

قياس أثر هيكل الملكية على غموض التقارير المالية وانعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

أحمد محمد أبوظالب
أستاذ المحاسبة المالية
كلية التجارة
جامعة القاهرة

هالة محمد شعبان
باحث دكتوراه
كلية التجارة
جامعة القاهرة
halashaban2013@gmail.com

محمد حمدي عوض

مدرس المحاسبة
كلية التجارة
جامعة القاهرة

مستخلص البحث

يهدف هذا البحث إلى قياس أثر هيكل الملكية على غموض التقارير المالية وانعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٦٩ شركة من الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ حتى ٢٠٢٠. وتوصلت نتائج البحث إلى وجود تأثير مباشر عكسي معنوي لهيكل الملكية على غموض التقارير المالية، ووجود تأثير مباشر طردي معنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود تأثير مباشر عكسي غير معنوي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم، أيضاً يوجد تأثير غير مباشر معنوي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال غموض التقارير المالية. وتعد هذه النتائج مفيدة للهيئات والجهات التنظيمية والتشريعية والشركات والمستثمرين لما توفره من معلومات ونتائج يمكن الاستفادة منها لكل جهة من هذه الجهات.

الكلمات المفتاحية

حوكمة الشركات، هيكل الملكية، غموض التقارير المالية، خطر انهيار أسعار الأسهم.

تم استلام البحث في ٢٧ يولية ٢٠٢٣، وقبوله للنشر في ٦ سبتمبر ٢٠٢٣.

١. المقدمة وطبيعة مشكلة:

أصبح خطر انهيار أسعار الأسهم محور اهتمام المستثمرين والمنظمين بعد وقوع عدد كبير من فضائح الشركات البارزة في أوائل العقد الأول من القرن العشرين ، واجتذب اهتمامًا متزايدًا في السنوات الأخيرة، لا سيما في الفترة منذ الأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ ، ومنذ ذلك الوقت اكتسب زخمًا قويًا لإجراء مزيد من البحوث حول انهيار أسعار الأسهم، والتي تعكس أهمية هذه القضية للأكاديميين والممارسين (Yeung & Lento, 2018). كما أثارت قضية الإفصاح والشفافية في عملية إعداد التقارير المالية اهتمامًا عميقًا من وجهة نظر المستثمرين، بعد سلسلة الفضائح المالية للشركات الأوروبية والأمريكية، حيث تعد اليوم العديد من اللوائح والإفصاحات في التقارير المالية جزءًا من التقارير المالية، وأخذت التقارير المالية مفهومًا عميقًا يتجاوز الإفصاح عن البيانات المالية فقد تحول اهتمام المستثمرين ليس فقط إلى فعالية ممارسات حوكمة الشركات ولكن أيضًا إلى الشفافية الإفصاح عن المعلومات.

يعتبر العائد على الاستثمار هو الهدف الأساسي للمستثمرين الذين يخصصون جزءًا من استثماراتهم للاستثمار في أسواق المال وهو الشيء المهم الذي يجب توقعه، ويتكون هذا العائد من خلال الفرق بين سعر بيع وسعر شراء الأسهم، وكلما ارتفع سعر البيع ارتفع العائد والعكس. صرح (Chen et al., 2001) بأن عائدات السوق الإجمالية موزعة بشكل غير متماثل. وعلاوة على ذلك، هناك تقلبات غير متماثلة في عوائد السوق، واتجاه التقلبات المتزايدة على العوائد السلبية بدلاً من التقلبات المتزايدة على العوائد الإيجابية يسمى هذا الاتجاه بخطر انهيار أسعار أسهم الشركات Stock price crash risk. وبالتالي يمكن استنتاج أن العائد وخطر انهيار أسعار الأسهم هي الأشياء التي ترتبط بسعر السهم. لذلك، إلى جانب العوائد، يحتاج المستثمرون إلى الانتباه إلى ميل أسعار الأسهم للانهيار (Prameswari et al., 2016).

وتشير الدراسات الحديثة إلى العديد من العوامل الداخلية والخارجية المختلفة التي يمكن أن تؤثر على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات. من بين العوامل الداخلية التي تم تحديدها حوافز التعويض (Kim et al., 2011a)، التجنب الضريبي (Kim et al., 2011b)، الملكية المؤسسية (An & Zhang, 2013)، والتحفيز المحاسبي (Kim & Zhang, 2016)، ومن بين العوامل الخارجية البيع على المكشوف short selling (Callen & Fang, 2013)، والدين religion، والمعايير المحاسبية (Callen & Fang, 2015; DeFond et al., 2015).

يشير خطر انهيار أسعار أسهم الشركات إلى انهيار شديد في القيمة السوقية للسهم، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض حاد في ثروة المساهمين (Dang et al., 2018)، ويرى (DeFond et al., 2015) أنه يمثل تكرار حدوث عوائد سلبية على السهم، وتكون ذات قيمة عالية أو شاذة، هذا الجانب السلبي يشكل مصدر قلق بالغ للمستثمرين والشركات على حد سواء ، لأنه يؤثر على إدارة المخاطر واتخاذ القرارات الاستثمارية. وتشير الأدبيات السابقة إلى أن السبب الرئيسي لانهيار أسعار الأسهم هو ميل المديرين إلى تخزين stockpile الأخبار السيئة أو السلبية bad or reverse news أو المعلومات غير المفضلة عن المستثمرين، أو حجبها hoard لأطول فترة ممكنة وذلك تحقيقًا لمزايا معينة، وفي ظل وجود مشاكل محتملة في الوكالة (e.g., Jin & Myers, 2006; Hutton et al., 2009)، تُسجَع / تُحْفَز المخاوف المهنية والحفاظ على المكافآت المديرين علي إخفاء conceal الأخبار السيئة على مدى فترة زمنية ممتدة، وحيث أن قدرة المديرين علي تخزين الأخبار السيئة محدودة، فإن عملية الحجب هذه لن تستمر إلى الأبد، فعندما تستمر عملية تخزين الأخبار السيئة فإنها تتجمع مع الوقت حتى تصل في لحظة معينة إلي درجة تفوق قدرة الإدارة علي تخزين الأخبار السيئة والتي تسمى بـ threshold ، عند هذه النقطة يتم الإفصاح عن هذه الأخبار السيئة المتركمة دفعة واحدة. وبناءً على الإفصاح اللاحق عن هذه المعلومات المتركمة، ينتج عنه انخفاضًا حادًا في القيمة السوقية لأسهم الشركة مما يتولد عنه خطر انهيار في أسعار الأسهم (Jin & Myers, 2006).

بالنظر إلى حقيقة أن السلوك الانتهازي الإداري هو في الأساس في حجب المعلومات بسبب الفصل بين الملكية والإدارة، فيمكن أن يحدث انهيار أسعار الأسهم الخاصة بالشركة عندما يخفي المديرون الأخبار السيئة عن الشركة من المستثمرين (Hutton et al., 2009). يخنط المديرون في حجب الأخبار السيئة نظرًا لوجود صراعات الوكالات بين المديرين والمستثمرين (أي المساهمين) ، مما يؤدي إلى عدم تماثل المعلومات. عندما يتم فصل الملكية عن الإدارة، يكون لدى المديرين معلومات متفوقة ولديهم الحافز لمتابعة مصالحهم الخاصة على حساب مصلحة المساهمين. ومن ثم، إذا كان الإبلاغ عن معلومات الشركة السلبية يمكن أن يكلف المديرين تعويضاتهم أو فرص ترقية أو حتى وظائفهم ، فقد يحاولون تخفيف مخاوفهم المهنية عن طريق تأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة. وبالتالي، فإن الحد من تضارب النزاعات بين الوكالات يمكن أن يمنع المديرين من تأخير الإفصاح عن معلومات الشركة السلبية (Kothari et al., 2009).

تسهل البيئة الغامضة للمديرين استخدام المعلومات في محاولة لتحويل الثروة من المستثمرين إلى أنفسهم من خلال الحصول على مستويات أعلى من التعويض، على العكس من ذلك، عندما تقل درجة الغموض (أي زيادة الشفافية)، فإنها تسهل مراقبة المساهمين وتخفف من التلاعب الإداري، لذلك فإن الشركات ذات الحساسية المرتفعة تجاه معنويات المستثمرين تميل إلى أن تكون غامضة نسبيًا، مما يعكس بدوره على احتمال تعرض الشركة لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وبناءً علي ماسبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:

- هل هناك تأثير مباشر لهيكل الملكية على مستوي غموض التقارير المالية؟
- هل هناك تأثير مباشر لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم؟
- هل هناك تأثير مباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم؟

هل هناك تأثير غير مباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال غموض التقارير المالية؟

٢. أهمية البحث:

تتضح أهمية البحث من خلال أهمية المتغيرات التي تقوم بدراستها والعلاقة بين هذه المتغيرات، حيث لفتت الأزمات المالية المتتالية الانتباه المتزايد إلى المخاطر وأصبح من الضروري إعادة اكتساب الثقة في الأسواق المالية، ولا يتحقق ذلك دون الاهتمام بتعزيز شفافية التقارير المالية التي تهم المستثمر بالدرجة الأولى عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، وذلك من خلال الاهتمام بالعوامل التي تُعزز من شفافية التقارير المالية، وأيضاً الاهتمام ببيئة إعداد تلك التقارير وتفعيل آليات حوكمة الشركات بما ينعكس على تعزيز جودة وشفافية التقارير المالية التي تؤثر بدورها على خطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلي.

٣. هدف البحث:

يهدف البحث إلى قياس أثر هيكل الملكية على غموض التقارير المالية وانعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية. وذلك بالتطبيق على الشركات المقيد بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2014 حتى 2020، ويمكن تحقيق هذا الهدف من خلال تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

- التحقق من الأثر المباشر لهيكل الملكية على مستوى غموض التقارير المالية.
- التحقق من الأثر المباشر لمستوى غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- التحقق من الأثر المباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- التحقق من الأثر غير المباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال غموض التقارير المالية.

٤. فروض البحث:

- الفرض الأول H1: يوجد تأثير مباشر معنوي لهيكل الملكية على غموض التقارير المالية.
- الفرض الثاني H2: يوجد تأثير مباشر معنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- الفرض الثالث H3: يوجد تأثير مباشر معنوي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- الفرض الرابع H4: توجد تأثير غير مباشر معنوي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال غموض التقارير المالية.

٥. منهجية البحث:

- تتمثل المنهجية التي ستنبها الباحثة من أجل تحقيق أهداف البحث، والإجابة على التساؤلات البحثية، واختبار فروض البحث، في جانبين رئيسيين:
- الدراسة النظرية: تتمثل في الإطار النظري لمتغيرات البحث، وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت المتغيرات محل البحث.
- الدراسة التطبيقية: تتمثل في الجانب التطبيقي لاختبار فروض الدراسة، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

٦. خطة البحث:

سعيًا نحو تحقيق أهداف البحث، والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم تقسيم الجزء التالي من البحث إلى أربعة أقسام رئيسية، يعرض القسم الأول: الإطار النظري لمتغيرات البحث، ويعرض القسم الثاني الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، ومن خلال القسم الثالث الدراسة التطبيقية، ويعرض القسم الأخير تحليلاً لأبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة، والتوصيات المقترحة.

٧. الإطار النظري لمتغيرات البحث:

٧-١ غموض التقارير المالية (مفهوم - نظريات - محددات - عواقب)

٧-١-١ مفهوم غموض التقارير المالية "Financial Reporting Opacity"

في أواخر التسعينات، طورت برايس ووترهاوس Price Waterhouse "مؤشر الغموض" "opacity index" لقياس شفافية البيانات المالية (أو عدم وجود / غيابها) في بلدان مختلفة. تم تعريف الغموض على أنه " الافتقار إلى ممارسات واضحة ودقيقة ورسمية وسهلة التمييز، ومقبولة على نطاق واسع"، نظر برايس ووترهاوس في خمسة عوامل (Damodaran, 2000):

$$O_i = 1/5 * [C_i + L_i + E_i + A_i + R_i],$$

حيث تشير إلى:

i = البلد

O = العامل المركب (النتيجة النهائية)

C = تأثير الممارسات الفاسدة corrupt practices

L = تأثير الغموض القانوني والقضائي (بما في ذلك حقوق المساهمين) legal and judicial opacity

E = تأثير الغموض السياسي / الاقتصادي economic /policy opacity

A = تأثير غموض المحاسبة / حوكمة الشركات accounting/corporate governance opacity

R = تأثير عدم اليقين بشأن الغموض التنظيمي / التعسف regulatory opacity uncertainty / arbitrariness

وعرّف (2011) Gu الغموض المالي علي أنه عدم اليقين في المعلومات الذي يواجهه المستثمرون مما يجعل من الصعب إجراء تقييم دقيق لقيمة الشركة الأساسية التي تنشأ عن قيود الإفصاح أو التعقيد المتأصل للشركة. وعرّفه (1999) Vishwanath & Kaufmann أنه الحجب المتعمد للمعلومات، أو تحريفها وتقديم معلومات غير صحيحة، وعدم قدرة السوق في الحصول على معلومات ذات صلة كافية أو جودة. ويرى (2003) Bhattacharya et al. بأنه مدي إخفاء الإدارة للأداء الحقيقي للشركة. وأشار (2012) Dempsey et al. أن غموض التقارير المالية هو الاستراتيجية المصممة من قبل إدارة الشركة للتعظيم علي الأداء المالي الحقيقي للشركة، ويمكن لتحيزات التقارير الإدارية والتعظيم في الإفصاح التأثير على التقييم السوقي لأسعار الأسهم إذا كان الإفصاح قادرًا على تغيير إما المستويات / التوقيت المتوقع للتدفقات النقدية المستقبلية، أو معدل الخصم المستخدم لخصم التدفقات النقدية المتوقعة. وعرفه (2009) Bharath et al. على أنه عدم تماثل المعلومات بين المطلعين insider's (المديرين) والأجانب outsider's (المستثمرين)، أو عدم قدرة المستثمر الخارجي على تقييم الشركة بدقة (أو أحد أصول الشركة) بسبب نقص المعلومات، بالمقارنة إلى المديرين الداخليين الذين يمتلكون المزيد من المعلومات (Al Balooshi et al., 2020). وهو ما أكدته (2017) Dahiya بأنه عادةً ما يُقصد بـ "غموض الشركة" أن تعكس مستوى عدم تناسق المعلومات بين المطلعين والأجانب.

وبناءً علي ما سبق يمكن للباحثة تعريف الغموض بأنه "اتباع الشركة لأساليب حجب متعمد للمعلومات ذات الصلة بالأداء الحقيقي للشركة مما يؤدي إلي صعوبة إجراء المستثمرين لتقييم دقيق لقيمة الشركة".

١-٢-١-٧ النظريات والآراء التفسيرية لغموض التقارير المالية:

١-٢-١-٧ نظرية الوكالة Agency Theory

تُعرّف نظرية الوكالة علاقة الوكالة بأنها عقد يقوم بموجبه فرد أو أكثر (المساهمين) بإشراك شخص آخر (المديرون) لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم والتي تتضمن تفويض بعض سلطة اتخاذ القرار للوكيل (Jensen & Meckling, 1976). من المتوقع أن المدير لن يتصرف دائمًا في مصلحة المساهمين، تدعي نظرية الوكالة أنه من المتوقع أن تنشأ التعارضات عندما تكون هناك معلومات غير كاملة وغير متماثلة بين الأصيل والوكيل في الشركة قد يكون لكلا الطرفين مصالح مختلفة، ويمكن التقليل من هذه المشكلة من خلال توفير المزيد من المعلومات (Urquiza et al., 2010; Honggowati et al., 2019).

١-٢-١-٧ نظرية الإشارات Signaling Theory

تشير نظرية الإشارات إلى أن المعلومات غير متماثلة بين المفسرين مما قد يتسبب في اختيارًا ضارًا، وتُعد نظرية الإشارات مفيدة لوصف السلوك عندما يكون لدى طرفين (أفراد أو منظمات) إمكانية الوصول إلى معلومات مختلفة. عادةً، يجب على أحد الأطراف، المرسل sender، اختيار ما إذا كان سيتم توصيل (أو الإشارة) (signal) بهذه المعلومات وكيفية توصيلها، ويجب على الطرف الآخر، المتلقي receiver، اختيار كيفية تفسير الإشارة.

الشركات بصفة عامة تعرف جودتها الحقيقية، في حين أن الغرباء (على سبيل المثال، المستثمرون والعملاء) لا يعرفوا، وبالتالي عدم تناسق المعلومات موجود، ويكون لدي كل شركة الفرصة للإشارة أو عدم الإشارة signal or not signal إلى جودتها الحقيقية للغرباء. في مثل هذه الحالات، يكون الغرباء غير قادرين على التمييز بدقة بين الشركات ذات الجودة العالية والمنخفضة (Connelly et al., 2011).

١-٢-١-٧ نظرية التكاليف السياسية political cost Theory

"تفترض نظرية التكاليف السياسية أن الشركة تعمل في المجتمع بناءً على عقود صريحة وضمنية مع الأفراد والجماعات". تشمل هذه المجموعات الحكومة والموظفين والمستهلكين ومجموعات المصالح الخاصة والجمهور. بشكل عام، تشير نظرية التكاليف

السياسية إلى أنه كلما زادت التكاليف السياسية للشركة، زادت احتمالية قيام الإدارة بتنفيذ السياسات المحاسبية لتأجيل الأرباح المبلغ عنها من الفترة الحالية إلى الفترات المستقبلية (Milne,2002 ; Pasandidehfar et al.,2016).

١-٢-٤ تكاليف الملكية proprietary costs

تكاليف الإفصاح عن تكاليف الملكية هي التكاليف المرتبطة بالإفصاح عن المعلومات التي قد تكون ذات طبيعة ملكية، وبالتالي من المحتمل أن تلحق الضرر بالشركة إذا تم الإفصاح عنها. على سبيل المثال، تمتلك الشركات معلومات خاصة حول المكاسب المستقبلية المتوقعة الناتجة عن الاستثمارات في الأصول غير الملموسة مثل الإعلان وأنشطة البحث والتطوير. ومع ذلك، فإن هذه المكاسب أقل وضوحًا للغرباء، فإذا قامت الشركة بالإفصاح عن معلومات الملكية الخاصة بها، فقد تقلل تلك الإفصاحات من المزايا التنافسية للشركة

غالبًا ما يستشهد المدبرون بالخوف من منح المنافسين مزايا كسبب لعدم وجود سياسة إفصاح كاملة، في دراسة استقصائية للمدبرين التنفيذيين الماليين من الشركات متعددة الجنسيات في المملكة المتحدة والولايات المتحدة، ذكر Gray et al.(1990) أن التكلفة غير المباشرة للضرر التنافسي تعتبر أهم عامل تكلفة يفيد الإفصاح عن المعلومات (Low,1996).

١-٣-٣ محددات غموض التقارير المالية:

يمكن تصنيف محددات غموض التقارير المالية إلى ثلاث مجموعات، واستعراض هذه المحددات وفقًا للجدول التالي:

الدراسات السابقة	المحدد	تفسير المحدد / دافع غموض التقارير المالية
المجموعة الأولى : المحددات المرتبطة بالخصائص الشخصية للمدبرين		
(Uy gur ,2018)	قدرة المدير التنفيذي CEO ability	المدبرين التنفيذيين ذوي القدرات المنخفضة يقومون بالتشويش على استنتاجات السوق من خلال الحد من المعلومات المتاحة، ويبحثون عن المزيد من الشركات المبهمة / الغامضة من أجل إخفاء أدائهم الضعيف.
(Koo&Kim,2018)	قوة المدير التنفيذي CEO power	المدبرين التنفيذيين الذين يتمتعون بقوة وسلطة يسعون إلى تحقيق قدر أكبر من الغموض مما يؤدي إلى بيانات معلومات أكثر فقرًا لإخفاء مشاكل الوكالة أو ضعف أداء الشركات.
(Liang et al.,2020)	الثقة الإدارية المفرطة Managerial overconfidence	الثقة الإدارية المفرطة لها أهمية كبيرة للتأثير على التقارير المالية والإفصاح عن المعلومات، المدبرين ذوي الثقة المفرطة هم أكثر عرضة للمشاركة في عمليات الاحتيال المحاسبية، ويميلون إلى تأخير نشر الأخبار السيئة، حيث تعتبر الثقة الإدارية المفرطة إحدى القوى الدافعة لاكتناز المدبرين للأخبار السيئة.
(Liao et al.,2022)	المدبرون ذوي الخبرة الأجنبية Director Foreign Experience	يمتلك المدبرون ذوي الخبرة الأجنبية معرفة فائقة بممارسات إعداد التقارير المالية عالية الجودة من البلدان التي يكتسبون فيها خبرتهم الأجنبية، وبالتالي يمكنهم تحسين عملية إعداد التقارير المالية لشركاتهم، من خلال فهم أفضل لقيمة الشفافية، وتحسين بيئة المعلومات، كما أن المدبرين ذوي الخبرة الأجنبية أقل عرضة للمعايير المحلية والروابط الاجتماعية، مما يزيد من الاستقلالية والشفافية وتخفيض مستوى الغموض.
(Baik et al.,2010)	سمعة المدير التنفيذي CEO Reputation	المدبرون التنفيذيين ذوي السمعة الطيبة ترتبط بغموض أقل، مما يشير إلى أن المدبرين التنفيذيين يعملون لحماية سمعتهم من خلال زيادة تدفق المعلومات إلى السوق وبالتالي فهم يقومون بتحسين بيئة المعلومات.
المجموعة الثانية : المحددات المرتبطة بخصائص الشركة		
(Geile,2007) (Zhang ,2006) (Lee,2012)	إدارة التدفقات النقدية Cash Flow Management	عندما تكون الشركات في ضائقة مالية، قد تصبح معلومات التدفق النقدي أكثر أهمية لسوق لأن الشركة أقرب إلى التخلف عن السداد. مما يخلق حافز لدى الشركات لإدارة التدفقات النقدية والتلاعب بها لتحقيق أهداف مثل التدفقات النقدية التشغيلية الإيجابية،

وتلبية التوقعات وأهداف توزيع الأرباح ، وتعظيم المكافآت. مما ينعكس علي شفافية المعلومات وتزايد غموض التقارير المالية.		
تسعي الشركات دائماً لتقديم المعلومات والإفصاحات المرتبطة بالتقارير المالية، ولكن عند الإفصاح عن تلك المعلومات تقوم الإدارة بمراعاة مدى ونوع المعلومات التي سيتم نشرها على أمل أن تحصل الشركة على قيمة إيجابية من المعلومات المقدمة. في حين أن المعلومات التي قد تخاطر بقيمة الشركة لا يتم نشرها ، ومثل هذا الحجب للمعلومات يؤثر علي مستوي الغموض في التقارير المالية.	قيمة الشركة Firm value	(Honggowati et al.,2019)
يمتلك المديرون حوافز لاستخدام قرارات الإفصاح بشكل انتهازي، وللتأثير على أسعار الأسهم، عندما تستند تعويضاتهم إلى أسعار أسهم الشركة ، مما ينعكس علي مستوي غموض التقارير المالية.	التعويض على أساس الأسهم Share-based compensation	(Melloni, 2015) (Reitmaier&Schultze,2017)
المجموعة الثالثة : المحددات المرتبطة بالسوق		
نشر المحللون لتوقعات وتنبؤات الأرباح والتدفقات النقدية للشركات قد يمثل عبء علي إدارة الشركة للوفاء بتلك التوقعات، مما يدفعهم إلي استخدام تقديراتهم الذاتية لإعداد التقارير المالية بشكل انتهازي ، وبالتالي التأثير علي مستوي غموض التقارير المالية.	توقعات المحللين Analyst Forecasts	(Defond&Hung ,2003)
الإفصاح عن المعلومات المدرجة بالتقارير المالية يمكن أن يكون مصدرًا مهمًا للمعلومات للمنافسين، مما يدفع الشركات إلى تقييد أو حتى تشويش الإفصاحات obfuscate disclosures التي قد تضر بمركزها التنافسي ، وبشكل دافع كبير للإدارة لحجب المعلومات وتخفيض الإفصاحات بالتقارير المالية، مما يؤدي إلي زيادة مستوي غموض التقارير المالية.	المنافسة competition	(Callen et al.,2020) (Glaeser,2018)

المصدر : إعداد الباحثة

٧-١-٤ عواقب الغموض المالي:

هناك العديد من العواقب السلبية لغموض التقارير المالية في الأسواق المالية. ومن بين هذه العواقب عدم التوازن بين المخاطر والعائد، وهو وضع يكون فيه للمستثمرين الأفراد غير المدركين الذين يتحملون المزيد من المخاطر عوائد أقل والعكس صحيح. وبالتالي، فإن الثروة ستحققها فئات قليلة من المستثمرين. ومن النتائج الواضحة الأخرى للغموض المالي هي الفساد الذي له تأثير سلبي على الاستثمار والنمو الاقتصادي (Fung et al.,2002)، أيضاً يؤدي الغموض المالي إلي تزايد تعرض الشركات الي مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٧-٢ خطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم – النظريات – المحددات - العواقب)

٧-٢-١ مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم

يعد خطر انهيار أسعار الأسهم مصدر قلق هام للشركات والمستثمرين، حيث أنه يؤثر علي القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمرين وعلي إدارة المخاطر التي تواجهها الشركات، وتناولت العديد من الدراسات مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم من جوانب مختلفة مما يعكس أهميته المتزايدة، فقد ركزت بعض الدراسات في تعريفها لخطر الانهيار علي عوائد سعر السهم ، حيث عرف Zhu(2016) خطر انهيار أسعار الأسهم علي أنها احتمالية حدوث انخفاض أو هبوط كبير ومفاجئ وغير متكرر في سعر سهم الشركة ، وأشار Dang et al.(2018) إلي أنها الانهيار الشديد extreme collapse في القيمة السوقية للأسهم والذي يؤدي إلي انخفاض حاد في ثروة المساهمين ، بينما عرفه DeFond et al. (2015) علي أنها تكرار حدوث عوائد سلبية علي الأسهم وتكون ذات قيمة عالية أو شادة، وعرفته دراسة Cheng et al. (2020) أنه الظاهرة التي ينخفض فيها سعر سهم الشركة بشكل حاد خلال فترة قصيرة.

في حين ركز البعض الآخر من الدراسات لمفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم علي شكل توزيع العائد علي السهم حيث أشار (Hutton et al., 2009; Hong&Stein, 2003; Callen&Fang, 2015; Chen et al., 2001; Kim et al., 2014) أن خطر انهيار أسعار الأسهم هو الانحراف أو الالتواء السالب negative skewness في توزيع العائد على سعر سهم الشركة.

٢-٢-٧ النظريات والآراء التفسيرية لخطر انهيار أسعار الأسهم:

١-٢-٢-٧ نظرية اكتناز الأخبار السيئة Bad News Hoarding Theory تستند أدبيات انهيار أسعار الأسهم إلى نظرية اكتناز الأخبار السيئة، حيث يؤدي عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين إلي تحفيز المديرين المهتمين بأنفسهم على تعظيم مصالحهم الذاتية والتضحية بمصالح المساهمين طويلة الأجل.

تشير الأدبيات السابقة إلي أن السبب الرئيس لانهيار أسعار الأسهم هو ميل المديرين إلى تخزين الأخبار السيئة أو السلبية عن المستثمرين، أو اكتنازها وحجبها hoard لأطول فترة ممكنة وذلك تحقيقاً لمزايا معينة، وفي ظل وجود مشاكل محتملة في الوكالة، وحيث أن قدرة المديرين علي تخزين الأخبار السيئة محدودة، فإن عملية الحجب هذه لن تستمر إلى الأبد، وعندما يصل حجم الأخبار السيئة المتركمة إلي النقطة التي تفوق قدرة المديرين علي تخزينها والتي تسمى بـ threshold، عند هذه النقطة يتم الإفصاح عن هذه الأخبار السيئة المتركمة دفعة واحدة، وبناءً على الإفصاح اللاحق عن هذه المعلومات المتركمة، ينتج عنه انخفاضاً حاداً في القيمة السوقية لأسهم الشركة مما يتولد عنه خطر انهيار في أسعار الأسهم (e.g., Jin & Myers, 2006; Hutton et al., 2009; Habib et al., 2017)

يمكن أن ينبع ميل المديرين لحجب واكتناز الأخبار السيئة من مشاكل الوكالة حيث لا تتوافق تفضيلات الإفصاح الإداري مع تفضيلات المساهمين، ويمتلك المديرين عادةً معلومات خاصة فائقة مقارنة بمجتمع الاستثمار، يمكن أن تحفز الحوافز المختلفة المديرين على الإفصاح عن معلوماتهم الخاصة أو حجبها (Healy & Palepu, 2001; Verrecchia, 2001). فالالتزام الإداري بالإفصاح السريع عن المعلومات الخاصة، سواء كانت جيدة أو سيئة، يمكن أن يقلل من عدم تماثل المعلومات وربما يقلل من تكلفة رأس مال الشركة (Glosten&Milgrom, 1985; Diamond, 1985; Diamond&Verrecchia, 1991; Verrecchia, 2001; Healy & Palepu, 2001) ومع ذلك، هناك أيضاً تكاليف تتحملها الشركة في حال إذا كشفت الإفصاحات عن معلومات الملكية حول توقعات الشركة للمنافسين (Verrecchia, 2001).

٢-٢-٢-٧ نظرية الاختلافات في الرأي Differences of opinion Theory

طور (Hong&Stein (2003 نموذج لقياس أثر الاختلافات أو عدم التجانس في آراء أو معتقدات المستثمرين علي حدوث انهيارات السوق ككل، وتقوم هذه النظرية بالتركيز علي الجانب السلوكي في تفسير حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، وتستند هذه النظرية علي مقترح (Romer(1993 إن عدم تجانس في معتقدات المستثمرين لديه القدرة على الكشف عن الإشارات الخاصة للمستثمرين المتشائمين نسبياً بما يؤدي الي التأثير علي أسعار الأسهم حتي في ظل غياب المعلومات لذلك يطلق عليها أيضاً نظرية عدم التجانس في معتقدات المستثمرين Heterogeneity in Investors Beliefs.

يبدأ هذا النموذج بملاحظة أن مجموعة من المستثمرين لا يمكنها بيع الأسهم في فترات قصيرة مثل هذه القيود تمنع الإفصاح عن المعلومات السلبية التي يكون المستثمرون المتشائمون bearish investors علي علم بها، ومع ذلك إذا قامت مجموعة المستثمرون المتفائلون bullish investors ولديهم معلومات سابقة متفائلة بشراء الأسهم، وقام المستثمرون المتشائمون بالإفصاح عن المعلومات السيئة يحدث هبوط في أسعار الأسهم كبدية لحدوث الانهيار.

وتعتبر هذه النظرية سلوكية من حيث أنها تعتمد علي سلوك عقلائي أقل من جانب كل من المستثمرين المتفائلين والمتشائمين، وتمثل أيضاً هذه النظرية شكل من أشكال الثقة المفرطة حيث يعتقد كل مستثمر (بشكل غير صحيح) أن معلوماته وإشاراته الخاصة أكثر دقة من المعلومات والإشارات الأخرى. وبالتالي يمكن اعتبار الاختلاف في الرأي على أنها تعكس نوعاً من العقلانية المحدودة حيث لا يستطيع المستثمرون من خلالها بناء استنتاجات بالاعتماد علي الأسعار (Hong&Stein, 2003).

٣-٢-٧ محددات خطر انهيار أسعار الأسهم

وفقاً للمسح الذي أجراه (Habib et al., 2017) يمكن تصنيف محددات خطر انهيار أسعار الأسهم إلي خمس مجموعات (١) التقارير المالية وإفصاحات الشركات financial reporting and corporate disclosure، (٢) الحوافز والخصائص الإدارية Managerial Incentives and Characteristics، (٣) محددات المرتبطة بأسواق رأس المال Capital Market Determinants، (٤) آليات حوكمة الشركات Corporate Governance Mechanisms، (٥) الآليات المؤسسية غير الرسمية Informal Institutional Mechanisms.

ويندرج تحت كل تصنيف من هذه المحددات العديد من المحددات التي لها إما علاقة طردية بخطر انهيار أسعار الأسهم، علي سبيل المثال: غموض التقارير المالية (Jin&Myers, 2006 ; Hutton et al., 2009 ; Kim&Zhang, 2014 ; Datta et al., 2020)؛ إدارة الأرباح Earning Management (Hamm et al., 2012; Francis et al., 2016; Loureiro& Silva, 2022)، التجنب

الضريبي (Kim et al., 2011b ; Garg et al., 2020)، تمهيد الدخل Earnings Smoothing (Chen et al., 2017)، الاستحقاقات Accruals (Zhu, 2016).

أو علاقة عكسية بخطر انهيار أسعار الأسهم مثل: تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS (DeFond et al., 2016; Kim et al., 2016; Callen & Fang, 2017; Callen et al., 2020)، جودة المراجعة (Lim et al., 2016; Kim & Zhang, 2016)، المسؤولية الاجتماعية Social Responsibility (Kim et al., 2014; Li et al., 2017; Wu & Hu, 2019)، قابلية القوائم المالية للمقارنة Financial Statement Comparability (Kim et al., 2016b).

٢-٧-٤ عواقب مخاطر انهيار أسعار الأسهم *Consequences of stock price crash risk*:

علي الرغم من تناول العديد من الأدبيات محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم والتركيز علي فهم أسباب حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد تم توجيه القليل من الاهتمام البحثي نحو فهم عواقب انهيار أسعار الأسهم.

قامت دراسة (An et al., 2015) بدراسة تأثير مخاطر الانهيار على سرعة تعديل الرافعة المالية للشركات، وأظهرت نتائج الدراسة أن الشركات ذات التعرض العالي لمخاطر الانهيار تميل الي تعديل روافعها المالية بشكل أبطأ نحو أهدافها، يدعم هذا الدليل نظرية المقايضة الديناميكية Dynamic trade-off theory القائلة بأن الشركات التي لديها تكاليف معاملات أكبر تقوم بتعديل هيكل رأس المال الخاصة بها في كثير من الأحيان. كما أظهرت أن العلاقة السلبية بين مخاطر الانهيار وسرعة تعديل الرافعة المالية أقل وضوحاً بالنسبة للشركات في البلدان التي لديها بيانات تقارير مالية أكثر شفافية.

وقام (Hackenbrack et al., 2014) بفحص العلاقة بين أتعاب المراجعة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم وتوصل إلي زيادة بنسبة تتراوح بين ٢٪ إلى ٣٪ في رسوم أتعاب المراجعة قبل حدوث انهيار في الأسعار، حيث أن الشركات التي تعاني من انهيار في أسعار الأسهم يمكنها في المتوسط توقع أن يكون مراجعها قد تفاوض على زيادة في أتعاب المراجعة في حالة وقوع حادث انهيار بالإضافة إلى زيادة الأتعاب التي تقتضيها التغييرات التشغيلية أو الهيكلية في العمل. ويبدو أن المراجعين يقدرون ويتغيرون في الأسعار في المخاطر الخاصة بالعملاء قبل أن يعلم المستثمرون بمثل هذه التغييرات في "نقاط التحول" Tipping points المعلوماتية.

٨. الدراسات السابقة

٨-١ الدراسات التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وغموض التقارير المالية

يعتبر هيكل الملكية بمثابة آلية لحوكمة الشركات التي تحمي حقوق المساهمين وتنظم العلاقة بين أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين. وبالتالي، يمكن للشركات التي تفصح عن المزيد من المعلومات أن تخفض من درجة عدم تماثل المعلومات مما يؤدي إلى تقليص فجوة المعلومات بين هذه الأطراف. وفي هذا الشأن قامت دراسة (Mohammed et al., 2022) بالبحث في تأثير هيكل الملكية على عدم تماثل المعلومات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية العراقية، وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط كبير بين هيكل الملكية وعدم تماثل المعلومات مما ينعكس بدوره على تعزيز شفافية التقارير المالية.

وتناولت دراسة (Liu et al., 2018) تأثير الملكية المؤسسية على شفافية المعلومات للشركات الصينية المدرجة في بورصة الأوراق المالية الصينية، وتوصلت إلى أن المساهمين المؤسسيين يلعبون دوراً مهماً في تفعيل آليات حوكمة الشركات وتحسين مستوى الشفافية، ويتوافق هذا مع الفكرة القائلة بأن المستثمرين من المؤسسات يراقبون ويقومون بحماية مصالح المساهمين الأقلية، مما يؤدي إلى زيادة شفافية المعلومات؛ حيث أن المستثمرين المؤسسيين يراقبون إجراءات الإدارة مما يؤدي إلى تحسين مستويات شفافية وتخفيض مستوى الغموض المالي.

وبالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة ببوصة طهران توصلت دراسة (Kohansal et al., 2017) إلى أن تركيز الملكية، والملكية المؤسسية قد أثرت بشكل طردي على شفافية التقارير المالية (وبشكل عكسي على غموض التقارير المالية) من خلال سلوك إدارة الأرباح.

وفي ذات السياق تناولت دراسة (Zuhrohtun & Baridwan, 2015) العوامل التي تؤثر على غموض الأرباح للشركات العامة الإندونيسية، وتوصلت إلى أن الشركات الأصغر حجماً تميل إلى زيادة غموض الأرباح عن الشركات الأكبر حجماً؛ وذلك لأن الشركات الأصغر تبذل جهوداً لاستخدام غموض أرباحها للحفاظ على سمعتها تجاه المنافسين، وأوضحت أيضاً أن الشركات ذات مستوى مرتفع من تركيز الملكية تميل إلى أن تكون مستوى غموض الأرباح لديها منخفض، ويشير هذا الاستنتاج إلى أن تركيز الملكية تلعب دوراً مهماً في مراقبة شفافية المعلومات وتخفيض مستويات الغموض في التقارير المالية.

وركزت دراسة (Boubaker et al., 2015) على تأثير حوكمة الشركات، وتحديدًا خصائص مجلس الإدارة، والملكية الإدارية، والإفصاح الطوعي على تحسين بيئة معلومات الشركة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الفرنسية، وتوصلت إلى أن ممارسات حوكمة الشركات مثل مجلس الإدارة وهيكل الملكية وسياسة الإفصاح بمثابة أداة فعالة لمراقبة كبار المديرين التنفيذيين في

هذه الشركات مما يقلل من عدم تماثل المعلومات، وأن الإفصاح عن المزيد من المعلومات الطوعية التي يحتاجها أصحاب المصالح لتقييم أداء الشركة واتخاذ قرارات سليمة يؤدي إلى تحسين بيئة المعلومات وتخفيض مستوى غموض التقارير المالية.

وفي ضوء ماسبق يتضح أنه أكدت العديد من الدراسات علي العلاقة الطردية بين هيكل الملكية وشفافية التقارير المالية؛ حيث يعتبر هيكل الملكية أداة فعالة لمراقبة كبار المديرين التنفيذيين، وتلعب تركيز الملكية دوراً مهماً في تعزيز الشفافية، كما أكدت تلك الدراسات علي دور الملكية المؤسسية في تعزيز الشفافية من خلال الدور الرقابي الذي يقوم به المستثمرون من المؤسسات بمراقبة إجراءات الإدارة وحماية مصالح المساهمين الأقلية (Mohammed et al., 2022; Liu et al., 2018; Kohansal et al., 2017; Zuhrohtun&Baridwan, 2015; Boubaker et al., 2015)

٢-٨ الدراسات التي تناولت العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات

وثقت الأدبيات ذات الصلة وجود علاقة طردية بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم (Kim&Zhang, 2014; Purwoto&Tandelilin, 2014; Lim et al., 2016; Kim&Zhang, 2016; Chae et al., 2020)

ابتداءً من دراسة (Jin&Myers(2006) التي استهدفت بيان تأثير الشفافية على تقسيم المخاطرة بين المديرين الداخليين والمستثمرين الخارجيين، وكيفية تأثير المعلومات المحدودة على تقسيم المخاطرة، وبيان أثر زيادة مستوى غموض التقارير المالية في الدول ذات النظم المالية الأقل تطوراً وذات بيئات حوكمة شركات ضعيفة والتي توفر حماية منخفضة للمستثمرين علي معدل تكرار حدوث خطر انهيار أسعار أسهم الشركات وذلك بالتطبيق علي ٤٠ دولة حول العالم. وتوصلت إلى أن الدول التي تكون فيها الشركات أكثر غموضاً بالنسبة للمستثمرين يزداد بها ارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم.

وذلك علي نقيض ما توصلت إليه دراسة (Salteh&Babazadeh(2012) حيث قامت بدراسة تأثير التقارير المالية الغامضة على تقلب عوائد الأسهم للشركات المدرجة في بورصة طهران، باستخدام إدارة الأرباح عن طريق التلاعب بالاستحقاقات التقديرية كمييار لتحديد غموض التقارير المالية، وتوصلت إلى أن غموض التقارير المالية لا تؤثر على مخاطر الانهيار، وأنه يمكن أن يكون عدم وجود معلومات كافية، وعدم وأخذ التقرير المالي للشركة في الاعتبار، وقلة المحللين الماليين المحترفين في بورصة طهران أسباباً لرفض الفرضيات، وتُظهر نتائج الدراسة أيضاً أن حجم الشركة يؤثر على تحويل المخاطر إلى المستثمرين؛ حيث أن الاستثمار في الشركات الكبيرة يعتبر منخفض المخاطر، كما أن الشركات ذات الانحراف في العوائد والتوسع في العوائد نتيجة لطبيعة نشاطها، تنقل المزيد من مخاطر الاستثمار إلى المستثمرين.

وما توصلت إليه دراسة (Andreou et al.(2016) حيث أشارت إلى أنه على عكس الأبحاث السابقة، لا يجد أن غموض التقارير المالية تزيد من مخاطر انهيار الأسهم، ويرجع ذلك إلى البيئة التنظيمية التي قد تحد من قدرة المديرين على إخفاء المعلومات، أو الظروف الاقتصادية التي تحد من ميل الشركات للانخراط في ممارسات زيادة الدخل، وبالتالي قدرتها على اكتناز الأخبار السيئة.

وقامت دراسة (Santana (2018 بتحليل كيفية تأثير التقارير المالية الغامضة على الخطر المستقبلي لانهيار أسعار الأسهم، ومناقشة هذه المسألة بتقدير هذا التأثير في ظل افتراضات مختلفة لسوقين مختلفين: الولايات المتحدة كسوق متقدم، والبرازيل، كمثال لسوق ناشئ بمستويات مختلفة من التطور المالي والأنظمة المحاسبية (حيث تستخدم الولايات المتحدة مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً في الولايات المتحدة وتستخدم البرازيل المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية منذ عام ٢٠١٠). واختلفت نتائج الدراسة في ظل تنوع الاستراتيجيات و طرق التقديرات، حيث تشير النتائج إلى أنه بالنسبة للعينة الأمريكية فإن طريقة المربعات الصغرى والتأثيرات العشوائية تُخفف من تأثير الغموض علي خطر الانهيار، بينما بالنسبة للعينة البرازيلية يبدو أن هذه الأساليب تتبالغ في تقدير التأثيرات، وتؤكد نتائج الدراسة علي أن خصائص الشركات مهمة لتفسير الاختلافات بين السوقين، وأنه لا تزال هناك عوامل أخرى تؤثر على العلاقة بين الغموض المحاسبي وخطر الانهيار.

وارتباطاً بهذا الشأن قامت دراستي (Kim & Zhang(2014); Purwoto&Tandelilin(2014) بالتحقيق فيما إذا كان غموض التقارير المالية أو الإفصاح إلى جودة التقارير المالية يزيد من إدراك المستثمرين لخطر الانهيار باستخدام ثلاثة وكلاء مختلفين لغموض التقارير المالية إدارة الأرباح earnings management، إعادة صياغة القوائم المالية the presence of financial statement restatements، وضعف الرقابة الداخلية المعتمد من قبل المراجع auditor-attested material internal control weakness، وأكدت النتائج علي وجود أدلة قوية على أن حدة التقلبات تزداد مع غموض التقارير المالية وأن إدارة الأرباح، ووجود إعادة صياغة القوائم المالية، وضعف الرقابة الداخلية المعتمد من قبل المراجع كلها مرتبطة بشكل طردي وكبير بمستوى خطر الانهيار، وأكدت أيضاً علي أن ضعف حوكمة الشركات من خلال تقديم تقارير مالية مبهمه يؤدي إلى زيادة خطر الانهيار.

وفي ذات السياق لتوضيح العوامل الأخرى التي تؤثر على العلاقة بين الغموض المحاسبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، أوضحت دراسة (Zhang&Nam(2016) وجود تأثير عكسي لجودة الإفصاح عن المعلومات المحاسبية علي خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، وأن سلوك الإفصاح عن المعلومات الانتقائية يؤثر علي خطر انهيار أسعار الأسهم، وأكدت علي أن الشركات الغامضة أكثر عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما أكدت عليه كلاً من دراستي (Elliott et al. (2010); Song (2015)؛ حيث أكد علي أنه إذا كان لدى الشركات سياسات إفصاح محاسبية جيدة ستؤدي إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي هذا الصدد تظهر أهمية جودة المعلومات المحاسبية التي سيتم الإفصاح عنها ومدى تأثيرها على احتمالية تعرض أسهم الشركات لخطر الانهيار، حيث أن جودة المعلومات المحاسبية لها تأثير مباشر على قرارات المستثمرين، ويتضح تأثير جودة المعلومات المحاسبية عند تأخير نشر المعلومات، أو عدم دقتها، أو التحيز في عرضها، أو عدم اعتمادها على مبادئ ومعايير محاسبية عالية الجودة، فإن ذلك يؤثر عكسياً على سلوك المستثمرين ويؤثر في درجة المخاطرة التي يتعرض لها (Lambert et al., 2007). فقد اتفقت العديد من الدراسات على أن جودة المعلومات المحاسبية تؤثر على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، فقد أكدت تلك الدراسات على وجود علاقة ارتباط عكسية بين جودة المعلومات المحاسبية، أو شفافية عملية إعداد التقارير المالية، وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات، أي أنه كلما زادت شفافية التقارير المالية كلما زادت جودة المعلومات المحاسبية، مما يؤدي إلى انخفاض انهيار أسعار أسهم الشركات، وبالتالي تعتبر جودة المعلومات المحاسبية من محددات خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، وذلك لأن جودة المعلومات المحاسبية يترتب عليها العديد من المنافع لسوق الأوراق المالية (Chen et al., 2001; DeFond et al., 2015; Callen & Fang, 2015; Lim et al., 2016; Habib et al., 2017; Yeung & Lento, 2018).

تعتبر جودة المحاسبة أمراً بالغ الأهمية للتخفيف من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين الذي يغذي مخاطر الوكالة (Andreou et al., 2016)، حيث يميل عدم تماثل المعلومات إلى تعزيز خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الاستخدام المتزايد لإدارة الأرباح، وهو ما أكدت عليه دراسة (Abad et al., 2017). أيضاً زيادة جودة المعلومات المحاسبية يعنى توافر الخصائص النوعية في المعلومات المحاسبية، وبالتالي زيادة القدرة التفسيرية والتنبؤية، وزيادة القابلية للمقارنة وكل هذا ينعكس على أسعار الأسهم والذي يترتب عليه انخفاض خطر الانهيار في المستقبل.

وتعد القابلية للمقارنة أحد الخصائص النوعية المعززة لجودة المعلومات المحاسبية فقد أكدت دراستي (Kim et al., 2016) و (Parsa & Sarraf, 2018) على أن خطر انهيار أسعار الأسهم تنخفض كلما زادت قابلية التقارير المالية للمقارنة، وأوضحت أن قابلية مقارنة التقارير المالية تعرقل المديرين عن اكتشاف الأخبار السيئة مما يقلل من تصورات المستثمرين حول خطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، ويمكن للقابلية للمقارنة أن تخفف من رد فعل السوق غير المتماثل على الإفصاح عن المعلومات السيئة مقابل المعلومات الجيدة.

وارتباطاً بهذا الشأن أكدت العديد من الدراسات على أن تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS من أهم العوامل التي تساهم بشكل كبير في تحسين بيئة إعداد التقارير المالية من خلال تعزيز شفافية عملية إعداد التقارير المالية، وتحسين القابلية للمقارنة، وتخفيض عدم تماثل المعلومات (Gassen & Sellhorn, 2006; Daske et al., 2013; Chatham, 2008; Chen et al., 2010; Lateridis, 2010; Cohen et al., 2013).

فقد أكدت عدة دراسات على أن بيئة إعداد التقارير المالية تعتبر من محددات حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصلت تلك الدراسات إلى أن تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS تعتبر من المحددات الرئيسية التي تحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تحسين بيئة التقارير المالية وتعزيز الشفافية، وتخفيض مستوي غموض التقارير المالية، والحد من قدرة المديرين التنفيذيين على حجب الأخبار السيئة (Bleck & Liu, 2007; DeFond et al., 2015; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011a; Kim & Zhang, 2014; Lim et al., 2016; Habib et al., 2017).

ومن المرجح أن يؤثر تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال آليات مختلفة والتي يصعب التنبؤ بتأثيرها الصافي. وتتمثل إحدى هذه الآليات في الإفصاحات الإضافية التي تتطلبها تلك المعايير مما يؤدي إلى زيادة جودة وشفافية التقارير المالية، وتشير بعض الدراسات إلى أن زيادة الشفافية تُخفض من خطر انهيار أسعار الأسهم (Jin & Myers, 2006; Barth et al., 2008; Hutton et al., 2009; DeFond et al., 2015; Lim et al., 2016).

في حين رأى البعض الآخر من الدراسات أن تطبيق معايير IFRS قد يؤدي إلى تخفيض جودة التقارير المالية لأنه قد يترتب على تطبيق تلك المعايير استبعاد بعض البدائل المحاسبية التي قد تكون أكثر ملائمة للتعبير عن الأحداث الاقتصادية بما يجعل المديرين يلجئون إلى بدائل أقل ملائمة بما يؤدي إلى تخفيض جودة التقارير المالية، وبالتالي زيادة خطر انهيار الأسعار (Ahmed et al., 2013; Capkun et al., 2016).

وتتمثل الآلية الأخرى في إدارة الأرباح؛ حيث أكدت العديد من الدراسات على أن تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS يؤدي إلى زيادة ممارسة إدارة الأرباح، فتنتم معايير IFRS بأنها أكثر مرونة لأنها أكثر اعتماداً على المبادئ principles based، وبالتالي توفر للمديرين مرونة كبيرة في الاختيار بين الممارسات المحاسبية وتعتمد بشكل أساسي على ممارسة الحكم المهني Professional Judgment مما قد يؤدي إلى زيادة الممارسات الانتهازية للمديرين وحجب أو اكتشاف الأخبار السيئة (Fields et al., 2001; Tendeloo & Vanstraelen, 2005; Ahmed et al., 2013). الدراسات إلى أن تطبيق معايير IFRS أدى إلى انخفاض ممارسات إدارة الأرباح، وتحسين القدرة على التنبؤ بالأرباح وبالتالي تخفيض خطر الانهيار (Barth et al., 2008; Hus & Chen, 2020).

وتشمل الآليات أيضاً استخدام محاسبة القيمة العادلة، حيث توصلت دراسة (Bleck & Liue, 2007) إلى أنه إذا كانت محاسبة القيمة العادلة تعكس بشكل أفضل الأداء الحقيقي للشركات فتؤدي إلى زيادة الشفافية، وبالتالي تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم. في حين ذهب البعض الآخر من الدراسات إلى أنه إذا نتج عن تطبيق محاسبة القيمة العادلة أخطاء في القياس، وبالتالي ينتج عنها تخفيض قدرة المستثمرين على مراقبة الأداء الحقيقي للشركات، مما يؤدي إلى زيادة غموض التقارير المالية وزيادة المخاطر، أيضاً

قد تُشجع محاسبة القيمة العادلة الاستثمار في أصول محفوفة بالمخاطر لزيادة المكاسب الاستثمارية، فإذا كانت تقديرات القيمة العادلة للأصول ذات المخاطر العالية تحتوي على أخطاء قياس أكثر نسبيًا فستزيد من الغموض، وبالتالي يزداد خطر انهيار أسعار الأسهم (European Central Bank, 2004).

وفي ضوء ماسبق اتضح للباحثة اختلاف نتائج الدراسات السابقة حول تأثير غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين مستوى غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم (Kim&Zhang, 2014; Purwoto&Tandelilin, 2014; Lim et al., 2016; Kim&Zhang, 2016; Chae et al., 2020) ، في حين توصلت دراسات أخرى إلى أن مستوى غموض التقارير المالية لا يؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم (Salteh&Babazadeh, 2012; Andreou et al., 2016) وأرجعت تلك النتيجة إلى عدم وجود معلومات كافية، وعدم أخذ التقرير المالي للشركة في الاعتبار، وقلة المحللين الماليين المحترفين، كما أشارت إلى أن البيئة التنظيمية قد تحد من قدرة المديرين على إخفاء المعلومات ، أو الظروف الاقتصادية التي تحد من ميل الشركات للانخراط في ممارسات زيادة الدخل، وبالتالي قدرتها على اكتناز الأخبار السيئة.

أكدت الدراسات السابقة على وجود عوامل أخرى تؤثر على العلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم ، وتنوعت هذه العوامل على سبيل المثال ما بين جودة التقارير المالية، جودة الإفصاح، جودة المعلومات المحاسبية، بيئة إعداد التقارير المالية، تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS، إلا انه لا يوجد حصر بجميع هذه العوامل، كما انه لم يتم الجمع بين أكثر من عامل في ذات الدراسة (Santana, 2018; Kim & Zhang, 2014; Purwoto&Tandelilin, 2014; Zhang&Nam,2016; Elliott et al .,2010; Song, 2015; Chen et al.,2001; DeFond et al., 2015; Callen& Fang, 2015; Lim et al., 2016; Habib et al., 2017; Yeung &Lento, 2018)

أكدت الدراسات السابقة على أن بيئة إعداد التقارير المالية تعتبر من محددات حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، وأن تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS تعتبر من المحددات الرئيسية التي تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن تباينت نتائج الدراسات حول التأثير الصافي لتطبيق معايير IFRS (من خلال الآليات المختلفة) على مخاطر الانهيار. (Bleck&Liu, 2007; DeFond et al., 2015; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011a; Kim &Zhang, 2014; Lim et al., 2016; Habib et al., 2017).

فقد رأى بعض الدراسات أن زيادة الإفصاحات الإضافية التي تتطلبها تلك المعايير يؤدي إلى زيادة جودة وشفافية التقارير المالية، مما يؤدي إلى انخفاض خطر الانهيار (Jin&Myers, 2006; Barth et al., 2008; Hutton et al., 2009; DeFond et al., 2015; Lim et al., 2016) في حين رأى الجانب الأخر من الدراسات أن تطبيق معايير IFRS قد يؤدي إلى تخفيض جودة التقارير المالية لأنه قد يترتب على تطبيق تلك المعايير استبعاد بعض البدائل المحاسبية التي قد تكون أكثر ملائمة للتعبير عن الأحداث الاقتصادية بما يجعل المديرين يلجئون إلى بدائل أقل ملائمة بما يؤدي إلى تخفيض جودة التقارير المالية، وبالتالي زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم (Ahmed et al., 2013; Capkun et al., 2016).

كما اشارت نتائج بعض الدراسات إلى أن تطبيق معايير IFRS يؤدي إلى زيادة ممارسة إدارة الأرباح حيث تعتبر معايير IFRS أكثر مرونة لأنها أكثر اعتمادًا على المبادئ (Fields et al., 2001; Tendeloo&Vanstraelen, 2005; Ahmed et al., 2013) ، على النقيض وجدت دراسات أخرى أن تطبيق معايير IFRS أدى إلى انخفاض في ممارسات إدارة الأرباح، وبالتالي تخفيض خطر الانهيار (Barth et al., 2008; Hus&Chen, 2020). وتوصلت دراسة (Bleck&Liue(2007) إلى أنه إذا كانت محاسبة القيمة العادلة تعكس بشكل أفضل الأداء الحقيقي للشركات فتؤدي إلى زيادة الشفافية، وبالتالي تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، في حين ذهب البعض الآخر إلى أنه إذا نتج عن تطبيق محاسبة القيمة العادلة أخطاء في القياس وبالتالي ينتج عنها تخفيض قدرة المستثمرين على مراقبة الأداء الحقيقي للشركات مما يؤدي إلى زيادة غموض التقارير المالية وبالتالي زيادة المخاطر (European Central Bank,2004).

٣-٨ الدراسات التي تناولت العلاقة بين هيكل الملكية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات

تناولت عدة دراسات أثر هيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم وتحليل تلك العلاقة، فقد تناولت دراستي Hunjra et al.(2020); Haghghi &Gerayli (2019) تأثير الملكية الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم، وتوصلت إلى أن الملكية الإدارية تزيد من خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، وأشارا إلى أن الملكية الإدارية تحفز المديرين على إخفاء الأخبار السيئة وتضليل المستثمرين لتضخيم أسعار الأسهم الحالية على حساب قيمة الشركة طويلة الأجل، ومثل هذا الإخفاء للأخبار السيئة يمكن أن يؤدي إلى تقييمات حالية غير صحيحة وانهيار لاحق في المستقبل لسعر السهم.

وذلك على نقيض ما توصلت إليه دراسة (Park&Song (2018) ، التي قامت باكتشاف كيف يؤثر هيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل ، وذلك باستخدام النسبة المئوية للملكية الإدارية ونسبة الملكية الأجنبية كوكلاء لهيكل الملكية، وتوصلت إلى أن الملكية الإدارية أدت إلى تخفيض تكاليف الوكالة وزيادة مستوى الإفصاحات، مما أدى إلى العلاقة العكسية بين النسبة المئوية للملكية الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وأشارت إلى أن ارتفاع الملكية الأجنبية قد يضعف بشكل كبير هذه العلاقة، فإذا كان المستثمرون الأجانب يراقبون المديرين بشكل فعال، فإن الملكية الأجنبية يمكن أن تعزز العلاقة العكسية بين الملكية

الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم ، بينما إذا فشل المستثمرون الأجانب في لعب دورهم الرقابي، فإن الملكية الأجنبية يمكن أن تضعف العلاقة العكسية بين الملكية الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

واستهدفت دراسة Kim et al. (2019) التحقيق في ما إذا كان وكيفية تأثير المستثمرين الأجانب في الأسواق الناشئة يساعدون في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية للشركات المحلية من خلال الرقابة الخارجية ، والتحقق في ما إذا كان انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم نتيجة تحسن جودة التقارير المالية بعد دخول المستثمرين الأجانب، وتم قياس جودة التقارير المالية بناءً على جودة الاستحقاقات، والتحفظ المحاسبي، ولهجة التقارير السنوية للإدارة بعد دخول المستثمرين الأجانب.

وتوصلت الدراسة إلى أن دخول المستثمرين الأجانب يتبعه انخفاضاً كبيراً في خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المحلية، كما أوضحت أن المستثمرين الأجانب يساهمون في تحسين جودة التقارير المالية للشركات المحلية والتي يمكن أن تكون إحدى القنوات الممكنة التي تساعد من خلالها على تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المحلية وذلك لأن رقابتهم تقيد تخزين الأخبار السيئة الإدارية، ووجدت أيضاً أن دور المستثمرين الأجانب في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم يكون أكثر وضوحاً عندما يكون المستثمرون الأجانب أكثر دراية بالخلفية المؤسسية للبلد المضيف ، ويكون لديهم حوافز أقوى لرقابة الشركات المحلية عندما يكون لتلك الشركات قواعد حوكمة ذات فاعلية، وعلى العكس من ذلك فقد أشارت دراسة Vo (2018) إلى وجود علاقة طردية بين الملكية الأجنبية وخطر انهيار أسعار الأسهم وذلك لأن المستثمرين الأجانب في وضع غير ملائم للمعلومات مقارنة بالمستثمرين المحليين لانهم يواجهون مشكلة عدم تماثل المعلومات عند الاستثمار في الأسواق الناشئة.

واستكمالاً للنقاش السابق فقد تناولت دراسة Gao et al. (2017) تأثير هيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تركيز الملكية والبحث في كيفية تأثير تركيز ملكية الشركات على خطر انهيار الأسعار في الشركات الصينية وكيفية الاختلاف باختلاف طبيعة الملكية، أي الملكية الخاصة مقابل المملوكة للدولة. وتوصلت إلى الارتباط العكسي بين تركيز الملكية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وأن تركيز الملكية يساعد في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، وهوما يتوافق مع الأدلة التي تقيد بأن وجود كبار المساهمين يحسن حوكمة الشركات، وأن هذا التأثير العكسي لتركيز الملكية يكون أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة للقطاع الخاص.

وتناولت دراسة (Abdel-Wanis, 2021) العلاقة بين هيكل الملكية وخطر انهيار أسعار الأسهم. وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير طردي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم وذلك باستخدام *Generalized Ordinary least squares*، *Generalized linear models*، *least squares*، وتأثير عكسي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم وذلك باستخدام *Generalized method of moments*.

في ضوء ما سبق اتضح وجود تضاربا في نتائج الدراسات التي تناولت أثر آليات حوكمة الشركات على خطر انهيار أسعار الأسهم فقد توصلت بعض الدراسات إلى أن الملكية الإدارية تزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث أن الملكية الإدارية تحفز المديرين على إخفاء الأخبار السيئة وتضليل المستثمرين لتضخيم أسعار الأسهم الحالية على حساب قيمة الشركة طويلة الأجل، ومثل هذا الإخفاء للأخبار السيئة يمكن أن يؤدي إلى تقييمات عالية غير صحيحة وانهيار لاحق في المستقبل لسعر السهم (Hunjra et al., 2020; Hanghighi & Gerayli, 2019)، في حين توصلت دراسة (Park & Song, 2018) إلى أن الملكية الإدارية أدت إلى تقليل تكاليف الوكالة وزيادة مستوى الإفصاحات، مما أدى إلى العلاقة العكسية بين الملكية الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

كما تضاربت نتائج الدراسات فيما يتعلق بتأثير المستثمرين الأجانب على خطر انهيار أسعار الأسهم حيث توصلت دراسة Kim et al. (2019) إلى أن دخول المستثمرين الأجانب يتبعه انخفاض كبير في خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المحلية؛ حيث أنه يساهمون في تحسين جودة التقارير المالية مما يؤدي لتخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم وذلك لأن رقابتهم تقيد تخزين الأخبار السيئة الإدارية، في حين توصلت دراسة Vo (2018) إلى وجود علاقة طردية بين الملكية الأجنبية وخطر انهيار أسعار الأسهم وذلك لأن المستثمرين الأجانب في وضع غير ملائم للمعلومات مقارنة بالمستثمرين المحليين لانهم يواجهون مشكلة عدم تماثل المعلومات عند الاستثمار في الأسواق الناشئة.

وفي ضوء العرض السابق للدراسات السابقة، اتضح للباحثة ندرة ومحدودية الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين أثر هيكل الملكية على غموض التقارير المالية والانعكاس على خطر انهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على البيئة المصرية، وانحصرت الدراسات السابقة على التطبيق في البيئات الأجنبية، ويعتبر تناول تلك العلاقة من وجهة نظر الباحثة إضافة علمية جديدة للبحوث العلمية في هذا المجال.

٩. الدراسة التطبيقية:

٩-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، ولتحديد حجم العينة وضعت الباحثة مجموعة من الشروط تمثلت في: أولاً: ألا تكون من الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية. ثانياً: أن تكون من الشركات ذات الإفصاح الجيد. ثالثاً: أن تكون من الشركات التي تتوفر بياناتها خلال الفترة محل الدراسة (٢٠١٤ - ٢٠٢٠). بناءً على الشروط السالف ذكرها تمثلت مفردات عينة الدراسة في ٤٨٣ مشاهدة لـ ٦٩ شركة مقسمة إلى ٥ قطاعات، والجدول (١) يوضح تقسيم عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية.

جدول (١) عينة الدراسة حسب القطاعات الاقتصادية

النسبة المئوية %	المشاهدات	اسم القطاع
14.49	70	قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية
17.39	84	قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية
14.49	70	القطاع الصناعي
33.33	161	قطاع المواد
20.29	98	القطاع العقاري
١٠٠	483	الإجمالي

والسبب في اعتماد الباحثة على التصنيف القطاعي الوارد بالجدول (١) هو ضرورة توافر عدد معين من المشاهدات (١٠ مشاهدات على الأقل) في كل سنة على مستوى كل قطاع من القطاعات الاقتصادية لحساب المتغير الوسيط بالدراسة، والمتمثل في غموض التقارير المالية المقاس بنموذج Jones المعدل.

٢-٩ مصادر البيانات والفترة الزمنية

اعتمدت الباحثة عند تجميع بيانات متغيرات الدراسة على البيانات المنشورة في قاعدة بيانات Thomson Reuter، بالإضافة إلى القوائم المالية للشركات التي تم الحصول عليها من خلال الموقع الإلكتروني للشركات، وموقع مباشر مصر، وموقع Investing. وتمثلت الفترة الزمنية للدراسة في الفترة (٢٠١٤-٢٠٢٠)، ويرجع اختيار الباحثة لتلك الفترة للأسباب التالية أولاً: توافر البيانات عن تلك الفترة بما يخدم أهداف الدراسة. ثانياً: اعتماد أغلب الدراسات السابقة على اختيار سلسلة زمنية طويلة نسبياً بحيث لا تقل في المتوسط عن خمس سنوات مالية. ثالثاً: تجنب التأثير السلبي لأحداث ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ و ثورة ٣٠ يونيو ٢٠١٣. رابعاً: توافر بيانات حوكمة الشركات (نموذج ٤٠) بشكل منظم بداية من سنة ٢٠١٤.

٣-٩ متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

اعتمدت الدراسة على ثلاثة أنواع من المتغيرات يمكن توضيحها كما يلي: أولاً: المتغير المستقل: هيكل الملكية OWNER_GOV. ثانياً: المتغير الوسيط: ويتمثل في غموض التقارير المالية OPACITY. ثالثاً: المتغير التابع: ويتمثل في خطر انهيار أسعار الأسهم NSKEW، وفيما يلي توضيحاً تفصيلياً لهذه المتغيرات.

١-٣-٩ المتغير المستقل: هيكل الملكية

لقياس هيكل الملكية اعتمدت الباحثة على إنشاء مؤشر مركب لهيكل الملكية OWNER_GOV، يضم كل من نسبة الملكية المؤسسية INS_OWNER (عدد الأسهم المملوكة بواسطة المؤسسات إلى إجمالي عدد الأسهم)، ونسبة الملكية الحكومية GOVER_OWNER (عدد الأسهم المملوكة بواسطة الحكومة إلى إجمالي عدد الأسهم)، ونسبة الملكية الإدارية MANAG_OWNER (عدد الأسهم المملوكة بواسطة الإدارة إلى إجمالي عدد الأسهم). وفي سبيل إنشاء هذا المؤشر المركب اعتمدت الباحثة على تحليل المكونات الرئيسية (Principal Component Analysis (PCA)، الذي يهدف إلى إيجاد العلاقات المتبادلة بين المتغيرات الأصلية المستخدمة في التحليل لاخترالها في مؤشر يعبر عنها، ويتم ذلك عن طريق إنشاء مجموعة جديدة من العوامل كمكونات خطية للمتغيرات الأساسية أو الأصلية، ويطلق على هذه المكونات الخطية المكونات الرئيسية، ويحدد عدد المكونات الرئيسية في ظل هذا التحليل بناءً على عدد المتغيرات المراد تكوين المؤشر بها (Dechow)، والجدول (٢) توضح تحليل المكونات الرئيسية لمتغير هيكل الملكية.

جدول (٢): تحليل المكونات الرئيسية لهيكل الملكية

المكونات	قيمة الجذر الكامن	الفروق	نسبة تفسير التباين	النسبة التراكمية
المكون الأول	1.197	0.225	0.399	0.399
المكون الثاني	0.972	0.141	0.324	0.723
المكون الثالث	0.831	-	0.277	1.000
تفاصيل المكونات الرئيسية (معاملات التحميل (Factors Loadings)				
المتغيرات	المكون الأول	المكون الثاني	المكون الثالث	
INS OWNER	0.639	-0.370	0.674	
GOVER OWNER	-0.672	0.156	0.724	
MANAG OWNER	0.373	0.916	0.149	

يتضح من الجدول (2) أن المكون الأول يزيد جذره الكامن عن الواحد الصحيح، وهذا يعني أن هذا المكون يفسر أكبر نسبة من التباين للمتغيرات الأصلية؛ حيث يُفسر ما نسبته ٣٩,٩٪ (٣/١, ١٩٧)، كما يتضح أن المكون الأول لديه معاملات تحميل (تشبع) أكبر من ٣٠٪؛ حيث أوضح كل من Costello & Osborne (2005) أن المتغيرات التي يزيد معامل تحميلها أو تشبعها عن ٣٠٪ تُعد ذات ارتباط قوي بالمكون التي تنتمي إليه، ولذلك سوف تعتمد الباحثة على المكون الأول؛ لأنه يُفسر أكبر نسبة من التباين الكلي، وذو معاملات تحميل وتشبع مرتفعة، ومن ثم يُمكن حساب هيكل الملكية من خلال المعادلة الآتية:

$$=0.639 \text{ INS_OWNER}_{i,t} -0.672 \text{ GOVER_OWNER}_{i,t} +0.373 \text{ MANAG_OWNER}_{i,t} \text{ OWNER_GOV}_{i,t}$$

٢-٣-٩ المتغير الوسيط: غموض التقارير المالية *OPACITY*

لقياس غموض التقارير المالية اعتمدت الباحثة على نموذج Modified Jones (Dechow et al., 1995) حيث يعمل هذا النموذج على التمييز بين الاستحقاقات العادية وغير العادية (الاختيارية)، وتم استخدام هذه النموذج من قبل العديد من الدراسات (Hutton et al., 2009; Kim & Zhang, 2014; Yin & Tian, 2017)، ويتم التعبير عنه من خلال المعادلتين التاليتين:

$$\frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta REC_{it})}{Assets_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث أن:

TA_{it} : إجمالي الاستحقاقات عن الفترة (t) للشركة (i).

$\Delta Assts_{it}$: إجمالي الأصول في للفترة (t) عن الفترة (t-1) للشركة (i).

$\Delta Sales_{it}$: التغير في المبيعات للفترة (t) عن الفترة (t-1) للشركة (i).

ΔREC_{it} : التغير في حسابات المدينون للفترة (t) عن الفترة (t-1) للشركة (i).

PPE_{it} : إجمالي الأصول الثابتة عن الفترة (t-1) للشركة (i).

ε_{it} : بواقي النموذج.

هنا وبعد تقدير معاملات انحدار المعادلة (١) يتم حساب الاستحقاقات غير العادية أو الاختيارية Discretionary Abnormal Accruals (DACC) عن طريق وضع هذه المعاملات في المعادلة رقم (٢)، ثم إيجاد القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية أو الاختيارية، والتي يُعد ارتفاعها دليلاً على ارتفاع مستوي الغموض في التقارير المالية.

$$DACC_{it} = \frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta REC_{it})}{Assets_{it-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} \right) \quad (2)$$

$\hat{\alpha}_0$ ، $\hat{\beta}_1$ ، $\hat{\beta}_2$: معاملات الانحدار

٣-٣-٩ المتغير التابع: خطر انهيار أسعار الأسهم *NCSKEW*

لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم Stock Price Crash Risk (SPCR) اعتمدت الباحثة على طريقة معامل الالتواء السالب لتوزيع العوائد the negative conditional skewness (NCSKEW)، وتتمثل نقطة البداية في قياس خطر انهيار أسعار أسهم الشركات في إيجاد العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم كل شركة من شركات عينة الدراسة من خلال اتباع الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: إجراء معادلة الانحدار لنموذج السوق الموسع expanded market model regression للحصول على الخطأ العشوائي (Habib et al., 2017; Lim et al., 2016; Zhu, 2016) وذلك من خلال المعادلة الآتية:

$$R_{i,t} = a_i + Y_{1,i}r_{m,t-2} + Y_{2,i}r_{m,t-1} + Y_{3,i}r_{m,t} + Y_{4,i}r_{m,t+1} + Y_{5,i}r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

a_i : ثابت المعادلة للشركة i وهو ذلك الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق r_m وعائد الشركة r_i

Y_i : ميل العلاقة بين العائد على سهم الشركة r_i خلال الفترة t وعائد السوق r_m خلال نفس الفترة t

$r_{i,t}$: تمثل العائد الأسبوعي على سهم الشركة i في الفترة t

$r_{m,t}$: تمثل العائد الأسبوعي المرجح على مؤشر السوق خلال الفترة t

- $\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار وهو يعبر عن العوائد غير العادية لسهم الشركة i خلال الفترة t (Defond et al., 2015).

الخطوة الثانية : حساب العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم عن طريق إيجاد إيجار اللوغاريتم الطبيعي للخطأ العشوائي الذي تم الحصول عليه من نموذج السوق الموسع مضافاً إليه واحد صحيح ، وذلك طبقاً للمعادلة التالية ؛ (Chen et al.,2001 ; Dang et al.,2018 ; DeFond et al.,2015;Hutton et al.,2009 ; Kim et al.,2011a,2011b ; Zhu,2016)

$$R_{i,t} = LN[1 + \varepsilon_{i,t}]$$

حيث أن:

- $R_{i,t}$: العائد الغير عادي الأسبوعي علي سهم الشركة i في الفترة t

- LN : اللوغاريتم الطبيعي.

- $\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي الذي تم الحصول عليه من نموذج السوق الموسع بالخطوة الأولى.

وبتقدير العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم كل شركة من شركات عينة الدراسة يتم حساب خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس معامل الالتواء السالب لتوزيع العوائد (NCSKEW) (Chen et al.,2001) ، ويعتمد هذا المقياس على الالتواء skewness في العوائد علي سهم الشركة ، والذي يمثل عدم التماثل في توزيع هذه العوائد. وتشير القيم السالبة في الالتواء إلي أن البيانات تلتوى في اتجاه اليسار، والعكس بالعكس. ويتم حساب قيمة هذا المقياس عن طريق اخذ المقدار السالب للجزء الثالث the third moment للعوائد علي سهم الشركة المحددة في كل فترة، ثم تحويلها إلي التوزيع الطبيعي normal distribution من خلال حساب الانحراف المعياري للعوائد مرفوعاً الي القوة الثالثة (Chen et al.,2001; Habib et al.,2017; Kim et al.,2016 ; Kim & Zhang, 2016 ; Lim et al.,2016 ; Yeung & Lento,2018) ، وفي ضوء ذلك يتم حساب الالتواء السالب للعوائد وفقاً للمعادلة التالية:

$$NCSKEW_{j,t} = -[n(n-1)]^{\frac{3}{2}} \sum R_{j,t}^3 / [(n-1)(n-2)(\sum R_{j,t}^2)^{\frac{3}{2}}$$

حيث أن :

- $NCSKEW_{j,t}$: معامل الالتواء السالب لعائد سهم الشركة i في الفترة t

- $R_{i,t}$: تمثل العوائد الأسبوعية علي سهم الشركة i في الفترة t

- n : عدد المشاهدات خلال الفترة (إجمالي أسابيع التداول للسهم في الفترة)

هذا، وتجدر الإشارة إلى أن الباحثة اعتمدت على خطر انهيار أسعار الأسهم في السنة $t+1$ ، لان تأثير حوكمة الشركات على أسعار الأسهم يظهر في السنة التالية، وذلك تماثياً مع الدراسات السابقة التي أجريت في هذا الشأن. والجدول (٣) يوضح متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها.

جدول (٣) متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

نوعه	المتغير	مؤشر القياس
المتغير المستقل	هيكل الملكية OWNER_GOV	نسبة الملكية المؤسسية (عدد الأسهم المملوكة بواسطة المؤسسات إلى إجمالي عدد الأسهم) INS_OWNER
		نسبة الملكية الحكومية (عدد الأسهم المملوكة بواسطة الحكومة إلى إجمالي عدد الأسهم) GOVER_OWNER
		نسبة الملكية الإدارية (عدد الأسهم المملوكة بواسطة الإدارة إلى إجمالي عدد الأسهم) MANAG_OWNER
المتغير الوسيط	غموض التقارير المالية OPACITY	نموذج Jones المعدل لحساب الاستحقاقات غير العادية.
المتغير التابع	خطر انهيار أسعار الأسهم $NCSKEW_{i,t+1}$	معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (i) في السنة $t+1$

المصدر: إعداد الباحثة

٩-٤ التعامل مع البيانات المفقودة Missing Values والشاذة Outliers

لا تحتوي بيانات عينة الدراسة على أي قيم مفقودة حيث استطاعت الباحثة الوصول إلى جميع البيانات المطلوبة خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠٢٠)، ولكن قد تحتوي بيانات عينة الدراسة على قيم شاذة Outliers أو قيم متطرفة Extreme Values، والتي من

شأنها التأثير سلبيًا على نتائج التحليل الوصفي والكمي لنتائج عينة الدراسة، وللحد من تأثير القيم الشاذة على نتائج التحليل الإحصائي قام الباحث بمعالجتها للمتغيرات المتصلة عند مستوي قطع ٥٪ باستخدام الأمر winsor2 في برنامج STATA.

٥-٩ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

الجدول (٤) يوضح الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وقد اعتمدت الباحثة على الأساليب الوصفية التالية عند إجراء الإحصاء الوصفي: الوسط الحسابي Mean، والانحراف المعياري Std. Deviation، وأدنى قيمة Min وأعلى قيمة Max.

جدول (٤): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
Variable	Mean	Std. Dev.	Minimum	Maximum
NSKEW	.04	1.595	-3.387	3.461
OPACITY	.062	.062	.002	.193
OWNER_GOV	-.023	1.229	-2.516	1.674

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج STATA

يتضح من الجدول (٤) ما يلي:

- أن الوسط الحسابي لمعامل الالتواء السالب NSKEW المستخدم في قياس خطر انهيار أسعار الأسهم بلغ (٠,٠٤) بانحراف معياري قدره (١,٥٩٥)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٣,٣٨٧)، (٣,٤٦١) على التوالي، والتفاوت بين أعلى وأدنى قيمة يشير إلى اختلاف شركات عينة الدراسة في تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم.
- أن الوسط الحسابي للقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية المستخدمة في قياس غموض التقارير المالية OPACITY بلغ (٠,٠٦٢) بانحراف معياري قدره (٠,٠٦٢)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠,٠٠٢)، (٠,١٩٣) على التوالي، والاختلاف الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يشير إلى اختلاف شركات عينة الدراسة في ممارستها لإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات.
- أن الوسط الحسابي لمؤشر هيكل الملكية OWNER_GOV بلغ (-٠,٢٣) بانحراف معياري قدره (1.229)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٢,٥١٦)، (١,٦٧٤) على التوالي، والتفاوت بين أعلى وأدنى قيمة يشير إلى اختلاف شركات عينة الدراسة في تطبيقها لمتطلبات الحوكمة المرتبطة بهيكل الملكية.

٦-٩ مصفوفة الارتباط

اعتمدت الباحثة على معامل ارتباط بيرسون لمعرفة مدى وجود علاقة ارتباط بين متغيرات الدراسة وقياس معنوية هذا الارتباط؛ حيث أشار Brooks (2008) إلى أن مصفوفة الارتباط المتعددة تستخدم لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة من ناحية، وبين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض من ناحية أخرى، وتتراوح قيمة معامل ارتباط بيرسون ما بين (-١، +١)، حيث تشير القيمة الموجبة إلى وجود ارتباط طردي بين المتغيرين محل الدراسة، بينما تشير القيمة السالبة إلى وجود ارتباط عكسي بين المتغيرين محل الدراسة، أما معامل الارتباط الصفري يشير إلى عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرين نهائياً، وكانت نتائج التحليل الإحصائي كما توضحها مصفوفة ارتباط بيرسون كما بالجدول (٥).

جدول (٥): مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	NSKEW	OPACITY	OWNER_GOV
NSKEW	1.000		
OPACITY	0.126 (0.006)	1.000	
OWNER_GOV	-0.019 (0.677)	-0.106 (0.020)	1.000

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي STATA

يتضح من الجدول (٥) ما يلي:

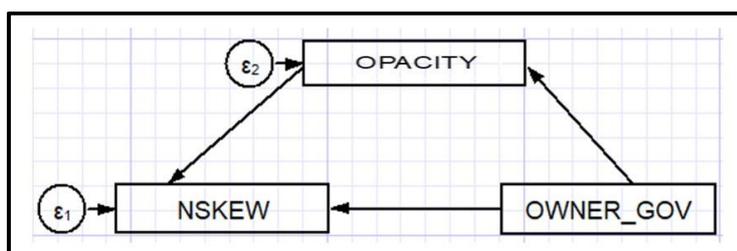
- أن العلاقة بين القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية المستخدمة لقياس غموض التقارير المالية ومعامل الالتواء السالب المستخدم لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم علاقة طردية؛ حيث بلغ معامل الارتباط (٠,١٢٦)، وهذا يعني أن زيادة غموض التقارير المالية يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى ١٪، حيث بلغ مستوى المعنوية (٠,٠٠٦).

- أن العلاقة بين هيكل الملكية وخطر انهيار أسعار الأسهم علاقة عكسية؛ حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,١٩)، وهذا يعني أن تفعيل آليات الحوكمة المرتبطة بهيكل الملكية تقلل من خطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن هذه العلاقة غير معنوية، حيث بلغ مستوي المعنوية (٠,٦٦٧).

- أن العلاقة بين هيكل الملكية والقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية المستخدمة لقياس غموض التقارير المالية علاقة عكسية؛ حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,١٠٦)، وهذا يعني أن تفعيل آليات الحوكمة المرتبطة بهيكل الملكية تقلل من غموض التقارير المالية، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى ٥٪، حيث بلغ مستوي المعنوية (٠,٠٢٠).

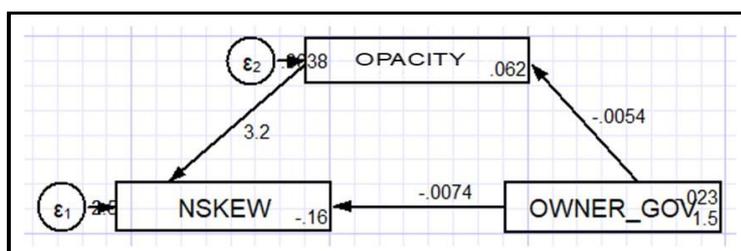
٧-٩ النموذج الهيكلي المقترح

لاختبار فروض الدراسة وتوضيح وتفسير العلاقات السببية بين المتغيرات؛ أي تفسير العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة اعتمد الباحث على أسلوب تحليل المسارات من خلال برنامج STATA 14.2. ولتوضيح العلاقات السببية بين المتغيرات الخارجية (هيكل الملكية OWNER_GOV) والمتغيرات الداخلية (غموض التقارير المالية OPACITY، خطر انهيار أسعار الأسهم NSKEW) تم صياغة النموذج الهيكلي الذي يوضحه الشكل (١).



شكل (١): النموذج المقترح للعلاقات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات

وتم تقدير النموذج السابق باستخدام دالة الإمكان العظمي Maximum Likelihood، والشكل (٢) يوضح النموذج المقترح للعلاقات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات بعد تقدير المعاملات، والجدول (٦) يوضح معاملات الانحدار ومستوي المعنوية لمتغيرات النموذج عند استخدام هيكل الملكية



شكل (٢): النموذج المقترح للعلاقات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات الرئيسية بعد تقدير المعاملات الخاصة بالنموذج

الجدول (٦): معاملات الانحدار ومستوي المعنوية لمتغيرات النموذج

مستوي المعنوية	معاملات الانحدار	المتغيرات
		خطر انهيار أسعار الأسهم كمتغير تابع
٠,٠٠٦	٣,٢١٦٥٤٥	غموض التقارير المالية
٠,٩٠٠	٠,٠٠٧٤٣٤-	<u>هيكل الملكية</u>
٠,١٢٠	٠,١٥٨١٢٥٢-	ثابت الانحدار
		غموض التقارير المالية كمتغير وسيط
٠,٠١٩	٠,٠٠٥٣٥١١-	<u>هيكل الملكية</u>
٠,٠٠٠	٠,٠٦١١٥٤١١	ثابت الانحدار

يتضح من بيانات الجدول (٦) ما يلي:

- وجود علاقة طردية بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ وهذا يعني أنه كلما زاد غموض التقارير المالية بوحدة واحدة زاد خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار ٣,٢١٦٥٤٥، وهذه العلاقة معنوية عند مستوي ١٪ (٠,٠٠٦).

- وجود علاقة عكسية بين **هيكل الملكية** وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ وهذا يعني أن زيادة **هيكل الملكية** بوحدة واحدة يقلل من خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار ٠,٠٠٧٤٣٤، وهذه العلاقة معنوية غير معنوية (٠,٩٠٠).
- وجود علاقة عكسية بين **هيكل الملكية** وغموض التقارير المالية؛ وهذا يعني أن زيادة **هيكل الملكية** بوحدة واحدة يقلل من غموض التقارير المالية بمقدار ٠,٠٠٣٥١١، وهذه العلاقة معنوية عند مستوي ٥٪ (٠,٠١٩).

وللتأكد من جودة توافق النماذج الكلية ومعنوية المسارات يتم الاستعانة بمجموعة من المعايير الإحصائية للتعبير عن جودة توافق النموذج الكلي، إلى جانب التأكد من تمثيل النموذج لطبيعة المشكلة البحثية ومن بين هذه المعايير:

■ أولاً: مؤشر جودة التوفيق المقارن (CFI) Comparative Fit Index

هو مؤشر لجودة التوافق ويُحسب بمقارنة النموذج الحالي إلى نموذج العدم وتتراوح درجته من (صفر) أي توافق معدوم إلى (واحد) أي توافق تام، وتشير القيمة المرتفعة بين هذا المدى إلي توفيق أفضل للنموذج مع بيانات العينة.

■ ثانياً: الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير التقريبي Root Mean Square Error Approximation (RMSEA)

يُعتبر من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس جودة التوفيق، وهو عبارة عن مؤشر يقيس التعارض لكل درجة واحدة من درجات الحرية، إذا كانت قيمته (٠,٠٥) أو أقل دل ذلك على أن النموذج مطابق تماماً وإذا كانت القيمة تقع بين (٠,٠٥) و (٠,٠٨) دل ذلك على أن النموذج يطابق بدرجة كبيرة بيانات العينة، أما إذا كانت قيمته أكبر من (٠,٠٨) فيتم رفض النموذج.

■ ثالثاً: بواقي الجذر التربيعي المعياري للمتوسط Standard Root Mean Square Residual (SRMSR)

يُستخدم هذا المقياس في الحكم على صلاحية النموذج المقترح لتفسير العلاقات بين متغيرات الدراسة، وحد القبول لهذا المؤشر أقل من (٠,٠٨)، وكلما انخفضت قيمة (SRMR) كلما دل ذلك على جودة توفيق النموذج المقدر لبيانات عينة الدراسة.

■ رابعاً: مؤشر توكير-لويس Tucker Lewis Index (TLI)

تتراوح قيمة هذا المؤشر بين (صفر، واحد) وكلما اقتربت قيمته من الواحد كلما دل ذلك على جودة توفيق النموذج المقدر لبيانات عينة الدراسة.

هذا، وقد تم التوصل إلى النتائج التالية والتي يوضحها جدول مؤشرات جودة المطابقة الكلية Goodness of Fit (٧)، ولقد أكدت النتائج أن جودة التوافق الكلية للنماذج السالف الإشارة إليها تحوز على قيم جيدة للمطابقة وبالتالي يمكن الاعتماد على هذه النماذج في اختبار فروض البحث.

جدول (٧): مؤشرات جودة المطابقة لنماذج الدراسة

بيان	نموذج هيكل الملكية
CFI	١
RMSEA	٠,٠٠٠
SRMSR	٠,٠٠٠
TLI	١

ويمكن تفسير نتائج الجدول (٧) على النحو التالي:

- بلغ مؤشر الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير (RMSEA) للنماذج صفر، ويدل ذلك على التطابق التام للنموذج المقدر وبيانات عينة الدراسة.
- بلغت قيمة مؤشر جودة التوفيق المقارن (CFI) ومؤشر توكير-لويس (TLI) للنموذج ١٠٠٪، وهذا يعني مطابقة البيانات للنموذج مطابقة جيدة.
- بلغ مؤشر معيار الجذر التربيعي (SRMR) للنموذج صفر، ويدل ذلك على التطابق التام للنموذج المقدر وبيانات عينة الدراسة.

٨-٩ اختبار وتحليل فروض الدراسة

مع التوصل إلى معاملات النموذج الهيكلي التجميعي المقترح للعلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات الدراسة الرئيسية، والتأكد من جودة توفيق النماذج يمكن للباحثة اختبار وتحليل فروض الدراسة. وفيما يلي توضيح تفصيلي لاختبار فروض الدراسة:

٩-١-١ اختبار الفرض الأول

لاختبار الفرض الأول القائل بوجود تأثير معنوي لهيكل الملكية على غموض التقارير المالية استخدمت الباحثة أسلوب تحليل المسارات، الذي أوضح وجود تأثير عكسي لهيكل الملكية على غموض التقارير المالية؛ حيث أن زيادة هيكل الملكية يقلل من غموض التقارير المالية بمقدار ٠,٠٠٥٣٥١١، وهذا التأثير معنوي عند مستوي ٥٪ (٠,٠١٩)، والشكل (٣) يوضح العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وغموض التقارير المالية.

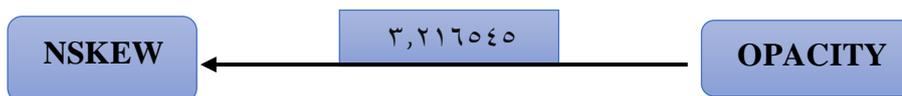


الشكل (٣) : العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وغموض التقارير المالية.

وبناء على ما سبق يتم قبول الفرض الأول القائل بوجود تأثير معنوي لهيكل الملكية على غموض التقارير المالية. وتتفق نتائج تلك الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة مثل (Mohammed et al., 2022; Liu et al., 2018; Kohansal et al., 2017; Zuhrohtun&Baridwan, 2015; Boubaker et al., 2015; Munisi, 2023) إلي أن هيكل الملكية مرتبط بالإفصاح عن المعلومات ويعتبر أداة فعالة لمراقبة كبار المديرين التنفيذيين، وتلعب تركيز المليكة، والملكية المؤسسية دوراً مهماً في تعزيز الشفافية من خلال الدور الرقابي الذي يقوم به المستثمرون من المؤسسات بمراقبة إجراءات الإدارة وحماية مصالح المساهمين الأقلية.

٩-١-٢ اختبار الفرض الثاني

لاختبار الفرض الثاني القائل بوجود تأثير معنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم اعتمدت الباحثة على أسلوب تحليل المسارات، الذي أوضح وجود تأثير طردي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث إن زيادة غموض التقارير المالية يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار ٣,٢١٦٥٤٥، هذا التأثير معنوي عند مستوي ١٪ = ٠,٠٠٦، والشكل (٤) يوضح العلاقة المباشرة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم.



الشكل (٤) : العلاقة المباشرة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم

وبناء على ما سبق يتم قبول الفرض الثاني القائل بوجود تأثير معنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم. وتتفق نتيجة الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة مثل (Kim&Zhang, 2014; Purwoto&Tandelilin, 2014; Lim et al., 2016; Kim&Zhang, 2016; Chae et al., 2020; Jin&Myers, 2006) أن ضعف نظام الرقابة الداخلية، وإدارة الأرباح، وضعف حوكمة الشركات وتقديم تقارير مالية مبهمه يؤدي إلى زيادة خطر الانهيار. أيضاً سلوك الإفصاح عن المعلومات الانتقائية يؤثر علي خطر انهيار أسعار الأسهم (Elliott et al. 2010; Song 2015; Zhang&Nam, 2016)

أيضاً جودة المعلومات المحاسبية لها تأثير مباشر علي شفافية التقارير المالية، ويتضح ذلك التأثير عند تأخير نشر المعلومات، أو عدم دقتها، أو نشرها بطريقة مبهمه، أو التحيز في عرضها، أو عدم اعتمادها علي مبادئ ومعايير محاسبية عالية الجودة، فإن ذلك يؤثر سلبياً علي سلوك المستثمرين ويؤثر في درجة المخاطرة التي يتعرض لها وهو ما يتفق مع نتائج الدراسات السابقة (Lambert et al., 2007; Chen et al., 2001; DeFond et al., 2015; Callen& Fang, 2015; Lim et al., 2016; Habib et al., 2017; Yeung &Lento, 2018)

بينما تختلف مع ما توصلت إليه البعض الآخر من الدراسات مثل (Andreou et al., 2016) والتي توصلت إلي أن غموض التقارير المالية لا تؤثر على مخاطر الانهيار وأرجعت هذه الدراسات أسباب تلك النتيجة إلى اختلاف البيئة التنظيمية التي قد تحد من قدرة المديرين على إخفاء المعلومات، أو الظروف الاقتصادية التي تحد من ميل الشركات للانخراط في ممارسات زيادة الدخل، وبالتالي قدرتها على اكتناز الأخبار السيئة، أيضاً عدم توافر معلومات كافية وقلّة المحللين الماليين المحترفين أسباباً لاختلاف هذه النتيجة.

٩-١-٣ اختبار الفرض الثالث

لاختبار الفرض الثالث القائل بوجود تأثير معنوي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم استخدمت الباحثة أسلوب تحليل المسارات، الذي أوضح وجود تأثير عكسي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث أن زيادة هيكل الملكية يقلل

من خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار ٠,٠٠٧٤٣٤، وهذا التأثير غير معنوي (٠,٩٠)، والشكل (٥) يوضح العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وخطر انهيار أسعار الأسهم

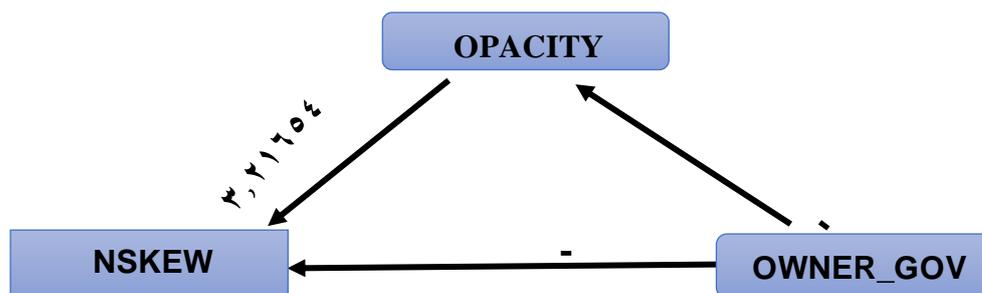


الشكل (٥) : العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وخطر انهيار أسعار الأسهم

وبناء على ما سبق يتم **رفض الفرض الثالث** القائل **بوجود تأثير معنوي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم**. واختلفت نتائج تلك الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة التي توصلت إلي وجود تأثير لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أكدت دراستي (2019) Hanghighi&Gerayli و (2020) Hunjra et al. على أن الملكية الإدارية تزيد من خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، وأشارنا إلى أن الملكية الإدارية تحفز المديرين على إخفاء الأخبار السيئة وتضليل المستثمرين لتضخيم أسعار الأسهم الحالية على حساب قيمة الشركة طويلة الأجل، ومثل هذا الإخفاء للأخبار السيئة يمكن أن يؤدي إلى تقييمات حالية غير صحيحة وانهيار لاحق في المستقبل لسعر السهم. كما اختلفت أيضاً مع دراسة (2018) Park&Song التي توصلت العلاقة العكسية بين الملكية الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم ويرجع تفسير هذه النتيجة إلى أن الملكية الإدارية أدت إلى تخفيض تكاليف الوكالة وزيادة مستوى الإفصاحات، مما أدى إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض حجب المديرين للأخبار السيئة. كما اختلفت أيضاً مع دراسة (2017) Gao التي توصلت إلى أن تركيز الملكية يساعد في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع تفسير هذه النتيجة إلى أن وجود كبار المساهمين يحسن حوكمة الشركات. واختلفت مع ما توصلت إليه نتائج دراسة (2018) Vo التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين الملكية الأجنبية وخطر انهيار أسعار الأسهم ويرجع تفسير هذه النتيجة إلى أن المستثمرين الأجانب في وضع غير ملائم للمعلومات مقارنة بالمستثمرين المحليين لانهم يواجهون مشكلة عدم تماثل المعلومات عند الاستثمار في الأسواق الناشئة. واختلفت مع ما توصلت إليه دراسة (2019) Kim et al. والتي توصلت إلى أن دخول المستثمرين الأجانب يتبعه انخفاض كبير في خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المحلية، ويرجع تفسير هذه النتيجة إلى أن المستثمرين الأجانب يساهمون في تحسين جودة التقارير المالية للشركات المحلية والتي يمكن أن تكون إحدى القنوات الممكنة التي تساعد من خلالها على تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المحلية وذلك لأن رقابتهم تقيد تخزين الأخبار السيئة الإدارية. ويمكن تفسير اختلاف نتيجة هذه الدراسة عن نتائج الدراسات السابقة نتيجة اختلاف المؤشرات المستخدمة في قياس هيكل الملكية كأحد آليات حوكمة الشركات؛ حيث استخدمت الدراسات السابقة مؤشر واحد فقط لقياس هيكل الملكية، بينما قامت الدراسة الحالية باستخدام مؤشر مركب يضم أكثر من بند (الملكية المؤسسية، الملكية الحكومية، الملكية الإدارية) لقياس هيكل الملكية.

٩-٤-١-٤ اختبار الفرض الرابع

لاختبار الفرض الرابع القائل **بوجود تأثير معنوي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الاسهم من خلال غموض التقارير المالية اعتمدت الباحثة على أسلوب تحليل المسارات**، الذي أوضح أن الأثر الكلي لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الاسهم يبلغ (-٠,٠٢٤٦٤٦٤٦)، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأثر المباشر السالب لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الاسهم (-٠,٠٠٧٤٣٤٤) وهذا الأثر غير معنوي (٠,٩٠)، والأثر غير المباشر السالب لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الاسهم من خلال غموض التقارير المالية (-٠,٠١٧٢١٢) وهذا الأثر معنوي عند مستوي ١٠٪ (٠,٠٧٤)، وهو عبارة عن حاصل ضرب العلاقة بين هيكل الملكية وغموض التقارير المالية والعلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم (-٠,٠٠٣٥١١ × ٣,٢١٦٥٤٥). وبالتالي تعتبر وساطة متغير غموض التقارير المالية في هذه الحالة وساطة كلية Full Mediation لان العلاقة المباشرة بين هيكل الملكية وخطر انهيار أسعار الأسهم غير معنوية. والشكل (٦) يوضح الأثر المباشر وغير المباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الاسهم من خلال غموض التقارير المالية.



الشكل (٦): الأثر المباشر وغير المباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الاسهم من خلال غموض التقارير المالية

بناء على التحليل السابق يتم **قبول الفرض الرابع** القائل بوجود وساطة سواء كانت جزئية أو كلية لمتغير غموض التقارير المالية بين هيكل الملكية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

١٠ . الخلاصة والنتائج والتوصيات:

العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات والاستقرار المالي هي قضية مهمة اجتذبت اهتمامًا كبيرًا في الآونة الأخيرة. تشير الأدلة من الدراسات الحديثة إلى أن الخصائص المختلفة (على سبيل المثال: غموض التقارير المالية، وجودة المعلومات المحاسبية، حوكمة الشركات) لعملية توليد الأرباح مرتبطة بخطر انهيار أسعار الأسهم. استجابة لسلسلة من فضائح الشركات الكبرى والأزمات المالية المتتالية، أصبح التحقيق في سبب الانخفاض الحاد في الأسعار مصدر اهتمام كبير للمنظمين والممارسين والباحثين.

بالنظر إلى حقيقة أن السلوك الانتهازي الإداري هو في الأساس في حجب المعلومات بسبب الفصل بين الملكية والإدارة، فيمكن أن يحدث انهيار أسعار الأسهم الخاصة بالشركة عندما يخفي المديرون الأخبار السيئة عن الشركة من المستثمرين (Hutton et al., 2009). يخرط المديرون في حجب الأخبار السيئة نظرًا لوجود صراعات الوكالات بين المديرين والمستثمرين (أي المساهمين) ، مما يؤدي إلى عدم تماثل المعلومات (Kothari et al., 2009) ؛ أيضًا تسهل البيئة الغامضة للمديرين استخدام المعلومات في محاولة لتحويل الثروة من المستثمرين إلى أنفسهم وبالتالي ، فإن الحد من تضارب النزاعات بين الوكالات يمكن أن يمنع المديرين من تأخير الإفصاح عن معلومات الشركة السلبية. وبناءً على ذلك جاء الهدف من البحث؛ حيث قامت الباحثة بدراسة أثر هيكل الملكية على غموض التقارير المالية وانعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم ؛ حيث يعتبر هيكل الملكية بمثابة آلية لحوكمة الشركات التي تحمي حقوق المساهمين وتنظم العلاقة بين أصحاب المصلحة الداخليين والخارجيين، وتؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال تقليص فجوة المعلومات بين هذه الأطراف. ولتحقيق هذا الهدف تم اختبار فروض البحث بالتطبيق على عينة مكونة من ٦٩ شركة من الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ حتى ٢٠٢٠. وتوصلت نتائج البحث إلى وجود تأثير عكسي مباشر لهيكل الملكية على مستوي غموض التقارير المالية، ووجود تأثير طردي مباشر لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود تأثير عكسي مباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم، أيضًا يوجد تأثير غير مباشر لهيكل الملكية على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال غموض التقارير المالية.

وتوصى الباحثة الهيئات والجهات التنظيمية والتشريعية بالتأكيد على ضرورة تفعيل آليات حوكمة الشركات والنظر العوامل الأخرى التي من شأنها تعزيز مستوى شفافية التقارير المالية، كما توصى الشركات بضرورة أن يكون لها رؤية واضحة وخطط واستراتيجيات لتقييد السلوك الانتهازي الإداري بما يضمن لها عدم التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع

- Abad, D., Lucas-Pérez, M. E., Minguez-Vera, A., & Yagüe, J. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets? *BRQ Business Research Quarterly*, 20(3), 192-205.
- Abdel-Wanis, E. (2021). The Impact of Audit Quality on the Relationship Between Ownership Structure and Stock Price Crash Risk in Egypt. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 25(6), 1-15.
- Ahmed, A. S., Neel, M., & Wang, D. (2013). Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality? Preliminary Evidence. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1344-1372.
- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15.
- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2015). Firm crash risk, information environment, and speed of leverage adjustment. *Journal of Corporate Finance*, 31, 132-151.
- 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.
- Baik, B., Brockman, P., Farber, D. B., & Lee, S. (2010). CEO Reputation and Corporate Opacity. *Korean Finance Association Korean Finance Association Conference Society Joint Academic Research Presentation*, (pp. 1981-2017).
- Balooshi, S. A., Iannino, M. C., & Abedifar, P. (2020, April 18). *Firm Opacity and Islamic Securities Issuance*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=3604514>
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- Bharath, S. T., Pasquariello, P., & Wu, G. (2009). Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3211-3243.

- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Welker, M. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, 78(3), 641-678.
- Bleck, A., & Liu, X. (2007). Market Transparency and the Accounting Regime. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 229-256.
- Boubaker, S., Hamrouni, A., & Liang, Q.-B. (2015). Corporate Governance, Voluntary Disclosure, And Firm Information Environment. *The Journal of Applied Business Research*, 31(1), 89-102.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Religion and Stock Price Crash Risk. *Journal of financial and Quantitative analysis*, 50(1), pp. 169–195.
- Callen, J. L., Fang, X., & Zhang, W. (2020). Protection of proprietary information and financial reporting opacity: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 64, 1-24.
- Callen, J., & Fang, X. (2017). Crash Risk and the Auditor–Client Relationship. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), pp. 1715–1750.
- Capkun, V., Collins, D., & Jeanjean, T. (2016). The effect of IAS/IFRS adoption on earnings management (smoothing): A closer look at competing explanations. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(4), 352-394.
- Chae, S.-J., Nakano, M., & Fujitani, R. (2020). Financial Reporting Opacity, Audit Quality and Crash Risk: Evidence from Japan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 9-17.
- Chatham, M. D. (2008). Assessing the Extent of Compliance with International Accounting Standards. *Journal of International Business Research*, 7(1), 61-90.
- Chen, C., Kim, J.-B., & Yao, L. (2017). Earnings smoothing: Does it exacerbate or constrain stock price crash risk? *Journal of Corporate Finance*, 42, 36-54.
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from the European Union. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21(3), 1-57.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61, pp. 345–381.
- Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., & Yao, S. (2020). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 33, 1-9.
- Cohen, J. R., Krishnamoorthy, G., Peytcheva, M., & Wright, A. M. (2013). How Does the Strength of the Financial Regulatory Regime Influence Auditors' Judgments to Constrain Aggressive Reporting in a Principles-Based Versus Rules-Based Accounting Environment? *Accounting Horizons*, 27(3), 579–601.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39-67.
- Costello, A. B., & Osborne, J. (2005). Best practices in exploratory factor analysis: four recommendations for getting the most from your analysis. *Practical Assessment, Research, and Evaluation*, 10(1), 1-9.
- Dahiya, S., Iannotta, G., & Navone, M. (2017). Firm Opacity Lies in the Eye of the Beholder. *Financial Management*, 46(3), 553-592.
- Damodaran, A. (2000). *Information Transparency and Valuation: Measuring Complexity. Performance Trading*. Retrieved from https://www.performancetrading.it/Documents/AdInformation/AdI_Measuring.htm?fbclid=IwAR1QZF-Rebt0MpLp8XZHIRXNceFbFnuLD8Msom4_teLmItvcSDNNIunyp4E
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24(3), 451-484.
- Daske, H., Hail, L., Leuz, C., & Verdi, R. S. (2013). Adopting a Label: Heterogeneity in the Economic Consequences Around IAS/IFRS Adoptions. *Journal of Accounting Research*, 51(3), 495-547.

- Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Sing, V. (2014). Opaque financial reports and R2: Revisited. *Review of Financial Economics*, 23(1), 10–17.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- DeFond, M. L., & Hung, M. (2003). An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 35(1), 73-100.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk? *The Accounting Review*, 90(1), pp. 265–299.
- Dempsey, S. J., Harrison, D. M., Luchtenberg, K. F., & Seiler, M. J. (2012). Financial Opacity and Firm Performance: The Readability of REIT Annual Reports. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 450–470.
- Diamond, D. W. (1985). Optimal Release of Information By Firms. *The Journal of Finance*, 40(4), 1071-1094.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- E. Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97–180.
- Elliott, W. B., Krische, S. D., & Peecher, M. E. (2010). Expected Mispricing: The Joint Influence of Accounting Transparency and Investor Base. *Journal of Accounting Research*, 48(2), 343-381.
- Enria, A., Cappiello, L., Dierick, F., Grittini, S., Haralambous, A., Maddaloni, A., Poloni, P. (2004). Fair Value Accounting and Financial Stability. ECB Occasional Paper. 13. Frankfurt a. M.: European Central Bank (ECB).
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 255-307.
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46, 217–260.
- Fung, A., Weil, D., Graham, M. a., & Fagotto, E. (2002). *The Political Economy of Transparency :What makes disclosure policies effective? Transparency Policy Project. John F. Kennedy School of Government Governance, World Bank.*
- Gao, W., Li, Q., & Drougas, A. (2017). Ownership Structure and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Journal of Applied Business and Economics*, 19(4), 65-78.
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2020). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. *International Journal of Managerial Finance*, 18(1), 1-27.
- Gassen, J., & Sellhorn, T. (2006). *Applying IFRS in Germany: Determinants and Consequences.* Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=906802> .
- Geile, A. L. (2007). *cash flow management and cost of debt . The University of Arizona.* Retrieved from <https://www.proquest.com/openview/6b2e69a59847031ec3a2c5ab1032a755/1?pq-origsite=gscholar&cbl=18750>
- Glaeser, S. (2018). The effects of proprietary information on corporate disclosure and transparency: Evidence from trade secrets. *Journal of Accounting and Economics*, 66(1), 163-193.
- Glosten, L. R., & Milgrom, P. R. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71-100.
- Gray, S. J., Radebaugh, L. H., & Roberts, C. B. (1990). International Perceptions of Cost Constraints on Voluntary Information Disclosures: A Comparative Study of U.K. and U.S. Multinationals. *Journal of International Business Studies*, 21(4), 597-622.
- Gu, Y. (2011). *Three Essays on Opacity, Corporate Governance, and Credit Ratings.* Retrieved from <https://scholarworks.uark.edu/etd/127>
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2017). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting and Finance*, 58(1), pp. 1- 41 .

- Hackenbrack, K. E., Jenkins, N. T., & Pevzner, M. (2014). Relevant but Delayed Information in Negotiated Audit Fees. *Auditing : A Journal of Practice & Theory*, 33(4), 95–117.
- Haghighi, A., & Gerayli, M. S. (2019). Managerial ownership and stock price crash risk: a case of Iranian firms. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(1), 42-55.
- Hamm, S. J., Li, E. X., & Ng, J. (2012, November 9). *Management Earnings Guidance and Stock Price Crash Risk*. Retrieved from SSRN Electronic Journal: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2055008
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), The Review of Financial Studies.
- Honggowati, S., Rahmawati, R., Aryani, Y. A., & Probohudo, A. N. (2019). Strategic Management Accounting disclosure, ownership structure, and firm characteristics in Indonesia manufacturing companies. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(3), 335 – 350.
- Hsu, F.-J., & Chen, S.-H. (2020). Does corporate social responsibility drive better performance by adopting IFRS? Evidence from emerging market. *Journal of Computational and Applied Mathematics*, 371(1), 1-32.
- 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), 1-15.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque Financial Reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94, pp. 67–86.
- Iatridis, G. (2010). International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. *International Review of Financial Analysis*, 19(3), 193-204.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79, pp. 257–292.
- 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., & ZHANG, L. (2016). Contemporary Accounting Research. *Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm level Evidence*, 33(1), 412- 441.
- Kim, J.-B., Li, L., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2016b). Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2), 294-312.
- Kim, J.-B., Li, X., Luo, Y., & Wang, K. (2019). Foreign Investors, External Monitoring, and Stock Price Crash Risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(4), 1-25.
- Kim, J.-B., Li, Y., & Zhang, L. (2011a). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 713– 730.
- Kim, J.-B., Li, Y., & Zhang, L. (2011b). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3), 639–662.
- Kim, J.-B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1–13.
- Kohansal, S., Rostami, S., & Rostami, Z. (2017). The Impact Of Corporate Governance Mechanisms On Financial Reporting Transparency. *Corporate Ownership and Control*, 14(3), 25-33.
- Koo, K. (. & Kim, J. (. (2018). CEO power and firm opacity. *Applied Economics Letters*, 26(10), 791-794.

- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- Lee, L. F. (2012). Incentives to Inflate Reported Cash from Operations Using Classification and Timing. *The Accounting Review*, 87(1), 1-33.
- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2017). Trust and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Journal of Banking and Finance*, 76, 74-91.
- Liang, Q., Ling, L., Tang, J., Tang, J., & Zhuang, M. (2020). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk Evidence from an emerging market. *China Finance Review International*, 10(3), 271-296.
- Liao, G., Ma, M., & Yu, X. (2022). Transporting transparency: Director foreign experience and corporate information environment. *Journal of International Business Studies*, 53, 1343-1369.
- 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.
- Loureiro, G. R., & Silva, S. (2022). Earnings Management and Stock Price Crashes Post U.S. Cross-Delisting. *International Review of Financial Analysis*, 82, 1-17.
- Low, P. L. (1996). *The effects of agency and proprietary costs on corporate financial disclosures. ETD collection for University of Nebraska - Lincoln*. Retrieved from <https://digitalcommons.unl.edu/dissertations/AAI9628240>
- Melloni, G. (2015). Intellectual capital disclosure in integrated reporting: an impression management analysis. *Journal of Intellectual Capital*, 16(3), 661-680.
- Milne, M. J. (2002). Positive accounting theory, political costs And social disclosure analyses: a critical look. *Critical Perspectives on Accounting*, 13(3), 369-395.
- Mohammed, F. J., shibli, A. T., & Hashim, H. T. (2022). The Impact Of Ownership Structure On Information Asymmetry: Evidence From Companies Listed On The Iraq Stock Exchange. *Journal of Positive School Psychology*, 6(6), 6342-6354.
- Mooi, E., Sarstedt, M., & Mooi-Reci, I. (2018). The Process, Data, and Methods Using Stata. Market Research.
- Munisi, G. (2023). Ownership Structure and Information Disclosure in Sub- Saharan African Countries. *African Journal Of Applied Research*, 9(1), 51-77.
- Park, S. Y., & Song, Y. (2018). The Effect Of Ownership Structure On Future Stock Price Crash Risk: Korean Evidence. *The Journal of Applied Business Research*, 34(2), 355-368.
- Parsa, B. P., & Sarraf, F. (2018). Financial Statement Comparability and the Expected Crash Risk of Stock Prices. *Advances in mathematical finance & applications*, 3(3), 77-93.
- Pasandidehfar, M., Shahverdiani, S., & Gohar, M. H. (2016). Impact of political costs on company benefits in the institutions with high free cash flow and low growth opportunity: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Accounting*, 2(3), 137-142.
- Prameswari, S., Subroto, B., & Rahman, A. (2016). The Moderating Effect of IFRS Convergence on the Relationship between Accounting Conditional Conservatism and Stock Price Crash Risk: Indonesian Evidence. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(12), 87-95.
- Purwoto, L., & Tandelilin, E. (2014). Opaque Financial Reports And Stock Price Crash Risk In Indonesia. *Manajemen & Bisnis Berkala Ilmiah*, 13(1), 89-98.
- Reitmaier, C., & Schultze, W. (2017). Enhanced Business Reporting: Value Relevance and Determinants of Valuation-Related Disclosures. *Journal of Intellectual Capital*, 8(4), 832-867.
- Romer, D. (1993). Rational Asset-Price Movements Without News. *The American Economic Review*, 83(5), 1112-1130.
- Salteh, H. M., & Babazadeh, A. (2012). The Effect of Opacity of the Financial Reports on Volatility of Stock Return: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(4), 3844-3852.

- Santana, V. (2018). Do opaque financial reports increase future crash risk? Comparing empirical models in the U.S. and Brazilian markets. *Proceedings of the XVIII Brazilian Finance Meeting*. São Paulo.
- Song, L. (2015). Accounting disclosure, stock price synchronicity and stock crash risk: An emerging-market perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 23(4), 349 - 363.
- Tendeloo, B. v., & Vanstraelen, A. (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *European Accounting Review*, 14(1), 155-180.
- Urquiza, F. B., Navarro, M. C., & Trombetta, M. (2010). Disclosure theories and disclosure measures. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 39(147), 393-415.
- Uygur, O. (2018). CEO ability and corporate opacity. *Global Finance Journal*, 35, 72–81.
- Vishwanath, T., & Kaufmann, D. (1999, September 6). *Towards Transparency in Finance and Governance*. Retrieved from https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=258978
- Vo, X. V. (2018). Foreign Investors and Stock Price Crash Risk: Evidence from Vietnam. *International Review of Finance*, 20(4), 993-1004.
- Wu, C.-M., & Hu, J.-L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk? Evidence from China's energy industry. *Energy Policy*, 128, 505–518.
- Yeung, W. H., & Lento, C. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 37, 1-24.
- 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.
- Zhang, R. (2006). *Cash Flow Management, Incentives, and Market Pricing*. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=817324>.
- Zhu, W. (2016) Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21(2), 349–399.
- Zuhrohtun, Z., & Baridwan, Z. (2015). Determinants of Earnings Opacity: Indonesia Evidence. *The International Journal of Business and Finance Research*, 9(3), 95-104.

Measuring The Effect of Ownership Structure on Financial Reporting Opacity and Its Reflection on Stock Price Crash Risk: Empirical Study

Hala Mohamed Shaban

PhD Researcher
Faculty of Commerce
Cairo University

Ahmed Mohamed Abu Talib

Professor of Financial Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Mohamed Hamdy Awad

Lecturer in Accounting Department
Faculty of Commerce
Cairo University

Abstract

This research aims to measure the effect of ownership structure on financial reporting opacity and its reflection on stock price crash. An applied study was conducted on a sample of 69 Egyptian listed firms during the period 2014-2020. The results show a significant direct negative effect of the ownership structure on the financial reporting opacity, and that there is a significant direct positive effect of the financial reporting opacity on the stock price crash risk of, and that there is a insignificant direct negative effect of the ownership structure on the stock price crash risk, also there is a significant indirect effect of the ownership structure on the stock price crash risk through financial reporting opacity. These results are useful for regulators, companies, and investors because they provide information and results that can be used for each of these entities.

Keywords

Corporate Governance, Ownership Structure, Financial Reporting Opacity, Stock price crash risk.