

دور قواعد الإفصاح العادل في تنشيط سوق الأوراق المالية الناشئة بالتطبيق علي سوق الأوراق المالية المصري

حنان هارون فريد جرجس

مدرس باكاديمية المستقبل بقسم المحاسبة- جمهورية مصر العربية

Hananfarid73@yahoo.com

مقدمة:

تعتبر اسواق الأوراق المالية من أهم الأدوات الداعمة للاقتصاد خاصة في الدول التي تعاني قلة الموارد المالية، لذا فهي تسعى دائما لتنشيط سوق الأوراق المالية لديها. ومن أكثر الوسائل لرفع كفاءة تلك الأسواق هو الإفصاح والشفافية بالتقارير المالية التي تصدرها الشركات المسجلة بالبورصة والعاملة بتلك الدول. وقد أصدرت الهيئة المشرفة علي سوق الأوراق المالية الأمريكي (SEC) مجموعة من قواعد الإفصاح العادل وجعلتها من شروط تسجيل الشركات في البورصة الأمريكية وكذلك اتخذت مجموعة من العقوبات اذا اخل المسئولين بتلك الشركات بتطبيق تلك القواعد، وحيث أن الولايات المتحدة الأمريكية من الدول ذات السبق في مجال الإفصاح فقد قامت الباحثة في القسم الأول من هذا البحث بعرض لتلك القواعد ودراسة أثرها علي سوق الأوراق المالية الأمريكي، ثم تناولت في القسم الثاني قواعد الإفصاح المطبقة حاليا في سوق الأوراق المالية المصري باعتباره من الأسواق المالية الناشئة وذلك لرفع كفاءة تلك الأسواق وجذب اكبر لرؤوس الأموال الداخلية والخارجية لدعم مسيرة الاقتصاد بتلك الأسواق المالية الناشئة.

مشكلة البحث:

الحاجة الضرورية لتحديث قواعد الإفصاح المعمول بها في سوق الأوراق المالية المصري باعتباره من الأسواق المالية الناشئة نظرا لما يعانيه هذا السوق من خصائص معينة تحتاج الي دراسة للتخلص من أوجه القصور والسلبيات التي تواجه المتعاملين فيه والتي تمثل عقبات امام المستثمرين الذين يرغبون في استثمار اموالهم بتلك الأسواق. وكذلك الاستفادة من تجربة تطبيق قواعد الإفصاح العادل في أحد الدول ذات السبق في مجال الإفصاح.

هدف البحث:

يتمثل الهدف في تقييم أثر تطبيق قواعد الإفصاح العادل علي كفاءة سوق الأوراق المالية الأمريكية وعمل مقارنة بين تلك القواعد وبين قواعد الإفصاح المطبقة حاليا علي الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري باعتباره من الأسواق المالية الناشئة.

فروض البحث:

الفرض الاول: لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين رفع كفاءة سوق الأوراق المالية وتطبيق قواعد الإفصاح العادل.
الفرض الثاني: لا توجد علاقة ذات دلالة معنوية بين قواعد الإفصاح المطبقة حاليا في سوق الأوراق المالية المصري والحاجة الضرورية الي تطويرها.

خطة البحث:

القسم الأول: عرض أهم قواعد الإفصاح العادل وأثر تطبيقها في سوق الأوراق المالية الأمريكي.
القسم الثاني: القواعد المطبقة حاليا في سوق الأوراق المالية المصري باعتباره من الأسواق المالية الناشئة.

القسم الأول: عرض أهم قواعد الإفصاح العادل وأثر تطبيقها في سوق الأوراق المالية الأمريكي.
أولاً: عرض وتحليل الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث:
(1) الدراسات الأجنبية:

1. Dan Amiram, Alan Kalay & Avner Kalay, 2015⁽¹⁾

عنوان الدراسة: **Capital Market and Bond Coupon Choice**

هدفت الدراسة الي:

تحديد العوامل المؤثرة علي اختيار الفائدة (العائد) علي السندات وذلك باعتبار اختيار معدل العائد من الشروط الهامة عند اجراء التعاقد، وذلك لتقليل معوقات سوق راس المال وتسهيل اجراءات اصدار السندات وتشجيع المقرضين علي التعاقد.

استنتجت الدراسة:

من العوامل المؤثرة علي اختيار معدل الفائدة علي السندات عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقرضين، قد بينت الدراسة التجريبية ان تطبيق قواعد الإفصاح العادل التي فرضتها (SEC) علي سوق الاوراق المالية الامريكي في وقت الدراسة قدمت تفسير واضح للتكاليف المتعلقة بعدم تماثل المعلومات، حيث توصلت الدراسة الي ان عدم تماثل المعلومات يزيد تكلفة الحصول علي قرض السندات وبالتالي تصبح واحدة من معوقات سوق راس المال.

2. D. J. Johnstone , 2015⁽²⁾

عنوان الدراسة: **Information and The Cost Of Capital**

هدفت الدراسة الي:

معرفة مدى تأثير تباين المعلومات علي تكلفة الحصول علي رأس المال، حيث أن قبل وصول المعلومات يكون المراقبون للسوق في ترقب لأسعار الاسهم المشروطة سوف ترتفع او تنخفض عن السعر الحالي، وبخلاف ذلك توجد فرصة واضحة للتريح تنشأ عن هذه الحالة - اختلاف اسعار الأسهم عن السعر الحالي - وتوضح الدراسة أن هذه الحالة تظهر في أغلب الأسواق حيث أن بقاء القيمة المستقبلية لأسعار الاسهم دون تغيير تعني ان التباين في المعلومات عبر السوق وصلت الي الصفر.

استنتجت الدراسة:

المعلومات التي تسمح بالتمييز بين الشركات - اي يسمح المديرين المطلعين علي هذه المعلومات - بالتمييز في الإفصاح عنها بين الشركات تقود هذه الشركات الي ارتفاع تكلفة رأس المال، أما الشركات التي لا تسمح بهذا التمييز تنخفض تكاليف رأس المال لديها.

3. Edward Lee, Norman strong & Zhenmei, Judy, Zhu, 2014⁽³⁾

عنوان الدراسة: **Regulation Fair Disclosure's Effect On The Information Content Of Bond Rating Changes**

هدفت الدراسة الي:

تقييم سلسلة قواعد الإفصاح العادل وقانون (SOX) التي صدرت خلال الفترة من 2000-2003 لرفع كفاءة التقارير المالية وضبط سلوك المطللين حيث صدرت هذه القواعد لتعزيز بيئة المعلومات لأسواق رأس المال في

(1) Dan Amiram, Alan Kalay, Avner kalay & N. Bugra Ozel, (2015), "Capital Market And Coupon Choice" **Columbia Business School Research Paper** No 13-13 , April 1.1

(2) D.J. Johnstone , (2015), " Information And The Cost Of Capital In a Mean – variance Efficient", **Journal Of Business Finance & Accounting**, Vol 42, Issue 1-2, pp 79:100.2

(3) Edward Lee, Norman Strong & Zhenmei, Judy, Zhu, (2014), "Did Regulation Fair Disclosure, SOX, and Other Analyst Regulation Reduce Ssecurity Mispricing" **Journal of Accounting Research** , vol. 52 , Issue 3 , PP. 733 – 774.

الولايات المتحدة، كما هدفت أيضاً إلى بحث هل خفضت هذه القواعد سوء تسعير الأسهم ورفعت من كفاءة سوق الأوراق المالية بعد تطبيقها.

استنتجت الدراسة:

انخفاض واضح في المدى القصير لسعر السهم بعد متابعة تنبؤات المحللين وإعلانات الأرباح. وكان تأثير هذا الانخفاض أكثر وضوحاً في الشركات التي تعمل في ظل عدم التأكد وعدم توفر المعلومات. وعلى المدى الطويل بعد تطبيق قواعد الإفصاح وجدت الدراسة تحسن في دقة تنبؤات المحللين بالإضافة إلى تخفيض سوء التسعير للأسهم بسبب تعزيز بيئة المعلومات التي تبعت تطبيق قواعد الإفصاح.

4. Winnie P.H. Poon & Dorla A.Evans , 2013⁽¹⁾

Regulation Fair Disclosure's Effect On The Information Content Of Bond Rating Changes

هدفت الدراسة إلى:

هدفت الدراسة إلى توضيح أثر تطبيق قواعد الإفصاح على وكالات تصنيف السندات - وهي المسؤولة عن تصنيف الشركات المصدرة للسندات حسب مقدراتها على سداد ديونها - حيث أن الشركات المصدرة للسندات كانت معفاة من تطبيق قواعد الإفصاح العادل وذلك لتخوف الشركات العاملة في تداول السندات من الإضرار بمصالحها إذا تم الإفصاح وفقاً لقواعد الإفصاح العادل ويقل تصنيفها من قبل وكالات تصنيف السندات. ويكون من الأفضل لصالح الشركات العاملة في تداول السندات أن تظل ترسل المعلومات الخاصة بها بشكل خاص إلى وكالات تصنيف السندات وقد قامت الدراسة باختبار مدى نفع هذا الإعفاء لتلك الشركات بافتراض أنه إذا كان ذلك في صالحها يكون المعيار الدال على ذلك معدل العائد على السندات.

استنتجت الدراسة:

تعتبر تلك الدراسة هي أول دراسة تجريبية عن أثر تطبيق قواعد الإفصاح العادل على كمية التداول للسندات، وتم اختبار فروض الدراسة بقياس العائد على السندات كرد على المخاوف من قبل العاملين في تداول السندات. وتمثل تلك المخاوف أن تطبيق قواعد الإفصاح العادل تقلل درجة الشركات من حيث التصنيف الائتماني، أي قدرتها على سداد ديونها.

وقد أخذت الدراسة في الاعتبار حجم الشركة التي تطبق قواعد الإفصاح حيث أن الشركات الصغيرة أظهرت تأثير ضعيف في تغير معدل العائد على السندات مما يدل على ملائمة قواعد الإفصاح العادل للتطبيق في الشركات العاملة بتداول السندات.

وأظهرت الدراسة النتيجة على خلاف المخاوف من قبل العاملين في تداول السندات حيث لم تتأثر الشركات الصغيرة التي طبقت قواعد الإفصاح العادل كذلك لم يظهر على سندات المضاربة أما التأثير كان أكبر على الشركات التي ارتفعت قيمة ديونها.

5. Boyoung Kim & Kyoungwon Mo , 2013⁽²⁾

Mangement forecasts Regulation fair Disclosure, Information Asymmetry and cost of Dept

(1)Winnie P.H. Poon & Dorla A.Evans , (2013) " Regulation Fair Disclosure's Effect On The Information Content Of Bond Rating Changes " **European Financial Management** , Vol. 19 , Issue 4 , PP. 775 – 800

(2) Boyoung kim & kyoungwon Mo , (2013) " Mangement forecasts Regulation fair Disclosure , Information Asymmetry and cost of Dept " Working paper Series , Date posted: 25 sep. , **website: www.ssrn.com** , PP. 1 – 18.

هدفت الدراسة إلى:

تقديم أدلة على أن الشركات التي تتقدم للحصول على تمويل مالي لأنشطتها تزيد من الإفصاح وذلك لتخفيض عدم تماثل المعلومات لتصل إلى الدائنين بكفاءة حتى يستطيعون تقييم توقعات الإدارة بالأرباح.

استنتجت الدراسة:

تلجأ الشركات إلى المزيد من الإفصاح حول عروض الدين وهذا يزيد من توقعات الإدارة بالأرباح خاصة إذا تبنت تلك الإدارة قواعد الإفصاح العادل.

حيث تؤثر تلك القواعد على سياسة الإفصاح قبل تقديم عروض الدين. أيضاً وجدت الدراسة أن الشركات التي يزيد فيها عدم تماثل المعلومات تفصح فيها الإدارة عن معلومات أكثر قبل تقديم عروض الدين أيضاً من نتائج الدراسة: أن الدائنين يقابلون الزيادة في الإفصاح العام بتخفيض تكلفة الدين وبخاصة في الشركات التي تعاني من حدة عدم تماثل المعلومات.

6.Praveen Sinha & christpher Gadarowski , 2010⁽¹⁾

عنوان الدراسة: The Efficiency Of Regulation Fair Disclosure

هدفت الدراسة الي:

اختبار تأثير قواعد الإفصاح العادل على إطلاع بعض المتعاملين دون غيرهم في سوق الأوراق المالية على المعلومات قبل الإفصاح العام عنها.

استنتجت الدراسة:

وجود علاقة إيجابية بين عوائد الأسهم فترة يومين قبل وبعد قيام الإدارة بالإفصاح الاختياري وإطلاع بعض المتعاملين علي المعلومات الأولية قبل تطبيق قواعد الإفصاح العادل، ولكن لم تعد تظهر تلك العلاقة الإيجابية على عوائد الأسهم بعد تطبيق قواعد الإفصاح العادل، قبل الإعلان العام للأرباح تم قياس نسبة العوائد غير الطبيعية بالنسبة إلى إجمالي عوائد الأسهم فوجدت الدراسة أنها نقصت من 26.7% إلى (21.4%) للشركات الكبيرة للأخبار (الجيدة / السيئة) ، مما يدل على أنه المعلومات التي تم الاطلاع عليها من قبل بعض المتعاملين قد انخفض في هذه الشركات، وهذه النتائج توفر الدعم للغرض المقصود من تلك القواعد التنظيمية بالنسبة للشركات الكبرى.

ثانياً: قواعد الإفصاح العادل واثـر تطبيقها علي كفاءة سوق الاوراق المالية الأمريكي:

المقصود بقواعد الإفصاح العادل التي وضعتها الهيئة المشرفة علي سوق الاوراق المالية (SEC) بأنها القواعد التي تمنع الإفصاح عن المعلومات الأولية الي مشاركين مختارين في السوق حيث ان ميزة هذه المعلومات التي يحصل عليها مشتركين مختارين الي تتوفر الي باقي المشاركين في السوق وبالتالي تحقق لهم ميزة معينة علي حساب الغير . وقد ظهرت قواعد الإفصاح لحصر تدفق المعلومات من خلال الشركات لكل المشتركين في السوق في وقت واحد مما ساعد علي ان هذه المعلومات الأولية اصبحت اكثر قيمة واكثر استمرارية في السوق ورفع كفاءة هذا السوق وصولا الي السوق الكفاء.(2)

قد تناولت الباحثة أثر قواعد الإفصاح العادل علي كفاءة سوق راس المال الأمريكي من خلال مجموعة من الدراسات التي أجريت علي هذا السوق بعد تطبيق تلك القواعد وسوف تعرض في الفقرة التالية أثر تلك القواعد ثم تقيمه (أي معرفة هل تأثيره ايجابي ام سلبي علي كفاءة سوق رأس المال الأمريكي)

(1)Praveen Sinah & Christpher Gadarowski , (2010) , " The Efficiency of Regulation Fair Disclosure " , **Journal Of Financial Review** , Vol. 45 , Issue 2 , PP. 331 – 354.

(2)Huang, Chien,Ting Lin & George Y. Clin , (2010),"The Impact Of Regulation Fair Disclosure On Institutional Investors In formativeness" **The Journal Of Financial Management** , Vol 39,Issue 1,187-225.

ومن تلك الدراسات الدراسة التي قدمها مجموعة من الكتاب⁽¹⁾ وقد تناولت اثر عدم تماثل المعلومات علي اختيار معدل العائد علي السندات عند وضع شروط التعاقد وقد توصلت الدراسة التجريبية التي قام بها الكتاب مع الاخذ في الاعتبار تطبيق قواعد الإفصاح العادل اثناء فترة الدراسة والتي اكدت في نتائج الدراسة تأثير عدم تماثل المعلومات علي تكاليف الاقتراض اثناء تحديد شروط التعاقد واختيار معدا الفائدة علي السندات، حيث تزداد تكاليف الاقتراض كلما زاد عدم تماثل المعلومات وتتنخفض تلك التكاليف كلما قل عدم تماثل المعلومات، وبالتالي يمكن كما تقترح الدراسة الأخذ في الاعتبار اختيار معدل الفائدة علي السندات للتصدي الي معوقات سوق الأوراق المالية.

وقد اكد علي ذلك العديد من الكتاب⁽²⁾ الذين اظهروا دور المعلومات في تحديد تكلفة راس المال، حيث أنه قبل وصول المعلومات يكون المراقبون للسوق في ترقب لأسعار الاسهم المشروطة سوف ترتفع او تنخفض عن السعر الحالي، وبخلاف ذلك توجد فرصة واضحة للتربح تنشأ عن هذه الحالة - اختلاف اسعار الأسهم عن السعر الحالي-

وتوضح الدراسة أن هذه الحالة تظهر في أغلب الأسواق حيث أن بقاء القيمة المستقبلية لأسعار الاسهم دون تغير تعني ان التباين في المعلومات عبر السوق وصلت الي الصفر. وقد جاءت النتائج لتأكيد دور المعلومات عند تحديد تكلفة الحصول علي رأس المال ن حيث ان المعلومات التي تسمح بالتمييز بين الشركات تقود هذه الشركات الي ارتفاع تكاليف راس المال أما الشركات التي لا تسمح بهذا التمييز تنخفض تكاليف راس المال لديها.

وقام فريق اخر من الباحثين⁽³⁾ بدراسة اثر تطبيق قواعد الإفصاح العادل وقانون (SOX) علي كفاءة التقارير المالية، وتسعير الأسهم، وكفاءة سوق الأوراق المالية.

وتوصلت الدراسة الي انه بعد تطبيق قواعد الإفصاح ظهر تحسن في تنبؤات المحللين بالإضافة الي تخفيض سوء تسعير للأسهم بسبب تعزيز بيئة المعلومات التي نفذت قواعد الإفصاح العادل.

وفي اول دراسة تجريبية⁽⁴⁾ عن اثر تطبيق قواعد الإفصاح العادل علي كمية تداول السندات وتم اختبار فروض الدراسة بقياس العائد علي السندات كرد علي المخاوف من قبل المتعاملين في تداول السندات من تطبيق قواعد الإفصاح العادل.

وقد اخذت الدراسة في الاعتبار حجم الشركة التي تطبق قواعد الإفصاح حيث أن الشركات الصغيرة أظهرت تأثير ضعيف في تغير معدل العائد على السندات مما يدل على ملائمة قواعد الإفصاح العادل للتطبيق في الشركات العاملة بتداول السندات.

وأظهرت الدراسة النتيجة على خلاف المخاوف من قبل العاملين في تداول السندات حيث لم تتأثر الشركات الصغيرة التي طبقت قواعد الإفصاح العادل كذلك لم يظهر على سندات المضاربة أما التأثير كان أكبر على الشركات التي ارتفعت قيمة ديونها.

(1) Dan Amiram, Alan Kalay & Avner Kalay, **op cit**,

(2) D.J. Johnstone, (2015) , " Information and The Cost Of Capital In a Mean – Variance Efficient " **Journal Of Business Finance & Accounting**, Vol 42, Issue 1-2 pp 79:100.

(3) Edward Lee, Norman Strong & Zhenmei, Judy, Zhu, (2014), "Did Regulation Fair Disclosure, SOX, and Other Analyst Regulation Reduce Security Mispricing" **Journal of Accounting Research** , vol. 52 , Issue 3 , PP. 733 – 774.

(4) Winnie P.H. Poon & Dorla A. Evans , (2013) " Regulation Fair Disclosure's Effect On The Information Content Of Bond Rating Changes " **European Financial Management** , Vol. 19 , Issue 4 , PP. 775

وقام فريق اخر من الباحثين⁽¹⁾ بدراسة اثر تطبيق قواعد الإفصاح علي عدم تماثل المعلومات وتكلفة الحصول علي تمويل مالي(دين) ، وقد هؤلاء الباحثين ادلة علي ان الشركات التي تتقدم للحصول علي دين تزيد من الإفصاح وذلك لتخفيض عدم تماثل المعلومات لتصل الي المقرضين بكفاءة حتي يمكنهم تقييم توقعات الإدارة بالأرباح.

وتوصل هؤلاء الباحثين إلي أثر قواعد الإفصاح العادل علي تخفيض عدم تماثل المعلومات وبالتالي الحصول علي التمويل المالي المطلوب بتكلفة أقل.

وقدمت دراسة اخري⁽²⁾ أثر تطبيق قواعد الإفصاح العادل علي عوائد الأسهم وقد توصلت الي ان العلاقة الإيجابية بين عوائد الأسهم فترة يومين قبل وبعد قيام الإدارة بالإفصاح الاختياري وإطلاع بعض المتعاملين علي المعلومات الأولية قبل تطبيق قواعد الإفصاح لم تعد تظهر تلك العلاقة الإيجابية علي عوائد الأسهم بعد تطبيق قواعد الإفصاح العادل.

مما يدل علي ان المعلومات التي تم الاطلاع عليها من قبل بعض المتعاملين قد انخفض في هذه الشركات.

ومن عرض اثر تطبيق قواعد الإفصاح العادل علي سوق الأوراق المالية الأمريكي يتضح الأثر الإيجابي علي كفاءة هذا السوق حيث انه بعد تطبيق هذه القواعد تم تخفيض عدم تماثل المعلومات وبالتالي اتاحة المعلومات لكل المتعاملين في السوق في وقت واحد وبالتالي تحقيق مبدأ تكافؤ الفرص، بالإضافة الي تخفيض تكلفة الحصول علي رأس المال وتشجيع المستثمرين علي الاستثمار في سوق يتمتع بقدر كبير من الشفافية والإفصاح العادل.

القسم الثاني: القواعد المطبقة حاليا في سوق الأوراق المالية المصري باعتباره من اسواق راس المال الناشئة

أولا: عرض قواعد الإفصاح العادل وأوجه اختلافها واتفاقها عن القواعد المنظمة لسوق الاوراق المالية المصري.

أوضحت الهيئة المشرفة على سوق الأوراق المالية الأمريكية (SEC) أن هدف القواعد التنظيمية للإفصاح العادل هو أن تمنع تلك القواعد من الإفصاح عن المعلومات الأولية الي فئة محددة من الأطراف المشاركة في السوق حيث يستفيد من هذه المعلومات تلك الفئة على حساب الغير وبالتالي انتفاء تحقيق العدالة في وصول تلك المعلومات لكافة الأطراف.⁽³⁾

كما ظهرت تلك القواعد التنظيمية لحصر تدفق المعلومات من خلال الشركات لكل الأطراف المشاركة في السوق وفي وقت واحد مما يجعل تلك المعلومات أكثر قيمة واستمرارية في السوق ورفع كفاءة هذا السوق.

(1) Boyoung kim & kyoungwon Mo , (2013), **op cit**.

(2) Praveen Sinah & Christopher Gadarowski , (2010) **op cit**.

(3) Huang , Chien , Ting Lin & George Y.Clin; (2010) , "The Impact of Regulation Fair Disclosure on Institutional Investors Informativeness" **The Journal of Financial Management**, vol 39, Issue 1 spring page 187-225

وفيما يلي عرض لقواعد الإفصاح العادل التي وضعتها (SEC) لتحقيق أهدافها والتحكم في التداول الداخلي للمعلومات.

القاعدة الأولى: وقد عرفت الإفصاح بأنه الإفصاح عن المعلومات بدلاً من استخدامها لاحقاً وبعد تحقيق مزايا خاصة وقد أوضحت مباشرة مصادر المعلومات وهم:

مصدرين للمعلومات وموظفي الشركات⁽¹⁾، وتمنع القاعدة الاتصال بالمتلقين الذين يدينون بواجب السرية للمصدر للمعلومات بما في ذلك المحامين والمحاسبين وكذلك منعت القاعدة وكالات التصنيف الائتماني عند اتصالهم بالمصدرين بدلاً من الحظر صراحةً من الإفصاح الاختياري.

كما أوضحت القاعدة فئات المستفيدين من الإفصاح وهم: (1) الوسطاء والتجار، (2) مستشاري الاستثمار ومديري مؤسسات الاستثمار، (3) شركات الاستثمار وصناديق التحوط، (4) أصحاب الأوراق المالية من المصدرين في الظروف التي يمكن توقعها بصورة معقولة، وحيث أن مصدر الأوراق المالية صاحب الإرادة في شراء أو بيع تلك الأوراق المالية بناء على هذه المعلومات⁽²⁾.

وهكذا تركز القاعدة على افصاحات للمستثمر وسوق رأس المال أكثر من الاتصالات التجارية العادية مع عملاء الشركة، الموردون وما شابه ذلك، أيضاً حددت القاعدة مصادر المعلومات وذلك لتحديد مسؤولية التداول الداخلي للمعلومات وإمكانية التحكم فيه وذلك بمتابعة هؤلاء المصدرين عن طريق ربط السلطة بالمسؤولية ومنع اتصالهم بأي من أطراف المتعاملين مع الشركة وقد حددت هؤلاء الأطراف بصفتهم لتوضيح الأطراف التي يشملها ذلك المنع.

كما تناولت القاعدة فئات المتلقين التي يجب أن يتم الإفصاح بجميع المعلومات لهم من قبل المصدر أو وكلائه، وذلك حتى يكون الإفصاح عاماً وغير مخصص لفئة معينة.

وحيث أن تنظيم سوق الأوراق المالية المصري يخضع لقانون رقم 95 لسنة 92 و قانون 123 لسنة 2008 ولائحته التنفيذية، وبالرجوع الى تلك القواعد نجد المادة (231) وهي تقابل القاعدة الأولى للإفصاح العادل وتنص (علي تلتزم الشركة في تعاملها مع عملائها بمبادئ الأمانة والحرص علي مصالحهم وبالمساواة بين من تتشابه طبيعة واوضاع تعاملهم مع الشركة، وتجنب كل ما من شأنه تقديم مزايا أو حوافز أو معلومات خاصة لبعضهم دون البعض، سواء بطريق مباشر أو غير مباشر. كما يحظر عليهم القيام بأي عمل يمكن ان يلحق الضرر بأي منهم).

ومن عرض المادة نجد أنها لم تحدد مصادر المعلومات في شخص مصدر المعلومات أو موظفي الشركات وإنما حذرت فقط من تقديم مزايا أو حوافز أو معلومات خاصة لفئة معينة.

كما لم تحدد المادة الأشخاص الذين يمنع عن مصدر المعلومات من الاتصال بهم، كما حددت القاعدة الأولى مثل المحاسبين والمحامين، ووكلاء التصنيف الائتماني.

وبالتالي قد جاءت القاعدة الأولى من قواعد الإفصاح العادل أكثر تحديداً للمسؤولية وأكثر شمولاً لأنها تتناول كافة المعلومات التي تصدرها الشركة وهي بذلك تشمل القوائم المالية وغيرها من المعلومات غير المالية التي قد يكون

(1) The Rule Applies to Disclosures by Issuers and their Agents page 104.

(2) SEC Regulation FD, 17 C.F.R (243). 100- (b) (1) (2011)

لها تأثير على اتخاذ القرارات الاستثمارية كما أن القاعدة حددت بعض فئات من الأشخاص الذين لا يجب الاتصال بهم من قبل مصدري المعلومات حتى لا يستغلون ذلك لتحقيق مصالح خاصة.

أيضاً تركز القاعدة على إفصاحات للمستثمر وسوق رأس المال أكثر من الاتصالات التجارية العادية مع عملاء الشركة، الموردون وما شابه ذلك.

القاعدة الثانية: تتعلق بتعريف المعلومات التي يفصح عنها وتحديد سبعة فئات من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها وهي:

1) معلومات عن الأرباح، 2) عمليات الاندماج والاستحواذ، 3) منتجات جديدة أو اكتشافات، 4) تغيير نظم الرقابة أو الإدارة، 5) التغيير في المراجعيين، 6) الأحداث المتعلقة بالأوراق المالية المصدرة مثل العجز أو تجزئة السهم، 7) حالات الإفلاس.⁽¹⁾

نجد أن ما يقابل تلك القاعدة المادة (221) ونص المادة (يجب ان يتسم كل اعلان يصدر عن الشركة بالأمانة والدقة وان يتضمن جميع البيانات التي يلزم الإفصاح عنها والتي تعتبر ضرورية بحسب موضوع الاعلان وطبيعة الجمهور الموجة اليها بما يتيح تفهم الاعلان وتقييم موضوعه)

من عرض المادة المقابلة للقاعدة الثانية يتضح ان: القاعدة الثانية حددت فئات للمعلومات التي يجب الإفصاح عنها مثل تغيير نظم الرقابة أو الإدارة، كذلك التغيير في المراجعيين وبالتالي تحدد القاعدة الثانية فئات من المعلومات تساعد بشكل أكبر في تقييم الحالة الاقتصادية للمشروعات التي تقوم بالإفصاح وبالتالي مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات وأحكام أكثر نفعاً ورشداً.

القاعدة الثالثة: تبنت تلك القاعدة نظرية عرفت بـ Mosaic theory في تحليلها للأهمية النسبية للمعلومات، وقد أوضحت أن المعلومات لا تصبح ذات أهمية نسبية إلا إذا كان لها أهمية أو تأثير^(*) عند اتخاذ القرارات ونجد أن ما يقابل تلك القاعدة التي تحدد خصائص المعلومات هي ما ورد في المادة (221) حيث نصت علي (يحظر علي الشركة حجب أية حقائق أو معلومات جوهرية علي نحو يؤثر علي سلامة اتخاذ عملاتها أو اي افراد الجمهور الموجة اليه الاعلان لقراراتهم او احداث نوع من التضليل او الالتباس لديهم)

وقد اتفقت القاعدة الثالثة من قواعد الإفصاح العادل مع المادة (221) في أهمية تحديد خصائص المعلومات الواردة في القوائم والتقارير المالية ولكن نجد أن القاعدة الثالثة قد نظرت الى أهمية المعلومات من حيث قدرتها على اتخاذ القرارات وهي تشمل بذلك كل أنواع المعلومات سواء المالية او غير المالية التي يمكنها أن تؤثر على القرارات حيث ان المعلومات المالية الواردة بالقوائم المالية أصبحت لا تكفي في ظل السوق المفتوحة والمنافسة لجذب رؤوس الأموال التي تحتاج لمزيد من المعلومات والتي تتوقف أهميتها على مدى قدرتها على اتخاذ القرارات.

(1) Jill E. Fisch, (2012) "Regulation FD: An Alternative Approach to Addressing Information Asymmetry", Working Paper series, Date Posted: April 20, [website: www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), PP. 12 – 19.

(*)The Mosaic theory is not creation of the SEC , but a judicially imposed limitation on the scope of materiality for purposes of insider trading analysis. See SEC V. Bousch & Lomb, Inc., 565F. 2d8, 14 (2d Cir 1977) (holding that corporate management may reveal to securities analysts or other inquirers non – public information that merely fills interstices in analysis, or tests The meaning of public information."

القاعدة الرابعة: إذا كان المصدر يكشف عمداً مواد إعلامية غير التي يفصح عنها للعامّة يكون المطلوب منه الإفصاح عن تلك المعلومات في وقت واحد للجمهور وإذا كان الإفصاح غير مقصود يجب على المصدر الإفصاح علناً عن تلك المعلومات (على وجه السرعة) التي عرفتتها القاعدة على أنه يعني في أقرب وقت ممكن عملياً على إيه حال في وقت لاحق من 24 ساعة من بدء التداول في اليوم التالي على بورصة نيويورك.⁽¹⁾

وما يقابل هذه القاعدة المادة (319) وتنص أي عمل أو امتناع عن عمل بقصد التأثير على اسعار تداول الاوراق المالية يكون من شأنه الإضرار بكل أو بعض المتعاملين في سوق الأوراق المالية، ويخضع التلاعب في الاسعار لحكم المادة (6/63) من قانون سوق راس المال.

وتتفق القاعدة الرابعة من قواعد الإفصاح العادل مع المادة (319) في حظر الإفصاح عن معلومات من شأنها تحقيق ميزة لفئة معينة علي حساب باقي الفئات المشاركة في السوق، وتختلف القاعدة الرابعة عن المادة (319) في توضيح اذا تم الإفصاح بشكل غير مقصود لفئة معينة وسرعة الإفصاح العام لباقي الجمهور وحددت ايضا هذه السرعة ببدء التداول في اليوم التالي لبورصة نيويورك. وهي بذلك تسمح بمعالجة الخطأ وتدرأك الإفصاح غير المقصود.

القاعدة الخامسة: تتعلق بالإفصاح الاختياري* من المصدرين للمعلومات أو من ينوب عنهم بالمتعاملين في الأوراق المالية بالبيع أو الشراء ويكون من أثر هذا الإفصاح قرارات تتعلق ببيع أو شراء الأسهم.⁽²⁾

وما يقابل تلك القاعدة الخامسة للإفصاح العادل هي المادة (322) وتنص علي (يحظر علي المطلعين علي المعلومات الداخلية بحكم مناصبهم او بحكم طبيعة المهام التي يؤديونها القيام باستغلال تلك المعلومات لحسابهم الشخصي او لحساب الغير او افتاء تلك المعلومات لطرف اخر بطريقة مباشرة او غير مباشرة)

كانت القاعدة الخامسة اكثر تحديدا لنوع الإفصاح فهي حددت الإفصاح المؤثر علي حركة التداول في سوق الاوراق المالية ثم قامت بحظرة من قبل المصدرين او من ينوب عنهم. أما المادة (322) فهي تناولت الإفصاح بشكل عام عن المعلومات الداخلية وعرفت المعلومات الداخلية بأنها المعلومات الجوهرية التي لم يتم اعلانها لجمهور المتعاملين وتكون مرتبطة بأعمال شركة من الشركات المتداولة اوراقها المالية.

القاعدة السادسة: خرق أو تسريب المعلومات لبعض الأشخاص من الأقارب أو تربطهم علاقات شخصية أي التداول من الداخل لتحقيق مصالح خاصة.⁽³⁾

وما يقابل هذه القاعدة أيضاً المادة (236) ونصها (لا يجوز للشركة ان تتعامل في الأوراق المالية باسم او لحساب المديرين او العاملين بها او اقاربهم حتي الدرجة الثانية او من تربطهم بهم علاقة مشاركة تجارية او من يقومون بإعالتهم الا بعد الحصول علي موافقة كتابية من الهيئة)

أيضاً بدا واضح الفرق بين قاعدة الإفصاح السادسة وبين المادة (236) تمنع القاعدة السادسة بشكل محدد الإفصاح لفئة أخرى من الأشخاص فقد سبق وأن منعت القاعدة الخامسة الإفصاح للمتعاملين في الأوراق المالية

(1) Internet site , www.sec.gov/news/extra/seldsfct.htm

* الإفصاح الاختياري هو الحصول علي معلومات اضافية عن طريق الشركات بجانب المعلومات الإلزامية

(2) www.sec.gov/news/extra/seldsfct.htm

(3) www.sec.gov/news/extra/seldsfct.htm

بالببيع أو الشراء أما تلك القاعدة تمنع الأشخاص من الأقارب أو أن تربطه علاقة شخصية من الإفصاح الخاص لهذه الفئة.

هذه القاعدة تصب في مصلحة المستثمرين حيث أن منع وصول تلك المعلومات يجعل أمامهم نفس فرص تحقيق الأرباح واتخاذ قرارات سليمة وإصدار أحكام مبنية على أساس المساواة في الحصول على المعلومات وعدم استفادة فئة معينة من المقربين.

وتجد الباحثة أن السوق الأوراق المالية المصري تناسبه بشكل كبير تلك القاعدة لأنه نسبة كبيرة من الشركات المصرية ذات الصفة العائلية.

اما المادة (236) فهي جعلت تعامل الشركة في الأوراق المالية باسم المديرين بها او اقاربهم مشروط بموافقة الهيئة، ولم تتعرض للإفصاح عن معلومات لهذه الفئة.

ثانياً: مزايا تطبيق قواعد الإفصاح العادل لمعالجة أوجه القصور في الإفصاح المطبق حالياً في مصر.

بعد عرض القواعد التنظيمية للإفصاح العادل والتعرف على أوجه الاختلاف والاتفاق بينها وبين قواعد الإفصاح طبقاً لقانون 95 لسنة 1992 ولائحة التنفيذية والتي تم تحديثها بموجب القانون 123 لسنة 2008 و التي يتم تطبيقها على الشركات العاملة في سوق الأوراق المالية المصري، وجدت الباحثة أن نتعرف بشكل أكثر تفصيلاً على مدي التزام الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري بتطبيق تلك القواعد وأوجه القصور بها ، ويرجع الاهتمام بتنشيط سوق الأوراق المالية وتشجيع الاستثمار فيه لأنه أحد أهم الآليات التي يتم من خلالها توفير التمويل اللازم للمشروعات الاقتصادية.⁽¹⁾

وحيث أن الإفصاح المحاسبي من أهم تلك الآليات فمن خلال وظيفة الإفصاح المحاسبي في نشر التقارير المالية للشركات تلك التقارير التي تحتوى على المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في سوق الأوراق المالية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

قام أحد الكتاب⁽²⁾ بالتحقق من نوع الإفصاح المطبق في الشركات العاملة في السوق المالي المصري وذلك وفقاً لخصائص تلك الشركات وقد قام باختبار مجموعة من الخصائص هي (حجم الشركة - الربحية - حجم مكتب المراجعة - عمر الشركة) وأثر ذلك على مستوى الإفصاح الاختياري في التقارير المالية لهذه الشركة أو عن أي وسيلة أخرى من وسائل الإعلام وقد عرف الكاتب الإفصاح الاختياري بأنه المعلومات المعلنه إلى الخارج المنبثقة عن الإدارة الداخلية المطلعة بالشركة، والتي لا يشترط أن يتم نشرها في تقارير الشركة التي تفصح عنها للعمامة. والإفصاح الاختياري هو بذلك منتج بقرار من الإدارة الداخلية.

وينضح من تلك الدراسة أن الإفصاح المطبق حالياً في الشركات المصرية هو الإفصاح الاختياري مما يقلل ثقة المستثمرين في تلك التقارير السنوية ويجعل الهيئات التنظيمية في مصر تهتم بوضع إرشادات للشركات للوصول الى منع هذا النوع من الأوضاع أو على الأقل وضع طريقة أفضل لممارسة الإفصاح الاختياري، وهنا يظهر أهمية

(1) د / ليلي شحاتة و د / نبيل شاكرا، (1989) مقدمة في بورصة الأوراق المالية ومنشآت التأمين، (بدون ناشر)، ص 54.

(2) Mohammed Soliman, (2013) "Firm characteristics and Extent of voluntary Disclosure: the case of Egypt" **Research Journal of finance and accounting**, Vol. 4, Issue 17, August, PP. 71-80.

دور قواعد الإفصاح العادل فهي تمنع تحديداً هذا النوع من الإفصاح لأنه لا يحقق العدالة في الحصول على المعلومات وكذلك عدم تكافؤ الفرص أمام جميع المتعاملين في السوق.

وفي دراسة أخرى قام بها أحد الباحثين⁽¹⁾ على سوق الأوراق المالية المصري لتحليل العلاقة بين خصائص الشركة ومستوى الإفصاح وتعتمد هذه الدراسة على فحص دليل الإفصاح عن معظم الأنشطة المتداولة والخاصة في 41 شركة مدرجة في بورصة القاهرة والإسكندرية للأوراق المالية باستخدام قائمة مرجعية للإفصاح الصادرة من الهيئة العامة لسوق المال المصرية وقد استخدمت دراسة التحليل الكمي لاختبار العلاقة بين خصائص الشركة ومستوى الإفصاح وتشير نتائج الدراسة إلى أن درجة الإفصاح من قبل الشركات المصرية يتأثر للغاية بالثقافة المصرية المتحفظة.

وفي دراسة أحدث⁽²⁾ وجد الكتاب أن حالة مجتمع الأعمال في مصر تمثل المواجهة بين مجتمع متحفظ يميل إلى السرية وبين المتطلبات للوصول لمستويات عالية من الإفصاح لجذب الاستثمارات الأجنبية ومع ذلك فإن الحكومة المصرية، عالم الأعمال والإعلام أفادوا باستمرار عن حاجتهم إلى الاستثمار الأجنبي المباشر وبالتالي الزيادة في مستويات الإفصاح. وقد أدى ذلك إلى زيادة أهمية البورصة المصرية باعتبارها موقعاً هاماً لجذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع المستثمرين المحليين على الاستثمار في الأسهم وهناك عامل حاسم لتحقيق هذا الهدف هو الشفافية وعدالة الإفصاحات لذلك قد تشارك في الإفصاح الاختياري لتعزيز قيمة أسهمها يجب أن يكون الاستخدام الاختياري للإنترنت في الاتصالات للشركات لا بد وأنها ستساعد الشركات المصرية لتلبية احتياجات أصحاب المصلحة للحصول على معلومات وبالتالي تعزيز ثقة المستثمرين المصريين والأجانب.

ومن هذه الدراسات نجد أن درجة الإفصاح تتأثر بالثقافة المصرية المتحفظة وبالتالي كان على الهيئات التنظيمية في مصر أن تطالب بزيادة مستويات الإفصاح وذلك لتحقيق قدر أكثر من الشفافية والعدالة.

ولأن سوق الأوراق المالية المصري من أسواق رأس المال الناشئة فهو يختلف عن غيره في الدول المتقدمة في أن لديه إمكانيات نمو عالية، وبيئة تنظيمية ضعيفة نسبياً، وضعف حوكمة الشركات مما يؤدي إلى نزاع ملكية مساهمي الأقلية Minority shareholder، وانخفاض مستوى الإفصاح مما يسبب فجوة كبيرة في المعلومات بين المديرين والمستثمرين.⁽³⁾

وحيث ان الوضع كذلك في السوق المصري باعتباره من الأسواق الناشئة ظهرت الحاجة الى دراسات بحثية حول هذا السوق لتحسين الشفافية ومستوى الإفصاح من خلال جذب انتباه الهيئات التنظيمية ومدراء الشركات.⁽⁴⁾

ومن خلال عرض قواعد الإفصاح العادل نجد أنها تعالج هذا القصور فهي تحقق قدر كبير من الشفافية وتزيد من مستوى الإفصاح حيث أنها تعتمد على وصول المعلومات الى كل المتعاملين في السوق من خلال الشركة

(1)Dahawy, K., (2009) "Company characteristics and disclosure level: the case of Egypt, **International research journal of finance and Economics**, Vol. 34, PP. 194 – 208.

(2)Smaha, K. & Dahawy, K., (2011) "An Empirical analysis of corporate governance structures and voluntary corporate Disclosure in volatile capital markets: **The Egyptian Experience, International journal of accounting, Auditing & performance Evaluation**, Vol.7, PP. 61-93.

(3) مؤتمر السوق المالي بين النظرية والتطبيق في إطار التجارب الدول العربية 21، 22 أكتوبر (2008)، منشور على موقعها islamfin.go-fourm.net/t1843-topic

(4)Johu L. Campbell , Hinchun chen , Dans. Dhaliwal , (2013) " The Information content of Mandatory risk factor disclosures in corporate fillings " **Journal of review of accounting studies** Vol. 54 , Issue 2 , PP. 880 – 890.

نفسها وبالتالي فهي تزيد من تدفق المعلومات لأنها تصبح المصدر الوحيد للحصول على المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في نفس التوقيت لكل الأطراف.

إن الإفصاح عن المعلومات لا يقتصر فقط على المستخدمين ولكن أيضاً يتكون من مجموعات هامة في المجتمع مثل المؤسسات المهنية، الدائنين، الجهات الحكومية، المستثمرين وغيرهم من صانعي القرار.

وفي دراسة على الأسواق الناشئة التي يعد سوق رأس المال المصري ضمنها وجد أن تلك الأسواق تعاني من انخفاض ممارسات حماية المستثمرين، وخاصة مصادرة مساهمي الأقلية من جانب المديرين والمساهمين المحكرين على حد سواء⁽¹⁾ حيث يوجد لديهم أعلى نسبة تباين في المعلومات بين المديرين والمستثمرين كما تظهر انخفاض مستوى الإفصاح بشكل أكبر من تلك الموجودة في اقتصاديات الأسواق المتقدمة. هذان العاملان (أي انخفاض حماية المستثمرين الأقلية وانخفاض مستوى الإفصاح) يمكن اعتبارهما سبب في الحفاظ على المستثمرين الأجانب بعيداً عن السوق أي يخشون الدخول للاستثمار في تلك الأسواق، وتضع عقبة أمام تدفق رؤوس الأموال الدولية نحو هذه الاقتصادات⁽²⁾ حيث تنص حوكمة الشركات على عنصران رئيسيان هما جودة الإفصاح والحماية القانونية للمساهمين الأقلية.

وقد أوضحت دراسة أحد الكتاب⁽³⁾ أهمية المعلومات المحاسبية بالنسبة للمستثمرين سواء الدوليين أو المحليين في البورصة المصرية حيث أنهم يعتمدون عليهم في اتخاذ قراراتهم أكثر من أسعار وعوائد الأسهم المعلنة.

الإفصاح عن المعلومات المحاسبية ذات الصلة لها تأثير إيجابي على حركة رؤوس الأموال الدولية، وبالتالي فإن الحد من حواجز المعلومات قد يحسن حركة رؤوس الأموال الدولية.

وتجد الباحثة بعد عرض بعض الدراسات والأبحاث الأكاديمية التي قام بها باحثين وكتاب مصريين وأجانب أنه يمكن وضع خصائص لسوق الأوراق المالية المصري وهي:

1. انه من الأسواق الناشئة التي تعاني انخفاض مستوى الإفصاح.
2. انخفاض ممارسات حماية المستثمرين وخاصة مساهمي الأقلية.
3. وجود طبقة من المحكرين بسبب وجود نسبة عالية من تباين المعلومات بين المديرين والمستثمرين.
4. ارتباط درجة الإفصاح في هذا السوق بالثقافة المصرية المتحفظة.
5. تعتبر المعلومات المحاسبية بالتقارير المالية هي أكثر المصادر التي يعتمد عليها المستثمرين وذلك لأن أسعار عوائد الأسهم المعلنة لا تعكس حقيقة المركز المالي لتلك الشركات.

(1)Thomas O'connor , Stephen Kinsella and K.P.V O'sullivan, (2014), "Legal Protection of Investors , Corporate Governance, and Investable Premiain Emerging Markets" **International Review of Economics & Finance** , Vol. 29 , January , PP. 426 – 439.

(2)Gabrial Geller, (2010) The relation between protection and Equity markets development in Emerging Economies" PP. 1 - 18, at <http://ssrn.com>

(3) أمين رجب و محمد عمران، (2010) المعلومات المحاسبية ومدى قيمتها وسلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية، (ورقة عمل مقدمة للبورصة المصرية)، الموقع الالكتروني

www.egx.com.eg/arabic/papres.aspx

وبعد عرض خصائص السوق المصري ومستوى الإفصاح الحالي وأوجه القصور التي يعاني منها المتعاملين في هذا السوق.

نجد أن تطبيق قواعد الإفصاح العادل تعالج الكثير من هذه السلبيات حيث تحقق تلك القواعد مستوى أعلى من الإفصاح والشفافية، تسمح بوصول المعلومات لكل الأطراف المشاركة في السوق من نفس التوقيت وبالتالي التخلص من طبقة المحتكرين وحماية مساهمي الأقلية، توفير المعلومات المالية وغير المالية مما يساعد المستثمرين علي اتخاذ قرارات أكثر رشدا.

كما أن تحقيق تكافؤ الفرص ينشط سوق الأوراق المالية وتزداد ثقة المتعاملين فيه وبالتالي يمكن أن يصبح سوق الأوراق المالية المصري من الأسواق الجاذبة للاستثمارات المحلية والدولية.

النتائج والتوصيات:

- 1- الأثر الإيجابي لتطبيق قواعد الإفصاح العادل علي رفع كفاءة سوق الأوراق المالية الأمريكي.
- 2- وجود حاجة ضرورية لتبني قواعد جديدة لتعالج أوجه القصور الموجودة حاليا في القواعد والقوانين المنظمة لسوق الأوراق المالية المصري.
- 3- وضع اليات للتطبيق بحيث تلتزم جميع الشركات المدرجة في البورصة المصرية بالقواعد التنظيمية للإفصاح.
- 4- تعالج قواعد الإفصاح العادل الكثير من مشاكل خصائص الأسواق المالية الناشئة ومنها مصر.
- 5- توصي الباحثة بتطبيق قواعد الإفصاح العادل في سوق الأوراق المالية المصري.

قائمة المراجع:

- 1- د / ليلي شحاتة و د / نبيل شاكر، (1989) مقدمة في بورصة الأوراق المالية ومنشآت التأمين، (بدون ناشر)، ص 54.
- 2- أمين رجب ومحمد عمران، (2010) المعلومات المحاسبية ومدى قيمتها وسلوك المستثمر في سوق الأوراق المالية، (ورقة عمل مقدمة للبورصة المصرية)، الموقع الالكتروني www.egx.com.eg/arabic/papres.aspx.
- 3- مؤتمر السوق المالي بين النظرية والتطبيق في إطار التجارب الدول العربية 21، 22 أكتوبر (2008)، منشور على موقعها islamfin.go-fourm.net/t1843-topic
- 4- Boyoung kim & kyoungwon Mo , (2013) " Mangement forecasts Regulation fair Disclosure , Information Asymmetry and cost of Dept " Working paper Series , Date posted: 25 sep. , **website: www.ssrn.com** , PP. 1 – 18.
- 5- Christpher Gadarowski , (2010) Praveen Sinah Praveen Sinah
- 6- D.J. Johnstone , (2015), " Information And The Cost Of Capital In a Mean – variance Efficient", Journal Of Business Finance & Accounting, Vol 42, Issue 1-2, pp 79:100.1
- 7- D.J. Johnstone, (2015) , " Information and The Cost Of Capital In a Mean – Variance Efficient " Journal Of Business Finance & Accounting, Vol 42, Issue 1-2 pp 79:100.
- 8- Dahawy, K., (2009) "Company characteristics and disclosure level: the case of Egypt, **International research journal of finance and Economics**, Vol. 34, PP. 194 – 208.
- 9- Dan Amiram, Alan Kalay& Avner Kalay, op cit,
- 10-Dan Amiram, Alan Kalay, Avner kalay & N. Bugra Ozel, (2015), "Capital Market And Coupon Choice" Columbia Business School Research Paper No 13-13 , April 1.1
- 11-Edward Lee, Norman Strong & Zhenmei, Judy, Zhu, (2014), "Did Regulation Fair Disclosure, SOX, and Other Analyst Regulation Reduce Ssecurity Mispricing" **Journal of Accounting Research** , vol. 52 , Issue 3 , PP. 733 – 774.
- 12-Edward Lee, Norman Strong & Zhenmei, Judy, Zhu, (2014), "Did Regulation Fair Disclosure, SOX, and Other Analyst Regulation Reduce Ssecurity Mispricing" **Journal of Accounting Research** , vol. 52 , Issue 3 , PP. 733 – 774.
- 13-Gabrial Geller, (2010) The relation between protection and Equity markets development in Emerging Economies" PP. 1 - 18, at <http://ssrn.com>
- 14-Huang, Chien , Ting Lin & George Y.Clin; (2010) , "The Impact of Regulation Fair Disclosure on Institutional Investors In formativeness" **The Journal of Financial Management** , vol 39, Issue 1 spring page 187-225
- 15-Huang, Chien,Ting Lin & George Y. Clin , (2010),"The Impact Of Regulation Fair Disclosure On Institutional Investors In formativeness" The Journal Of Financial Management , Vol 39,Issue 1,187-225.
- 16- **Internet site , www.sec.gov/news/extra/seldsfct.htm**
- 17-Jill E. Fisch, (2012) "Regulation FD: An Alternative Approach to Addressing Information Asymmetry", Working Paper series, Date Posted: April 20, **website: www.ssrn.com**, PP. 12 – 19.
- 18-Johu L. Campbell , Hinchun chen , Dans. Dhaliwal , (2013) " The Information content of Mandatory risk factor disclosures in corporate fillings " **Journal of review of accounting studies** Vol. 54 , Issue 2 , PP. 880 – 890.
- 19-Mohammed Soliman, (2013) "Firm characteristics and Extent of voluntary Disclosure: the case of Egypt" **Research Journal of finance and accounting**, Vol. 4, Issue 17, August, PP. 71-80.
- 20-Praveen Sinah & Christpher Gadarowski , (2010) , " The Efficiency of Regulation Fair Disclosure " , **Journal Of Financial Review** , Vol. 45 , Issue 2 , PP. 331 – 354.
- 21-SEC Regulation FD, 17 C.F.R (243). 100- (b) (1) (2011)
- 22-Smaha, K. & Dahawy, K., (2011) "An Empirical analysis of corporate governance structures and voluntary corporate Disclosure in volatile capital markets: **The Egyptian Experience, International journal of accounting**, Auditing & performance Evaluation, Vol.7, PP. 61-93.

- 23- the Rule Applies to Disclosures by Issuers and their Agents page 104.
- 24- Thomas O'Connor, Stephen Kinsella and K.P.V O'Sullivan, (2014), "Legal Protection of Investors, Corporate Governance, and Investable Premiums in Emerging Markets" **International Review of Economics & Finance**, Vol. 29, January, PP. 426 – 439.
- 25- Winnie P.H. Poon & Dorla A. Evans, (2013) " Regulation Fair Disclosure's Effect On The Information Content Of Bond Rating Changes " **European Financial Management**, Vol. 19, Issue 4, PP. 775 – 800
- 26- Winnie P.H. Poon & Dorla A. Evans, (2013) " Regulation Fair Disclosure's Effect On The Information Content Of Bond Rating Changes " **European Financial Management**, Vol. 19, Issue 4, PP. 775
- 27- www.sec.gov/news/extra/seldsfct.htm