني للتداول وكيفية تحديد الأسعار.

- توضيح العوامل التي يمكن أن يصبح من خلالها الإفصاح الاختياري العام له نفس أضرار الإفصاح الانتقائي في سوق الأوراق المالية.

3/3- المحددات:

يقوم النموذج المقترح على مجموعة من المحددات وتتمثل فيما يلي:

أ- يتم التعبير عن قيمة الشركة على أنها نتاج مكونين أساسيين، حيث يحصل المتداول المطلع على المكون الأول للقيمة بطريقة قانونية نتيجة (تحليل بيانات أو الإجتهاد الشخصي أو بالإطلاع على معلومات غير جوهرية من الداخل)، وتمتلك الشركة مكوناً آخر لتوضيح قيمة الشركة وأسهمها تعبر عنه الشركة من خلال الإفصاح، إلا أن هذه المعلومات المفصح عنها غير جوهرية وتحمل عدة احتمالات في حال تم الكشف عنها من قبل الشركة.

ب- يتم استخدام حساسية السعر مقابل الطلب (Kyle'S Lambda) ويرمز لها بالرمز(λ)، لقياس مستوي عدم تماثل المعلومات، فكلما زادت أهمية المعلومات التي تحفز علي التداول كلما كان حجم (λ) أكبر، وبالتالي فإذا كانت حساسية السعر المتوقعة مع وجود الإفصاح أعلى من النسبة المعيارية بدون وجود إفصاح عام اختياري يمكننا القول أن لسياسة الإفصاح الاختياري تأثير الفسيفساء.

(وهو مقياس تم استخدامه بواسطة (Kyle, 1985) ويستخدم لقياس سيولة السوق، حيث يعبر عن الحجم المطلوب لتحريك سعر الورقة المالية بمقدار دولار واحد).

جـ- تكاملية المعلومات لا تؤدي بالضرورة إلى تأثير الفسيفساء وبالتالي عدم تماثل المعلومات، ولكن يجب أن يعمل الإفصاح على تصحيح تفسير المتداول المطلع لإشارته، وهو ما يعني تغيير اتجاه التداول له (الشراء بدلاً من البيع او البيع بدلاً من الشراء) في صفقات مطلعة لتحقيق تداول افضل، وهنا يمكن اعتبار أن للمعلومات المفصح عنها اختيارياً تأثير الفسيفساء.

د- يستخدم النموذج المقترح عدم اتجاهية المعلومات كأحد أنواع المعلومات غير الجوهرية للتعبير والدلالة عليها حتى تتاح إمكانية قياسها بشكل دقيق.

3/4- النموذج المقترح:

بناءاً على افتراضات النموذج المقترح ولتحقيق أهدافه؛ يجب في البداية التعرف على ديناميكية سير عمليات التداول في سوق الأوراق المالية والجدول الزمني لهذه العمليات وكيفية حدوث التوازن بين العرض والطلب متمثلاً في سعر البيع.

3/4/1- الجدول الزمني لتوازن السوق:

يتم التعبير عن القيمة (ν) من خلال متغيرين عشوائيين يرمز لهما بـ θ و ω ويكون:

$$\nu = \theta\omega$$

حيث θ و ω يتم توزيعهما بشكل مستقل وطبيعي مع: $\theta \sim N(m_\theta, \sigma_\theta^2)$, $\omega \sim N(m_\omega, \sigma_\omega^2)$

حيث N: التوزيع الطبيعي. σ: الإنحراف المعياري m: متوسط القيمة

وتكون متوسطات قيمهم أكبر من الصفر $m_\omega, m_\theta > 0$

أ- خطوات عملية التداول في السوق:

١- يكتسب متداول مطّلع (محلل، مستثمر في صندوق تحوط،....) معلومة خاصة حول المكون الأول للقيمة وهو (θ)، في زمن t=1 (مع افتراض أن المعلومة مثالية بدون أخطاء من أجل التبسيط)، ويقوم بجمع معلوماته.

٢- في زمن t=2 ، هناك احتمال أن يتلقي مدير الشركة إشارة (s) حول المكون الثاني للقيمة (ω)، نفترض أن هناك احتماليتين لهذه الإشارة:

- مع احتمالية q -1: يتعرف مدير الشركة علي (s).
- مع احتمالية q : لا يتعرف المدير علي (s).

حيث $s = \omega + \varepsilon$

وتعبر ε عن الخطأ في التقدير، حيث $\varepsilon \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$ وهو توقع مشروط ل ω

ويتم التعبير عن (s) كما يلي: $\mathbb{E}(\omega \mid s) = \psi s + (1-\psi)m_\omega$

حيث: $\mathbb{E}$: القيمة المتوقعة و ψ: دقة الإشارة

ويتم التعبير عنها كما يلي: $\psi = \frac{\sigma_{\omega}^2}{\sigma_{\omega}^2+\sigma_{\varepsilon}^2}$

فإذا كان كانت $\psi = 0$، ستكون الإشارة خالية من المعلومات (أي أن الشوائب تغمر أي معلومات تحتويها). بينما إذا كانت $\psi = 1$، عندها ستعبر الإشارة (s) عن قيمة (ω) بشكل مثالي.

٣- في زمن t=3 يسعي المدير لتعظيم سعر السهم، وبناءاً علي المعلومات في t=2 يمكنه إجراء إفصاح صحيح دون أي تكلفة، وبالتالي فإننا أيضاً بصدد احتماليتين:

- أن يقوم المدير بالكشف عن الإشارة وهنا تكون $d = s$، حيث d تعبر عن عملية الإفصاح (disclosure).

- لا يتم الكشف عن الإشارة وتكون $d = ND$. حيث ND تعبر عن عدم الإفصاح (Nondisclosure).

وبناءاً علي ما سبق يحدد المشاركين في السوق طلباتهم وهم (المتداول المطلع وتاجر السيولة وصانع السوق).

- حيث يرمز لطلب تجار السيولة بالرمز (u)، ويوزع بمتوسط صفر، وتباين σ_u^2.
- ويحدد المتداول المطّلع الطلب (x) بناءاً على معلوماته الخاصة وأي إفصاحات عامة.

وبذلك يكون تدفق الطلب الإجمالي $Y = X + U$، حيث يراقب صانع السوق إجمالي تدفق الطلبات (Y) دون أن يعبأ بمكوناته؛ وبناءاً على ذلك يحدد صانع السوق (عتبة التعادل) وهو السعر الذي يساوي القيمة المتوقعة للأصل اعتماداً على جميع المعلومات العامة المتاحة وتدفق الطلب الكلي.

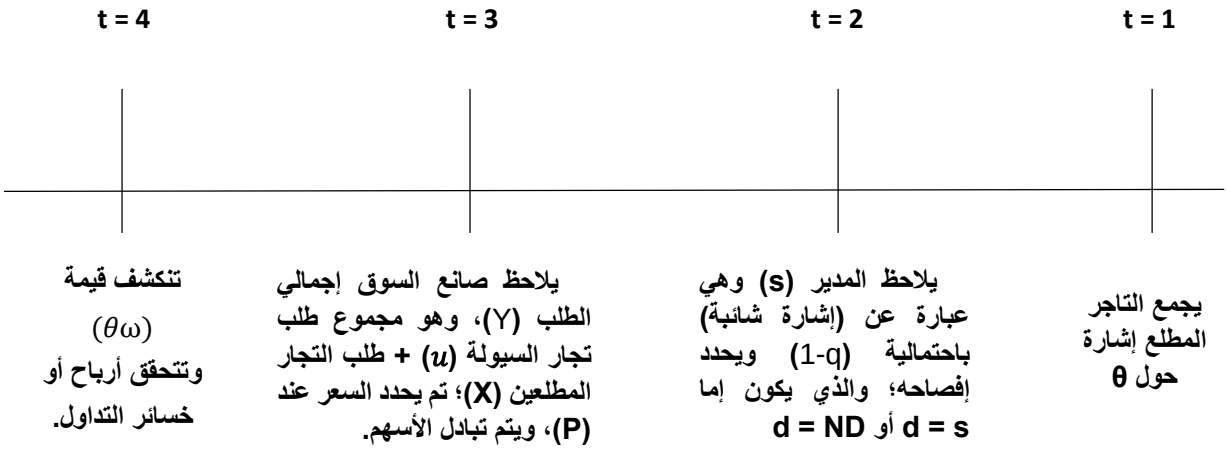
٤- في زمن t=4 يتم تنفيذ العمليات التجارية، حيث يتكيف السعر مع $\nu=\theta\omega$ وتتحقق أرباح أو خسائر عمليات التداول للأسهم المشتراة عند t=3 .

ويكون: $P = \mathbb{E}(\theta\omega|Y.d)$

حيث : P: السعر $\mathbb{E}$: القيمة المتوقعة Y: اجمالي الطلب d: الإفصاح الاختياري

حيث: $d = s$ عندما يتم الإفصاح عن الإشارة، و $d = ND$ عندما لا يتم الإفصاح عنها.

ويوضح الشكل (١) الجدول الزمني لتوازن السوق (Edwige Cheynel and Carolyn Levine, 2020, P. 34)



ويتميز توازن السوق بجدول طلب يستوفي شرطين رئيسيين وهما:

١- تعظيم ربح استراتيجية عمل المتداول المطّلع X بشكل أكبر من أي استراتيجية تداول بديلة X'

$$\mathbb{E}(\mathbf{X}(\boldsymbol{\nu}-\mathbf{P})|\mathbf{d}.\boldsymbol{\theta}) \geq \mathbb{E}(\mathbf{X}'(\boldsymbol{\nu}-\mathbf{P})|\mathbf{d}.\boldsymbol{\theta})$$

٢- تحقيق كفاءة السوق: ويعني ذلك أن سعر الورقة المالية يساوي القيمة المتوقعة لها بناءاً على تدفق الطلب الكلي والإفصاحات: $\mathbf{P} = \mathbb{E}(\boldsymbol{\nu}|\mathbf{Y}.\mathbf{d})$

ب- جدول طلب المتداول المطلع:

تأسيساً على ما سبق يكون جدول طلب المتداول المطلع X خطي في نتاج كلاً من:

- معلوماته الخاصة حول $(\boldsymbol{\theta})$ - $(\boldsymbol{\omega})$ استناداً إلى الإفصاح العام $\boldsymbol{d}$.

وتكون معادلة الطلب الخاص به هى:

معادلة (١) ــــــــــــ $\mathbf{X} = \boldsymbol{\beta\theta}\ \mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) + \boldsymbol{\gamma}$

حيث: $\boldsymbol{\beta}$: تعبر عن كثافة التداول و $\boldsymbol{\gamma}$: ثابت المعادلة.

جـ- التسعير:

يراقب صانع السوق الإفصاح العام والتدفق الكلي لطلبيات السوق $Y = X + U$ ، ويضع سعرًا مساويًا للتوقعات المشروطة للأصل، بحيث يتم إعطاء سعر خطي في إجمالي تدفق الطلب والإفصاح العام، وتكون معادلة السعر:

$$\mathbf{P} = \mathbb{E}(\boldsymbol{\nu}|\mathbf{Y}.\mathbf{d}) = \boldsymbol{\lambda}\mathbf{Y} + \boldsymbol{\mu}$$ ——— معادلة (٢)

حيث:

P: السعر. λ: تعبر عن حساسية السعر. Y: الطلب الكلي μ: دالة في d.

د- أرباح المتداول المطلع:

يقوم المتداول المطّلع بتعظيم أرباحه إلى أقصى درجة ممكنة عن طريق اختيار الكمية X بناءاً على معلوماته الخاصة والعامة حيث:

$$\max_{x}\ \mathbb{E}(\mathbf{X}(\boldsymbol{\nu} - \mathbf{P})|\mathbf{d}.\boldsymbol{\theta})$$ ——— معادلة (٣)

وبالتعويض من معادلة (٢) في المعادلة (٣) بقيمة السعر ينتج:

$$max_{\mathbf{X}}(\mathbb{E}(\mathbf{X}(\boldsymbol{\nu} - \boldsymbol{\lambda}\mathbf{Y} - \boldsymbol{\mu})|\mathbf{d}.\boldsymbol{\theta}))$$

ولكن $Y = X + u$ وهو ما ينتج عنه:

$$max_{\mathbf{X}}(\mathbb{E}(\mathbf{X}(\boldsymbol{\nu} - \boldsymbol{\lambda}X - \boldsymbol{\lambda}u - \boldsymbol{\mu})|\mathbf{d}.\boldsymbol{\theta}))$$

$$max_{\mathbf{X}}\left[\mathbb{E}((\mathbf{X}(\boldsymbol{\nu} - \boldsymbol{\lambda}u - \boldsymbol{\mu}) - \boldsymbol{\lambda}X^{2})\middle|\mathbf{d}.\boldsymbol{\theta})\right]$$

$$\max_{x}[X\mathbb{E}(\boldsymbol{\nu}|\boldsymbol{d}) - \boldsymbol{\mu}\mathbf{X} - \boldsymbol{\lambda}X^{2}]$$

$$\max_{x}[\mathbf{X}(\mathbb{E}(\boldsymbol{\theta\omega})|\mathbf{d}) - \boldsymbol{\mu}\mathbf{X} - \boldsymbol{\lambda}X^{2}]$$

$$\max_{x}[\mathbb{E}\boldsymbol{\theta}\mathbf{X}(\boldsymbol{\omega}|\boldsymbol{d}) - \boldsymbol{\mu}\mathbf{X} - \boldsymbol{\lambda}X^{2}]$$

وبتفاضل الناتج ومساواته بالصفر نحصل على:

$$\boldsymbol{\theta}\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) - \boldsymbol{\mu} - 2\boldsymbol{\lambda}\mathbf{X} = \mathbf{0}$$

$$\mathbf{X} = \frac{\boldsymbol{\theta}\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) - \boldsymbol{\mu}}{2\boldsymbol{\lambda}}$$

وبمقارنة قيمة X في المعادلة السابقة وقيمتها في المعادلة (١) نستنتج أن قيم معاملات تعظيم ربح المتداول المطلع هي:

$$\boldsymbol{\gamma} = \frac{-\boldsymbol{\mu}}{2\boldsymbol{\lambda}} \quad ، \quad \boldsymbol{\beta} = \frac{\mathbf{1}}{2\boldsymbol{\lambda}}$$

ولضمان أن تكون هذه القيمة عظمى بصفة مطلقة يجب أن تكون المشتقة الثانية بالنسبة ل X سالبة، وهذا لا يحدث إلا إذا كانت $\lambda > 0$.

أما بالنسبة إلى صانع السوق وللوصول للتسعير الأمثل نقوم بتطبيق قانون التوقعات المتكررة، ويكون التوقع المشروط لقيمة السهم كالتالي:

$$\mathbb{E}(\mathbf{v}|\mathbf{Y.d}) = \mathbb{E}(\mathbb{E}(\mathbf{v}|\mathbf{Y.d.}\boldsymbol{\theta})|\mathbf{Y.d}) = \mathbb{E}(\mathbb{E}\boldsymbol{\theta}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{Y.d})|\mathbf{Y.d}) = \mathbb{E}(\boldsymbol{\theta}|\mathbf{Y.d})\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{Y.d})$$

وباستخدام دالة الطلب المفترضة والتعويض من المعادلة (١) يمكن استنتاج أن:

$$\mathbb{E}(\boldsymbol{\theta}|\mathbf{Y.d}) = \mathbb{E}(\boldsymbol{\theta}|\boldsymbol{\beta\theta}\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) + \boldsymbol{\gamma} + \mathbf{u.d}) = \mathbb{E}(\boldsymbol{\theta}|\mathbf{k.d})$$

(حيث أنه من المعروف أن: $\mathbb{E}(\mathbf{g(x)Y}|\mathbf{X}) = \mathbf{g(X)}\mathbb{E}(\mathbf{Y}|\mathbf{X})$)

حيث $\mathbf{k} = \frac{\mathbf{Y}}{\boldsymbol{\beta}\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})}$ وتكون:

$$\mathbb{E}(\boldsymbol{\theta}|\mathbf{k.d}) = \boldsymbol{m_\theta} + \left(\frac{[\mathbb{E}\boldsymbol{\beta}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})\boldsymbol{\sigma_\theta}]^2}{[\mathbb{E}\boldsymbol{\beta}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})\boldsymbol{\sigma_\theta}]^2 + \boldsymbol{\sigma_u^2}}\right)(\boldsymbol{k} - \mathbb{E}(\boldsymbol{k}))$$

لكن:

$$\mathbf{P} = \mathbb{E}(\mathbf{v}|\mathbf{Y.d}) = \boldsymbol{\lambda}\mathbf{Y} + \boldsymbol{\mu} = \mathbb{E}(\boldsymbol{\theta}|\mathbf{Y.d})\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{Y.d})$$

$$= \frac{\mathbf{2\sigma_\theta^2\lambda}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2}{\mathbf{4\sigma_u^2}\,\boldsymbol{\lambda}^2 + \,\boldsymbol{\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2}\boldsymbol{Y} + \frac{\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})(\boldsymbol{\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}\boldsymbol{\mu}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) + \mathbf{4}\boldsymbol{m_\theta}\boldsymbol{\sigma_u^2}\boldsymbol{\lambda}^2)}{\mathbf{4\sigma_u^2}\,\boldsymbol{\lambda}^2 + \,\boldsymbol{\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2}$$

وبمقارنة المعاملات نحصل على ما يلي:

$$\boldsymbol{\lambda} = \frac{\mathbf{2\sigma_\theta^2\lambda}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2}{\mathbf{4\sigma_u^2}\,\boldsymbol{\lambda}^2 + \,\boldsymbol{\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2}$$

$$\mathbf{4\sigma_u^2}\,\boldsymbol{\lambda}^2 + \,\boldsymbol{\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2 = \mathbf{2\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2$$

$$\mathbf{4\sigma_u^2}\,\boldsymbol{\lambda}^2 = \,\boldsymbol{\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2$$

$$\boldsymbol{\lambda}^2 = \frac{\boldsymbol{\sigma_\theta^2}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^2}{\mathbf{4\sigma_u^2}}$$

$$\boldsymbol{\lambda_d} = \frac{\boldsymbol{\sigma_\theta}}{\mathbf{2}\boldsymbol{\sigma_u}}\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})$$

$$\boldsymbol{\mu} = \frac{\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})(\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}\boldsymbol{\mu}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) + \mathbf{4}\boldsymbol{m}_{\boldsymbol{\theta}}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}\boldsymbol{\lambda}^{\mathbf{2}})}{\mathbf{4}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}\,\boldsymbol{\lambda}^{\mathbf{2}} + \,\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^{\mathbf{2}}}$$

$$\boldsymbol{\mu}\left[\mathbf{4}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}\,\boldsymbol{\lambda}^{\mathbf{2}} + \,\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^{\mathbf{2}}\right] = \mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})\left[\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}\boldsymbol{\mu}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) + \mathbf{4}\boldsymbol{m}_{\boldsymbol{\theta}}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}\boldsymbol{\lambda}^{\mathbf{2}}\right]$$

$$\boldsymbol{\mu}\left[\mathbf{4}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}\,\frac{\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^{\mathbf{2}}}{\mathbf{4}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}} + \,\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^{\mathbf{2}}\right] = \mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})\left[\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}\boldsymbol{\mu}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d}) + \mathbf{4}\boldsymbol{m}_{\boldsymbol{\theta}}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}\,\frac{\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})^{\mathbf{2}}}{\mathbf{4}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}^{\mathbf{2}}}\right]$$

$$\boldsymbol{\mu}\left[\,\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}} + \,\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\right] = \left[\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\boldsymbol{\mu} + \boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}^{\mathbf{2}}\,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})\boldsymbol{m}_{\boldsymbol{\theta}}\right]$$

$$\boldsymbol{\mu}\mathbf{2} = \,\boldsymbol{\mu} + \,\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})\boldsymbol{m}_{\boldsymbol{\theta}}$$

مع الحل والتبسيط نحصل على:

$$\boldsymbol{\mu}_{\boldsymbol{d}} = \boldsymbol{m}_{\boldsymbol{\theta}}\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})$$

$$\boldsymbol{\lambda}_{\mathbf{d}} = \frac{\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}}{\mathbf{2}\boldsymbol{\sigma}_{\mathbf{u}}}\mathbb{E}(\boldsymbol{\omega}|\mathbf{d})$$

- **حيث $\boldsymbol{\lambda}_{\mathbf{d}}$ يرمز إلى حساسية السعر مع وجود افصاح اختياري.**
- **كما يرمز $\boldsymbol{\lambda}_{\mathbf{0}}$ إلى حساسية السعر مع عدم وجود الإفصاح الاختياري.**

ويمكن التعبير عنها بـــ $\boldsymbol{\lambda}_{\mathbf{0}} = \frac{\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{\theta}}\boldsymbol{m}_{\boldsymbol{\omega}}}{\mathbf{2}\boldsymbol{\sigma}_{\boldsymbol{u}}}$

وبما أنه يمكن أن يتم التعبير عن عدم تماثل المعلومات على انه القيمة المتوقعة لحساسية السعر مقابل تدفق الطلب مع حدوث الإفصاح الاختياري ويساوي:

$$\boldsymbol{IA} = \mathbb{E}(\boldsymbol{\lambda}_{\mathbf{d}})$$

حيث:

***IA*: تعبر عن عدم تماثل المعلومات (Information Asymmetry).**

فإنه يمكن القول أن للإفصاح الاختياري أثر على زيادة عدم تماثل المعلومات(تأثير الفسيفساء) إذا كانت حساسية سعر التوازن المتوقعة بناءاً على تدفق الطلب أعلى بوجود الإفصاح من حساسية السعر مع عدم وجود أي إفصاحات طوعية $\boldsymbol{\lambda}_{\boldsymbol{0}} < \boldsymbol{IA}$، وهو ما سيتم محاولة اثباته فيما يلي.

3/4/2- تأثير الفسيفساء:

تمهيد:

أ- نفترض أن: $\alpha = -(1-\psi)m_\omega/\psi$ أو α هي النقطة التي تكون عندها $\mathbb{E}(\omega|\alpha) = 0$.

ب- يوجد نقطة واحدة فقط لـ m_0 وهي تعبر عن عتبة الإفصاح الأمثل (أي القيم التي تفصح الشركة أعلاها ولا تفصح أدناها) هي (τ) ، حيث $\mathbb{E}(\omega|\tau) = 0$.

حيث:

$$\frac{\partial \tau}{\partial m_\omega} = \frac{-\partial \Upsilon(z)/\partial m_\omega}{\partial \Upsilon(z)/\partial z}$$

ونظراً لأن:

$$\Upsilon(z) = -\frac{q\,(z-m_\omega)}{(1-q)\sigma_s} - \int_{-\infty}^{\frac{(z-m_\omega)}{\sigma_s}} \Phi(t)dt$$

حيث $\Phi(t)$ هو التوزيع الاحتمالي التراكمي للتوزيع الطبيعي المعياري، ويتم الإشارة له بالدالة:

$$\Phi(t) = P(Z \le t) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}}\int_{-\infty}^{t} \exp\left\{-\frac{u^2}{2}\right\} du$$

فإن:

$$\Upsilon(z) = -\frac{q\,(z-m_\omega)}{(1-q)\sigma_s} - \Phi\left(\frac{z-m_\omega}{\sigma_s}\right)\int_{-\infty}^{\frac{(z-m_\omega)}{\sigma_s}} dt$$

$$\Upsilon(z) = -\frac{q\,(z-m_\omega)}{(1-q)\sigma_s} - \Phi(\frac{z-m_\omega}{\sigma_s})\frac{(z-m_\omega)}{\sigma_s}$$

$$-\frac{\partial \Upsilon(z)}{\partial m_\omega} = \frac{q}{(1-q)\sigma_s} + \Phi\,(\frac{z-m_\omega}{\sigma_s})\frac{1}{\sigma_s}$$

$$\frac{\partial \Upsilon(z)}{\partial z} = \frac{q}{(1-q)\sigma_s} + \Phi\,(\frac{z-m_\omega}{\sigma_s})\frac{1}{\sigma_s}$$

مع التبسيط: $\frac{\partial \tau}{\partial m_\omega} = \frac{-\partial \Upsilon(z)/\partial m_\omega}{\partial \Upsilon(z)/\partial z} = \frac{\frac{q}{(1-q)\sigma_s} + \Phi\,(\frac{z-m_\omega}{\sigma_s})\frac{1}{\sigma_s}}{\frac{q}{(1-q)\sigma_s} + \Phi\,(\frac{z-m_\omega}{\sigma_s})\frac{1}{\sigma_s}} = 1 > 0$

ويترتب على ذلك وجود قيمة واحدة فقط لـ m_0.

جـ- تشير m_0 إلى عدم اتجاهية المعلومات بحيث تكون نقطة صفرية.

ويكون $\mathbb{E}(\omega|ND)=0$ عندما $m_\omega = m_0$

وبالتالي ستكون المعلومات غير اتجاهية كلما كانت m_ω أقل من هذا الحد $m_\omega < m_0$.
وتكون المعلومات اتجاهية كلما كانت m_ω أكبر من أو تساوي هذا الحد $m_\omega \geq m_0$

3/4/3- الإثبات:

نقوم بحساب عدم تماثل المعلومات في الحالتين: $m_\omega < m_0$، $m_\omega \geq m_0$.

أولاً: الحالة الأولى: $m_\omega \geq m_0$:

ويتم التعبير عنها بالتعويض عن احتمالية $m_\omega > m_0$ مضافاً إليها احتمالية $m_\omega = m_0$، كما يلي:

$$IA=\mathbb{E}(\lambda_d)=\frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}(1-q)\int_{\tau}^{\infty}\frac{(1-\psi)m_\omega+\psi s}{\sigma_s}\Phi(\frac{s-m_\omega}{\sigma_s})ds$$
$$+\big((1-\psi)m_\omega+\psi\tau\big)(q+(1-q)\,\Phi\tfrac{\tau-m_\omega}{\sigma_s}))$$

وحيث أنه عند $m_\omega = m_0$ يكون:

$$\mathbb{E}(\omega|ND)=\mathbb{E}(\omega|\tau)=(1-\psi)m_\omega+\psi\tau=0$$

فإن $\mathbb{E}(\omega|\tau)$ يمكن التعبير عنها بالشكل التالي:

$$qm_\omega+(1-q)\int_{-\infty}^{\tau}\frac{(1-\psi)m_\omega+\psi s}{\sigma_s}\Phi\left(\frac{s-m_\omega}{\sigma_s}\right)ds$$
$$-\big((1-\psi)m_\omega+\psi\tau\big)\left(q+(1-q)\Phi(\frac{\tau-m_\omega}{\sigma_s})\right)=0$$
$$\big((1-\psi)m_\omega+\psi\tau\big)\left(q+(1-q)\,\Phi(\frac{\tau-m_\omega}{\sigma_s})\right)=$$
$$=\ qm_\omega+(1-q)\int_{-\infty}^{\tau}\frac{(1-\psi)m_\omega+\psi s}{\sigma_s}\Phi\left(\frac{s-m_\omega}{\sigma_s}\right)ds$$

وبقسمة الطرفين على $(q+(1-q)\,\Phi(\frac{\tau-m_\omega}{\sigma_s})$ نحصل على:

معادلة (٤) ــــــــــ

$$\big((1-\psi)m_\omega+\psi\tau\big)=\frac{qm_\omega+(1-q)\int_{-\infty}^{\tau}\frac{(1-\psi)m_\omega+\psi s}{\sigma_s}\Phi(\frac{s-m_\omega}{\sigma_s})ds}{q+(1-q)\,\Phi(\frac{\tau-m_\omega}{\sigma_s})}$$

* لتبسيط المعادلات فيما يلي نفترض أن: $F(s) = \frac{(1-\psi)m_\omega + \psi s}{\sigma_s} \Phi\left(\frac{s-m_\omega}{\sigma_s}\right)$ ،

وتكون معادلة عدم تماثل المعلومات كما يلي:

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left\{(1-q)\int_\tau^\infty F(s)ds + \left((1-\psi)m_\omega + \psi\tau\right)\left[q + (1-q)\,\Phi\left(\frac{\tau - m_\omega}{\sigma_s}\right)\right]\right\}$$

وبالتعويض من معادلة (٤) وتبسيط IA نحصل على ما يلي:

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left\{(1-q)\int_\tau^\infty F(s)ds + (1-q)\int_{-\infty}^\tau F(s)ds + qm_\omega\right\}$$

$$= \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\{(1-q)m_\omega + qm_\omega\} = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}m_\omega = \lambda_0$$

وبالتالي فإن اتجاهية المعلومات المفصح عنها لا تؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات حيث أن:

$$IA = \lambda_0$$

الحالة ٢: عندما يكون $m_\omega < m_0$

$$\mathrm{IA} = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left((1-q)\int_\alpha^\infty F(s)ds - (1-q)\int_\tau^\alpha F(s)ds - \{(1-\psi)m_\omega + \psi\tau\}\left[q + (1-q)\,\Phi\left(\frac{\tau - m_\omega}{\sigma_s}\right)\right]\right)$$

مع التعويض من معادلة (٤) عن الحد الأخير نحصل على:

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left((1-q)\int_\alpha^\infty F(s)ds - (1-q)\int_\tau^\alpha F(s)ds - (1-q)\int_{-\infty}^\tau F(s)ds - qm_\omega\right)$$

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left((1-q)\left[\int_\alpha^\infty F(s)ds - \int_\tau^\alpha F(s)ds - \int_{-\infty}^\tau F(s)ds\right] - qm_\omega\right)$$

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left[(1-q)\left(\int_\alpha^\infty F(s)ds - \int_{-\infty}^\alpha F(s)ds\right) - qm_\omega\right]$$

وبما أن:

$$m_\omega = \int_{-\infty}^\infty F(s)ds = \int_\alpha^\infty F(s)ds + \int_{-\infty}^\alpha F(s)ds$$

$$m_\omega - \int_\alpha^\infty F(s)ds = \int_{-\infty}^\alpha F(s)ds$$

فإنه مع التبسيط نحصل على:

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left((1-q)\left(2\int_\alpha^\infty F(s)ds - m_\omega\right) - qm_\omega\right)$$

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left(2(1-q)\int_\alpha^\infty F(s)ds - (1-q)m_\omega - qm_\omega\right)$$

$$IA = \frac{\sigma_\theta}{2\sigma_u}\left(2(1-q)\int_\alpha^\infty F(s)ds - m_\omega\right).$$

ولبيان أن $IA > \lambda_0$ ، نحتاج فقط لإظهار أن:

معادلة ـــــــ (٥) $(1-q)\int_\alpha^\infty F(s)ds - m_\omega > 0$

وبما أن:

$$m_\omega = (1-q)\int_{-\infty}^\infty F(s)ds = (1-q)\int_{-\infty}^\infty F(s)ds + qm_\omega$$

$$m_\omega = (1-q)\left[\int_{-\infty}^\tau F(s)ds + \int_\tau^\alpha F(s)ds + \int_\alpha^\infty F(s)ds\right] + qm_\omega$$

بالتعويض في الطرف الأيسر من معادلة (٥) ينتج ما يلي:

$$(1-q)\int_\alpha^\infty F(s)ds - m_\omega = -(1-q)\int_{-\infty}^\tau F(s)ds - (1-q)\int_\tau^\alpha F(s)ds - qm_\omega$$

$$= -\left[(1-q)\int_{-\infty}^\tau F(s)ds + qm_\omega\right] - (1-q)\int_\tau^\alpha F(s)ds$$

الحد الأول موجب نظراً لأن ما بين القوسين الكبيرين سالب وذلك بالإستناد على ما ورد أعلاه في معادلة (٤)، وبالتالي فإن:

$$(1-q)\int_{-\infty}^\tau F(s)ds + qm_\omega = \left[q + (1-q)\Phi\left(\frac{\tau - m_\omega}{\sigma_s}\right)\right]\mathbb{E}(\omega|\tau).$$

وهو سلبي عندما $m_\omega < m_0$ ، لأن $\mathbb{E}(\omega|\tau) < 0$

وبالنسبة للحد الثاني فإنه موجب لأن التكامل سالب حيث أن: $\tau < s < \alpha$

$$(1-\psi)m_\omega + \psi s < 0$$

وبهذا يكون $IA > \lambda_0$ عندما $m_\omega < m_0$

وبالتالي فإن عدم اتجاهية الإفصاحات العامة أدت إلى زيادة عدم تماثل المعلومات في السوق.

النتائج والتوصيات:

النتائج:

قام الباحث من خلال النموذج الرياضي المقترح باختبار وجود علاقة بين الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية مُمَثلة في المعلومات غير الاتجاهية وعدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية الناشئة، وقد تم استخلاص مجموعة من النتائج وهي كما يلي:

1- أدت المعلومات المفصح عنها اختيارياً من قِبل الشركات إلى زيادة عدم تماثل المعلومات عندما كانت غير اتجاهية، بيما لم يؤدي الإفصاح الاختياري عن معلومات اتجاهية إلى زيادة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية.
2- عدم صحة الفرض العدم الأول، حيث أنه تم إثبات وجود أثر للإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية على زيادة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية.
3- عدم صحة الفرض العدم الثاني، حيث أن النموذج الرياضي المستند إلى نظرية الفسيفساء أدى إلى بيان أثر الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية على تماثل المعلومات المحاسبية.
4- يمكن للافصاح الاختياري الذي تقوم به الشركات بشكل عام أن يكون له نفس أضرار الإفصاح الانتقائي بحيث يساعد فئة معينة من المستخدمين في تحقيق أرباح وتجنب خسائر على حساب فئات أخرى في حال كانت هذه المعلومات المفصح عنها غير جوهرية.

التوصيات:

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها يمكن التوصية بما يلي:

1- ضرورة التعمق في بحث الآثار المترتبة عن الإفصاح الاختياري عن معلومات غير جوهرية على أسواق الأوراق المالية والمشاركين فيها.
2- ضرورة التوعية بمخاطر زيادة الإفصاحات الاختيارية السردية بشكل أكبر من المطلوب وذلك لما يشوبها من استخدام التعبيرات البلاغة والأساليب الوصفية التي قد لا تعبر بشكل دقيق عن حقيقة الوضع القائم داخل الشركة.
3- ضرورة العمل على وضع ضوابط للإفصاحات الخارجة عن نطاق التقارير المالية للشركات وذلك نظراً لزيادة الوسائل المستخدمة في الإفصاح والتي تؤدي في العديد من الأحيان إلى مشكلة الحمل الزائد للمعلومات ما يفقد الإفصاحات وظيفتها الأساسية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

إبراهيم السيد الجندي، "دور الإفصاح المحاسبي الإختياري في جذب الإستثمار بهدف تنشيط أسواق المال الناشئة مع دراسة ميدانية"، *مجلة البحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة بورسعيد، العدد (٤)، ٢٠١٨.

أحمد محمد شاكر سمعان، "المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية: منهج إمبريقي"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٢)، العدد (٤)، ٢٠١٨.

أكرم سامي مرقص، "تحليل العلاقة بين عد تماثل المعلومات وتكلفة رأس المال وجودة الأرباح المحاسبية في ضوء تطبيق معايير IFRS: دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٢)، العدد (٢)، ٢٠١٨.

داليا عادل السيد و طارق عبد العظيم االرشيدي، "أثر إنتاج ونشر المعلومات المحاسبية من خلال وسائل التواصل الاجتماعي على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية: بالتطبيق على قطاع الإتصالات المصري"، *مجلة المحاسبة والمراجعة لإتحاد الجامعات العربية*، العدد (٢)، ٢٠٢٠.

عبد الناصر عبد اللطيف نصير، "أثر التحول الرقمي على عدم تماثل المعلومات: دليل من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٥)، العدد (٢)، ٢٠٢١.

عفت أبو بكر محمد الصاوي، "دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، العدد (١)، المجلد (٣)، ٢٠٢٢.

عماد محمد رياض، "العلاقة بين آليات حوكمة الشركات ومستوى الإفصاح الاختياري وتأثيرها التفاعلي على الأداء بالشركة – دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (٤)، المجلد (٢٤)، ٢٠٢٠.

عمر عبد الرحمن عبد المجيد، "إطار مقترح لقياس أثر آليات حوكمة الشركات للحد من عدم تماثل المعلومات في الشركات المصرية المدرجة في البورصة: دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (٢)، ٢٠١٨.

مروة السيد البدوي، "أثر التحفظ المحاسبي على عدم تماثل المعلومات في بيئة سوق الأوراق المالية في مصر"، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة بنها، المجلد (٣٧)، العدد (٢)، ٢٠١٧.

هبة جمال هاشم علي، "انعكاسات التوسع في الإفصاح السردي وأثرها على قيمة المنشأة مع دراسة ميدانية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (٢)، المجلد (٢٢)، ٢٠١٨.

همام القوصي، "منهج نشاط صانع السوق بإضافة هامش السيولة (بين القيمة النقدية والحجم الكمي): نموذج بورصة الكويت والبورصة المصرية وبورصة نيويورك"، *المجلة المصرية للدراسات القانونية والإقتصادية*، العدد (١١)، ٢٠١٨.

همام القوصي، "ضبط نشاط صانع السوق ومزود السيولة خلال التداول الخوارزمي والتداول عالي التردد – مقارنة بورصات لندن وبرلين وأوساكا مع بيئة البورصات العربية"، *مجلة جيل للأبحاث القانونية*، العدد (٣٩)، ٢٠٢٠، متاح على: http://journals.jilrc.com/legal-depth-research ، تم الدخول في: ٢٠٢٢/١١/١١.

هيام فكري أحمد حماد و السيد جمال محمد علي، "علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي: هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين: منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٦)، العدد (١)، ٢٠٢٢.

الموقع الرسمي للبورصة المصرية:

https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

Brian Bushee, Lan Gow and Daniel Taylor, "Linguistic Complexity in Firm Disclosures: Obfuscation or Information", *Journal of Accounting Research*, Vol. 56, No. 1, 2017.

Chartered Financial Analysts (CFA Institute), Mosaic Theory, Available from: https://www.cfainstitute.org/en/ (accessed in 5 September 2022).

David Abad, Fuensanta Gomariz, Luan Ballesta and Jose Yague, "Real Earnings Management and Information Asymmetry in The Equity Market", *European Accounting Review*, Vol. 27, No. 2, 2018.

Dyer, T., Lang, M, Lawrence, L., "The Evolution of 10-K Textual Disclosure: Evidence from Latent Dirichlet Allocation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 64, No.2, 2017.

Edwige Cheynel and Carolyn Levine, "Public Disclosure and Information Asymmetry: A Theory of the Mosaic", *The Account Review*, Vol. 95, No. 1, 2020.

Hasan V., Mohamedreda A. and Mohamed A., "Stakeholder Relationship Capability and Investment Efficiency: A Mosaic Theory Test", *Measuring Business Excellence*, Vol. 26, No. 3, 2022.

John Campbell, Brady Twedt and Benjamin Whipple, "Trading Prior to the Disclosure of Material Information: Evidence from Regulation Fair Disclosure from 8-Ks", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 38, No. 1, 2021.

Judith Moore, "Information Asymmetry in the U.S. Capital Market: The Relationship between Extensible Business Reporting Language and Stock Return Volatility", *PHD*, School of Business, Northcentral University, USA, 2019.

Albert S. Kyle, "Continuous Auctions and Insider Trading", Econometrica, Vol. 53, No. 6, 1985.

Mohamed Ismail and Ahmed Sakr, "The Extent of Effect of Voluntary Disclosure in the Firm Performance", *Open Journal of Social Sciences*, Vol. 10, No. 6, 2022.

Md. Abdur Rouf and Akhtaruddin M., "Factors Affecting the Voluntary Disclosure: A Study by Using Smart PLS-SEM Approach", *International Journal of Law & Management*, Vol. 60, No., 6, 2018.

Merritt B. Fox, Lawrence R. Glosten and Gabriel V. Rauterberg, "Informed Trading and Its Regulation", *The Journal of Corporation*, University of Michigan Law School, Vol. 43, No 4, 2018.

Richard Boateng, Vincent Tawiah and George Tackie, "Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Annual Reports: A Post-International Financial Reporting Standard Adoption Evidence from an Emerging Capital Market", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 30, No. 2, 2022.

Sandeep Dahiya, Giuliano Lannotta and Marco Navone, "Firm Opacity Lies in The Eye of the Beholder", *Financial Management*, Vol. 46, No. 3, 2017.

Securities and Exchange Commission (SEC), Final Rule: Selective Disclosure and Insider Trading, Exchange Act Release No. 33-7781, 2000, Available From: https://www.sec.gov/ (accessed in 9 October 2022).

Stefano Romito and Clodia Vurro, "Non-Financial Disclosure and Information Asymmetry: A Stakeholder View on US Listed Firms", *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 28, No. 2, 2021.

Vilius Dranseika, Jan Piasecki and Marcin Waligora, "Relevant Information and Informed Consent in Research: In Defense of the Subjective Standard of Disclosure", *Science and Engineering Ethics*, Vol. 23, 2017.

Xinlei Li., Jason S., Ayung T. and Hui W., "Leveraging an Information Mosaic: The Interplay between Private Meetings with Investors and Subsequent Earning Announcements", *HKUST Business School Research Paper No. 2022-071*, Posted: 25 Jul 2022, P.1, Available from: https://www.ssrn.com/index.cfm/en/ (accessed in 1 September 2022).