

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رحاب حسن مصطفى

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر  
انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ رحاب حسن مصطفى

مدرس بقسم الإدارة  
كلية التجارة- جامعة القاهرة

د/ أميرة حامد السيد

مدرس بقسم المحاسبة  
كلية التجارة- جامعة القاهرة

### ملخص البحث

**هدف البحث:** تحليل واختبار أثر مستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وأثر الملكية المؤسسية كمتغير معدل على هذه العلاقة.

**التصميم والمنهجية:** اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى في فحص البيانات التاريخية الفعلية بالقوائم المالية السنوية لعينة مكونة من ( ١٠٢ ) شركة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠٢٠، حيث بلغت عدد المشاهدات ٧٦٧ مشاهدة، لاختبار فرضي البحث اللذين يعكسان العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية تتمثل في "معامل ارتباط بيرسون"، و"نموذج الانحدار".

**النتائج والتوصيات:** أشارت نتائج البحث إلى وجود علاقة ارتباط موجبة وذات دلالة معنوية بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، كما أثرت الملكية المؤسسية سلبياً على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**واستناداً إلى ذلك توصي الدراسة** بضرورة اهتمام الشركات المصرية بمستوى عدم تماثل المعلومات ومحاولة تدنيته للحد الذي يخفض من السلوك الانتهازي للمديرين، وهو الأمر الذي يحقق السلامة الاقتصادية في أسواق المال، ووضع ضوابط للحد من

مشاكل الوكالة، والعمل على تمثيل الملكية المؤسسية في مجالس الإدارة بشكل فعال؛ وذلك للحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم مما يعزز الاستقرار المالي للشركات. **الكلمات المفتاحية:** مستوى عدم تماثل المعلومات، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، الملكية المؤسسية.

## **The impact of Institutional Equity on the relationship between cash information asymmetric level and Stock Prices Crash Risk: an Empirical study on firms listed on Egyptian Stock Exchange**

### **Abstract**

**Research Objective:** The study aimed to analyze and test the impact of information asymmetric level on the stock price crash risk of firms listed on the Egyptian Stock Exchange, and **the impact** of institutional equity as moderator variable on this relationship.

**Research methodology:** The study relied on the content analysis in examining the actual historical data in the annual financial statements of a sample consisting of ( 102) firms listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2012 to 2020, for a number of (767) observations, to test the research hypotheses that reflect the relationship between information asymmetric level and the stock price crash risk, using a set of statistical methods represented in the Pearson correlation coefficient and the regression Model.

**Results and Recommendations:** The results of this research indicate a positive and significant correlation between

information asymmetric level and the stock price crash risk for firms listed on the Egyptian Stock Exchange. Also, institutional equity affects negatively on the relationship between the information asymmetric level and the stock prices crash risk for firms listed on the Egyptian Stock Exchange.

**Based on these results**, Egyptian firms should pay more attention to the information asymmetric level and try to decrease it to the minimal level at which reduces the opportunistic behavior of managers, because of its effects on achieving economic health in the financial markets, and should pay more attention to put an effective controls to reduce agency problems, and represent institutional ownership in the boards of directors effectively in order to reduce the risks of the collapse of stock prices, which enhances firms' financial stability.

**Keywords:** information asymmetric level, stock price crash risk, institutional equity.

## ١ - مقدمة البحث

إن من أهم المؤثرات التي تضر بالنظام المالي الحديث Modern Financial System الارتفاع والانخفاض المفاجئ في أسعار الأصول، والتي تعد السبب الرئيس في حدوث الأزمات المالية (Borio & Lowe, 2002)؛ حيث إن انهيار أسعار الأصول ذو تأثير بالغ على المخاطر النظامية Systematic Risk، وهو الأمر الذي قد يصل لتعريض قيمة الشركات واستقرارها المالي للخطر، ومن أكثر الأزمات المالية التي تنشأ عن انهيار أسعار الأصول، والتي تسببت في ضرر بالغ للاقتصاد الحقيقي قضية الإسكان في الولايات المتحدة الأمريكية لعام ٢٠٠٨، والتي أدت لاحقاً إلى مشكلة أكبر سميت بـ "التسونامي المالي" "Financial Tsunami" وانهيار

النظام المالي العالمي بأكمله. ومن المؤسف أن الاهتمام الأكاديمي كان أحادي الجانب؛ حيث ركز بؤرة اهتمامه على الآثار الاقتصادية لانهيئات الأصول دون التطرق للمخاطر النظامية، والتي من أهم مسبباتها مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Chen et al., 2021). وتعد مخاطر انهيار أسعار الأسهم أمراً بالغ الخطورة؛ حيث تؤدي إلى انخفاض قيمة الضمانات، وبالتالي انهيار مبيعات الأسهم، وتنشيط دوامات عدم السيولة Illiquidity Spirals، وهو الأمر الذي قد يتسبب في حدوث أزمات ائتمانية محتملة في القطاع المصرفي، مع إلحاق أضرار جسيمة بالاقتصاد الحقيقي، وما يتبعه من المزيد من المخاطر النظامية، والتي تتضخم بطبيعتها بشكل أكبر في فترات الكساد عن فترات الرواج، وخاصة أثناء فترات انهيار أسعار الأسهم، وما تنطوي عليه تلك المخاطر من تهديدات مالية للشركات وللدولة ككل، وقد أدى تفاقم المشكلة في الآونة الأخيرة إلى تعديل بؤرة الاهتمام الأكاديمي للمخاطر النظامية، وخصوصاً مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Irtisam,2022; Chen et al.,2021; Brunnermeier et al.,2020; Jordà et al.,2015).

هذا، وتعتبر مخاطر انهيار أسعار الأسهم أمراً بالغ الأهمية للمستثمرين والشركات على حد سواء، كما تلعب مشكلات الوكالة دوراً كبيراً في تلك المخاطر، فمع تزايد التضارب بين الإدارة والمساهمين، تتزايد دوافع المديرين لإخفاء المعلومات السلبية وتعظيم التعويضات وتقادي مخاطر التقاضي، وهو الأمر الذي يؤدي إلى اتساع فجوة المعلومات بين الإدارة والمساهمين، مما يؤدي إلى تراكم تلك المعلومات لوقت طويل وعدم انعكاسها على أسعار الأسهم، وبالتالي ارتفاع سعر السهم عن قيمته الحقيقية بشكل مفرط، وهو الأمر الذي يشكل فقاعة bubble، ومع تجاوز تلك المعلومات السلبية المتراكمة حدود الشركات ووصولها لأسواق المال بشكل سريع ومفاجئ، يحدث انفجار لتلك الفقاعة Popping bubble وظهور مخاطر انهيار أسعار الأسهم على نطاق واسع، بما يعكس في النهاية إلى انهيار قيمة الشركات، والتي تتأثر بشدة بأسعار بيع الأسهم في أسواق المال (Chae et al.,2020; Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006).

وفي سياق ما سبق، ركز العديد من الدراسات في الآونة الأخيرة على آثار عدم تماثل المعلومات وما يتبعها من غموض التقارير المالية على كل من: مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبقاء واستمرار الشركات، وانهيار قيمتها في أسواق المال، ففجوة المعلومات تخلق بيئة أعمال مضللة تمنح فرص كبيرة للمديرين لممارسة السلوك الانتهازي وإخفاء الأخبار السيئة، مع تراكم المزيد من المعلومات غير المرغوب فيها لفترات طويلة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى انحراف سلبي كبير في عوائد الأسهم، وما يترتب على ذلك من صعوبة مواجهة المستثمرين. تلك المخاطر والحد منها من خلال التنويع، وكذلك صعوبة التنبؤ بهذه المخاطر، وهو الأمر الذي يزيد من حالة القلق والخوف لدى المستثمرين ومنظمي أسواق المال. وما يترتب عن ذلك من خفض كل من حجم التداول ومبيعات الأسهم، وكل ذلك يؤدي إلى توتر وعدم ثبات النظام المالي (Chen et al.,2021; Kim & zhang, 2016; Kothari et al.,2009; Ibragimov & walden,2007).

## ١ - مشكلة البحث

في الآونة الأخيرة نالت مخاطر انهيار أسعار الأسهم النصيب الأكبر من الاهتمام في الأدبيات المحاسبية على المستوى العالمي، نظراً لامتداد آثار تلك المخاطر إلى انهيار النظام المالي العالمي بأكمله، وقد وثقت معظم الدراسات السابقة أن انتشار حالة عدم تماثل المعلومات في أسواق المال، وما يتبعه من تدني مستويات الثقة في المعلومات الواردة بالقوائم والتقارير المالية، يؤدي لظهور عدم رغبة من قبل المستثمرين في إجراء أية تعاملات في أسواق المال، وهو الأمر الذي يدفع المديرين إلى القيام بمزيد من الإخفاء للأخبار السيئة والمعلومات السلبية لفترات طويلة كمحاولة لاكتساب ثقة المستثمرين الحاليين وجذب المستثمرين الجدد، إلا أن تراكم الأخبار السيئة والمعلومات السلبية لا يستمر طويلاً مع ارتفاع تكلفة تلك الآليات وتجاوزها قدرة الإدارة على الإخفاء والتلاعب بحقوق المساهمين، وهو الأمر الذي يصل لأسواق المال بشكل مفاجئ، ويعمل على انخفاض عوائد الأسهم بشكل بالغ، وبالتالي انهيار أسعارها وتدني القيمة السوقية للشركات، وكذلك انهيار النظام المالي العالمي،

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

ومن المؤسف أن الأمر لا يتوقف عند ذلك الحد، بل ينتقل السلوك الانتهازي من الإدارة للملاك أنفسهم بهدف حماية مصالحهم الخاصة في البيئة التي ينتشر فيها فجوة عدم تماثل المعلومات وارتفاع تكاليف الوكالة، وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل أكبر (Aldahamari et al., 2022; Liu & Lei, 2021; Chae et al., 2020; Kim et al., 2019; Kim, 2018).

هذا، وقد كان عدم تماثل المعلومات هو السبب الرئيس وراء تلك المخاطر؛ حيث إن القوائم المالية تشتمل على قدر من المعلومات التي ترغب الإدارة في إظهارها للمستثمرين والمشاركين في أسواق المال، وهو الأمر الذي يؤدي إلى ظهور حالة من عدم العدالة في توزيع المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح في أسواق المال، مما يعمل على بروز ظاهرة عدم تماثل المعلومات، والتي ينتج عنها العديد من المشكلات والمخاطر التي تضر بالاستقرار المالي، وقد أوضح العديد من الدراسات (Xie et al., 2020; Wang et al., 2020; Park & Park, 2020; Hongyun & Xiongyuan, 2018; Kim & Zhang, 2016; Kothari et al., 2009; Hutton et al., 2009) أن عدم تماثل المعلومات يعد من أهم أسباب حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تزداد تلك المخاطر في الشركات التي تزداد بها الفجوة المعلوماتية بين الإدارة كطرف داخلي والمستثمرين كطرف خارجي، مما يجعل درجة التقلب في أسعار الأسهم أكثر حدة، وبالتالي توقف مبيعات الأسهم وانهيار أسعارها، ولكن مع الحد من فجوة المعلومات والوصول لهيكل المعلومات الكاملة بين الإدارة والمتعاملين في أسواق المال، يتحقق قدر من الكفاءة التي تعيد حركة التعاملات على أسهم الشركات، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ لذا فإن قيام المديرين بأي تلاعب في البيانات، بهدف إخفاء المعلومات والأخبار السيئة، مع تخزينها لحماية مصالحهم الشخصية وتحقيق أكبر قدر من الحوافز والمكافآت والتعويضات، وكذلك جذب المزيد من الاستثمارات للشركات، ينعكس بشكل سلبي على عوائد الأسهم المتوقعة وبالتالي انهيار أسعار الأسهم وما يتبعه من

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

انهيار قيمة الشركات وانهيار الاقتصاد الحقيقي بأكمله (Brunnermeier et al., 2020; Chae et al., 2020).

وفي محاولات للحد من عدم تماثل المعلومات وبالتالي خفض احتمالات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، أشار كل من Han et al. (2018) و Cheng et al. (2016) أن وجود المستثمرين المؤسسين في هيكل رأس مال الشركات يمكنهم من تحسين جودة المعلومات وتضييق فجوة عدم تماثل المعلومات، لما لهم من دور فعّال في تعزيز آليات حوكمة الشركات، وممارسة الدور الرقابي بشكل أساسي على الإدارة من خلال الزيارات المتكررة للشركات، مع الاتصال بالإدارة نفسها، وهو الأمر الذي يعمل على الحد من قدرة الإدارة في تعظيم مصالحها الشخصية، مع الحد من الإفصاح غير المكتمل وتقييد الاستراتيجيات الانتهازية لها التي تتسبب في انخفاض أسعار الأسهم.

وبتعبير آخر، أشار العديد من الدراسات (Aldhamari et al., 2022; Chen et al., 2017; Guedhami et al., 2014; Callen & Fang, 2011; An & Zhang, 2013) إلى أن وجود المستثمرين المؤسسين في مجلس الإدارة يحقق العديد من المزايا منها؛ خفض مشكلات الوكالة ومن ثم تكلفتها، مع توفير بيئة غنية بالمعلومات المتدفقة بين كافة الأطراف الداخلية والخارجية، وهو الأمر الذي يقيد السلوك الانتهازي للإدارة ومراقبة تصرفاتها، وبما يحد من قيامها بإخفاء الأخبار والمعلومات السلبية عن المستثمرين، وبالتالي خفض مستوى عدم تماثل المعلومات، وبالتالي الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو الأمر الذي يترك أثره في النهاية على انتعاش أسواق المال واستقرارها.

ومن جانب آخر، أوضح (Wang et al., 2020) أن الزيارات المتكررة للمستثمرين المؤسسين يمكن أن يقابلها المديرون بالمزيد من السلوك الانتهازي وإخفاء المزيد من المعلومات غير المرغوب فيها، ويترتب على ذلك تدهور بيئة المعلومات وكبر فجوة عدم تماثل المعلومات، مما يؤثر سلباً على آليات الحوكمة، وهو الأمر

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

الذي يؤدي إلى اتساع دائرة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي تفاقم المخاطر النظامية، وما يتبعها من انهيار النظام المالي العالمي وتذبذب الاستقرار المالي.

وفي محاولة لضبط العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، تتوقع الباحثتان أن إدخال الملكية المؤسسية في تلك العلاقة كمتغير معدل، سوف يؤدي لتفعيل آليات حوكمة الشركات وخاصة آليات الرقابة الداخلية، مما يعمل على تضيق فجوة عدم تماثل المعلومات إلى الحد الذي يقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي تحقيق القدر المقبول من الاستقرار المالي للشركات في بيئة الأعمال المصرية.

وبناء على ما سبق، فإنه من المحتمل أن يوجد تأثير للملكية المؤسسية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو الأمر الذي دفع الباحثتين إلى دراسة وتحليل القضية في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وبالتالي تثير مشكلة البحث محاولة إيجاد إجابة للتساولين التاليين نظرياً وعملياً في بيئة الأعمال المصرية وهما: هل يؤثر مستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهل يمكن أن تؤثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية؟

### ٣- هدف البحث

يستهدف البحث دراسة واختبار العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، فضلاً عن دراسة تأثير الملكية المؤسسية كمتغير معدل على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.



#### ٤ - فرضا البحث

يتمثل فرضا البحث اللذين سيتم اشتقاقهما بعد عرض الدراسات السابقة في:

**الفرض الأول:** يؤثر مستوى عدم تماثل المعلومات إيجابياً ومعنوياً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**الفرض الثاني:** يختلف تأثير مستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية بوجود الملكية المؤسسية.

#### ٥ - أهمية ودوافع البحث

تتمثل الأهمية الأكاديمية للبحث في أنه يمثل امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما تسعى الدراسة إلى تضييق الفجوة البحثية في مجال المحاسبة والمراجعة من خلال تحليل أثر الملكية المؤسسية كمتغير معدل على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ويستمد البحث أهميته العملية من خلال تقديم دليل عملي لتأثير الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، والتي تعد من الأسواق المالية الناشئة التي ترتفع بها درجة عدم تماثل المعلومات وإدارة الأرباح، وهو الأمر الذي سيترك مردوداً إيجابياً على مستخدمي معلومات كافة الجهات المعنية بمجال الدراسة.

**ومن أهم دوافع البحث،** أن الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال إبراز الملكية المؤسسية في مجلس الإدارة أمر جدير بالاهتمام، نظراً للمنافع التي يمكن تحقيقها منه والتي تتمثل أهمها في؛ المساهمة في خفض مشكلات الوكالة، مع زيادة ثقة المستثمرين في المعلومات المتوفرة بأسواق المال، بما يعزز حماية أصحاب المصالح من السلوك الانتهازي للإدارة، وبالتالي زيادة ثروة الملاك، وبالتبعية تعظيم

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

القيمة السوقية للشركات، وكذلك انتعاش واستقرار أسواق المال، وهو الأمر الذي يمكن أن يؤثر إيجابياً على النظام المالي للدولة.

**كما يعتبر من دوافع البحث أيضاً سعيه إلى مسايرة البحوث الأجنبية ذات الصلة** بمتغيرات البحث، بإجراء الدراسة على بيئة مختلفة عن بيئة الدول المتقدمة، وذلك بغرض توفير المزيد من الوضوح على العلاقات محل الدراسة، وبذلك يمكن للبحث تضيق الفجوة البحثية بين الدراسات التي تمت في أسواق مال ذات كفاءة، وتلك التي تمت في أسواق مال ناشئة مثل البورصة المصرية.

#### ٦- حدود البحث

يقنصر هذا البحث على دراسة وتحليل واختبار العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في أسواق المال الناشئة. وبذلك يخرج عن نطاق هذا البحث الشركات المالية المقيدة بالبورصة المصرية، كما تقتصر فترة الدراسة في البحث على السنوات من ٢٠١٢ وحتى ٢٠٢٠. وأخيراً فإن قابلية النتائج للتعميم مشروطة بحدود البحث وضوابط اختيار مجتمع وعينة وفترة الدراسة وأدوات القياس المستخدمة لقياس متغيرات الدراسة.

#### ٧- خطة البحث

انطلاقاً من مشكلة البحث والهدف منه وفي إطار حدوده، سيتم استكمال ما تبقى من البحث على النحو التالي:

- ١-٧ مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم، والمسببات، والمحددات، والمقاييس).
- ٢-٧ عدم تماثل المعلومات ( آثارها، المنافع المحققة من الحد من عدم تماثل المعلومات، مقاييس عدم تماثل المعلومات).
- ٣-٧ الملكية المؤسسية ( المفهوم، الآثار).
- ٤-٧ تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرضي البحث.
- ٥-٧ منهجية البحث.

## ٦-٧ النتائج والتوصيات وفرص البحث المستقبلية.

### ٧-١ مخاطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم ، والمسببات، والمحددات، والمقاييس)

من المتعارف عليه أن انهيار أسعار الأسهم ذو تأثير سلبي كبير على أسواق المال والاقتصاد الحقيقي؛ لذا أصبحت آليات وطرق حماية أسواق الأوراق المالية بؤرة الاهتمام الأكاديمي خاصة بعد الأزمات المالية العالمية التي حدثت في عام ٢٠٠٨ (Xie et al., 2020; Liu & Zhong, 2018).

هذا، ويمكن تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل عام وفقاً للإطار النظري المتعلق بتوقعات المعلومات غير الكاملة والتمويل السلوكي، على أنه الانخفاض الحاد في سعر السهم بسبب الأخبار السيئة التي قد تكون أخفها الإدارة لمدى زمني معين (Kim et al., 2011; Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006). كما عرفه (Defond et al. 2015) بأنه خطر الذيل Tail Risk لأنه يمثل التواء في حالة التعبير عن عائد السهم في شكل بياني فيظهر في نهاية الشكل التواء أو انحراف في عوائد السهم. كما أشار (Liu & zhong, 2018) بأن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تشير للتواء السالب الحاد في عائد السهم خلال فترة زمنية قصيرة بعد وصول الأخبار السيئة والمعلومات السلبية لأسواق المال. بينما عرفه Zaman et al. (2021) بأنه الخطر الناتج عن حجب المعلومات والأخبار السيئة من قبل الإدارة رغبة في الحصول على المزيد من التعويضات والمكافآت مع تجنب مخاطر التقاضي.

**وفي ضوء ما سبق** يمكن تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنه هبوط حاد في سعر السهم بشكل مفاجئ بعد انتشار مخزون المعلومات والأخبار السيئة المترجمة خارج حدود الشركات، بما يضر بالاستقرار المالي للشركات وما يتبعه من انهيار للنظام المالي للدولة.

**وفيما يتعلق بمسببات حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم** فقد قام بعض الأكاديميين بدراسة العوامل المؤثرة في مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Hunjra et al.,

2020; Xie et al., 2020; Habib et al., 2018; Yongjian, et al., 2018; Xu et al., 2013) ويمكن حصرها فيما يلي؛ **غموض التقارير المالية Financial Reporting Opacity** فهي تمثل إحدى آليات الإدارة التي تؤدي لارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تستخدم الإدارة التكلفة التاريخية والتلاعب في قيم الاستحقاقات عند إعداد التقارير المالية، مما يجعل التقارير تتسم بالغموض، وهو الأمر الذي يدفع الإدارة للاستمرار في مشروعات استثمارية ذات معدل نمو ضعيف في العقود القائمة على خيارات الأسهم، وذلك بهدف تعظيم حزم التعويضات والمكافآت الخاصة بهم، ومع قيامها بتأجيل الاعتراف بالأداء الفعلي السلبي، يمكنها الحصول على مكافآت قبل تاريخ استحقاق المشروعات، وهو الأمر الذي يترتب عليه صعوبة تقييم المستثمرين للقيمة السوقية للمشروعات قبل تاريخ الاستحقاق، وبما يؤدي في النهاية إلى انخفاض حاد في أسعار الأسهم (Liu & Zhong, 2018; Benmelech et al., 2010). وهناك **عدم التجانس في معتقدات المستثمرين Heterogeneity Investor's Beliefs** وهذا يعتبر أحد العوامل الرئيسية لانهايار أسعار الأسهم؛ حيث يختلف المستثمرون في مقدرتهم على الكشف عن الإشارات الخاصة بالمستثمرين المتشائمين، فلا يمكن للمستثمرين (مثل الصناديق المشتركة Mutual Funds) بيع الأسهم على المكشوف، حيث إن القيود المفروضة على التداول تمنع المستثمرين المتشائمين من الكشف عن المعلومات السلبية المتعلقة بأسعار الأسهم، وفي حالة شراء المستثمرين المتفائلين للأسهم وقيام المستثمرين المتشائمين بنشر الأخبار السيئة، يتسبب ذلك الأمر في خروج المستثمرين المتفائلين من السوق، ويقتصر السوق على المستثمرين المتشائمين، وبالتالي هبوط يتبعه انهيار في أسعار الأسهم (Hong & Stein, 2003). كذلك **حجب المعلومات Information Blockage** حيث تدفع تحركات الأسعار المستثمرين إلى الانخراط في التداول النشط، وفي المقابل يتشكك المتداولون الأقل دراية بطبيعة الحال من حقيقة الإشارات، وبالتالي تأخير التداول من جانبهم حتى ينخفض السعر وتصبح النظرة الاقتصادية متشائمة، ومع دخول المستثمرون الهامشييين Marginal Investors الأقل دراية بالسوق، فإن حجب المعلومات عنهم ينتج عنه انحراف سلبي حاد في العوائد بعد الزيادات في الأسعار مما يتسبب في انهيار أسعار

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

الأسهم (Zhu, 2016). بالإضافة إلى تقييم المستثمرين لتقلبات السوق **Reassess Market Volatility** فقد تؤدي تحركات الأسعار الكبيرة إلى قيام المستثمرين بإعادة تقييم تقلبات السوق وزيادة علاوة المخاطر المطلوبة، ومع زيادة علاوة المخاطر تقلل أقساط التأمين من أسعار التوازن مما يعزز من تأثير الأخبار السيئة وخفض تأثير الأخبار السارة، وهو الأمر الذي ينتهي بانحراف سلبي حاد في أسعار الأسهم (Hutton et al., 2009). وأيضاً **مخاطر التخلف عن السداد المرتفعة Higher Default Risks** ففي الغالب تقوم الشركات التي لديها مخاطر عدم سداد الالتزامات المالية بنشر أخبار سيئة للغاية، أو أخبار سارة للغاية، مما يؤدي إلى ارتفاع وانخفاض حاد في أسعار الأسهم وبالتالي انهيار أسعار الأسهم، ويتم التعبير عن مخاطر التخلف عن السداد بحجم الشركة والرافعة المالية (Habib et al., 2018; zhu, 2016). علاوة على ما سبق، هناك **مخاطر الإفلاس Bankruptcy Risks** حيث إن الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة يتم تسعيرها بأقل من قيمتها من قبل المستثمرين، حيث تكون أكثر عرضة للإفلاس مما يتسبب في انهيار أسعار أسهمها (zhu, 2016; Campbell et al., 2008). وأخيراً **الطبيعة الأساسية لعمليات الشركة Fundamental Nature of Operations** فطبيعة عمليات الشركة من أهم مسببات انهيار أسعار الأسهم، فعلى سبيل المثال تواجه شركات الموارد احتمالات كبيرة لانهيار أسعار البترول، كذلك شركات التأمين تتحمل مطالبات كبيرة جداً وإجراءات قانونية وتحولات في البيئة التنافسية، وهو الأمر الذي يتسبب في ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Habib et al., 2018).

**وبشأن محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم**، فقد قامت الدراسات السابقة بتصنيف المحددات في خمس مجموعات (حسين، ٢٠٢٠؛ مليجي، ٢٠١٩) (Chae et al., 2020; Kim et al., 2019; Habib et al., 2018) **التقارير المالية وإفصاح الشركات Financial Reporting and Corporate Disclosures**، ويشمل ذلك المحدد عدة عوامل بعضها يتسبب في ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، والبعض الآخر يعمل على انخفاضها. فمثلاً التحفظ المحاسبي وتبني المعايير الدولية يزيد من شفافية التقارير المالية ويحد من قدرة الإدارة على

إخفاء الأخبار والمعلومات السلبية، مما يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وعلى الجانب الآخر تعطي ممارسات التجنب الضريبي وإدارة الأرباح الفرصة الأكبر للمديرين لإخفاء الأخبار السيئة وبالتالي ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، وهو الأمر الذي يترتب عليه زيادة احتمال ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Defond et al., 2015; zhang & Nam, 2016)، وهناك الحوافز والخصائص الإدارية **Managerial Incentives and Managerial Characteristics** حيث تعتبر الخصائص الإدارية أحد محددات إخفاء أو نشر الأخبار السيئة والمعلومات السلبية التي تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أشارت دراسة (Kim & zhang, 2016) أنه كلما زاد عدد المديرين التنفيذيين الأصغر سناً وذوي الثقة المفرطة تزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أوضح (مليجي، ٢٠١٩) أن القدرة الإدارية للمديرين تؤدي لخفض المعلومات السلبية المخزنة وخفض تكاليف الوكالة، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كذلك توجد محددات سوق رأس المال **Capital Market Determinants** حيث إن السوق غير الكفاء يعني عدم قدرة المستثمرين على فهم وتقييم الأخبار والمعلومات السلبية، كما أن السوق غير الكفاء ما هو إلا وسيلة لتراكم الأخبار السيئة والمعلومات السلبية ونشرها دفعة واحدة، مما يؤدي لانخفاضات متكررة ومنتتالية في أسعار الأسهم وبالتالي رفع درجة خطر انهيار أسعار الأسهم (Zhu, 2016). وهناك حوكمة الشركات **Corporate Governance** فحوكمة الشركات ما هي إلا حزمة من الأدوات التي تقيد السلوك الانتهازي للإدارة وتدني ظاهرة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي منع الإدارة من إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات السلبية، مما يخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Jeon, 2019). وأخيراً الآليات المؤسسية غير الرسمية **Informal Institutional Mechanisms** حيث تفتقر الأسواق الناشئة الآليات الرسمية مثل: حماية المستثمر وحوكمة الشركات والمعايير المحاسبية؛ لذلك يتم تعويضها من خلال الآليات غير الرسمية والتي تتمثل في القيم والعرف الخاص بالشركات والسلوك الأخلاقي للإدارة،

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رجاية حسن مصطفى

بما يساعد على الحد من تخزين الإدارة للأخبار والمعلومات السلبية وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Habib et al., 2018).

وفيما يتعلق بمقاييس مخاطر انهيار أسعار الأسهم، يمكن حصرها في أربعة مقاييس وهي:

### المقياس الأول: مخاطر الانهيار الثنائي Binary Crash Risk Measure

وفقاً لهذا المقياس يتم إعطاء الكود (1) للأسابيع التي انخفضت فيها عوائد السهم بمقدار (3,09) مقارنة بالانحراف المعياري لمتوسط عوائد السهم الأسبوعية في سنة معينة، وبخلاف ذلك يتم إعطاء الكود (صفر) للأسابيع الأخرى، مع ملاحظة أن قيمة (3,09) تعبر عن احتمال (1,0%) في حدوث انخفاض حاد في عوائد السهم الأسبوعية بما يشير لارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Habib et al., 2018).

### المقياس الثاني: تقلبات عوائد الأسهم من أسفل لأعلى Down-to-up Volatility Measure

وفقاً لهذا المقياس يتم حساب متوسط العائد، ثم يتم تقسيم السنة المالية لمجموعتين؛ الأولى تمثل المجموعة المنخفضة التي تشمل المشاهدات التي تنخفض فيها العوائد الأسبوعية عن متوسط العائد المحسوب، والمجموعة الثانية تشمل المشاهدات التي ترتفع فيها العوائد الأسبوعية عن متوسط العائد المحسوب، ثم يتم حساب الانحراف المعياري لكلتا المجموعتين، وأخيراً حساب تقلب عوائد الأسهم من أسفل لأعلى من خلال حساب نسبة الانحراف المعياري للمشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري للمشاهدات المرتفعة، وارتفاع القيمة الناتجة يعبر عن ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح (Yu & Mai, 2020; Habib et

$$DUVOL = \log \left[ \frac{(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2}{(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2} \right] \quad (al., 2018)$$

حيث  $n_d$ ،  $n_u$  تعبر عن عدد الأسابيع التي ارتفعت وانخفضت فيها العوائد على التوالي، خلال السنة  $t$ . وارتفاع القيمة الناتجة تشير لارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح.

### المقياس الثالث: الانحراف (الالتواء) السالب للعوائد الأسبوعية **the Negative Conditional Skewness(NCSKEW)**

يشير ذلك المقياس إلى عدم تماثل توزيع العوائد، حيث إن القيم السالبة للعوائد الأسبوعية تنحرف جهة اليسار، ويتم حساب الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية المحددة للشركة مرفوعاً للقوة الثالثة لكل عام بأخذ المقدار الثالث للجزء  $The\ third\ moment$  (Habib et al., 2018; Kim& Zhang, 2014) ويتم حساب الخطر وفقاً للمعادلة التالية:

$$NCSKEW = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,j}^3}{(n-1)(n-2) \left( \sum W_{i,j}^2 \right)^{3/2}}$$

حيث تعبر  $N$  عن عدد الأسابيع خلال العام، وتعبر  $W_{ij}$  عن العوائد الأسبوعية على سهم الشركة ( $i$ ) خلال الأسبوع  $J$  هذا ويتم ضرب المقياس في  $-1$ ؛ لذلك القيمة المرتفعة تعكس ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

### المقياس الرابع: أقصى انحرافاً معيارياً **Extra\_Sigma**

وفقاً لذلك المقياس يتم حساب مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تحديد الفرق بين أسوأ انحراف سالب في عوائد الأسهم الأسبوعية الخاصة بالشركة ومتوسط العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة مقسوماً على الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للشركة (Andreou et al., 2016). ويتم حساب مخاطر انهيار أسعار الأسهم على النحو التالي:

$$Extra\_Sigma = - \text{Min} (W_{I,t} - \text{Mean } W_{I,t}) / \alpha W_{I,t}$$



أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

حيث  $Min$  تعبر عن أقصى قيمة سالبة لعائد السهم السوقي الأسبوعي خلال عام،  $Mean W_{i,t}$  تعبر عن متوسط العائد السوقي لسهم الشركة  $I$  خلال السنة  $t$ ،  $\alpha W_{i,t}$  الانحراف المعياري للأسبوع ذي أقل عائد سوقي للشركة  $i$  خلال السنة  $t$ .

وبعد عرض المقاييس المختلفة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، فإنه سيتم الاعتماد في الدراسة الحالية على طريقتي الانحراف السالب للعوائد الأسبوعية (NCSKEW)، وطريقة تقلبات عوائد الأسهم من أسفل لأعلى (DUVOL)، وذلك لأنهما من أكثر الطرق شيوعاً ودقة في الدراسات السابقة (أبو العلا، ٢٠٢١؛ حسين، ٢٠٢٠، Hunjra et al., 2020; Habib et al., 2018; Lim et al., 2016).

٢-٧ عدم تماثل المعلومات ( آثارها، المنافع المحققة من الحد من عدم تماثل المعلومات، مقاييس عدم تماثل المعلومات)

إن عدم تماثل المعلومات يعبر عن حالة من عدم المساواة في توزيع المعلومات بين كافة الأطراف المهتمة بتلك المعلومات، مع عدم توحيد توقيت نشر المعلومات، وبالتالي فإن ظاهرة عدم تماثل المعلومات ينطوي داخلها سلوك غير أخلاقي نظراً لحيازة أحد الأطراف معلومات أكبر من المعلومات التي تحتاجها الأطراف الأخرى بهدف تحقيق عوائد غير عادية ( Fedorovich& Fedorovich, 2020; Varici, 2013).

وفيما يتعلق بآثار ظاهرة عدم تماثل المعلومات، فإن فجوة عدم تماثل المعلومات واحتكارها وعدم تناسقها بين أصحاب المصالح وعدم نشرها في التوقيت المناسب، يجعل القوائم والتقارير المالية تتسم بالمزيد من الغموض والتعقيد، وهو الأمر الذي يضر بكفاءة أسواق المال، فضلاً عن زيادة تكلفة التمويل من خلال طلب المستثمرين عوائد إضافية لحماية مصالحهم من المخاطر المرتبطة بعدم تماثل المعلومات، مما يؤثر سلبياً على قيمة الشركات وانهارها لانخفاض الرغبة في الاستثمار لدى المستثمرين. ومن جانب آخر يؤدي أيضاً إلى انخفاض حجم التداول والسيولة بأسواق المال وانتشار حالة من الركود، بالإضافة إلى انخفاض جودة

تقديرات المحللين الماليين لعدم توافر المعلومات الكافية التي تعكس حقيقة أسعار الأوراق المالية، وبالتالي انهيار أسواق المال؛ لأنه من المعروف أن الأسعار ما هي إلا ناتج تفاعل عنصرين هما: المعلومات والعوامل الاقتصادية، ويلعب تدفق المعلومات دوراً رئيساً في تحديد القواعد الديناميكية للنظام الاقتصادي وضبط التفاعل بينهما، وهذا يعني أن المعلومات تمثل العامل المتحكم في عنصر التفاعل، وهو الأمر الذي يؤكد على أن تضيق فجوة المعلومات هو العامل الرئيس في انتعاش النشاط الاقتصادي واستقرار أسواق المال (Rashidi, 2021; Kim et al., 2013; Wang, 2013; Chi & Wang, 2010; Frieden & Hawkins, 2010). كما أن عدم تماثل المعلومات في ظل بيئة أعمال تتسم بعدم التأكد، يؤدي إلى زيادة الرغبة في الوصول للمعلومات الخاصة بما يضر بجودة المعلومات، مع عدم القدرة على التحكم في العرض والطلب على المعلومات، وهو الأمر الذي يؤدي لهروب العديد من المستثمرين من أسواق المال (Bhattacharya et al., 2013).

**وبشأن المنافع المحققة من الحد من عدم تماثل المعلومات، يمكن حصر** منافع انخفاض ظاهرة عدم تماثل المعلومات في ثلاثة جوانب؛ يتمثل الجانب الأول في مساعدة المستثمرين في تحديد الاستثمارات الجيدة والسيئة، وبالتالي تقييم المخاطر بشكل سليم واختيار الاستثمارات المثلى التي تحقق أهدافهم، بينما الجانب الثاني يشير إلى أن المزيد من المعلومات النوعية تساعد المستثمرين في التمييز بين المديرين أصحاب السلوك الأخلاقي والمديرين أصحاب السلوك الانتهازي بما يقلل من تكاليف الوكالة، والجانب الثالث يوضح أن المزيد من المعلومات يعمل على تقوية العلاقة بين الأرقام المحاسبية والواقع الاقتصادي (Bushman & Smith, 2001)، وبالتالي فإن وجود بيئة معلومات محاسبية تعزز قدرة التقارير المالية على نقل معلومات الشركة للأطراف الخارجية المهمة بتلك المعلومات، مع توزيع المعلومات بشكل عادل في أسواق المال بين المشاركين (الأطراف الخارجية)، هو الأمر الذي يقلل من حالة عدم التأكد المحيط ببيئة الأعمال، وبالتالي الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات (Rashidi, 2021)، كما أوضحت دراسات (Akins et al., 2012; Lambert et

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

al., 2012) أن خفض درجة عدم تماثل المعلومات يعمل على المساواة بين المستثمرين في حيازة المعلومات وبالتالي خفض تكلفة رأس المال.

**وفيما يتعلق بمقاييس عدم تماثل المعلومات،** أوضحت دراسة ( Varici 2013) أربعة مقاييس تتمثل فيما يلي؛ **درجة الفشل المالي Altman z-score** وهو مقياس يضم خمس نسب، والشركات التي تحصل على درجة Z منخفضة فهذا يعني ارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات وتتمثل النسب الخمس في: نسبة رأس المال العامل لإجمالي الأصول، نسبة العوائد المحققة لإجمالي الأصول، نسبة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب لإجمالي الأصول، نسبة المبيعات لإجمالي الأصول، نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية لإجمالي الالتزامات وحقوق الملكية (Paprocki & Stone, 2004). وهناك مقياس نسبة الإفلاس **bankruptcy ratio** ، فكلما زادت نسب الإفلاس بين الشركات فهذا دليل على عدم تماثل المعلومات وتضليل المستثمرين وضياح ملايين الدولارات (Russ et al., 2004). كما يوجد مقياس نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية **Market to Book ratio** فكلما ارتفعت القيمة السوقية للشركة عن القيمة الدفترية بشكل كبير دل ذلك على ارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات (Paprocki & Stone, 2004). بالإضافة إلى مقياس نسبة الالتزامات **Liabilities ratio** فعدم تماثل المعلومات له دور بارز في انخفاض سيولة الشركات مما يجعلها بحاجة للمزيد من رأس المال الخارجي وبالتالي ارتفاع نسبة الالتزامات، وتعتبر نسبة الالتزامات عن إجمالي الالتزامات قصيرة وطويلة الأجل منسوبة لإجمالي الأصول (Krishnaswami & subramaniam, 1999). وأخيراً مقياس مدى العرض والطلب **Bid ask spread** وهو من أكثر المقاييس دقة وانتشاراً، فكلما كان هناك فرق بين أعلى سعر للأسهم عند الشراء وأقل سعر لها عند البيع كان ذلك دليلاً على ارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات (Cormier et al., 2013).

وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن قياس مستوى عدم تماثل المعلومات من خلال حجم التداول، حيث يعبر حجم التداول عن رغبة المستثمرين في إجراء التعاملات على أسهم الشركة بالبيع والشراء، الأمر الذي يرتبط ببيئة أعمال غنية بالمعلومات؛

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

لذلك فإن حجم التداول يمثل إحدى مؤشرات مستوى عدم تماثل المعلومات، حيث توجد علاقة سلبية بين مستوى عدم تماثل المعلومات وحجم التداول، حيث يعمل ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات إلى عدم رغبة المستثمرين من التعامل في أسواق المال وانسحابهم وبالتالي انخفاض حجم التداول، ولكن مع توفير المعلومات لكافة المتعاملين في سوق المال في التوقيت المناسب ينخفض مستوى عدم تماثل المعلومات ويرتفع حجم التداول (Chung et al., 1995).

هذا، وترى الباحثتان أن ظاهرة عدم تماثل المعلومات حالة غير مرغوب فيها وتنشأ من سلوك غير أخلاقي لمديرين يرغبون في تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب انهيار أسواق المال، ويمكن أن ينتقل ذلك السلوك الانتهازي للملاك لحماية وتعظيم مصالحهم عن كافة المتعاملين في أسواق المال مما يزيد من فجوة المعلومات.

### ٣-٧ الملكية المؤسسية (المفهوم، الآثار)

يمكن تعريف الملكية المؤسسية بأنها إحدى آليات حوكمة الشركات التي تعمل على تعزيز المستثمرين المؤسسين في هيكل رأس مال الشركات ومجلس الإدارة (Goldman et al., 2009).

**وفيما يتعلق بآثارها،** فقد أوضح (Johnson et al., 2005) أنه كلما زاد تمثيل المؤسسين في مجلس الإدارة تحسنت قيمة الشركة، حيث وجدت علاقة إيجابية ومعنوية بين القيمة السوقية للشركة ودرجة تمثيل المستثمرين المؤسسين في إدارة الشركة. ووفقاً لنظرية الوكالة فإن هناك تضارباً بين الإدارة والملاك مما يزيد من السلوك الانتهازي للإدارة وتعظيم مصالحها الشخصية، ولكن وجود المستثمرين المؤسسين في مجلس الإدارة يخفف من قدرة الإدارة على حجب الأخبار والمعلومات السلبية، مع إلزامها بالإفصاح عن كافة المعلومات ذات الأهمية في الوقت المناسب وبالتالي خفض مستوى عدم تماثل المعلومات وتعظيم حقوق الملاك وقيمة الشركة (Salehi et al., 2022; Suhadak et al., 2019). ومن جانب آخر أوضح (Desai & Dharmapala (2009) أن تخفيض تمثيل المستثمرين المؤسسين في

هيكل رأس الشركات يؤدي إلى المزيد من مشكلات الوكالة، بما يسمح للإدارة استخدام البدائل المختلفة في القياس المحاسبي الذي يفتح لها مجالاً لإدارة الأرباح بما يحقق مصالحها الشخصية، مما يجعلها تقوم بإخفاء الأخبار السيئة ونشر الأخبار السارة المبالغ فيها لفترة محدودة لا تستطيع الإدارة بعدها إخفاء المزيد من المعلومات السلبية لارتفاع تكلفة الإخفاء؛ لذلك تتدفق المعلومات للسوق مما يؤدي إلى انخفاض حاد في أسعار الأسهم.

وبتعبير آخر، فإن الملكية المؤسسية تتشكل من الجهات ذات النفوذ المؤثر في مجلس الإدارة مثل شركات التأمين والبنوك، وهو الأمر الذي يساعدها في تعزيز عملية الرقابة على سلوك وأداء المديرين، بما يحسن من الإفصاح والشفافية عن المعلومات وارتفاع جودتها، وكذلك جودة الأرباح (Dong et al., 2004)، بالإضافة إلى أن وجود الملكية المؤسسية في هيكل رأس مال الشركات يساعد في ترشيد قرارات الإدارة التمويلية والتشغيلية، مما يحسن من القيمة السوقية للشركة وانخفاض تكلفة التمويل وتحسين الوضع الائتماني للشركة. ومن ناحية أخرى يمكن أن يسمح المستثمرون المؤسسون بزيادة الرافعة المالية لزيادة الأرباح الموزعة على المساهمين من خلال زيادة تكلفة الاقتراض وبالتالي خفض الوعاء الضريبي (Desai & Dharmapala, 2009). كما أشار (Habib et al., 2018) إلى أن وجود المستثمرين المؤسسين في هيكل رأس مال الشركات يضمن تقييد السلوك الانتهازي للإدارة والأخلاقيات السلبية لها في إدارة الاستحقاقات الاختيارية بما يخدم أهدافها الخاصة، وبالتالي خفض ممارسات إدارة الأرباح، مما ينعكس على تداية مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبناء على ما سبق، ترى الباحثتان أن تعزيز الملكية المؤسسية في هيكل رأس مال الشركات يمكن أن يعمل على تصغير مساحة تنفيذ الانتهازية الإدارية من خلال خفض تكاليف الوكالة، وبالتالي نشر كافة الأخبار والمعلومات ذات الجدوى بما يقلل من مستوى عدم تماثل المعلومات وخلق سوق مال يتسم بالكفاءة والتوازن بما يحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

#### ٤-٧ تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فرضي البحث

تناولت الدراسات السابقة ظاهرة عدم تماثل المعلومات وآثارها، وأيضاً مخاطر انهيار أسعار الأسهم وأسبابها ومحدداتها، وكذلك العلاقة بين ظاهرة عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، والعوامل المؤثرة على العلاقة بينهما. وفيما يلي أهم هذه المجموعات من الدراسات.

#### ١-٤-٧ دراسات اهتمت بفحص العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

تناول العديد من الدراسات السابقة أثر عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن معظم تلك الدراسات تمت في بيئات متقدمة تنتم فيها أسواق المال بالكفاءة وتتنخفض بها درجة عدم تماثل المعلومات، ولكن لا يوجد الكثير من الدراسات السابقة التي تناولت تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية؛ ولذلك تعد هذه الدراسة من الدراسات التي اهتمت بتحليل العلاقة بين أثر عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

**فمن منظور التحفظ المحاسبي،** أكدت دراسة ( Kousenidis et al., 2014) أن التحفظ المحاسبي المشروط يقلل من فجوة عدم تماثل المعلومات وبالتالي زيادة شفافية التقارير المالية من خلال تعجيل الاعتراف بالأخبار السيئة، وهو الأمر الذي ينعكس على انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة تشمل ١٧٢٩ شركة أمريكية بإجمالي عدد مشاهدات (١٤٢١٢) مشاهدة كاملة خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠١٣). وفي سياق المنظور نفسه، أوضحت دراسة ( Kim & Zhang, 2016) أن ارتفاع درجة التحفظ بالقوائم والتقارير المالية يؤدي إلى انخفاض احتمال حجب الأخبار والمعلومات السلبية، بما يقلل من درجة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي انخفاض احتمال حدوث انهيار أسعار الأسهم.

**واستكمالاً لما سبق،** فقد أوضحت دراسة (He et al., 2022) أن عدم تماثل المعلومات يؤدي لانخفاض تدفق المعلومات لمستخدمي البيانات المالية، مما يزيد من

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

احتمال انهيار أسعار الأسهم عند نشر المعلومات في النهاية، ولكن من خلال التحفظ المحاسبي المشروط تتحسن كفاءة إعداد التقارير في التنبؤ بمخاطر انهيار أسعار الأسهم.

**ومن منظور المراجعة،** أشارت دراسة (Tessema & Dandu, 2016) إلى أن تحقيق المراجع الخارجي لمستوى مرتفع من جودة المراجعة يساعد المساهمين في الحصول على معلومات تقترب في حجمها من كم المعلومات المتوافرة لدى الإدارة، مما يقلل من عدم تماثل المعلومات وإضفاء الشفافية على القوائم والتقارير المالية، وهو الأمر الذي يعمل على تخفيض احتمالية انهيار أسعار الأسهم. وفي السياق نفسه أوضح سليمان (2020) أن تحسين جودة المراجعة يقلل من مستويات عدم تماثل المعلومات وبالتالي الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال فحص عينة من الشركات المصرية المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية عددها (77) شركة بإجمالي مشاهدات (385) مشاهدة خلال الفترة (2014-2018).

**وفي سياق المنظور نفسه،** أوضحت دراسة (Zhou et al., 2013) أن نشر التقارير المالية التي لا تتسم بالشفافية يرجع إلى ضعف نظام الرقابة الداخلية للشركة، بما يسمح للمديرين إخفاء الأخبار السيئة والمعلومات السلبية، وعندما تظهر تلك الأخبار والمعلومات يتأثر عائد الأسهم بشكل سلبي حاد ومن ثم انهيارها. أيضاً توصلت دراسة (Chae et al., 2020) إلى أن الشركات التي تتمتع بجودة مراجعة عالية مقاسه من خلال مراجعة حسابات الشركة بأحد مكاتب المراجعة الكبار (Big 4) ينخفض بها مستوى عدم تماثل المعلومات وبالتالي انخفاض تكاليف الوكالة، وكذلك انخفاض ممارسات إدارة الأرباح والسلوك الانتهازي للإدارة، وهذا بأكمله ينعكس على انخفاض احتمال انهيار أسعار الأسهم. بينما توصلت دراسة (أبو العلا، 2021) إلى أنه في ظل ضعف نظام الرقابة الداخلية بالشركة، فإن كشف مكاتب المراجعة الأربعة الكبرى عند تقييمها لذلك النظام عن ضعفه وعدم فعاليته، ومعرفة المتعاملين بالسوق ذلك، وانعكاس قراراتهم وردود أفعالهم بناء على هذه المعلومات المعتمدة من مراجعين ذوي جودة، وهو الأمر الذي يؤثر سلبياً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي فإن جودة المراجعة لن تساهم في خفض مخاطر انهيار أسعار

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

الأسهم طالما النظام الرقابي الداخلي يتسم بالضعف، وهذا يعني أن الأمر مشروط بسلامة نظام الرقابة الداخلية، الذي يخفض من مستوى عدم تماثل المعلومات حتى تؤدي جودة المراجعة جدواها في خفض احتمال انهيار أسعار الأسهم.

**ومن منظور خصائص الشركات،** أوضحت دراسة ( Hongyun & Xiongyuan, 2018) أن الإفصاح الكامل للشركات عن معلومات الإشراف الداخلي يخفض من مستوى عدم تماثل المعلومات ويرفع من جودة الرقابة الداخلية بالشركة، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أكدت دراسة ( Xie et al., 2020) عن وجود ارتباط إيجابي قوي بين انخفاض درجة الإفصاح لدى الشركات وارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما توصلت دراسة (Wang et al., 2019) إلى أن ارتفاع نسبة المساهمين الرئيسيين بالشركات يؤدي إلى دور رقابي أقوى على المديرين، وبالتالي تقييد دورهم في إخفاء المعلومات وتدفق المعلومات لأسواق المال، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

**ومن منظور خصائص السوق،** يعتقد (Yongjian et al., 2018) أن زيادة سيولة الأسهم تؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أشار ( Xu et al., 2013) إلى أن المحللين الخارجيين الأكثر تركيزاً على الشركات وتجاهلاً للسوق، يلعبون دوراً في ظهور مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأسواق المال، ومع زيادة تفاؤلهم يرتفع احتمال تلك المخاطر. كما أوضحت دراسة (He et al., 2022) أن نشر المعلومات من خلال وسائل الإعلام، أو تدفق الأخبار من خلال وسائل التواصل الاجتماعي يعمل على تضيق فجوة المعلومات في أسواق المال، وهو الأمر الذي يعزز من إقبال المستثمرين للتعامل في الأسواق، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، هذا وقد تم التوصل لهذه النتيجة باستخدام عينة من (٢٧١٥) شركة مدرجة في البورصة الصينية خلال الفترة (٢٠١١-٢٠١٩).

وتخلص الباحثان من تحليل الدراسات السابقة إلى أن معظم الدراسات طبقت في بيانات متقدمة، واختلفت فيما بينها في طريقة قياس المتغيرات والفترات الزمنية



أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

والعينة محل إجراء الدراسة، كما أن هناك اتفاقاً فيما بينهما في وجود علاقة ارتباط إيجابية بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتؤيد الباحثان نتائج الدراسات السابقة فيما توصلت إليه من أن ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات يؤدي لارتفاع احتمالية حدوث انهيار في أسعار الأسهم؛ وذلك لأن عدم تماثل المعلومات يعمل على حجب الإدارة للمعلومات والأخبار التي يمكن أن تساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات رشيدة، وبالتالي يزداد قلق المستثمرين وهروبهم من أسواق المال، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تقلبات حادة في حركة التداول، بما ينعكس على انهيار أسعار الأسهم. وعليه يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث كما يلي:

**H<sub>1</sub>** : يؤثر مستوى عدم تماثل المعلومات إيجابياً ومعنوياً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٧-٤-٢ دراسات اهتمت بفحص أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

تؤثر فجوة عدم تماثل المعلومات على احتمالية انهيار أسعار الأسهم، حيث إن تضيق أو اتساع الفجوة يحكمه عدة محددات منها؛ زيادة مشكلات الوكالة، اتساع السلوك الانتهازي للإدارة والأخلاقيات غير المقبولة، درجة عدم التأكد المحيطة بأسواق المال الناشئة، ضعف نظام الرقابة والمتابعة من قبل الملاك، غموض وتعقد القوائم والتقارير المالية، كما تعتبر الملكية المؤسسية إحدى هذه المحددات التي يمكن أن تؤثر على علاقة مستوى عدم تماثل المعلومات بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، فتمثيل المؤسسين المستثمرين في هيكل رأس مال الشركة يعمل على الحد من إخفاء الإدارة للمعلومات والأخبار السلبية، مما يجعل المعلومات والأخبار تتدفق بشكل متواصل لأسواق المال وبشكل تدريجي فيما يتعلق بالتغيرات الإيجابية أو السلبية للأسهم، وليس كدفعة واحدة تعمل على تطرف حاد ومفاجئ في عوائد الأسهم وبالتالي استقرار النظام المالي. وستتم دراسة وتحليل مجموعتين من الدراسات السابقة لفحص العلاقات بين المتغيرات الثلاثة.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

**المجموعة الأولى: الدراسات التي جادلت في الدور الفعال للملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.**

فحصت دراستا (Chung et al.,2002; Liao, 2014) العلاقة بين الملكية المؤسسية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل عدم تماثل المعلومات، وتوصلت الدراسة إلى أن المستثمرين المؤسسين قد يحققون مصالحهم الشخصية من خلال حيازة المزيد من النقدية من بيع أصول الشركة وتوجيهها إلى معاملات مع أطراف خارجية، أو نقل أصول الشركات لشركات أخرى تخدم مصالحهم، وبالتالي يزداد دوافع حجب المعلومات والأخبار السيئة، مما يؤدي إلى اتساع فجوة المعلومات، وبالتالي ارتفاع احتمال حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما أشارت دراستا (Chen & Keefe, 2018; Li et al., 2021) إلى أنه يمكن للمستثمرين المؤسسين ذوي الأغلبية تهديد مصالح المستثمرين المؤسسين ذوي الأقلية من خلال التواطؤ والاتفاق مع المديرين في إخفاء الأخبار السلبية التي تعظم مصالحهم الشخصية على مصالح المستثمرين المؤسسين الأقلية. ويتم تخزين تلك الأخبار إلى الوقت الذي لا يمكن الإخفاء بعده، وبالتالي تسريب المعلومات دفعة واحدة فجأة لأسواق المال، مما يؤدي إلى المزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ومن جانب آخر، ترى دراسة (Gao et al.,2017) أن زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم وانخفاضها يحدثان معاً في اللحظة ذاتها أثناء زيارات المستثمرين المؤسسين للشركات، إلا أن انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم هو الأكثر حدوثاً. كذلك توصلت دراسة (Lu et al.,2018) إلى وجود علاقة إيجابية بين زيارات المستثمرين المؤسسين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أرجعت الدراسة تلك العلاقة الإيجابية إلى أن وجود المستثمرين المؤسسين في مجلس إدارة الشركة، يمكنهم من الحصول على المعلومات الدقيقة التي تخدم مصالحهم، مع إهمالهم السلوك الانتهازي للإدارة وممارساتها في إدارة الأرباح، مما يترتب عليه في النهاية ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

**المجموعة الثانية: دراسات أيدت الدور الفعال للملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.**

كشفت دراسة (Cheng et al., 2016) العلاقة الإيجابية بين زيارات المستثمرين المؤسسين وزيادة حصتهم في هيكل رأس مال الشركات ودقة تنبؤات المحللين الماليين؛ حيث إن وجود المستثمرين المؤسسين يعمل على خفض مستوى عدم تماثل المعلومات وتحسين جودة المعلومات مما يخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي السياق نفسه أكدت دراسة (Han et al., 2018) أن المحللين الماليين يحصلون على ميزة معلوماتية في ظل وجود الملكية المؤسسية في هيكل رأس مال الشركات، وبالتالي تدفق معلومات أكثر جدوى للمستثمرين مما ينعكس بشكل فعال على القرارات المتخذة من جانبهم، وبالتالي خفض احتمال مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

واستكمالاً لما سبق أوضحت دراسة (Liu et al., 2017) أن التواصل المستمر بين المستثمرين المؤسسين وإدارة الشركات المدرجة بأسواق المال يزود الصناديق المشتركة بمعلومات جوهرية وذات تأثير إيجابي على حجم التداول، كما يمكنهم من تقييم دور آليات الحوكمة في تلك الشركات بما يحد من مستوى عدم تماثل المعلومات، وهو الأمر الذي يترك أثره على خفض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي الاتجاه نفسه، أشارت دراسة (Roberts et al., 2006) إلى أن الاجتماعات بين الإدارة والمستثمرين المؤسسين يحفز الإدارة إلى أن يكونوا أكثر انضباطاً بشكل ذاتي، بما يقلل من المخاطر الأخلاقية، وبما يؤدي إلى نتائج أفضل تنعكس على خفض احتمالات انهيار أسعار الأسهم. وفي السياق نفسه يرى كل من (Bushman & Smith, 2001; Jiang & Yuan, 2018) أن تخفيف مستوى عدم تماثل المعلومات وسيلة مهمة لتحسين فعالية آليات حوكمة الشركات، ويتحقق ذلك من خلال زيادة عدد زيارات المستثمرين المؤسسين للشركات. وأوضح (Gao et al., 2017) أن زيارات المستثمرين المؤسسين وزيادة تمثيلهم في هيكل رأس مال الشركات يجعل أسعار الأسهم أكثر استقراراً، نظراً لتفعيل آليات الحوكمة. كما أن

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

زيارات المستثمرين المؤسسين يحسن من جودة المعلومات التي تعتمد عليها حوكمة الشركات وتكشف عنها الإدارة، وبالتالي خفض مستوى عدم تماثل المعلومات ومن ثم انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Hollander et al., 2010).

ومن زاوية أخرى، اتفقت دراسات (Cicon, 2017; Hollander et al., 2010; Bushee, 1998) على أنه أثناء المكالمات الجماعية يمكن للإدارة تكرار بيانات ومعلومات سابقة لأمر وقضايا محددة، وهذا يعرف بالإفصاح الانتقائي (الاختياري)، كما يمكنهم من خلال تلك المكالمات أن يرفضوا الإجابة عن أسئلة محددة، بالإضافة لذلك يمكن للإدارة مكافأة أو معاقبة السائل من خلال سيطرتها على تسلسل قائمة الانتظار، مما يؤثر على دوافع وقدرة المشاركين والراغبين في تلقي المعلومات، مما يعني المزيد من ممارسات إدارة الأرباح وغيرها من الأخلاقيات والممارسات التي تخدم المصالح الشخصية للإدارة، لكن وجود المستثمرين المؤسسين بشكل فعلي في مجلس إدارة الشركات يجعل المديرين ليس أمامهم سوى الامتثال والرد على تساؤلات المستثمرين المؤسسين وتنفيذ متطلباتهم بما يحد من فجوة عدم تماثل المعلومات.

ويتضح مما سبق، أن تمثيل المستثمرين المؤسسين في مجلس إدارة الشركات قد يؤدي إلى تدهور بيئة المعلومات أو بشكل أكثر دقة اتساع فجوة عدم تماثل المعلومات وزيادة مشكلات الوكالة وتعظيم السلوك الانتهازي للإدارة. ومن جانب آخر يمكن أن يؤدي تمثيل الملكية المؤسسية في مجلس الإدارة إلى نظام رقابي فعال يحد من قدرة المديرين على حجب المعلومات السلبية والأخبار السيئة، وبالتالي خفض درجة عدم التأكد المحيطة بأسواق المال، وتضييق فجوة عدم تماثل المعلومات، وتحسين آليات حوكمة الشركات، بما ينعكس على خفض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

لذا، خلصت الباحثتان من تحليل الدراسات السابقة، إلى أن هناك شبه عدم اتفاق على مدى فعالية دور الملكية المؤسسية في ضبط العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، فبعض الدراسات استنتجت أن وجود المستثمرين المؤسسين في مجلس إدارة الشركات قد يزيد من تحوط الإدارة وتعظيم

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

سلوكها الانتهازي من جانب، ومن جانب آخر قد يحدث تواطؤ بين المديرين والمستثمرين المؤسسين، وبالتالي المزيد من الإخفاء والحجب والتخزين للأخبار السيئة والمعلومات السلبية بما يخدم مصالحهم الشخصية حتى يتم بيع أصول الشركات وتوجيهها لمعاملات مع أطراف خارجية، وبالتالي ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. إلا أن أغلبية الدراسات السابقة ترى أن وجود المستثمرين المؤسسين في مجلس إدارة الشركات له دور فعال في تضيق فجوة عدم تماثل المعلومات، نظراً لتفعيل النظام الرقابي الذي يمثل القيد على سلوكيات وتصرفات الإدارة غير المرغوب فيها، مما يخفض من علاوة المخاطر، وانتعاش أسواق المال وتحسين التصنيف الائتماني للشركات، وبالتالي تدنية مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبناء على ما سبق، تتوقع الباحثتان أن تؤثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم المقيدة بالبورصة المصرية؛ ولذا يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث، دون تحديد اتجاه معين للعلاقة على النحو التالي:

**H<sub>2</sub>** : يختلف تأثير مستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية بوجود الملكية المؤسسية.

## ٧-٥ منهجية البحث

تناول البحث في الجزء الأول الدراسة النظرية التي مكنت الباحثتين من اشتقاق فرضي البحث، ويتناول البحث في هذا الجزء الدراسة التطبيقية، من خلال التعرض للجوانب التالية:

### ٧-٥-١ هدف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فرضي البحث وتحديد اختبار العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك اختبار تأثير الملكية المؤسسية، كمتغير معدل على هذه العلاقة من خلال التحليل الأساسي والتحليل الإضافي.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

## ٢-٥-٧ مجتمع وعينة الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة كل الشركات المساهمة المقيدة والمتداول أسهمها في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٢) وحتى عام (٢٠٢٠)، ويشتمل مجتمع الدراسة على ١١ قطاعاً (صناعة) وفقاً للمعيار الدولي لتصنيف القطاعات (الصناعات) (Global Industry Classification Standard (GICS). وقد تم استبعاد القطاع المالي بالكامل والذي يشمل البنوك والشركات المالية غير المصرفية نظراً لطبيعتها الخاصة من حيث طبيعة النشاط والتشريعات والمعالجات المحاسبية، كما تم استبعاد الشركات التي لا يتوافر عنها بيانات عن متغيرات الدراسة. وبالتالي، تم اختيار عينة تتكون من (١٠٢) شركة غير مالية بعدد مشاهدات (٧٦٧) مشاهدة. ويوضح الجدول رقم (١) حصر وتبويب لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها، ونسبة مشاهدات كل قطاع بالنسبة لإجمالي مشاهدات مفردات العينة.

جدول ١: عدد شركات العينة والتكرارات مصنفة وفقاً للقطاعات

النسبة المئوية	المشاهدات	عدد الشركات	القطاع
١٣.٥٦	١٠٤	١٤	السلع غير الأساسية
١٧.٧٣	١٣٦	١٨	السلع الأساسية
٤.٩٥	٣٨	٧	الرعاية الصحية والأدوية
١٨.٥١	١٤٢	١٩	التصنيع
٢٤.٥١	١٨٨	٢٤	الموارد الأساسية
٢٠.٧٣	١٥٩	٢٠	العقارات
100.00	767	102	الإجمالي

## ٣-٥-٧ مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الباحثان في جمع بيانات الدراسة التطبيقية على تحليل محتوى التقارير المالية لشركات العينة خلال فترة الدراسة، حيث تعتمد الدراسة التطبيقية على البيانات التاريخية الفعلية بمصادر المعلومات المتاحة على موقع أرقام وموقع شركة مصر، وموقع مباشر مصر، ومواقع الشركات الإلكترونية، وموقع البورصة المصرية.

## ٧-٥-٤ توصيف وقياس متغيرات الدراسة ونموذج البحث

### المتغير التابع- مخاطر انهيار أسعار الأسهم

وفقاً للأدبيات السابقة (Kim et al., 2019; Habib et al., 2018; Hutton et al., 2009) سيتم استخدام مقياسين هما: الانحراف (الالتواء) السالب لعوائد الأسهم الأسبوعية، وتقلبات عوائد الأسهم من أسفل لأعلى. وهما من أكثر المقاييس دقة واستخداماً في الدراسات السابقة، مع توافر كافة بيانات المقياسين في بيئة الأعمال المصرية، ويتم ذلك على ثلاث خطوات تتمثل فيما يلي:

**الخطوة الأولى:** تقدير نموذج السوق لحساب العوائد الأسبوعية المحددة لكل شركة خلال العام وفقاً لمعادلة الانحدار التالية:

$$r_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j} r_{m,t-2} + \beta_{2j} r_{m,t-1} + \beta_{3j} r_{m,t} + \beta_{4j} r_{m,t+1} + \beta_{5j} r_{m,t+2} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

حيث تعبر  $r_{jt}$  عن العائد على السهم  $j$  في الأسبوع  $t$ ، تشير إلى العائد على مؤشر السوق المرجح وهو مؤشر EGX30 في الأسبوع  $t$ ،  $\epsilon_{jt}$  تعبر عن البواقي في المعادلة الخاص بالشركة  $j$  في الأسبوع  $t$ ، ونظراً لأن قيمة البواقي شديدة الانحراف فيتم تحويلها لتوزيع متماثل.

وقد تم تطبيق نموذج السوق على عدد ٣٣٢٠٤ مشاهدة (شركة/أسبوع) لعينة الدراسة خلال الفترة من ٢٠١٢ - ٢٠٢٠، مع العلم أنه قد تم اشتراط توافر البيانات الأسبوعية لعدد ٢٦ أسبوعاً على الأقل لكل شركة من شركات العينة في كل عام من أعوام الدراسة.

**الخطوة الثانية:** حساب العائد الأسبوعي لكل شركة من خلال حساب اللوغاريتم الطبيعي لواحد مضاف إلى العائد المتبقي من المعادلة السابقة كالتالي:

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

$$W_{j,t} = \ln(1 + \epsilon_{i,t}) \quad (2)$$

**الخطوة الثالثة:** بعد تقدير العائد السوقي الأسبوعي يتم حساب مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المقياسين التاليين:

أ- حساب معامل الالتواء (NSCKEW) وفقاً للمعادلة التالية

$$NCSKEW_{I,t} = - \frac{n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3}{(n-1)(n-2) \left( \sum W_{i,t}^2 \right)^{3/2}} \quad (3)$$

حيث  $N$  تعبر عن عدد مشاهدات العوائد الأسبوعية خلال العام،  $W_{I,t}$  تعبر عن العوائد الأسبوعية على سهم الشركة  $j$  خلال الأسبوع  $t$  هذا ويتم ضرب المقياس في  $-1$ ، لذلك القيمة المرتفعة تعكس ارتفاع مخاطر انهيار سعر السهم.

ب- تقلبات عوائد الأسهم من أسفل لأعلى (DUVOL) وفقاً للمعادلة التالية

$$DUVOL = \log \frac{(n_u - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2}{(n_d - 1) \sum_{up} W_{i,t}^2} \quad (4)$$

حيث  $n_u$ ،  $n_d$  تعبر عن عدد الأسابيع التي ارتفع وانخفض فيها العوائد على التوالي، خلال السنة  $t$ . وارتفاع القيمة الناتجة تشير لارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح.



أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رجاى حسن مصطفى

### المتغير المستقل- مستوى عدم تماثل المعلومات

تتعدد مقاييس حساب مستوى عدم تماثل المعلومات، وسوف يتم الاعتماد على مقياس مدى سعر السهم وفقاً لدراسة (Cormier et al. 2013)، نظراً لتوافر بيانات المقياس في بيئة الأعمال المصرية، ويتم حساب مدى السعر (المقياس الأول) من خلال المعادلة التالية:

$$INF\ ASY\ it = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{AP_{it}} \quad (٥)$$

حيث  $INF\ ASY\ it$  مؤشر عدم تماثل المعلومات، ويمثل مدى السعر للشراء والبيع خلال السنة  $t$  لأسهم الشركة  $i$  (مدى السعر هو الفرق بين أعلى وأقل متوسط لسعر السهم)،  $AP_{it}$  سعر الطلب الذي يعكس متوسط سعر البيع خلال أشهر العام لأسهم الشركة (الحد الأعلى)،  $BP_{it}$  سعر العرض ويعبر عن متوسط سعر الشراء المعروف خلال أشهر العام لأسهم الشركة (الحد الأدنى).

### المتغير المنظم- الملكية المؤسسية

يتم حساب الملكية المؤسسية من خلال نسبة الأسهم التي يملكها المستثمرون المؤسسون ( البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، صناديق التقاعد والمعاشات، الاتحادات النقابية) لإجمالي أسهم الشركة المتداولة في السوق (Callen& Fang, 2013; Tee, 2018).

### ٧-٥-٥ المتغيرات الرقابية ومبررات إضافتها لنموذج الدراسة

تبحث الدراسة الحالية في فحص العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، والتحقق من أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ولأغراض التحكم وضبط تأثير المتغيرات الحاكمة الأخرى على تلك العلاقة، قامت الباحثتان بتضمين نموذجي الانحدار بالدراسة الحالية

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

ببعض المتغيرات التي من المتوقع أن يكون لها تأثيرٌ على مخاطر انهيار أسعار الأسهم ( المتغير التابع)، وذلك لضبط العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع. ومن تحليل الدراسات السابقة توصلت الباحثتان إلى أن هناك مجموعة من المتغيرات الرقابية التي قد تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، الأمر الذي يدفعهما إلى إدخالها في نموذجي الانحدار للدراسة محل البحث، وهي على النحو التالي:

### أ- حجم الشركة F.Size

يعتبر حجم الشركة من المحددات الجوهرية لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن الشركات الأكبر حجماً ترتبط بكثير من المخاطر التي يمكن أن تواجهها عند تداول أسهمها في أسواق المال وخصوصاً مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (Kim & Zhang, 2016; Hutton et al., 2009).

### ب- الرافعة المالية Lev

تعتبر الرافعة المالية التي تعبر عن المدى الذي تعتمد عليه الشركة في تمويل أصولها من الديون من المحددات التي تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ لأن الاعتماد على الديون كمصدر تمويل يزيد الالتواء السالب لعوائد الأسهم غير العادية الأسبوعية خلال العام، وبالتالي ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتقاس بنسبة إجمالي الالتزامات لإجمالي الأصول في نهاية السنة (Hutton et al., 2009; Kim & Zhang, 2016; Habib et al., 2018).

### ج- نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية MTB

تعتبر نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية من المحددات التي تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أوضحت دراسة (Kim & Zhang, 2016) وجود علاقة إيجابية معنوية بين نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية والالتواء السالب في عوائد الأسهم غير العادية الأسبوعية خلال العام.

## هـ- معدل العائد على الأصول ROA

أحد محددات تقييم الأداء المالي للشركات، وقد أوضح العديد من الدراسات وجود علاقة سلبية ومعنوية بين معدل العائد على الأصول والالتواء السالب في عوائد الأسهم غير العادية الأسبوعية خلال العام ويقاس بنسبة صافي الربح بعد الضريبة لإجمالي أصول الشركة في نهاية السنة ( العيسوي، الطحان، ٢٠٢٠ ) Callen& (Fang, 2011; Li et al., 2021).

## و- تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام SIGMA

تعتبر تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية إحدى محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فكلما ارتفعت تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام ارتفعت مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية للشركات، ويقاس بحساب الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحرافات قيم العوائد الأسبوعية للسهم عن الوسط الحسابي لها خلال الفترة المالية الماضية (Kim & Zhang, 2014; An & Zhang, 2013; Hutton et al., 2009).

## ل- متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية RET

يعتبر متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية إحدى محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فكلما ارتفع متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام انخفضت مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية للشركات، وتقاس بخارج قسمة مجموع العوائد الأسبوعية لسهم الشركة على عدد الأسابيع التي تحقق فيها العائد خلال السنة المالية (Kim et al., 2014).

## ي- تغير معدل دوران الأسهم DTURN OVER ▲

يعتبر معدل تغير دوران الأسهم إحدى محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فكلما ارتفع تباين سلوك المستثمرين تجاه أسهم الشركة كلما ارتفعت العوائد غير العادية السالبة، وبالتالي ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويقاس بالفرق بين متوسط دوران الأسهم الشهري خلال السنة المالية الحالية ومتوسط دوران الأسهم الشهري خلال السنة

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

المالية السابقة، ويتم حساب معدل دوران الأسهم الشهري بقسمة حجم التداول الشهري على إجمالي عدد الأسهم المصدرة خلال الشهر (Kim et al., 2014).

كما ستقوم الباحثتان بإضافة مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعام السابق (NSKEW t-1, DUVOL t-1) كمتغير رقابي لتجنب مخاوف التجانس المحتملة Potentially Endogeneity Concerns وفقاً لدراسات (Kim et al., 2011; An& Zhang, 2016; Wang et al., 2020; Jung et al., 2022) بما ينعكس على مصداقية النتائج التي يتم التوصل إليها.

وتعرض الباحثتان الجدول رقم (٢) الذي يتضمن توصيف لمتغيرات الدراسة ورمزها في التحليل الإحصائي والعلاقات المتوقعة للمتغيرات المفسرة مع المتغير التابع.

جدول ٢: توصيف وقياس متغيرات الدراسة

العلاقة المتوقعة مع المتغير التابع	طريقة قياس المتغير	المتغيرات	
		اسم المتغير	رمز المتغير
<b>المتغير التابع (مخاطر انهيار أسعار الاسهم)</b>			
.....	تقاس مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالانواء السالب لعوائد السهم الأسبوعية NCSKEW ، وتقلبات عوائد الأسهم من أسفل لاعلى DUVOL .	مخاطر انهيار أسعار الاسهم	CR <sub>it</sub>
<b>المتغير المستقل (مستوى عدم تماثل المعلومات)</b>			
+	يتم قياسها من خلال مدى سعر السهم Bid Ask Spread	مستوى عدم تماثل المعلومات	INF ASY <sub>it</sub>
<b>المتغير المعدل ( الملكية المؤسسية)</b>			
+	تقاس بحساب نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين المؤسسين لإجمالي أسهم الشركة المتداولة في سوق المال.	الملكية المؤسسية	IE <sub>it</sub>
-			
<b>المتغير التفاعلي</b>			
+	التأثير المشترك للعلاقة بين الملكية المؤسسية ومستوى عدم تماثل المعلومات.	متغير تفاعلي بين الملكية المؤسسية ومستوى عدم تماثل المعلومات	INF ASY <sub>it</sub> * IE <sub>it</sub>
-			
<b>المتغيرات الرقابية</b>			
+	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة.	حجم الشركة	F.Size <sub>it</sub>
-			
+	تقاس من خلال نسبة إجمالي التزامات الشركة في نهاية الفترة لإجمالي أصولها.	الرافعة المالية	Lev <sub>it</sub>
-			
+	تقاس من خلال نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية في نهاية السنة المالية.	نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية	MTB <sub>it</sub>

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

-	يقاس بنسبة صافي الربح بعد الضرائب لإجمالي الأصول.	$ROA_{it}$	معدل العائد على الأصول
+	بحساب الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحرافات قيم العوائد الأسبوعية للسهم عن الوسط الحسابي لها.	$SIGMA_{it}$	تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية
-	يقاس بخارج قسمة مجموع العوائد الأسبوعية لسهم الشركة على عدد الأسابيع التي تحقق فيها العائد خلال السنة المالية.	$RET_{it}$	متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية
+	يقاس بالفرق بين متوسط دوران الأسهم الشهري خلال السنة المالية الحالية ومتوسط دوران الأسهم الشهري خلال السنة المالية السابقة، ويتم حساب معدل دوران الأسهم الشهري بقسمة حجم التداول الشهري على إجمالي عدد الأسهم المصدرة خلال الشهر	$\Delta DUTURN OVER_{it}$	معدل تغير دوران الأسهم
	تقاس مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعام السابق بمقياس معامل الالتواء السالب لعوائد السهم الأسبوعية، وكذلك بتقلبات عوائد الأسهم من أسفل لأعلى	$CR_{t-1}$	مخاطر انهيار أسعار الأسهم للعام السابق

#### ٧-٥-٦ صياغة نموذجي الانحدار المستخدمين في اختبار فرضي البحث

لتحقيق هدف الدراسة واختبار فرضيتها تمت صياغة نموذجي الانحدار لقياس أثر مستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما استخدمت الباحثتان الملكية المؤسسية كمتغير معدل لقياس أثره على العلاقة، وبعض المتغيرات الرقابية التي من شأنها ضبط العلاقة بين المتغيرات المفسرة للدراسة.

#### أ- أثر عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم

تعتمد الباحثتان في اختبارهما لفرض الدراسة الأول - يؤثر مستوى عدم تماثل المعلومات إيجابياً ومعنوياً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم - على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، والذي يبني على أن تعد مخاطر انهيار أسعار الأسهم دالة في كل من مستوى عدم تماثل المعلومات والمتغيرات الرقابية، ويظهر نموذج الانحدار على النحو التالي:

$$CR_{it} = \alpha + \beta_1 INF_{it-1} + \beta_2 Size_{it-1} + \beta_3 Lev_{it-1} + \beta_4 MTB_{it-1} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIGMA_{it-1} + \beta_7 RET_{it-1} + \beta_8 \Delta DUTURN OVER_{it} + \beta_9 CR_{it-1} + \epsilon_{it}$$

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

حيث:

ثابت الانحدار	:	$\alpha$
مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركة (i) في نهاية السنة (t) وتقاس بمقياسين . NCSKEW, DUVOL	:	$CR_{it}$
مستوى عدم تماثل المعلومات للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1). وتقاس بمقياس BID Ask Spread	:	$INF\ ASY_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن حجم الشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1) ..	:	$Size_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن الرافعة المالية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$Lev_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$MTB_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن معدل العائد على الاصول للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$ROA_{it}$
متغير رقابي يعبر عن تقلب عوائد السهم الأسبوعية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$SIGMA_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن متوسط عوائد السهم الأسبوعية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$RET_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن تغير معدل دوران الأسهم للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$\blacktriangle DUTURN\ OVER_{it}$
متغير رقابي يعبر عن مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركة (i) في نهاية السنة (t-1).	:	$CR_{it-1}$
معامل خطأ التقدير للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$\epsilon_{it}$
معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة والرقابية.	:	$\beta_1:\beta_9$

ب- أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار  
أسعار الأسهم

يتوقع الفرض الثاني - يختلف تأثير مستوى عدم تماثل المعلومات على  
مخاطر انهيار أسعار الأسهم بوجود الملكية المؤسسية - من الدراسة الحالية وجود  
تأثير للملكية المؤسسية كمتغير معدل على علاقة الانحدار الممثلة بين مستوى عدم  
تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي يمكن صياغة النموذج الثاني  
للدراصة الحالية في شكل معادلة الانحدار على النحو التالي:

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

ثابت الانحدار.	:	$\alpha$
مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركة (i) في نهاية السنة (t) وتقاس بمقياسين NCSKEW, DUVOL	:	$CR_{it}$
مستوى عدم تماثل المعلومات للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$INF\ ASY_{it-1}$
المتغير التفاعلي للملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$IE* INF\ ASY_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن حجم الشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$F. Size_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن الرافعة المالية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$Lev_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$MTB_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن معدل العائد على الأصول للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$ROA_{it}$
متغير رقابي يعبر عن تقلب عوائد السهم الأسبوعية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$SIGMA_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن متوسط عوائد السهم الأسبوعية للشركة (i) في نهاية السنة السابقة (t-1).	:	$RET_{it-1}$
متغير رقابي يعبر عن تغير معدل دوران الأسهم للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$\blacktriangle DUTURN\ OVER_{it}$
متغير رقابي يعبر عن مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركة (i) في نهاية السنة (t-1).	:	$CR_{it-1}$
معامل خطأ التقدير للشركة (i) في نهاية السنة (t).	:	$\epsilon_{it}$
معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة والرقابية.	:	$\beta_1; \beta_{10}$

#### ٧-٥-٧ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار فرضي البحث والتحليل الإضافي

يهدف هذا القسم إلى القيام بعرض مجموعة من الاختبارات، تشمل التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة، والتحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط)، واختبارات التحقق من افتراضات نموذج الانحدار الخطي، ثم تحليل الانحدار المتعدد بغرض اختبار فرضي الدراسة، وأخيراً إجراء التحليل الإضافي.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

### ٧-٥-٧-١ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

هذا، ويظهر جدول رقم (٣) وصف للمتغيرات في نموذجي الدراسة وهي (مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مستوى عدم تماثل المعلومات، الملكية المؤسسية، حجم الشركة، الرافعة المالية، نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية، وحجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية للسهم، متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية، تغير معدل دوران الأسهم).

وقد تم حذف أي قيم يظهر فيها بوضوح أخطاء إدخال البيانات أو الأخطاء الحسابية التي قد تحدث أثناء عملية القياس، كما تم حذف القيم الشاذة التي تقل عن قيمة المؤين Percentile الأول أو تزيد عن قيمة المؤين التاسع والتسعين) وقد تم ترك القيم المفقودة كما هي دون استبدالها بأي طريقة حتى لا يتم التأثير على بيانات عينة الدراسة بأي شكل. كما أنه يتم الاعتماد على برنامج التحليل الإحصائي STATA والذي يقوم بحذف المشاهدات التي بها قيم مفقودة عند تشغيل أي اختبار أو نموذج، مع الإفصاح عن عدد المشاهدات التي تم تشغيل النموذج على أساسها. وعلى ذلك قد تختلف عدد المشاهدات على مستوى تحليل الارتباط والانحدار على حسب عدد القيم المفقودة في المتغيرات محل الدراسة.

#### جدول رقم ٣: الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

المتغيرات	المشاهدات	الوسط الحسابي	أدنى قيمة	أعلى قيمة	الانحراف المعياري
CR( NCSKEW)	767	0.294	-2.519	3.732	1.004
CR (DUVOL)	767	1.319	0.349	5.691	0.855
INF ASY	767	0.045	0.015	0.108	0.019
IE	767	51.123	0	96.693	28.162



أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

1.666	24.7	17.3	20.737	767	<b>F. Size</b>
0.166	0.678	0	0.153	767	<b>Lev</b>
1.264	8.17	0.237	1.553	767	<b>MTB</b>
0.111	0.452	-0.4	0.05	767	<b>ROA</b>
0.022	0.174	0.012	0.061	767	<b>SIGMA</b>
0.01	0.066	-0.029	0.002	767	<b>RET</b>
1.849	20.024	9.653	15.125	767	<b>▲ DUTURN OVER</b>

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- أن متوسط مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس (NCSKEW) يمثل (0.294) بانحراف معياري بلغ (١.٠٠٤)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٢.٥١٩، ٣.٧٣٢) على التوالي. والتفاوت الكبير بين أعلى وأدنى قيمة يرجع إلى اختلاف الشركات في حجم مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ويقترب هذا الوسط الحسابي مع ما توصلت إليه دراسة (Zhu, 2016) حيث بلغ (0.159). بينما يرتفع ذلك الوسط الحسابي عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراستا (Kim& Zhang, 2016; Jung et al., 2022) حيث بلغ (٠.٠٦٨، ٠.٠٢٧) على التوالي. كما ينخفض ذلك الوسط الحسابي عما توصلت إليه دراسة (الصباغ، ٢٠١٩) حيث بلغ (١.٤٧٦٢).
- كما يبلغ متوسط مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس (DUVOL) يمثل (1.319) بانحراف معياري بلغ (٠.٨٥٥)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠.٣٤٩، ٥.٦٩١) على التوالي. ويرتفع هذا الوسط الحسابي عن الوسط الحسابي الذي

توصلت إليه دراستا (Kim& Zhang, 2016; Jung et al., 2022) حيث بلغ (٠.٠٢٧، ٠.٠٢٥) على التوالي.

- الوسط الحسابي لعدم تماثل المعلومات ٠.٠٤٥ بانحراف معياري ٠.٠١٩ وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠.٠١٥، ٠.١٠٨) على التوالي، ويرتفع هذا الوسط الحسابي عما توصلت إليه دراسة (Goel et al., 2021) حيث بلغ (٠.٠١٦). بينما ينخفض ذلك الوسط الحسابي عما توصلت إليه دراسة (Russell, 2015) حيث بلغ (٥.٩٥٥).

- الوسط الحسابي للملكية المؤسسية ٥١.١٢٣ بانحراف معياري ٢٨.١٦٢ وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠، ٩٦.٦٩٣) على التوالي. ويختلف الوسط الحسابي في هذه الدراسة عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراستا (Navissi& Naiker, 2006; Wang et al., 2020) حيث بلغ (٠.٢٢٥، ١.٤١٤) وقد يرجع ذلك لاختلاف عدد الشركات، وكذلك اختلاف الفترة الزمنية محل الدراسة.

- الوسط الحسابي لحجم الشركة بلغ ٢٠.٧٣٧ بانحراف معياري ١.٦٦٦ ، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (١٧.٣، ٢٤.٧) على التوالي، وهذا يشير لاختلاف حجم الأصول بالشركات محل الدراسة.

- الوسط الحسابي للرافعة المالية بلغ ٠.١٥٣ بانحراف معياري ٠.١٦٦ ، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠، ٠.٦٧٨) على التوالي، وترجع الفجوة بين أعلى وأدنى قيمة لاختلاف الشركات محل الدراسة في حجم الالتزامات لديها.

- الوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية بلغ ٠.١٥٥٣ بانحراف معياري ١.٢٦٤ ، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠.٢٣٧، ٨.١٧) على التوالي.

- الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول بلغ ٠.٠٥ بانحراف معياري ٠.١١١ ، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٠.٤، ٠.٤٥٢) على التوالي، وتشير أدنى قيمة والبالغة -٠.٤ إلى تحقيق بعض الشركات محل الدراسة خسائر.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

---

- الوسط الحسابي لتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية بلغ ٠.٠٦١ بانحراف معياري ٠.٠٢٢ وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠.٠١٢ ، ٠.١٧٤) على التوالي. بينما بلغ الوسط الحسابي لمتوسط عوائد الأسهم الأسبوعية ٠.٠٠٠٢ بانحراف معياري ٠.٠١ وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٠.٠٢٩ ، 0.066). كما بلغ الوسط الحسابي لتغير معدل دوران الأسهم ١٥.١٢٥ بانحراف معياري ١.٨٤٩ وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٩.٦٥٣ ، ٢٠.٠٢٤).

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

### ٧-٥-٧ نتائج التحليل أحادي المتغير ( تحليل الارتباط )

تم الاعتماد على معامل ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة التطبيقية الواردة بنماذج الدراسة، ويوضح الجدول رقم (٤) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.

جدول 4: معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات البحث

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
(1) NCSKEW	1.000										
(2) DUVOL	0.927 ***	1.000									
(3) INF ASY	0.014 **	0.044 *	1.000								
(4) LE	-0.032 *	-0.021 *	0.085 **	1.000							
(5) F. Size	0.057	0.054	0.321 ***	0.175 ***	1.000						
(6) Lev	-0.019	-0.014	0.049	0.033	-0.065 *	1.000					
(7) MTB	-0.046	-0.063 *	-0.054	0.205 ***	0.221 ***	-0.153 ***	1.000				
(8) ROA	0.056	0.047	-0.056	0.044	0.024	-0.316 ***	0.292 ***	1.000			
(9) SIGMA	-0.219 ***	-0.203 ***	-0.037	-0.035	-0.192 ***	-0.007	0.048	-0.239 ***	1.000		
(10) RET	-0.023	0.026 *	0.069 *	-0.038	-0.022	-0.065 *	0.221 ***	0.124 ***	0.494 ***	1.000	
(11) ▲DUTURN OVER	-0.092 **	-0.109 ***	0.678 ***	-0.0051	0.455 ***	-0.002	0.182 ***	0.024	0.272 ***	0.111 ***	1.000

\*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

ويتضح من الجدول السابق وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW) وعدم تماثل المعلومات حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٠١٤) عند مستوى معنوية أقل من (٥%). بينما توجد علاقة سلبية معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW) والملكية المؤسسية حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٠٣٢) عند مستوى معنوية أقل من (١٠%).

كما توجد علاقة إيجابية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW) وكل من حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٠٥٧، ٠.٠٥٦) على التوالي. بينما توجد علاقة سلبية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW) وكل من الرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية، ومتوسط العوائد الأسبوعية للأسهم حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٠١٩، -٠.٠٤٦، -٠.٠٢٣) على التوالي.

كما توجد علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW) وكل من تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية ومعدل تغير دوران الأسهم، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٢١٩، -٠.٠٩٢) على التوالي، عند مستوى معنوية أقل من (١%) و (٥%).

وفيما يتعلق بالمقياس الثاني لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL)؛ فتوجد علاقة إيجابية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) وعدم تماثل المعلومات، حيث بلغ معامل الارتباط (0.044) عند مستوى معنوية أقل من (١٠%). بينما توجد علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) والملكية المؤسسية، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠.٠٢١) عند مستوى معنوية أقل من (١٠%).

كما توجد علاقة إيجابية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) وكل من: حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ومتوسط عوائد الأسهم الأسبوعية، حيث بلغ معامل الارتباط (٠.٠٥٤، ٠.٠٤٧، ٠.٠٢٦) على

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

التوالي. بينما توجد علاقة سلبية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW) والرافعة المالية حيث بلغ معامل الارتباط (-0.014).

كذلك توجد علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) وكل من: نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية، وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية، ومعدل تغير دوران الأسهم حيث بلغ معامل الارتباط (-0.063، -0.203، -0.109) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من (10%) و(1%) و(1%) على التوالي.

### ٧-٥-٣ اختبارات التحقق من مدى توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي

يتفق أسلوب الانحدار المتعدد مع طبيعة فرضي الدراسة والتي تستهدف في مجملها اختبار علاقات مباشرة بين متغير تابع متصل (Continuous Variable) وبين مجموعة من المتغيرات المستقلة سواء كانت متصلة أو منفصلة وثنائية أو مزيج منها. هذا، وإذا كانت البيانات لمفردة (شركة) واحدة عبر عدة فترات، فإن هذه البيانات تعرف بالسلسلة الزمنية Time-Series، أما إذا كانت البيانات لعدة مفردات (شركات) في فترة واحدة، فإن هذه البيانات تعرف بأنها بيانات قطاعية Cross-Sectional. وإذا اجتمعت الصفتان في البيانات؛ أي أن البيانات تمثل سلسلة زمنية لأكثر من مفردة (شركة) فإنها تعرف ببيانات السلسلة الزمنية-القطاعية Panel Data، وبالتالي ستعتمد الباحثان على نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model، وتتمثل المعادلة العامة للنموذج فيما يلي:

$$Y_{it} = B_0 + B_1X_{it1} + \dots + B_kX_{itk} + u_i + \alpha_{it}$$

حيث:  $Y_{it}$  المتغير التابع للمفردة (i) في الفترة (t)،  $X_{it}$  المتغيرات المستقلة للمفردة (i) في الفترة (t) وعددها (k)،  $u_i$  التأثير الثابت للمفردة (i)؛ الجزء من الخطأ العشوائي الذي يرجع للمفردة (i)،  $\alpha_{it}$  البواقي (الخطأ العشوائي) للمفردة (i) في الفترة (t).

ويرجع اعتماد الباحثين على هذا النموذج إلى الاختلافات الكبيرة بين مفردات عينة الدراسة؛ إذ تتضمن العينة شركات من قطاعات مختلفة، كما أن الشركات داخل القطاع الواحد تختلف من حيث الحجم، كما أن هناك بعض القطاعات التي تتضمن شركات ذات طبيعة أنشطة مختلفة. هذا، وقد تختلف الشركات من حيث نموذج الأعمال والثقافة التنظيمية وهيكل الملكية وهيكل التمويل والمخاطر الخاصة وغير ذلك من الخصائص التي تتفرد بها كل شركة. هذا، وتعتبر هذه الخصائص ثابتة بمرور الزمن  $\text{Time - Invariant}$  والتي يعبر عنها في المعادلة السابقة بـ  $(u_i)$ ، إذ إن هذه الخصائص وغيرها من الخصائص غير الملحوظة، أو التي لا يمكن قياسها والتي ترتبط بالشركة نفسها وتختلف من شركة لأخرى. وبالتالي يساعد نموذج التأثيرات السابقة في التحكم في مثل هذه الخصائص وأخذ أثرها في الحسبان عند اختبار فرضية البحث.

هذا، وقد يكون من المفضل في معظم الأحيان الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة، نظراً لسماحه بوجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة  $X_{itk}$  وبين التأثير الثابت للمفردة  $u_i$ ، أو الجزء من الخطأ العشوائي الذي يرجع للمفردة  $(i)$ ، كما أنه من الأفضل النظر إلى  $u_i$  باعتبارها مرتبطة بكل مفردة من جانب، ومن جانب آخر تختلف من مفردة لمفردة أخرى، وكذلك فإنه من الأنسب تقديرها لكل مفردة على حدة، وبالتالي فمن الأنسب استخدام نموذج التأثيرات الثابتة عند تحليل البيانات باستخدام البيانات المجمعة لمفردات مختلفة (Wooldridge, 2012)؛ لذلك سيتم الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة مع تحسين الخطأ العشوائي  $\text{Fixed Effect Model with Robust Standard Error}$  من خلال برنامج  $\text{stata}$  لتعديل الخطأ المعياري لمقدرات النموذج والذي قد ينتج عنه رفض علاقة معنوية أو قبول علاقات غير معنوية والذي ينشأ بسبب مشكلة عدم ثبات تباين البواقي  $\text{Heteroscedasticity}$  التي غالباً ما تكون ملازمة لبيانات السلسلة الزمنية للبيانات القطاعية القصيرة والتي يكون فيها عدد الفترات أقل من عدد المفردات  $(N > t)$ .

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

## ٧-٥-٧-٤ نتائج اختبار فرضي الدراسة

قدمت الدراسة فرضين رئيسيين لاختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة في البورصة المصرية، وأثر الملكية المؤسسية على تلك العلاقة، وفيما يلي نتائج اختبار هذين الفرضين. وقد اعتمدت الباحثتان على طريقة المربعات الصغرى لاختبار فرضي الدراسة. وقد استخدمت الباحثتان برنامج Stata الإصدار رقم (١٧) في تحليل الانحدار.

### أ- نتيجة اختبار الفرض الأول (H1):

لاختبار مدى تأثر مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية كمتغير تابع، بعدم تماثل المعلومات كمتغير مستقل في ظل المتغيرات الرقابية، ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج اختبار الفرض الأول.

### جدول رقم (٦): نتائج اختبار الفرض الأول

DUVOL	NCSKEW	المتغيرات
19.159*** (٥.٥٦)	20.373*** (٤.٦٥)	INF ASY
0.141 (١.٥٣)	٠.٢٣٤** (٢.٠٨)	F. Size
-٠.١٦٦ (٠.٢٨-)	-٠.٢٩٦ (٠.٤٤-)	Lev
-٠.٠٥٤ (١.٣٠-)	-٠.٠٥٤ (٠.٩٢-)	MTB
١.٢٥٩*** (٢.٦٤)	١.٤١٩** (٢.٥٦)	ROA
-٠.٤٥٤ (-٠.١٥)	٠.٦٣٣ (٠.١٧)	SIGMA
-٢٦.٨٥٨*** (-٥.٧٧)	-٣٢.٤٥٥*** (-٦.٢٤)	RET
-٠.٠٤٧* (-١.٨٦)	-٠.٠٨٨*** (-٢.٨٩)	▲ DUTURN OVER
-٠.٢٤٨*** (-١.٠٤٩)	-٠.٢٦١*** (-٩.٧٥)	CR <sub>t-1</sub>
-٢.٠٦٨ (-١.٠٩)	-٥.٤٣٥** (-٢.٣٤)	Constant
٣٩.٥٧٨	٢٦.٩٣٦	F. Test
٠.٠٠٠	٠.٠٠٠	Prob of F
٠.١٩٢	٠.١٩٨	Adjusted R <sup>2</sup>

يوضح الجدول معاملات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار T.Test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى معنوية t.test حيث تشير \* معنوية عند مستوى معنوية > ١٠%، \*\* معنوية عند مستوى معنوية > ٥%، \*\*\* معنوية عند مستوى معنوية > ١%.



### ويتضح من الجدول السابق:

- النموذج معنوي ويمكن الاعتماد عليه؛ بناءً على قيمة F.Test, ومستوى المعنوية المقابل له Prob of F أقل من 5% (0.0000)، وأن قيمة  $R^2$  للمقياسين تساوى (0.198، 0.192) مما يعكس قدرة النموذج وما اشتمل عليه من متغيرات على تفسير (19.8%، 19.2%) من التغير الكلي في مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- كما يمكن تفسير المعنوية الجزئية لنموذج الانحدار من خلال معاملات الانحدار، حيث بلغ معامل الانحدار عدم تماثل المعلومات وفقاً لمقاييس مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW، DUVOL) (20.373، 19.109) على التوالي وقيمة T المقابلة (4.65، 5.56) على التوالي، بمستوى معنوية (1%)، وهو الأمر الذي يعني أن عدم تماثل المعلومات تؤثر إيجابياً ومعنوياً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وترى الباحثتان أن التأثير الإيجابي والمعنوي لمستوى عدم تماثل المعلومات، يرجع إلى أن عدم تماثل المعلومات يعمل على حجب الإدارة للمعلومات والأخبار التي يمكن أن تساعد المستثمرين في اتخاذ قرارات رشيدة، وبالتالي زيادة حالة القلق لدى المستثمرين وهروبهم من أسواق المال مما يؤدي إلى تقلبات حادة في حركة التداول مما ينعكس إيجابياً ومعنوياً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراستنا (Kousenidis et al., 2014; He et al., 2022).
- وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية ومقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، توجد علاقة إيجابية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى معنوية أقل من 1%، بينما توجد علاقة إيجابية غير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية. وهناك علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية وتغير معدل دوران الأسهم ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للعام الماضي عند مستوى

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

معنوية أقل من (1%) . بينما توجد علاقة سلبية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من: الرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية. وفيما يخص تأثير المتغيرات الرقابية ومقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL)، توجد علاقة إيجابية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم ومعدل العائد على الأصول، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى معنوية أقل من 1% . بينما توجد علاقة إيجابية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وحجم الشركة. وهناك علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من: متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية، وتغير معدل دوران الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للعام الماضي، عند مستوى معنوية أقل من (1%) و (10%) و (1%) . بينما توجد علاقة سلبية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من: الرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية، وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية.

وبناءً على ما سبق، يوجد تأثير إيجابي ومعنوي بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل المقياسين (DUVOL ، NCSKEW)؛ لذلك يمكن قبول الفرض الأول.

## ب- نتيجة اختبار الفرض الثاني (H2):

استهدف الفرض الثاني للبحث اختبار أثر الملكية المؤسسية كمتغير معدل على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل المتغيرات الرقابية، ويوضح الجدول رقم (٧) نتائج اختبار الفرض الثاني.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

### جدول رقم (٧): نتائج اختبار الفرض الثاني

DUVOL	NCSKEW	المتغيرات
37.313*** (6.31)	39.532*** (6.69)	INF ASY
-0.339*** (-3.33)	-0.359*** (-3.31)	INF ASY * IE
0.206** (2.35)	0.304*** (2.94)	F. Size
-0.253 (-0.48)	-0.389 (-0.63)	Lev
-0.061 (-1.45)	-0.061 (-1.05)	MTB
1.031*** (3.37)	1.703*** (3.29)	ROA
-0.096 (-0.03)	1.05 (0.28)	SIGMA
-28.01*** (-6.12)	-33.725*** (-6.53)	RET
-0.052-** (-2.10)	-0.093*** (-3.16)	▲DUTURN OVER
-0.246*** (-10.02)	-0.256*** (-9.54)	CR <sub>t-1</sub>
-3.473* (-1.89)	-6.929** (-3.22)	Constant
32.585	29.254	F. Test
0.000	0.000	Prob of F
0.216	0.218	Adjusted R <sup>2</sup>
يوضح الجدول معاملات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار T.Test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى معنوية t.test حيث تشير * معنوية عند مستوى معنوية > 10%، ** معنوية عند مستوى معنوية > 5%، *** معنوية عند مستوى معنوية > 1%.		

ويتضح من الجدول السابق:

- النموذج معنوي ويمكن الاعتماد عليه؛ بناء على قيمة F.Test، ومستوى المعنوية المقابل له Prob of F أقل من 5% (0.0000)، وأن قيمة R<sup>2</sup> للمقياسين تساوي

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

- (٠.٢١٨، ٠.٢١٦) مما يعكس قدرة النموذج وما اشتمل عليه من متغيرات على تفسير (٢١.٨%، ٢١.٦%) من التغير الكلي في مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- كما يمكن تفسير المعنوية الجزئية لنموذج الانحدار من خلال معاملات الانحدار، حيث بلغ معامل الانحدار لمستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للمقياسين (٣٩.٥٣٢، ٣٧.٣١٣) على التوالي وقيمة إحصائية T المقابلة له (6.69، ٦.٣١) على التوالي وهذه العلاقة إيجابية ومعنوية عند مستوى ١%.
- ولفحص مدى تأثير إدخال الملكية المؤسسية كمتغير معدل على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. فقد تم إدخال المتغير التفاعلي (IE \* INF ASY) إلى النموذج الأساسي، حيث كانت العلاقة سلبية ومعنوية التأثير للمتغير التفاعلي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للمقياسين، حيث بلغت معاملات الانحدار (-٠.٣٥٩، -٠.٣٣٩) على التوالي، عند مستوى معنوية أقل من (١%)، بما يشير إلى أن وجود الملكية المؤسسية بشكل فعال يساعد في تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات، وبما يزيد من جودة الإفصاح والشفافية، وهو الأمر الذي يؤدي لخفض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويبرز ذلك الدور الذي تلعبه الملكية المؤسسية في التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بعد إدخالها كمتغير تفاعلي، وهذا يشير إلى أن تعزيز وجود الملكية المؤسسية بالشركات، يساعد في تضيق فجوة المعلومات بين كافة أصحاب المصالح، بالإضافة إلى خفض مشكلات الوكالة، وبما يساعد في تفعيل الدور الرقابي بالشركة، مع تحسين جودة الإفصاح. وبتعبير آخر إنه كلما تم تعزيز الملكية المؤسسية بالشركات، انخفض مستوى عدم تماثل المعلومات، وبالتالي انخفضت مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبهذه النتيجة يتم تأكيد التأثير السلبي للملكية المؤسسية على العلاقة.
- وفيما يتعلق بتأثير المتغيرات الرقابية ومقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، توجد علاقة إيجابية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى معنوية أقل من ١%. بينما توجد علاقة إيجابية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية. وهناك علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من: متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية، وتغير معدل دوران الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للعام الماضي عند مستوى معنوية أقل من (١%). بينما توجد علاقة سلبية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من: الرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية.

- وفيما يخص تأثير المتغيرات الرقابية ومقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL)، توجد علاقة إيجابية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى معنوية أقل من (٥%) و(١%). وهناك علاقة سلبية ومعنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من: متوسط عوائد الأسهم الأسبوعية، وتغير معدل دوران الأسهم، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للعام الماضي، عند مستوى معنوية أقل من (١%) و(٥%) و(١%) على التوالي. بينما توجد علاقة سلبية وغير معنوية بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وكل من: الرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية، وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية.

وبناءً على ما سبق، يوجد تأثير سلبي ومعنوي للملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل المقياسين (DUVOL، NCSKEW)؛ وعليه يمكن قبول الفرض الثاني.

## ٧-٥-٨ التحليل الإضافي

قامت الباحثتان بإعادة تشغيل نموذج الانحدار السابق الخاص بالفرض الثاني للبحث، وذلك من خلال تقسيم العينة وفقاً لعدة ضوابط بما يهدف في النهاية إلى إضفاء المزيد من الثقة والتأكد من العلاقات الواردة بالتحليل الأساسي، أو تفسير اختلافها حال وجود اختلاف في النتائج. وعلى بذلك تم اختبار فرض الدراسة الثاني في ظل

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

تقسيم العينة وفقاً لـ: الحجم Size، ومعدل العائد على الاستثمار ROI، والملكية الأجنبية FOR EQ، والملكية الإدارية Man EQ. حيث تم تقسيم عينة البحث إلي عينتين بناءً على قيمة الوسيط في كل متغير من المتغيرات السابقة، بحيث تمثل العينة الأولى والثانية بالترتيب العينة التي تتخفص وتزيد فيها قيمة كل متغير.

جدول 8: نتائج اختبار الترتيب وفقاً للمعيار الأول لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW) في كل التحليل الإضافي

Man EQ High	Man EQ Low	For EQ High	For EQ Low	Roi High	Roi Low	Size High	Size Low	Basic	المتغيرات
34.58***	63.04**	61.83***	35.40***	55.56***	29.80***	25.88***	48.75***	39.53***	INF ASY
(6.909)	(22.78)	(12.45)	(6.650)	(15.90)	(6.711)	(5.461)	(9.300)	(5.910)	
-0.410*	-0.620*	-0.982***	-0.169	-0.480*	-0.435**	-0.256*	-0.384*	-0.359**	INF ASY + IE
(0.175)	(0.270)	(0.198)	(0.125)	(0.230)	(0.145)	(0.109)	(0.167)	(0.108)	
0.433**	-0.0451	0.226	0.432**	0.295*	0.281	0.150	0.311	0.304**	F.Size
(0.148)	(0.194)	(0.209)	(0.127)	(0.140)	(0.195)	(0.116)	(0.263)	(0.105)	
-1.625	0.963	-0.233	-0.766	0.465	-0.907	0.769	-0.540	-0.389	Lev
(0.920)	(0.733)	(1.006)	(0.769)	(1.655)	(0.671)	(0.786)	(0.968)	(0.617)	
0.118	-0.126	0.101	-0.118	-0.0687	-0.110	-0.0631	-0.0765	-0.0611	MTB
(0.0917)	(0.0672)	(0.112)	(0.0632)	(0.0582)	(0.132)	(0.0655)	(0.107)	(0.0583)	
2.156*	1.427*	2.607*	1.844**	1.961	0.450	2.155*	1.763**	1.703**	ROA
(1.031)	(0.683)	(1.178)	(0.663)	(1.100)	(1.367)	(1.047)	(0.594)	(0.518)	
-1.522	3.948	-5.714	4.606	1.057	-1.106	5.818	-3.183	1.050	SIGMA
(4.968)	(5.869)	(6.336)	(4.954)	(4.299)	(4.857)	(5.111)	(5.349)	(3.706)	
-43.64***	-31.16***	-32.82***	-39.35***	-26.31***	-37.79***	-34.29***	-35.90***	-33.72***	RET
(7.372)	(7.730)	(10.21)	(6.253)	(6.968)	(8.232)	(7.964)	(7.742)	(5.162)	
-0.0687	-0.120**	-0.0438	-0.0911*	-0.165**	-0.0610	-0.0434	-0.144**	-0.0931**	ADTURN OVER
(0.0434)	(0.0444)	(0.0548)	(0.0382)	(0.0501)	(0.0472)	(0.0422)	(0.0456)	(0.0295)	
-0.259***	-0.275***	-0.283***	-0.266***	-0.276***	-0.241***	-0.233***	-0.291***	-0.256***	CR <sub>it</sub>
(0.0386)	(0.0474)	(0.0460)	(0.0317)	(0.0454)	(0.0472)	(0.0335)	(0.0466)	(0.0268)	
-9.416**	0.118	-4.764	-9.850***	-7.246*	-5.641	-3.843	-7.037	-6.929**	Constant
(3.232)	(4.058)	(4.252)	(2.673)	(2.997)	(4.078)	(2.648)	(5.163)	(2.153)	
0.241	0.208	0.255	0.221	0.232	0.198	0.142	0.272	0.204	Adjusted R-squared
19.99	30.75	20.05	20.36	20.22	8.734	12.81	27.24	29.25	F Test
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	prob F

يوضح الجدول معاملات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار T-Test. درجة أفضلية كل معطى بين فئوس، كما يوضح الجدول مستوى معنوية T-Test. حيث تشير \* معنوية عند مستوى معنوية >0.10%، \*\* معنوية عند مستوى معنوية >0.05%، \*\*\* معنوية عند مستوى معنوية >0.01%.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

جدول ٩: نتائج اختبار الفرض الثاني وفقاً للمقياس الأول لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) في ظل التحليل الإضافي

Man EQ High	Man EQ Low	For EQ High	For EQ Low	Roi High	Roi Low	Size High	Size Low	Basic	المتغيرات
35.26***	56.15**	57.43***	33.33***	56.58***	26.75***	26.73***	46.30***	37.31***	INF ASY
(7.453)	(16.91)	(14.21)	(5.791)	(14.62)	(7.249)	(6.587)	(8.962)	(5.914)	
-0.421*	-0.533*	-0.880***	-0.171	-0.458*	-0.377*	-0.263*	-0.367*	-0.339**	INF ASY *
(0.170)	(0.203)	(0.226)	(0.0974)	(0.203)	(0.146)	(0.113)	(0.163)	(0.102)	IE
0.312*	-0.0498	0.161	0.294**	0.300*	0.169	0.108	0.146	0.206*	F. Size
(0.122)	(0.164)	(0.180)	(0.105)	(0.137)	(0.178)	(0.105)	(0.215)	(0.0877)	
-1.071	0.691	0.276	-0.755	0.464	-0.497	0.454	0.0392	-0.253	Lev
(0.782)	(0.676)	(1.012)	(0.530)	(1.595)	(0.519)	(0.733)	(0.815)	(0.528)	
0.0561	-0.106*	0.0103	-0.0867	-0.0613	-0.0911	-0.0290	-0.145	-0.0611	MTB
(0.0780)	(0.0502)	(0.0925)	(0.0499)	(0.0520)	(0.0929)	(0.0439)	(0.0919)	(0.0420)	
1.973*	1.269*	2.463*	1.585**	1.941*	1.106	1.926*	1.507**	1.531**	ROA
(0.963)	(0.618)	(0.995)	(0.561)	(0.972)	(1.308)	(0.917)	(0.528)	(0.454)	
-2.035	1.390	-6.674	2.918	-1.729	-0.550	3.347	-3.693	-0.0963	SIGMA
(4.118)	(5.200)	(6.009)	(3.805)	(4.388)	(3.706)	(4.533)	(4.349)	(3.091)	
-35.36***	-25.61**	-23.62*	-34.18***	-21.10**	30.49***	29.17***	-27.89***	-28.01***	RET
(6.180)	(7.651)	(8.987)	(5.126)	(7.095)	(6.127)	(7.152)	(6.521)	(4.577)	
-0.0512	-0.0510	-0.0335	-0.0414	-0.114*	-0.000446	-0.00111	-0.111**	-0.0521*	▲ DUTURN OVER
(0.0394)	(0.0331)	(0.0577)	(0.0274)	(0.0483)	(0.0377)	(0.0360)	(0.0352)	(0.0248)	
-0.263***	-0.252***	-0.260***	-0.255***	-0.275***	-0.222***	-0.195***	-0.309***	-0.246***	CR <sub>t-1</sub>
(0.0393)	(0.0388)	(0.0424)	(0.0295)	(0.0472)	(0.0480)	(0.0281)	(0.0449)	(0.0245)	
-5.580*	1.744	-2.009	-5.538*	-5.984*	-2.107	-1.580	-2.235	-3.473	Constant
(2.673)	(3.441)	(3.592)	(2.211)	(2.917)	(3.728)	(2.405)	(4.219)	(1.834)	
0.232	0.201	0.239	0.224	0.242	0.174	0.124	0.292	0.202	Adjusted R-squared
26.75	25.23	24.49	22.49	16.25	7.124	20.97	24.40	32.59	F. Test
0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	prob_F

T.Test يوضح الجدول معاملات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار T.Test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى معنوية T.Test حيث تشير \* معنوية عند مستوى معنوية > 10%، \*\* معنوية عند مستوى معنوية > 5%، \*\*\* معنوية عند مستوى معنوية > 1%.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

ويلاحظ من الجدولين السابقين رقم (٨، ٩) أن النتائج الواردة للفرض الثاني في ظل المقياسين المستخدمين في قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم، أن الملكية المؤسسية تعمل على خفض مستوى عدم تماثل المعلومات، وهو الأمر الذي بدوره يساعد في تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذه العلاقة أقوى في حالة زيادة الملكية الأجنبية.

وتؤكد النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الإضافي أثر الملكية المؤسسية كمتغير معدل على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم حيث لم تختلف نتائج التحليل الإضافي عن نتائج التحليل الأساسي بشأن قبول أو رفض فرض البحث.

وبناءً على النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الإضافي، يتضح أن النموذج المستخدم في اختبار الفرض الثاني للبحث في التحليل الأساسي مناسب لاختبار أثر المتغير المعدل على العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل، حيث لم تختلف نتائج التحليل الإضافي عن نتائج التحليل الأساسي بشأن قبول فرض البحث الثاني.

## ٦-٧ النتائج والتوصيات وفرص البحث المستقبلية

### النتائج

استهدف البحث دراسة واختبار أثر الملكية المؤسسية، كمتغير معدل على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، واختبار مدى تأثير بعض المتغيرات الرقابية على المتغير التابع محل الدراسة، وفي ضوء الدراسة النظرية والتطبيقية التي تمت على عينة مكونة من (١٠٢) شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠٢٠ حيث بلغت عدد المشاهدات (٧٦٧) مشاهدة، خلصت الدراسة إلى النتائج التالية:



- ١- يعتبر مستوى عدم تماثل المعلومات من أهم المحددات الرئيسية بالنسبة للشركات والمستثمرين ومنظمي أسواق المال؛ وذلك لأنها تمثل الأساس الذي تعتمد عليه كافة أصحاب المصالح في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بشكل رشيد.
- ٢- هناك تفاوت بين الشركات في مستوى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة كطرف داخلي والمستثمرين كطرف خارجي، وأن ارتفاع هذا المستوى يُزيد من مشكلات الوكالة ومن ثم تكلفتها، وبالتالي ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي انهيار قيمة الشركة واستقرارها المالي.
- ٣- هناك تأثير إيجابي ومعنوي لمستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وذلك لأن ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات يكشف عن السلوك الانتهازي للإدارة ويعكس مخزون كبير من الأخبار والمعلومات السلبية، مما يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي ارتفاع المخاطر النظامية، وهو الأمر الذي يهدد الاستقرار المالي للشركات، وهو ما يثبت قبول الفرض الأول.
- ٤- يختلف التأثير الإيجابي والمعنوي لمستوى عدم تماثل المعلومات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل وجود الملكية المؤسسية. وهو ما يؤيد الفرض الثاني.
- ٥- يمكن القول أن التأثير السلبي للملكية المؤسسية على العلاقة الإيجابية والمعنوية بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، يرجع إلى الدور الفعال الذي يلعبه المستثمرون المؤسسون في تضيق فجوة المعلومات، وضمان تدفق المعلومات بشكل مستمر لكافة المستثمرين، مما يعمل على خفض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٦- مخاطر انهيار أسعار الأسهم تتأثر بكل من: حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول، ومتوسط العوائد الأسبوعية للأسهم.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

٧- اتفاق نتائج التحليل الإضافي مع نتائج التحليل الأساسي في وجود تأثير سلبي ومعنوي للملكية المؤسسية على العلاقة الإيجابية بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

### التوصيات

في ضوء ما خلصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج يمكن للباحثين اقتراح التوصيات التالية:

- ضرورة توجيه اهتمام وتنمية وعي الشركات على اتخاذ كافة الإجراءات التي تضمن الحد من مستوى تماثل المعلومات لضمان الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي بقاء واستمرارية الشركات مستقبلاً.
- من الناحية التشريعية قيام الجهات المسؤولة في أسواق المال بوضع قواعد تلزم بالحد من مستوى عدم تماثل المعلومات، مما يساهم في تحقيق التوازن في نشر المعلومات داخل الأسواق.
- تفعيل آليات حوكمة الشركات وتقييد سلوك الإدارة في حجب وإخفاء الأخبار السيئة والمعلومات السلبية في تحقيق مصالحها الشخصية.
- توجيه اهتمام الباحثين والجهات المعنية لدراسة وتحليل كافة العوامل التي تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ضرورة الاهتمام بنتائج الدراسة التطبيقية من قبل أصحاب المصالح، حيث أوضحت التأثير السلبي للملكية المؤسسية كمتغير معدل على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مما يعني أن تعزيز الملكية المؤسسية، يعمل على الحد من فجوة المعلومات، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

### فرص البحث المستقبلية

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن تدعيم تلك النتائج في بيئة الأعمال المصرية، من خلال تناول العناصر التالية بالبحث والتحليل وذلك لندرة الدراسات التي تناولتها:

- دراسة أثر نوع التحفظ على مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة أثر التحول الرقمي في الشركات وانعكاس ذلك على العلاقة بين فجوة المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة أثر الخصائص التشغيلية للشركة على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وأتعب عملية المراجعة.
- دراسة أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وقيمة الشركة.
- دراسة أثر ممارسات تجنب الضريبة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وانعكاسه على قيمة الشركة.

أثر الملكية المؤسسية على العلاقة بين مستوى عدم تماثل المعلومات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ...

د/ أميرة حامد السيد & د/ رباح حسن مصطفى

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- أبو العلا، محمد عبد العزيز محمد. (٢٠٢١). أثر جودة المراجعة على العلاقة بين ضعف الرقابة الداخلية وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية*، ٣(٥)، ٧٢-١.
- الصباغ، أحمد عبده. (٢٠١٩). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، ٢٣(٤)، ٣٥٤-٣٩٨.
- العيسوي، عبد الحميد محمود؛ الطحان، إبراهيم محمد. (٢٠٢٠). أثر التأخر غير الطبيعي لإصدار تقرير المراجع الخارجي على خطر انهيار سعر السهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، ٢٤(٢)، ١٩٣-٢٥٩.
- حسين، علاء علي أحمد. (٢٠٢٠). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسئولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، ٢٤(١)، ٢٠٨-٢٧٥.
- سليمان، وليد شحاته محمد قاسم. (٢٠٢٠). دور جودة المراجعة في تقليل عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، ٢٤(٣)، ٧٩٦-٨٣٢.
- مليجي، مجدي مليجي. (٢٠١٩). قياس آثار القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية*، ٣(٣)، ٢٩٣-٣٧٩.

### ثانياً: المراجع الأجنبية

- Akins, B. K., Ng, J., & Verdi, R. S. (2012). Investor competition over information and the pricing of information asymmetry. *The Accounting Review*, 87(1), 35-58.
- Aldhamari, R., Nor, M. N. M., Al Farooque, O., & Al-sabri, H. M. (2022). Risk committee and stock price crash risk in the Malaysian

financial sector: the moderating role of institutional ownership. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, (ahead-of-print).

- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2016). Corporate governance and firm- specific stock price crashes. *European Financial Management*, 22(5), 916-956.
- Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. (2010). Stock-based compensation and CEO (dis) incentives. *The Quarterly Journal of Economics*, 125(4), 1769-1820.
- Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 482-516.
- Borio, C. E., & Lowe, P. W. (2002). Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus. *available on: the BIS website (www.bis.org)*.
- Brunnermeier, M. K., Dong, G. N., & Palia, D. (2020). Banks' noninterest income and systemic risk. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(2), 229-255.
- Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting Review*, 305-333.
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of accounting and Economics*, 32(1-3), 237-333.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2011). Institutional investors and crash risk: Monitoring or expropriation. *Rotman School of Management Working Paper (1804697)*.
- Campbell, J. Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008). In search of distress risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899-2939.

- Chae, S. J., Nakano, M., & Fujitani, R. (2020). Financial reporting opacity, audit quality and crash risk: Evidence from Japan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 9-17.
- Chen, G., Chen, L., Liu, Y., & Qu, Y. (2021). Stock price bubbles, leverage and systemic risk. *International Review of Economics & Finance*, 74, 405-417.
- Chen, J., Chan, K. C., Dong, W., & Zhang, F. (2017). Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. *European Accounting Review*, 26(1), 125-152.
- Chen, Z., & Keefe, M. O. C. (2018). Board of director compensation in China: To pay or not to pay? How much to pay?. *Emerging markets review*, 37, 66-82.
- Cheng, Q., Du, F., Wang, X., & Wang, Y. (2016). Seeing is believing: Analysts' corporate site visits. *Review of Accounting Studies*, 21(4), 1245-1286.
- Chi, W., & Wang, C. (2010). Accounting conservatism in a setting of Information Asymmetry between majority and minority shareholders. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 465-489.
- Chung, K. H., McInish, T. H., Wood, R. A., & Wyhowski, D. J. (1995). Production of information, information asymmetry, and the bid-ask spread: Empirical evidence from analysts' forecasts. *Journal of Banking & Finance*, 19(6), 1025-1046.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29-48.
- Cicon, J. (2017). Say it again Sam: the information content of corporate conference calls. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 48(1), 57-81.

- Cormier, D., Houle, S., & Ledoux, M. J. (2013). The incidence of earnings management on information asymmetry in an uncertain environment: Some Canadian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(1), 26-38.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537-546.
- Dong, R., Tai, T., Yeung, W., & Parkes, D. C. (2004). HarTAC–The Harvard TAC SCM'03 Agent. In *Proceeding of the Second Workshop on Trading Agent Design and Analysis*.
- Fedorovich, V. O., & Fedorovich, T. V. (2019). Corporate business value: Asymmetric information in the calculation of economic value added. *Financial Analytics. Probl. Solut*, 12( 2), 183-203.
- Frieden, B. R., & Hawkins, R. J. (2010). Asymmetric information and economics. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 389(2), 287-295.
- Gao, S., F. Cao, and X. Liu, (2017). Seeing is not necessarily the truth: do institutional investors' corporate site visits reduce hosting firms' stock price crash risk?, *International Review of Economics and Finance*, 52, 165–187.
- Goel, A., Tripathi, V., & Agarwal, M. (2021). Information asymmetry and stock returns. *Journal of Advances in Management Research*, 18(1), 85-112.
- Goldman, E., Rocholl, J., & So, J. (2009). Do politically connected boards affect firm value?. *The Review of Financial Studies*, 22(6), 2331-2360.

- Guedhami, O., Pittman, J. A., & Saffar, W. (2014). Auditor choice in politically connected firms. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 107-162.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Han, B., Kong, D., & Liu, S. (2018). Do analysts gain an informational advantage by visiting listed companies?. *Contemporary Accounting Research*, 35(4), 1843-1867.
- He, F., Feng, Y., & Hao, J. (2022). Information disclosure source, investors' searching and stock price crash risk. *Economics Letters*, 210, 110202.
- Hollander, S., Pronk, M., & Roelofsen, E. (2010). Does silence speak? An empirical analysis of disclosure choices during conference calls. *Journal of Accounting Research*, 48(3), 531-563.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487-525.
- Hongyun, J., & Xiongyuan, W. (2018). Internal control information disclosure and stock price crash risk. *Journal of Central South University of Finance, Economics and Law*, 2018(3), 158-159.
- Hunjra, A. I., Mehmood, R., & Tayachi, T. (2020). How do corporate social responsibility and corporate governance affect stock price crash risk?. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), 30.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Ibragimov, R., & Walden, J. (2007). The limits of diversification when losses may be large. *Journal of Banking & Finance*, 31(8), 2551-2569.
- Irtisam, R. (2022). Financial Market Liquidity, Informed Trading, and Stock Price Crash Risk: Evidence from Corporate Tone, *Exchange*



*Competition, and Corporate Culture* (Doctoral dissertation, The University of Memphis).

- Jeon, K. (2019). Corporate governance and stock price crash risk. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-13.
- Jiang, X., & Yuan, Q. (2018). Institutional investors' corporate site visits and corporate innovation. *Journal of Corporate Finance*, 48, 148-168.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Johnson, J. L., Ellstrand, A. E., Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2005). The influence of the financial press on stockholder wealth: The case of corporate governance. *Strategic Management Journal*, 26(5), 461-471.
- Jordà, Ò., Schularick, M., & Taylor, A. M. (2015). Leveraged bubbles. *Journal of Monetary Economics*, 76, S1-S20.
- Jung, H., Choi, S., Lee, J., & Woo, S. (2022). Corporate pledgeable asset ownership and stock price crash risk. *Financial Innovation*, 8(1), 1-28.
- Kim, H. (2018). Debt maturity and stock price crash risk: Evidence from Korea. *Asset Management Review*, 6(1), 27-52.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639-662.
- Kim, J. B., Yeung, I., & Zhou, J. (2019). Stock price crash risk and internal control weakness: presence vs. disclosure effect. *Accounting & Finance*, 59(2), 1197-1233.

- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13.
- Kim, Y., Li, S., Pan, C., & Zuo, L. (2013). The role of accounting conservatism in the equity market: Evidence from seasoned equity offerings. *The Accounting Review*, 88(4), 1327-1356.
- Kothari, S. P., Shu, S., & Woychik, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., & Negakis, C. I. (2014). Accounting conservatism quality of accounting information and crash risk of stock prices. *The Journal of Economic Asymmetries*, 11, 120-137.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.
- Krishnaswami, S., & Subramaniam, V. (1999). Information asymmetry, valuation, and the corporate spin-off decision. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 73-112.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. *Review of Finance*, 16(1), 1-29.
- Li, J., Wang, L., Zhou, Z. Q., & Zhang, Y. (2021). Monitoring or tunneling? Information interaction among large shareholders and the crash risk of the stock price. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 1-20.
- Liao, Q. (2014). Overvaluation and stock price crashes: the effects of earnings management, *PHD in Accounting*, the Faculty of the Graduate School of the University of Texas at Arlington.
- Lim, H., Kang, S. K., & Kim, H. (2016). Auditor quality, IFRS adoption, and stock price crash risk: Korean evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2100-2114.

- Liu, J., & Lei, D. (2021). Managerial ability and stock price crash risk—the role of managerial overconfidence. *Review of Accounting and Finance*, 20(2), 167-193.
- Liu, J., & Zhong, R. (2018). Equity index futures trading and stock price crash risk: Evidence from Chinese markets. *Journal of Futures Markets*, 38(11), 1313-1333.
- Liu, S., Dai, Y., & Kong, D. (2017). Does it pay to communicate with firms? Evidence from firm site visits of mutual funds. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(5-6), 611-645.
- Lu, X. W., Fung, H. G., & Su, Z. Q. (2018). Information leakage, site visits, and crash risk: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 58, 487-507.
- Navissi, F., & Naiker, V. (2006). Institutional ownership and corporate value. *Managerial Finance*.32(3), 247-256.
- Paprocki, C., & Stone, M. S. (2004). Is the quality of critical accounting policy disclosures lower for companies with high information asymmetry?. Available at : SSRN 594202.
- Park, S. Y., & Park, H. Y. (2020). Do statutory internal auditors influence stock price crash risk? Firm-level evidence from Korea. *Managerial Auditing Journal*, 35(2), 207-237.
- Rashidi, M. (2021). The pricing of information asymmetry based on environmental uncertainty and accounting conservatism. *International Journal of Productivity and Performance Management*, (ahead-of-print).
- Roberts, J., Sanderson, P., Barker, R., & Hendry, J. (2006). In the mirror of the market: The disciplinary effects of company/fund manager meetings. *Accounting, Organizations and Society*, 31(3), 277-294.
- Russ, R. W., Peffley, W. W., & Greenfield, A. C. (2004). The Altman z-score revisited. Available at: SSRN 484923.

- Russell, M. (2015). Continuous disclosure and information asymmetry. *Accounting Research Journal*, 28(2), 195-224.
- Salehi, M., Zimon, G., Arianpoor, A., & Gholezoo, F. E. (2022). The Impact of Investment Efficiency on Firm Value and Moderating Role of Institutional Ownership and Board Independence. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(4), 170.
- Suhadak, S., Kurniaty, K., Handayani, S. R., & Rahayu, S. M. (2019). Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value. *Asian Journal of Accounting Research*, 4(1), 18-34.
- Tee, C. M. (2018). Political connections, institutional monitoring and the cost of debt: Evidence from Malaysian firms. *International Journal of Managerial Finance*, 14(2), 210-229.
- Tessema, A., & Dandu, J. (2016). International financial reporting standards compliance and information asymmetries: The role of enforcement authority and audit quality. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 14(6), 3993.
- Varici, I. (2013). The relationship between information asymmetry and the quality of audit: An empirical study in Istanbul Stock Exchange. *International Business Research*, 6(10), 132.
- Wang, J. L. (2013). Accounting conservatism and information asymmetry: Evidence from Taiwan. *International Business Research*, 6(7), 32.
- Wang, J., Liu, G., & Xiong, Q. (2020). Institutional investors' information seeking and stock price crash risk: nonlinear relationship based on management's opportunistic behaviour. *Accounting & Finance*, 60(5), 4621-4649.
- Wang, Y., Yao, C., & Kang, D. (2019). Political connections and firm performance: Evidence from government officials' site visits. *Pacific-*

*Basin Finance Journal*, 57, Available at: <https://sci-hub.se/https://doi.org/10.1016/J.PACFIN.2018.05.003>

- Wooldridge, J. M. (2012). *Introductory econometrics: A modern approach*. 5<sup>th</sup> edition.
- Xie, W., Ye, C., Wang, T., & Shen, Q. (2020). M&A goodwill, information asymmetry and stock price crash risk. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 33(1), 3385-3405.
- Xu, N., Jiang, X., Chan, K. C., & Yi, Z. (2013). Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 25, 217-239.
- Yongjian, L., Guohua, C., & Huayu, S. (2018). Stock liquidity and stock price crash risk: Corporate governance and short-term behavior perspective. *Journal of Chongqing University (Social Science Edition)*, 24(2), 47-65.
- Yu, J., & Mai, D. (2020). Political turnover and stock crash risk: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61, 101324.
- Zaman, R., Atawnah, N., Haseeb, M., Nadeem, M., & Irfan, S. (2021). Does corporate eco-innovation affect stock price crash risk?. *The British Accounting Review*, 53(5), 101031.
- Zhang, H., & Nam, C. H. (2016). The effect of information disclosure quality on stock price crash risk Evidence from listed companies in China. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(8), 401-409.
- Zhou, J., Kim, J. B., & Yeung, I. (2013). Material weakness in internal control and stock price crash risk: Evidence from SOX Section 404 disclosure. Available at :SSRN 2208212.
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21(2), 349-399.