



تزامن أسعار الأسهم: التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية

وقابلية التقارير المالية للقراءة

(دليل تطبيقي من سوق الأسهم المصري)

إعداد

د. دلال محمد إبراهيم محمد

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة (بنات) - جامعة الأزهر

dalal.mohamed@azhar.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة - جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الأول - الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

محمد، دلال محمد إبراهيم (٢٠٢٥). تزامن أسعار الأسهم: التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة: دليل تطبيقي من سوق الأسهم المصري. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦(١)٢، ١-٣٤.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

تزامن أسعار الأسهم: التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية

وقابلية التقارير المالية للقراءة

(دليل تطبيقي من سوق الأسهم المصري)

د. دلال محمد إبراهيم محمد

الملخص:

استهدفت الدراسة اختبار تأثير نمط هيكل الملكية (المركزة، المؤسسية، والإدارية) على تزامن أسعار الأسهم، وأيضًا اختبار تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، هذا بالإضافة لاختبار التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية على تزامن أسعار الأسهم، ولتحقيق ما سبق تم القيام بإجراء دراسة اختبارية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية في مؤشر EGX30 في الفترة من ٢٠١٧ - ٢٠٢٢، وأصبحت نتائج الدراسة عن وجود تأثير سلبي لنمط هيكل الملكية (مركزة، مؤسسية، وإدارية) على تزامن أسعار الأسهم، كما أشارت النتائج لوجود تأثير سلبي لقابلية التقارير المالية للقراءة على التزامن، وأيضًا رصدت نتائج الدراسة العلاقة التبادلية بين نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة ودورها في تخفيض تزامن أسعار الأسهم، وفي ضوء ما سبق توصي الدراسة بالحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات وتحقيق التوافق بين أصحاب المصالح في الشركة، والذي يترتب عليه زيادة جودة التقارير المالية ودمج معلومات الشركة في أسعار الأسهم، الأمر الذي ينعكس على تخفيض تزامن أسعار الأسهم.

الكلمات المفتاحية: تزامن أسعار الأسهم، نمط هيكل الملكية، الملكية المركزة، الملكية المؤسسية، الملكية الإدارية، قابلية التقارير المالية للقراءة.

أولاً: مقدمة الدراسة:

تتأثر تحركات أسعار الأسهم بشكل كبير بالمعلومات المختلفة المتداولة في السوق، ويُمكن تقسيم المعلومات المتاحة للجمهور لمعلومات خاصة بالشركة ومعلومات على مستوى السوق، ويُلاحظ أن تحركات أسعار الأسهم لا تتبع بشكل كامل الديناميكيات التي تحدث في السوق، وتعرف هذه الظاهرة بـ **تزامن أسعار الأسهم**، وعندما تتأثر تغيرات عوائد الأسهم في الغالب بالمعلومات الخاصة بالشركة فمن المتوقع أن يكون تزامن الأسعار أقل والعكس صحيح، وتؤثر جودة المعلومات على عملية اتخاذ القرار لدى المستثمرين، فكلما ارتفعت جودة المعلومات زاد استيعاب تلك المعلومات في أسعار الأسهم وقل تزامن سعر السهم، ولذلك فإن تزامن الأسعار هو دالة في جودة المعلومات، وتتأثر جودة المعلومات بشكل كبير بالبيئة المعلوماتية للشركات [١].

يتبع سلوك سعر السهم عاملين هما: حركة السوق والمعلومات الخاصة بالشركة وتتأثر حركة السوق بعوامل مختلفة بما في ذلك القضايا المحلية والأجنبية والسياسية وما إلى ذلك، وترتبط المعلومات الخاصة بالشركة بعوامل الشركة، هذا وتعتمد ثقة المستثمرين في أرباح الشركة على معلومات الشركة، وبالتالي فإن وجود المستثمرين المؤسسين ومراقبتهم الفعالة سيقفل من تضارب المصالح وانعدام الشفافية والكشف عن المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة وتقليل اعتماد عائد

الشركة على عوائد السوق والصناعة (تزامن الأسعار)، ومن ثم فإن وجود الملكية المؤسسية يساهم في مراقبة الإدارة ويحقق مزيد من شفافية المعلومات ويقلل التقلبات ويخفض من تزامن أسعار الأسهم [٢]. كما أن الملكية المركزة قد تُشجع المساهمون المسيطرون على الكشف طوعاً عن معلومات أكثر خاصة بالشركة لصالح مساهمي الأقلية، مما يؤدي لتسهيل التداول الأكثر استنارة، والذي يؤدي بدوره لتخزين المزيد من المعلومات في أسعار الأسهم، وبالتالي في ظل منظور المحاذاة يرتبط التزامن عكسياً بتركيز الملكية، كما يُنظر إلى المستثمرين الأجانب إلى أنهم أكثر تطوراً من المستثمرين المحليين من حيث الخبرة الاستثمارية والقدرة على جمع ومعالجة وتحليل المعلومات ذات الصلة بالقيمة، وترتبط الملكية الأجنبية بشفافية أعلى في الشركات وانخفاض عدم تماثل المعلومات، ولذلك يُمكن توقع أن تكون كمية المعلومات الخاصة بالشركة التي يتم رسلتها في أسعار الأسهم أكبر بالنسبة للشركات المصدرة لأسهم أجنبية، حيث تخضع لحماية أفضل للمستثمرين ومتطلبات إفصاح أكبر ومتطلبات قانونية وتنظيمية أكثر صرامة مما يجعل معلومات الشركة تتعكس في أسعار الأسهم، وبالتالي تعمل على تخفيض تزامن أسعار الأسهم [٣].

إلا أن توفر الإفصاحات العامة ليس كافياً للحد من عدم تماثل المعلومات لأن قدرة معالجة المعلومات ليست واحدة لجميع المستخدمين نظراً لوجود اختلافات في الخبرات المتعلقة بمعالجة المعلومات، ويستطيع المحللون الماليون وغيرهم من وسطاء المعلومات الاستفادة من تحليلاتهم للشركات من خلال بيع توصياتهم وأرائهم للمستخدمين، وهذا يعني أن الإفصاحات العامة ذات سهولة القراءة العالية ضرورية لتخفيض عدم تماثل المعلومات، إن زيادة سهولة القراءة تجعل المحتوى النصي أكثر قابلية للفهم ويحسن من المحتوى المعلوماتي، ومن ثم فإن الإفصاحات الأكثر قابلية للقراءة الأقل تعقيداً تؤدي لردود أفعال أعلى من جانب أصحاب المصلحة، كما أن هناك علاقة إيجابية بين قابلية التقارير المالية للقراءة وكفاءة المعلومات، وهذا يعني أنه مع زيادة معدل العائد على الاستثمار يقل عدم تماثل المعلومات وتصبح بيئة المعلومات أكثر شفافية وشمولية، حيث يتمكن المستثمرون من القراءة والفهم بوقت أقل وفهم أفضل ويؤدي ذلك لتقليل تكاليف معالجة المعلومات، ونتيجة لذلك ينعكس تماثل المعلومات في أسعار الأسهم والذي بدوره يُخفض من تزامن أسعار الأسهم [٤].

في ضوء ما سبق يُمكن توقع وجود تأثير لأنماط مختلفة من هيكل الملكية على سلوك الإدارة في الإفصاح عن معلومات الشركة والتي تعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات وانعكاس معلومات الشركة في أسعار الأسهم، إلا أنه لا يُمكن تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال الإفصاح العام فقط ولكن من خلال الإفصاح عن معلومات في التقارير المالية تكون قابلة للقراءة، الأمر الذي ينعكس على أسعار الأسهم ويُخفض من تزامن الأسعار، ونظراً لتجاهل الدراسات العربية لحد كبير دراسة العلاقة بين هذه المتغيرات تسعى الدراسة الحالية لدراسة التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية.

ثانياً: مراجعة أدبيات الدراسة، وتطوير الفرضيات:

يتم في هذا الجزء مراجعة الأدبيات المتعلقة بمفهوم تزامن أسعار الأسهم وهيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة، مع دراسة العلاقة بين هيكل الملكية وتزامن أسعار الأسهم، وأيضاً دراسة العلاقة بين قابلية التقارير المالية للقراءة وتزامن أسعار الأسهم، هذا بالإضافة لدراسة التأثير المشترك لهيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، ومن ثم صياغة فرضيات الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١- هيكل الملكية وتزامن أسعار الأسهم:

١/١ تزامن أسعار الأسهم: Synchronization of stock prices

إن التقلبات المترامنة (التزامنية) هي ظاهرة حديثة نسبيًا في أدبيات الفكر المالي على الصعيدين النظري والتطبيقي، ويعني مفهوم التزامن في حركة أسعار الأسهم أو الحركة المشتركة ميل الأسعار في سوق الأسهم للحركة بنفس الاتجاه صعودًا وهبوطًا خلال فترة زمنية معينة، الأمر الذي ينعكس سلبيًا على منافع التنوع الكفو أو التخصيص في سوق المال والذي يركز على دراسة العلاقات بين الأوراق المالية للحصول على تحركات عكسية أو ارتباطات بهدف تخفيض المخاطرة باعتبار أن الخسائر المحتملة والنتيجة عن هبوط الأسعار في بعض الأسهم يمكن أن تعوضها الأرباح المحتملة من الصعود في أسعار أوراق مالية أخرى [5]، وبالتالي فإن التزامن المفرط سيؤدي لإعاقة تطوير أسواق رأس المال، ومن ثم تقييد كفاءة نقل المعلومات.

وتُعد الحركة المترامنة للسهم اختراقًا لمفهوم **كفاءة السوق** والتي تفترض أن أسعار الأسهم هي بالضرورة انعكاس للمعلومات التي ترد للسوق، حيث يعتقد البعض أن أسعار الأسهم قد لا تجسد بالضرورة محتوى المعلومات بل تتحرك لتُحدث تغييرات سعرية عارضة ترجع إلى تصرفات فريق الضوضاء، وتُحدث خللاً مؤقتًا بين العرض والطلب، مما يؤدي إلى أن تتأرجح الأسعار في حدود المدى بين سعر شراء وبيع الأوراق المالية دون تأثير بالهامش أي أن التغيرات السعرية التي يُحدثها فريق الضوضاء لا تقوم على أساس من المعلومات، ولأنها كذلك يُعتقد أنها ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق مما ينسجم مع مفهوم كفاءة السوق، وأن التزامن بهذا المعنى يُعد بمثابة مقياس يُعبر عن المدى الذي يعكس فيه سعر السهم المعلومات الخاصة والعامة، ومن ثم فإن التزامن الأقل يعني انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة في سعر السهم. ومع ذلك هناك وجهتا نظر متعارضتان حول العلاقة بين تزامن أسعار الأسهم وكفاءة معلومات سوق رأس المال أحدهما يرتبط ارتباطًا سلبيًا بكفاءة المعلومات والأخرى ترتبط ارتباطًا موجبًا بكفاءة المعلومات [6].

ويعكس تزامن أسعار الأسهم الدرجة التي تتحرك بها الأسهم الفردية مع السوق، وهناك وجهتي نظر رئيسيتين حول العوامل التي تؤدي لتزامن أسعار الأسهم وهما وجهة نظر كفاءة المعلومات ووجهة نظر السلوك غير العقلاني، وترى وجهة نظر **كفاءة المعلومات** أن مستوى تزامن أسعار الأسهم يعتمد على الكمية النسبية للمعلومات الخاصة بالشركة التي يتم رصمتها في الأسهم، ويشير التزامن الأقل لأسعار الأسهم إلى أن الأسعار تعكس المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة مقارنة بالمعلومات على مستوى السوق أو أسعار الأسهم الأكثر إفادة، إلا أن وجهة نظر **السلوك غير العقلاني** تشير إلى أنه بسبب عوامل غير عقلانية مثل ضجيج السوق ومعنويات المستثمرين قد يرتبط انخفاض تزامن عوائد الأسهم بانخفاض المحتوى المعلوماتي الخاص بالشركة [7].

ولقد وثقت العديد من أدبيات المحاسبة العديد من العوامل المرتبطة بتزامن أسعار الأسهم، من **المنظور الكلي** يرتبط تزامن أسعار الأسهم بالثقافة الاجتماعية، عدم التيقن في السياسة الاقتصادية، تكامل السوق، ونظام حماية حقوق الملكية، ومن **المنظور الجزئي** يرتبط تزامن الأسعار بتغطية المحللين ونسبة المساهمة المؤسسية، والإفصاح الإضافي عن معلومات الأرباح، والمعلومات المالية للشركة مثل تداول الأسهم [8].

تناولت أدبيات المحاسبة محددات تزامن أسعار الأسهم، في دراسة أجراها Zia لاختبار محددات تزامن أسعار الأسهم على مستوى الشركة والصناعة والاقتصاد الكلي، أشارت النتائج إلى أن الزيادة في القيمة السوقية تزيد من تزامن أسعار الأسهم، في حين أن الزيادة في تركيز السوق وتقلبه تُخفض من التزامن كما أنه لا يوجد تأثير للأزمات المالية، بالإضافة إلى أن تزامن أسعار الأسهم يكون أقل في الصناعات التي تتعدم فيها سيولة الأسهم بسبب الملكية العائلية [9]، ولعمليات التداول الجماعية تأثير سلبي على انخفاض تزامن أسعار الأسهم، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحًا في بيانات المعلومات الضعيفة [10]، حيث تساعد أنشطة التداول الجماعية في سوق الأوراق المالية في نشر ودمج المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار الأسهم، وتكون أسعار الأسهم أكثر إفادة مما يُسهل تخصيص رأس المال عن طريق توجيه تدفقات رأس المال إلى مشاريع جيدة وذلك لسببين، الأول: قد تؤدي الاتصالات والمفاوضات المباشرة والفعالة عبر منصة التداول بين المشتري والبائعين لخفض تكلفة الحصول على المعلومات وتحسين تدفق المعلومات الخاصة بالشركة إلى السوق، الثاني: تتطلب قواعد منصة التداول الجماعي الكشف عن تفاصيل التداول مثل الأحجام والأسعار للسوق كل يوم بعد إغلاق السوق، وبالتالي يُمكن لجميع المشاركين في السوق تعديل مراكزهم وأنشطتهم التجارية بناء على استغلالهم للمعلومات مما يؤدي لنشر المعلومات واحتجازها في أسعار الأسهم.

ويرتبط تزامن أسعار الأسهم بحوكمة الشركات [11]، قد يحتوي تصنيف الحوكمة البيئية والاجتماعية باعتباره مؤشرًا شاملاً للأداء غير المالي للشركة على معلومات أساسية مخفية وراء الأداء المالي للشركة، وهو مؤشر لاستدامة الشركة ويساعد على تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، كما أن الشركات ذات التصنيف الأعلى للحوكمة البيئية والاجتماعية تكشف عن معلومات أكثر واقعية وموثوقة مع خصوصية الشركة والتي يتم استخدامها في سوق الأوراق المالية من خلال المحللين الماليين والمستثمرين المؤسسين لتقديم معلومات على مستوى الشركة في أسعار الأسهم، وبالتالي فإن الشركات ذات التصنيف الأعلى في الحوكمة البيئية والاجتماعية تحظى باهتمام المستثمرين المؤسسين والمحللين الماليين، وباعتبارها آلية حوكمة خارجية فعالة فإن مشاركة وسطاء المعلومات ستتمل قيديًا على الشركات المدرجة في نشر المعلومات، مما يؤثر على عملية صنع القرار ويؤدي لتحسين مستوى الكشف عن معلومات الشركة، الأمر الذي ينعكس سلبيًا على تزامن أسعار الأسهم [12].

إن نشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يُحسن الحوكمة ويحقق مزيد من الشفافية، ويعتبر نشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات أحد العوامل الضرورية لوجود نظام مالي قوي، ويؤدي لأساليب جديدة وأسرع لنقل البيانات والمعلومات مما يقلل من عدم تماثل المعلومات والتأخير الزمني في وصول المعلومات، كما أن نشر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات يساهم في دمج المعلومات الخاصة بالشركة في عائدات الأسهم وبالتالي يخفض من تزامن أسعار الأسهم [13].

وتوصلت دراسة Yang et al إلى أن الكشف عن المعلومات البيئية له تأثير إيجابي على تزامن أسعار الأسهم من خلال تخفيض المحتوى المعلوماتي في سعر السهم ومنع نقل المعلومات إلى المستثمرين، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحًا في الشركات التي تقوم بالغسل الأخضر من خلال الكشف عن معلومات منخفضة الجودة وغامضة، مما يتسق مع نظرية أصحاب المصالح الذاتية فقد تقوم الشركات بتزييف تقارير الإفصاح الخاصة بها لجذب انتباه المستثمرين وكسب السمعة، ومن الأساليب المستخدمة في ذلك الغسل الأخضر والذي يشير إلى الكشف عن معلومات بيئية تتعارض مع سلوك الشركات في مجال حماية البيئة مما يؤدي لزيادة تزامن أسعار الأسهم [14].

وكشفت دراسة Abid أن الشركات كبيرة الحجم ترتبط ببيئات معلوماتية أفضل، مما يشير إلى وجود علاقة سلبية بين حجم الشركة وتزامن أسعار الأسهم [15]، كما أن هناك علاقة بين الرافعة المالية والتزامن وذلك بسبب أن تكلفة جمع المعلومات الخاصة قد تكون أعلى بالنسبة للشركات التي لديها مخاطر أكبر للرافعة المالية، ولوحظ أن هناك علاقة سلبية بين الرافعة المالية بنوعها (تشغيلية، وتمويلية) وتزامن الأسعار [16]، هذا بالإضافة إلى أن الشركات المملوكة للعائلات تميل إلى عدم الكشف عن معلومات خاصة بالشركة لذلك يكون هناك زيادة في تزامن أسعار أسهمها، وأيضًا تؤثر سيولة الأسهم على حجم التداول مما يؤثر سلبيًا على تزامن أسعار الأسهم.

تتأثر تغيرات أسعار الأسهم بالمعلومات المتوفرة على مستوى السوق أكثر من تأثرها بالمعلومات الخاصة بالشركة، مما يتسبب في حدوث تزامن أسعار الأسهم، ولذلك فإن التباين في أسعار الأسهم يتأثر بشدة بمصادقية المعلومات، فكلما ارتفعت جودة المعلومات زاد انعكاس واستيعاب تلك المعلومات في أسعار الأسهم وبالتبعية ينخفض تزامن أسعار الأسهم، واستهدفت دراسة Feng et al اختبار تأثير المعايير المرتفعة للإفصاح عن المعلومات على تزامن أسعار الأسهم، وكشفت نتائج الدراسة أن تزامن أسعار الأسهم يميل إلى الانخفاض ويتأثر بإصلاح سياسات الإفصاح وأن متطلبات الإفصاح العالية للإفصاح عن المعلومات تؤدي لتخفيض التزامن من خلال تخفيض تكلفة المعلومات الخاصة بالشركة وتخفيض احتمالية إخفاء بعض المعلومات السلبية [8]، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحًا في الشركات التي تتمتع بحماية عالية للمستثمرين على مستوى الدولة وتصنيفات الحوكمة على مستوى الشركات [17].

وتؤدي جودة الكشف عن المعلومات لتخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال خلق تدفقًا سلسًا من المعلومات للمستثمرين، وبالتالي فإن الكشف السليم عن المعلومات الخاصة بالشركة سيؤدي لتوزيع متوازن للعوائد بين المستثمرين، ويؤدي ذلك لثقة المستثمرين في سوق رأس المال ومن ثم جذب الموارد النادرة إلى سوق رأس المال، كما تعمل الشركات على تقليل عدم تماثل المعلومات نتيجة للإفصاح الكافي عن بعض المعلومات وانعكاس هذه المعلومات على تزامن أسعار الأسهم [18].

كما يمكن تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال الإفصاح الاختياري عن المعلومات بين الشركات المدرجة والمستثمرين [19]، وبالتالي يُمكن للمستثمرين إصدار حكم صحيح على سعر السهم للشركة بعد الحصول بشكلٍ كافٍ وفعال عن المعلومات الخاصة بالشركة التي تمثلها المعلومات المحاسبية، مما يؤدي لتقليل تزامن أسعار الأسهم، بالإضافة لتخفيض تكلفة بحث المستثمرين عن المعلومات ومن ثم تخفيض تكاليف التمويل، وأيضًا قد يؤدي الإفصاح الاختياري لتحسين قدرة المستثمرين على المراقبة، وبالتالي تخفيض تزامن أسعار الأسهم، هذا بالإضافة لدور التغطية الإعلامية في تخفيض عدم تماثل المعلومات من خلال إنتاج معلومات جديدة أو نشر معلومات خاصة بالشركة على قاعدة كبيرة من المستثمرين، ولأن تزامن سعر السهم يتأثر بغموض المعلومات فيجب أن تؤدي التغطية الإخبارية الإعلامية الأكبر إلى تقليل تزامن أسعار الأسهم، كما يمكن لوسائل الإعلام تعزيز حماية المستثمرين من خلال تحسين حوكمة الشركات، مما يسهل رسملة المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار الأسهم، وبالتالي فإن الشركات التي تحظى باهتمام أكبر من قبل وسائل الإعلام الإخبارية من المرجح أن يكون لديها معلومات أكثر موثوقة وعالية الجودة متاحة للجمهور، وبناء على ذلك ينبغي أن تكون أسعار أسهمها أكثر إفادة وأقل تزامنًا مع السوق [20].

ويساعد تقرير الاستدامة المستثمرين في الحصول على مزيد من المعلومات فيما يتعلق بالأداء الحالي والمستقبلي للشركة، ويساعد في تشكيل سعر السهم بشكل أفضل، وذلك لأن البيانات المالية لا تستطيع وصف الآثار الإيجابية والسلبية الناجمة عن أنشطة الشركة، ويمكن للمستثمرين أن يخطئوا في الحكم إذا رجعوا فقط إلى البيانات المالية، وعندما يستخدم المستثمرون تقارير الاستدامة كمعلومات إضافية في شكل أسعار الأسهم ستهيمن المعلومات الداخلية على سعر السهم وسيقل تزامن سعر السهم [21].

واختبرت دراسة Almaharmeh et al تأثير جودة المراجعة على مدى تكامل المعلومات الخاصة بالشركة مع سعر السهم والذي يتم تحديده عكسًا باستخدام تزامن سعر السهم، وتوصل الباحثون إلى أن الشركات التي تستخدم مكاتب المراجعة الكبرى لديها أسعار أسهم أقل تزامنًا وأكثر إفادة، مما يشير إلى أن المراجعة عالية الجودة تؤدي لتخفيض عدم تماثل المعلومات، مما يعزز رسملة المعلومات المحددة للشركة في سعر السهم، وبالتالي تكون عوائد الأسهم أقل تزامنًا وأكثر إفادة [22]

٢/١ هيكل الملكية: Ownership structure

يُعرف هيكل الملكية على أنه توزيع ملكية الشركة على فئات المساهمين، وتحدد نسبة ملكية كل فئة من خلال قسمة عدد الأسهم التي تمتلكها تلك الفئة على إجمالي عدد أسهم الشركة، ويجمع مالكو الشركة والذين يمثلون هيكل الملكية إطار قانوني وأهداف مشتركة.

ولهيكل الملكية العديد من التقسيمات، ويتم التمييز بين عدة أنماط من هياكل الملكية استنادًا لبعدين، أولهما: درجة تركيز الملكية والتي تشير إلى الأسهم المملوكة بواسطة كبار المساهمين سواء كانوا أفراد أم مؤسسات حيث يمكن التمييز بين الملكية المشتتة والملكية المركزة، وثانيهما: طبيعة المستثمر والتي تشير إلى وجود مؤسسات أو مجموعات معينة من الملاك مثل الملكية الإدارية والمؤسسية، ويمكن توضيح ذلك من خلال ما يلي.

- الملكية المشتتة والملكية المركزة [23]: تشير الملكية المشتتة لوجود عدد كبير من المساهمين، وليس للمساهمين حق تصويت كافي أو الدافع لممارسة السيطرة على الشركة، وفي ظل هذا النوع يفقد المساهمون الآليات لتحقيق التوافق بين مصالحهم ومصالح المديرين، مما يمثل الدافع للمديرين لتحويل موارد الشركة لمصالحهم الخاصة، وتشير الملكية المركزة (ملكية كبار المساهمين) لتركز الملكية بين عدد محدود من المساهمين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، وللملكية المركزة تأثيرين على دوافع وأداء الشركة، الأول: فرض الرقابة الكفؤة من كبار المساهمين على الإدارة، والثاني: فرض المصادر والذي يعني تعارض المصالح بين كبار وصغار المستثمرين بسبب طلب كبار المساهمين عائداً مرتفعاً على استثماراتهم بالإضافة لاستخدامهم حقوق الرقابة المكفولة لهم لتحقيق منافع خاصة وفي بعض الأحيان الاستحواذ على حقوق صغار المساهمين من خلال تدخلهم في إدارة الشركة.

- الملكية الإدارية [24]: والتي تشير لامتلاك الإدارة لحصة كبيرة من أسهم الشركة، ويساعد هذا النمط من الملكية في الحد من تعارض المصالح بين الإدارة والمساهمين لوجود الدافع لدى الإدارة لتعظيم قيمة الشركة، ولتأثير الملكية الإدارية على دافع الإدارة وأداء الشركة وجهتي نظر، الأولى: قد يؤدي ارتفاع الملكية الإدارية لارتفاع أداء الشركة وتحقيق درجة أكبر من التوافق في المصالح بين الإدارة والمساهمين بسبب توظيف الإدارة لموارد الشركة لتحقيق الأرباح في الأجل الطويل وهو ما يعرف بفرض اتفاق الدافع أو تقارب المصالح، والثانية: قد يؤدي ارتفاع الملكية الإدارية لانخفاض أداء الشركة بسبب سيطرة المديرين وتوفر الدافع لتحقيق مصالحهم الخاصة على حساب باقي الملاك، وفي نفس الوقت صعوبة الرقابة على المديرين وعدم القدرة على الاستغناء عنهم بسبب قوة تصويت المديرين والتي تضمن استمرارهم في الإدارة في المستقبل وهو ما يعرف بفرض الحصانة.

- الملكية المؤسسية [25]: والتي تشير لمؤسسة مالية تقوم بالاستثمار بالنيابة عن الأطراف الأخرى من خلال امتلاك أسهم في العديد من الشركات، ويمتلك هذا النمط من الملكية الخبرة والقدرة في الحصول على المعلومات وتشغيلها مقارنة بالمستثمرين الأفراد، وللدور الرقابي للملكية المؤسسية وجهتي نظر، الأولى: أن الملكية المؤسسية تلعب دورًا فعالاً في الرقابة على السلوك الإداري وبالتالي الحد من مشاكل الوكالة، والثانية: لا تقوم الملكية المؤسسية بدورها الرقابي بفعالية بسبب اعتمادها في تداول أسهمها على الأرباح الحالية بدلاً من الأرباح في الأجل الطويل.

إن اختيار هيكل الملكية مثل أي قرار إداري يجب أن يتم في ضوء مجموعة من المتغيرات [26] تتعلق إما بظروف البيئة التي تعمل فيها الشركة مثل (المحددات القانونية، والمحددات المحاسبية) أو بخصائص تلك الشركات مثل (القرارات المالية، وحجم الشركة)، وتتمثل العوامل المحاسبية ذات التأثير على هيكل الملكية في (الضرائب، والإفصاح، والشفافية، والبنية الأساسية للمراجعة، وكفاءة المراجعين)، إن هيكل الملكية يمثل ظاهرة ديناميكية ولا يوجد هيكل أمثل يصلح لجميع المنشآت أو هيكل يصلح لمنشأة واحدة في جميع الأزمنة، حيث من المتوقع أن تكيف المنشآت هيكل ملكيتها في ضوء متغيرات البيئة الاقتصادية للمنشأة والتي تضم المتغيرات الخاصة بنظام حوكمة الشركة (مستوى الحماية القانونية، حالة سوق الأوراق المالية، وضغوط المؤسسات المالية)، والعوامل السلوكية المرتبطة بدوافع الاحتفاظ بالحصصة المسيطرة، وأخيراً المتغيرات المتعلقة بخصائص المنشأة (حجم، عمر، ومخاطر) المنشأة.

٣/١ تأثير هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم:

يُعد هيكل الملكية أحد أهم المحددات الرئيسية لحوكمة الشركات، وتتميز معظم البلدان بتركيز الملكية والتي من الممكن أن يكون لها تأثيرين متعارضين على تزامن أسعار الأسهم [3]، ففي ظل مفهوم الترسخ الإداري يوفر تركيز الملكية للمساهمين المسيطرين حافزاً لتحويل موارد الشركة على حساب المساهمين الخارجيين وذلك بسبب إمكانية الاستفادة من سيطرتهم الفعالة على الشركة وتحقيق منافع خاصة، كما لديهم الحافز للتغطية على سلوكياتهم التي تخدم مصالحهم الذاتية أو الحد من تسرب المعلومات ذات الصلة من خلال حجب المعلومات غير المواتية أو الكشف بشكل انتقائي عن المعلومات، وبالتالي فإن قوة التحكم المركزة تمنع تدفق المعلومات الخاصة بالشركة إلى السوق مما يساهم في المزيد من التعتميم في بيئة المعلومات وفي الوقت نفسه قد يضطر المستثمرون الخارجيون الذين لا يتمتعون بالحماية الكافية إلى تحمل التكاليف الأعلى نسبياً للحصول على المعلومات الخاصة ومعالجتها للتغلب على غموض المعلومات المرتبطة بالملكية المركزة ولتجنب خطر استغلالهم من قبل المساهمين المسيطرين فإن التكلفة المرتبطة بالبحث عن المعلومات الخاصة لا تشجع على التداول المستنير، مما يعيق دمج المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار الأسهم الذي يجعل أسعار الأسهم ذات التركيز العالي للملكية أكثر تزامناً، وبناء عليه يرتبط تزامن أسعار الأسهم بشكل إيجابي بتركيز الملكية، ويلائم هذا المنظور الدول الناشئة، إلا أنه في ظل منظور موائمة الحوافز يمكن أن يؤدي تركيز الملكية إلى تسهيل موائمة المصالح بين المساهمين المسيطرين والأقلية حيث أن التركيز العالي يمكن أن يكون بمثابة التزام موثوق به مما يشجع المساهمين المسيطرين على الكشف طوعاً عن معلومات أكثر خاصة بالشركة لصالح مساهمي الأقلية مما يؤدي لتسهيل التداول الأكثر استنارة والذي يؤدي بدوره لتخزين المزيد من المعلومات في أسعار الأسهم، وفي ظل هذا المنظور يرتبط تزامن أسعار الأسهم عكسياً بتركيز الملكية ويتوافق هذا المنظور مع الدول المتقدمة.

وفي ذات السياق اختبر Boubaker et al تأثير تركيز الملكية على تزامن أسعار الأسهم، وقدم الباحثون الدليل على أن تزامن أسعار الأسهم يزداد مع تركيز الملكية مما يدعم الحجة القائلة بأن المساهمين المسيطرون يميلون للكشف عن معلومات أقل خاصة بالشركة لإخفاء الممارسات الانتهازية، كما أظهرت نتائج الدراسة أن الشركات التي لديها سيطرة زائدة كبيرة هي أكثر عرضة للتعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، بسبب اكتناز المعلومات السيئة والافصاح عنها دفعة واحدة [27]، وأيضًا اختبرت دراسة Hu & Ma أثر تركيز الملكية وجودة المراجعة على تزامن أسعار الأسهم، وخلصت الدراسة إلى أن الملكية الأجنبية وعمليات المراجعة عالية الجودة سوف تقلل من تزامن أسعار الأسهم وتجعل السوق أكثر فعالية، كما توصلت الدراسة لوجود علاقة عكسية بين تركيز الملكية وتزامن أسعار الأسهم، كما أنه في ظل المراجعة الحكومية يكون سعر السهم أكثر تزامنًا [28].

ويتمتع المساهمون المسيطرون (حكومة أو عائلات) بحقوق السيطرة في الشركات مما يتيح لهم الفرصة في إدارة الشركات، وهذا النمط من هيكل الملكية يخلق الفرص ويمنح الصلاحيات لمنع تسرب المعلومات الخاصة بالشركة إلى السوق بحيث يمكن للمالكين المسيطرين تجنب التدقيق غير المرغوب فيه، وقد يحفز المحللين على تحديد ونشر المزيد من المعلومات الخاصة بالسوق خاصة إذا كان من الممكن الحصول على المعلومات على مستوى الشركة بدون تكلفة أو بتكلفة منخفضة، وبالتالي فإن تغطية المحللين تعمل على تسريع نشر المعلومات على مستوى السوق وليس المعلومات الخاصة بالشركة، الأمر الذي ينعكس إيجابيًا على تزامن أسعار الأسهم [٢٩]. وعلى النقيض من ذلك توصلت دراسة Wang et al لوجود علاقة سلبية بين كثافة الملكية وتزامن أسعار الأسهم [5] عبر مسارين وهما (شفافية المعلومات، وزيادة تغطية المحللين الماليين).

واستهدفت دراسة Li et al اختبار أثر الملكية الأجنبية على تزامن أسعار الأسهم، حيث يمكن لاستثمارات المحافظ الأجنبية أن تعزز من الاشراف على الشركات المحلية وإدارتها وتحسين بيئة المعلومات وزيادة كفاءة السوق، ولذلك فإن الآلية التي يؤدي بها تحرير سوق الأوراق المالية إلى تقليل التزامن هي زيادة شفافية المعلومات وحث الافصاح الاختياري، الأمر الذي يسمح بدمج معلومات الشركة في أسعار الأسهم والذي يؤثر سلبيًا على تزامن أسعار الأسهم [30]، وهو ما توصلت إليه دراسة Dang et al بأن المستثمرين الأجانب لديهم الدافع لتحسين شفافية وحوكمة الشركات من خلال تعزيز الإفصاح المحاسبي مما يدفع بالشركات لاعتماد معايير المحاسبة الدولية وتوظيف كبار المسؤولين ومراجعي الحسابات وتحسين قابلية المقارنة والحد من إدارة الأرباح، الأمر الذي ينعكس سلبيًا على تزامن أسعار الأسهم [7].

ونتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين المؤسسين والأفراد، فالمستثمرين المؤسسين في وضع متفوق من حيث المعلومات وسوف يحسنون درجة التداول العقلاني للسوق بأكمله ويعوضون سلوك التداول غير العقلاني للمستثمرين الأفراد، بالإضافة لذلك سيكون المستثمرون الأفراد في سوق الأوراق المالية على دراية بفجوة المعلومات بينهم وبين المؤسسين ومن المرجح أن يتبنى المؤسسون سلوك ملكية الأسهم وسيتم إصدار المزيد من معلومات الشركة التي يملكها المؤسسون تدريجيًا من خلال تأثيرات الإشارة المختلفة الأخرى، مما يحسن من شفافية المعلومات والتداول الرشيد في السوق بأكمله، مما يدفع أسعار الأسهم لاستيعاب المزيد من معلومات الشركة وتحسين معلومات أسعار الأسهم وتقليل تزامن الأسعار [٣١]. وأفصحت دراسة Barka et al عن أن المستثمرين المؤسسون يؤثرون

على دمج أسعار الأسهم للمعلومات ذات الصلة بالقيمة وذلك من خلال وجهتي نظر، الأولى أنه يُمكن للمستثمر المؤسسي أن يُخفف من مستوى الشفافية وجودة الإفصاح للشركة، والثانية أنه يُمكن التأثير على تزامن أسعار الأسهم من خلال نشاط التداول، حيث أن المستثمرين المؤسسون أكثر تطوراً من المستثمرين الأفراد من حيث الخبرة الاستثمارية والقدرة على جمع ومعالجة وتحليل المعلومات ذات الصلة بالقيمة [32]، وبالتالي عند تلقي معلومات سلبية يمكنهم بيع أسهمهم مما يؤدي لانخفاض سعر السهم مما يجعل أسعار الأسهم أكثر افادة، هذا بالإضافة إلى أن المستثمرين المؤسسون لديهم المزيد من الحوافز لمراقبة شركاتهم وجني أرباح طويلة الأجل وهو ما يؤدي في نهاية المطاف لدمج المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة في اسعار الأسهم [٢]، وهذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في الأسواق الأقل تنافسية والتي تتمتع بتغطية عالية من المحللين الماليين.

وفي دراسة أجراها Phan & Vu لاختبار تأثير هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم، أظهرت نتائج الدراسة علاقة إيجابية بين ملكية الدولة وتزامن أسعار الأسهم فكلما ارتفعت ملكية الدولة قلت الشفافية في المعلومات المقدمة للمستثمرين، مما يعني انخفاض معلوماتية أسعار الأسهم والذي يزيد من تزامن الأسعار، كما تشير النتائج لوجود علاقة سلبية بين ملكية المستثمرين الأجانب وتزامن أسعار الأسهم وذلك بسبب المزايا التي يتمتع بها المستثمرون الأجانب في جمع المعلومات والمهارات الخاصة بالشركة في مجال حوكمة الشركات، وبالتالي تقليل تزامن أسعار الأسهم في السوق، بالإضافة لذلك توجد علاقة سلبية بين ملكية المساهمين الرئيسيين وتزامن أسعار الأسهم، وذلك لأن المساهم الرئيسي يتمتع بميزة المعلومات على المجموعات الأخرى من المساهمين، والتداول بناء على ميزة المعلومات للمساهم الرئيسي سيساعد في تقليل تزامن أسعار الأسهم [33].

وعلى النقيض مما توصلت إليه الأدبيات السابقة، كشفت دراسة Huu et al أن التزامن الأعلى يدل على جودة أفضل لبيئة المعلومات، وبناء على ذلك لتحسين تزامن الأسعار ينبغي بذل مزيد من الجهد لإنشاء بيئة أكثر شفافية ومعلوماتية، ويرجع السبب في ذلك إلى تزامن الأسعار في ظروف السوق المختلفة باعتبارها الاستجابة الديناميكية لتزامن عوائد الأسهم مع التغيرات في بيئة المعلومات، لذلك من المهم فهم طبيعة السوق والتفاعلات بين المشاركين في هذا السوق في محاولة تفسير أي ارتباط أو علاقة معينة، كما قد يكون هناك تفسيرات بديلة للحركة المشتركة للأسهم في السوق فيمكن أن تكون العوامل الاقتصادية العامة هي التي تحرك الأسواق ويعتمد اتجاه الأسهم التصاعدي أو الهبوطي على معنويات السوق العامة علي سبيل المثال قد تكون أسعار الأسهم أكثر تزامناً في فترات الازدهار أو الكساد وكذلك في وقت الركود أو الأزمة، أما الوقت الذي يتحرك فيه سهم واحد من تلقاء نفسه بشكل مستقل عن السوق العام وهو وقت إعلان الأرباح أو الأخبار (سواء جيدة أو سيئة) وإلى جانب بيئة المعلومات السيئة يمكن أن تؤدي الضوضاء لانخفاض التزامن [34].

وفي سياق متصل توصل Farooq & Hamouda إلى أن الشركات ذات الملكية المؤسسية العالية تتمتع ببيئة معلومات ومستوى حوكمة أفضل وتُظهر تزامناً أعلى، كما أن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً مع زيادة تغطية المحللين الماليين، وتعود العلاقة الإيجابية إلى حقيقة أن آليات الإدارة عالية الجودة تعمل على تحسين دقة التوقعات التي يقدمها المستثمرون ويفترضون أن أسعار الأسهم في الأسواق التي تتسم بكفاءة تستجيب فقط للأحداث غير المتوقعة، ولذلك عندما تتحسن آليات الإفصاح والحوكمة يصبح المستثمرون قادرين على التنبؤ بدقة بالأحداث المستقبلية الخاصة بالشركة، ونتيجة لذلك هناك احتمال أكبر أن تكون أسعار الأسهم السائدة قد أخذت في الاعتبار بالفعل حدوث أحداث

مستقبلية، وبالتالي عندما تحدث الأحداث بالفعل فإن أسعار الأسهم لا تتفاعل معها بشكل كبير، وبعبارة أخرى ترتبط أسعار الأسهم الأكثر إفادة بتباين أقل في أسعار الأسهم في المستقبل، ويؤدي انخفاض التباين الخاص بالشركة في أسعار الأسهم لزيادة الارتباط بين عوائد الأسهم وعوائد السوق مما يؤدي لارتفاع تزامن أسعار الأسهم، وعادة ما يكون المستثمرون المؤسسين لديهم ما يكفي من المهارات والقدرات اللازمة لتحقيق أفضل استفادة من المعلومات المتاحة لتكوين توقعات دقيقة مع تحسين بيئة المعلومات للشركة، ولذلك فمن المحتمل أن تتمتع الشركات ذات التزامن العالي بملكية مؤسسية عالية [٣٥].

من استعراض أدبيات المحاسبة التي اختبرت العلاقة بين نمط هيكل الملكية وتزامن أسعار الأسهم يُلاحظ اختلاف تأثير نمط هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم، فالتداول العقلاني للمؤسسين يعني استيعاب معلومات وخصائص الشركة من خلال أسعار الأسهم مما يخفض بدوره من تزامن أسعار الأسهم، ومع ذلك وفقاً للتمويل السلوكي لا يمكن للمستثمرين المؤسسين الوصول إلا إلى حالة من العقلانية المحدودة، مما يؤدي لحدوث سلوكيات غير عقلانية والذي يقلل من محتوى المعلومات الفعال في أسعار الأسهم، مما يؤدي لارتفاع تزامن سعر السهم، كما أن لتركيز الملكية تأثير إيجابي على تزامن أسعار الأسهم بسبب السيطرة على الإفصاح عن المعلومات، الأمر الذي يجعل أسعار الأسهم تعكس معلومات السوق أكثر وبالتبعية سيؤدي ذلك لزيادة تزامن الأسعار، إلا أنه قد يرتبط تركيز الملكية سلباً بتزامن أسعار الأسهم، هذا بالإضافة لوجود علاقة سلبية بين الملكية الإدارية وتزامن أسعار الأسهم بسبب زيادة شفافية وتحسين بيئة المعلومات، والإفصاح طوعاً عن المعلومات، الأمر الذي ينعكس سلباً على تزامن أسعار الأسهم.

ونتيجة لتضارب نتائج الدراسات السابقة والذي شكل الباعث لضرورة بحث العلاقة بين أنماط هيكل الملكية وتزامن أسعار الأسهم يمكن صياغة فرضية الدراسة الأولى على النحو التالي:

" لا يؤثر نمط هيكل الملكية تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية"

ويشتق من هذه الفرضية الفرضيات الفرعية التالية:

الفرضية الفرعية الأولى: لا تؤثر الملكية المركزة تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية.

الفرضية الفرعية الثانية: لا تؤثر الملكية المؤسسية تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية.

الفرضية الفرعية الأولى: لا تؤثر الملكية الإدارية تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية.

٢- قابلية التقارير المالية للقراءة وتزامن أسعار الأسهم:

١/٢ قابلية التقارير المالية للقراءة: Readability of financial reports

تعد القابلية للقراءة إحدى الخصائص اللغوية للإفصاح النوعي والتي تركز على أسلوب الإفصاح، وتُعرف القابلية للقراءة بأنها مدى سهولة قراءة وفهم نص ما وسرعة قرأته أيضاً، وتكون النصوص سهلة القراءة عندما يتوافر بها بعض الخصائص اللغوية والمتمثلة في بساطة اللغة والقواعد

النوعية، ويُعتبر الإفصاح غير المالي قابلاً للقراءة عندما يستطيع المستثمرون الأفراد والمحللون الماليون استيعاب المعلومات الملائمة لأغراض عملية، كما يُشار لقابلية التقارير المالية للقراءة بأنها قدرة المستثمرين والمحللون الماليين على استيعاب المعلومات الملائمة لعملية التقييم [36] وذلك من واقع الإفصاحات المالية، ويتضح من ذلك أن قابلية التقارير المالية تتحقق حينما يتم فهم واستيعاب المستخدمين لها وخاصة المعلومات الملائمة والمرتبطة بقراراتهم.

ولتفسير ما إذا كانت الإدارة تدعم أو تتلاعب في قابلية التقارير المالية للقراءة يوجد فرضان وهما، فرض **المعلومات الإضافية** ووفقاً لهذا الفرض تقوم الإدارة بتقديم افصاحات نوعية سهلة القراءة، وذلك بغرض توفير معلومات إضافية لمساعدة مستخدمي المعلومات في اتخاذ قرارات أفضل، وبالتالي تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، أما الفرض الآخر فهو فرض **التعتيم** أو **التشويش الإداري** ووفقاً لهذا الفرض تقوم الإدارة بتقديم افصاحات نوعية صعبة القراءة، وذلك بغرض تضليل المستثمرين حول أداء الشركة خلال قيام الإدارة بإدارة الانطباعات [37].

لقياس قابلية التقارير المالية للقراءة يوجد مدخلان، ويركز **المدخل الأول** على درجة تعقيد التقرير وتوجد عدة مؤشرات لذلك منها مؤشر Flesch ومؤشر Fog، وتستند هذه المؤشرات على درجة تعقد كلمات التقرير من خلال تعدد مقاطعها وكذلك طول الجمل بالتقرير، ويناسب هذا المدخل قياس قابلية التقارير المعدة باللغة الإنجليزية للقراءة، في حين يركز **المدخل الثاني** على طول التقرير السنوي، ويستند هذا المدخل على عدد صفحات أو كلمات التقرير السنوي، ويتميز بانخفاض احتمالية تعرضه لأثر الاختلافات في السمات اللغوية بين اللغة الإنجليزية وغيرها من اللغات ويعتبر هذا المدخل أقل تعقيداً، ونظراً لأن معظم الشركات المصرية تُعد تقاريرها باللغة العربية فيفضل اتباع المدخل الثاني والذي يركز على عدد صفحات أو كلمات التقرير السنوي [38].

وتتمثل النظريات التي تفسر دوافع المديرين لجعل التقارير المالية أكثر أو أقل قابلية للقراءة في [39] **نظرية الوكالة** وفقاً لهذه النظرية يفضل المديرين في ظل زيادة مشاكل الوكالة زيادة الإفصاح عن المعلومات غير المالية وجعلها سهلة الفهم وأكثر قابلية للقراءة للحد من عدم تماثل المعلومات بين الملاك والمستثمرين، حيث تُعد المعلومات غير المالية مكملية للمعلومات المالية، وذلك من خلال توصيلها لمعلومات إضافية مفسرة للمعلومات المالية والتي تُمكن مستخدمي القوائم المالية من اتخاذ القرارات الاقتصادية، و**نظرية الإشارة** والتي تفترض أن المديرين يستخدمون الإفصاح السري لإرسال إشارات إلى المستثمرين، ويُعد الوضوح النصي للإفصاح السري (قابليته للقراءة) وسيلة للإشارة إلى الأداء الجيد للشركة من خلال زيادة وضوح المعلومات التي تميز أدائها عن غيرها من الشركات، وتتوقع النظرية أن تفصح الشركات ذات الأداء الجيد والتي لديها أرباح عالية أكثر وبشكل أكثر قابلية للقراءة من الشركات ذات الأداء السيء، و**نظرية الشرعية** والتي تسعى من خلالها الشركة للحصول على موافقة المجتمع أو تجنب العقوبات وذلك بتحقيق التوافق بين قيم المجتمع المرتبطة بأنشطة الشركة وقواعد السلوك المقبول في النظام الاجتماعي وللحصول على انطباع مجتمعي بأن الشركة مسؤولة اجتماعياً، كما توضح تلك النظرية أن الشركة تقوم بالإفصاح غير المالي كاستجابة للضغوط الاجتماعية عن طريق جعل المعلومات أكثر صعوبة في قراءتها لكي تحافظ الشركة على صورتها واكتساب شرعيتها.

ولقابلية التقارير المالية للقراءة محددات والتي يمكن إرجاعها للسلوك الانتهازي للإدارة من خلال إدارة الأرباح من خلال أنشطة حقيقية أو من خلال استغلال الاستحقاقات الاختيارية لإخفاء معلومات سلبية متعلقة بالأداء المالي للشركة، كما أن الشركات الأكثر ربحية تكون إفصاحاتها ذات قابلية قراءة مرتفعة وتكلفة وكالة أقل، كما أن الطبيعة الحكيمة للإفصاحات المتممة بالقوائم المالية قد تؤدي لانخفاض القابلية للقراءة، حيث أن المديرين لديهم الحرية في تحديد كيفية الإفصاح عن العناصر المطلوبة وأن اعتبارات الأهمية النسبية تُعد من أهم محددات تلك الإفصاحات [38].

ولقابلية التقارير المالية للقراءة العديد من الآثار المحتملة على المستثمرين ومستخدمي التقارير المالية، إن رد فعل المستثمرين (حجم التداول، والتغير في سعر السهم) لإصدار التقرير المالي يكون متأخرًا نتيجة لانخفاض قابليته للقراءة وزيادة مستوى تعقيده وطوله، كما أن زيادة حجم التقارير السنوية أو انخفاض قابليتها للقراءة يترتب عليه تزايد مستوى تقلب العائد وتزايد مستوى التشتت وارتفاع مستوى الأخطار في توقعات الأرباح للمحللين الماليين، كما يترتب على انخفاض القابلية للقراءة تعقد تقارير المحللين الماليين مما يترتب عليه انخفاض عدم التداول بشكل جوهري، كما أن انخفاض قابلية التقارير المالية للقراءة نتيجة التطبيق غير السليم لمعايير المحاسبة يزيد من احتمالية التحريفات الجوهرية ويؤدي لزيادة في أتعاب المراجع وتأخر تقريره، بالإضافة إلى أن قابلية القراءة المنخفضة التي ترجع إلى الغموض ترتبط بعلاقة طردية بعدم تماثل المعلومات، في حين تكون العلاقة عكسية في حالة صعوبة القراءة الناتجة عن تعقد طبيعة أعمال الشركة، وأيضًا ترتبط التقارير المالية الأقل قابلية للقراءة بانخفاض الأرباح، مما يوحي بأن المديرين يحجبون الأخبار السيئة في التقارير المالية الأقل قابلية للقراءة، بالإضافة إلى ذلك يتضح أن إمكانية قراءة المعلومات النصية قد تؤثر على ما إذا كان بإمكان أصحاب المصلحة استخدام المعلومات النصية بكفاءة وفعالية [40].

٢/٢ تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم:

تُعد التقارير السنوية وسيلة الإفصاح الأكثر شمولًا والتي تتضمن معلومات مفصلة عن الأنشطة المالية وغير المالية للشركة خلال السنة المالية الماضية بشكل عام، ويجب أن يحتوي التقرير السنوي على صورة كاملة وعادلة للأنشطة والسياسات التي تم تنفيذها خلال السنة المالية الماضية، علاوة على ذلك تعتبر التقارير السنوية التي تنشرها الشركات المصدر الرئيسي للمعلومات للمشاركين في سوق رأس المال، ومن ثم فإن الفهم الصحيح أمر ضروري لضمان فائدة المعلومات، ولذلك فإن الخصائص النصية مثل سهولة القراءة تؤثر على فعالية توصيل المعلومات ذات الصلة بين الشركة والمشاركين في السوق، وتعمل سهولة القابلية للقراءة على تعزيز فائدة المحتوى المعلوماتي، إن المعلومات التي تحتاج لتكلفة كبيرة من حيث المعالجة والاستخراج من الإفصاحات المالية تميل إلى أن تكون أقل اندماجًا بشكل كامل في أسعار السوق، ومن ثم فإن فرص عدم تماثل المعلومات تكون أعلى عندما تكون الإفصاحات المالية أقل قابلية للقراءة وحتى لو كانت متاحة للجمهور فإنها ليست دائمًا مفيدة للمستثمرين غير المطلعين، وبالتالي فإن عمليات الإفصاح التي يسهل فهمها تعمل على تحسين المحتوى المعلوماتي ويمكنها إعلام المستثمرين بشكل أفضل عن أداء الشركة، وبالتالي فإنه عندما تكون المحتويات النصية أكثر تكلفة في المعالجة والفهم لا يتم دمجها بالكامل في أسعار الأسهم، هذا وقد اختبرت دراسة Gangadharan & Padmakumari العلاقة بين قابلية التقارير المالية للفهم وتزامن أسعار الأسهم، وأشارت نتائج الدراسة لوجود علاقة إيجابية بين التزامن وقابلية التقارير المالية للقراءة، فعندما يصبح التقرير السنوي أكثر قابلية للقراءة تُصبح بيئة المعلومات أكثر شفافية

وينخفض عدم تماثل المعلومات وتزداد كمية المعلومات المتاحة للجمهور وتحسن بيئة المعلومات الخاصة بالشركة، وبتوفير المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة يكون المشاركون في السوق قادرين على تحسين توقعاتهم بشأن وقوع أحداث مستقبلية خاصة بالشركة، ونتيجة لذلك فإن المكونات المفاجئة لعوائد الأسهم ستكون أقل عندما يتم الكشف عن الأحداث فعليًا وسيكون العائد المتزامن أعلى [41]، ونتيجة لذلك يزداد التزامان أيضًا عندما تتحسن شفافية التقارير المالية نتيجة لزيادة قابليتها للقراءة [41].

وفي سياق متصل اختبرت دراسة Baghoomian et al العلاقة بين سهولة قراءة التقارير المالية وتزامن أسعار الأسهم مع دراسة الدور المعدل للملكية المؤسسية وعدم تماثل المعلومات، وأظهرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة موجبة ومعنوية بين عدم قابلية قراءة القوائم المالية وتزامن أسعار الأسهم، فعندما تكون التقارير السنوية أقل قابلية للقراءة فلن يتمكن سوى المستثمرين المتمرسين من فهم المعلومات وعكسها في أسعار الأسهم، وفي الوقت نفسه سيتخذ المستثمرون غير المطلعين القرار بناء على المعلومات المتاحة للجمهور وبالتالي ينخفض تزامن أسعار الأسهم، كما أن سهولة قراءة الإفصاحات المالية يمكن أن تكون بمثابة مقياس للتكلفة التي يتحملها أصحاب المصلحة لتفسير ومعالجة وفهم المحتوى النصي، وهذا يعني أنه كلما كانت سهولة القراءة أقل زادت الصعوبات التي يواجهها أصحاب المصلحة في معالجة وفهم الإفصاحات لأنه يتطلب من المستخدمين إيلاء المزيد من الاهتمام والجهد والوقت في استخراج وفهم المعلومات الأكثر صلة، وعندما تكون تكلفة جمع المعلومات أو معالجتها مرتفعة (أقل قابلية للقراءة) يستخدم المستثمرون غير المطلعين تحركات أسعار الأسهم كمصدر للمعلومات ويتخذون القرارات، مما يؤدي لتخفيض تزامن الأسعار [42].

وأظهرت دراسة Barzegar & Faghih أن سهولة قراءة التقارير المالية تؤدي إلى انخفاض في تزامن أسعار الأسهم، وكانت هذه العلاقة أكثر وضوحًا في الشركات التي يتمتع مديرها بتغطية إعلامية أكبر، وارتفاع عدم تماثل المعلومات، حيث تُعد سهولة قراءة التقارير المالية والتغطية الإعلامية للرئيس التنفيذي عناصر حاسمة في تعزيز بيئة مواتية لنقل معلومات مفهومة للسوق [43]، وفي سياق متصل توصل Zhao et al إلى أن التقارير المالية القابلة للقراءة تحتوي على تفسيرات أكثر تفصيلاً مما يجعل المعلومات أسهل في الفهم ويُخفض من تكلفة معالجة المعلومات ويُعزز مصداقية الإفصاح، ويمنح المستثمرين المزيد من الثقة في قدرتهم على تقييم الشركة بشكل صحيح مما يُسهل رسلة المعلومات على مستوى الشركة في أسعار الأسهم، والذي يترتب عليه تخفيض تزامن أسعار الأسهم [44].

من مراجعة الأدبيات التي تناولت العلاقة بين قابلية التقارير المالية للقراءة وتزامن أسعار الأسهم يمكن القول بأن إحدى الوظائف الأساسية لسوق رأس المال هي تحقيق التخصيص الفعال للموارد، ولجودة وخصائص الكشف عن المعلومات دور مهم في تحسين تخصيص الموارد وكفاءة نقل المعلومات، ويمكن تحديد جودة المعلومات وتكلفة معالجتها من خلال قياس درجة سهولة التقارير المالية، ومن الخصائص اللغوية للإفصاح عن معلومات الشركة سهولة أو القابلية للقراءة فالجمل الواضحة أكثر كفاءة وفعالية في النقل والإدراك وذلك من خلال استخدام مصطلحات أكثر تحديدًا، مما يُعزز من المحتوى المعلوماتي ويعكس معلومات الشركة في أسعار الأسهم، ويُخفض من تكاليف معالجة المعلومات، الأمر الذي سيخفض من تزامن أسعار الأسهم، إلا أنه نتيجة لتحسين شفافية المعلومات وتحسين المحتوى المعلوماتي المتاح للمستثمرين تعمل كفاءة السوق المحسنة على زيادة تزامن أسعار الأسهم بسبب تحسين قدرة المستثمرين على تحسين توقعاتهم بشأن وقوع أحداث

مستقبلية، وبالتالي عندما تحدث الأحداث فعليًا في المستقبل يكون هناك قدر أقل من المفاجأة أي أن المعلومات الجديدة المحجوزة في سعر السهم تكون أقل، وبالتالي فإن سعر السهم الأكثر إفادة اليوم يعني تزامناً أعلى للعائد في المستقبل.

ونتيجة لتضارب نتائج الدراسات السابقة ستقوم الدراسة الحالية باختبار تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، ومن ثم يمكن صياغة فرضية الدراسة الثانية على النحو التالي:

" لا تؤثر قابلية التقارير المالية للقراءة تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية"

3- التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية، وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم:

يُعد المحتوى المعلوماتي الذي توفره التقارير المالية ركيزة أساسية لأصحاب المصالح، نظراً لما يوفره من معلومات تساعد في التنبؤ بالأداء المستقبلي للشركة، بالإضافة للتأثير المباشر على قرارات أصحاب المصالح، وحتى يحقق المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية ذلك لا بد من توافر مجموعة من الخصائص أهمها قابلية المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية للقراءة، مما يسهل على أصحاب المصالح قراءتها وفهمها، هذا ويختلف الدور الرقابي على إدارة الشركات والتي تُعد المسئولة عن إعداد التقارير المالية باختلاف نمط هيكل الملكية والذي ينعكس على زيادة جودة التقارير المالية، والتي تُعد قابلية التقارير المالية للقراءة أهم محدداتها، ومن ثم مدى انعكاس معلومات الشركة في أسعار الأسهم والذي يؤدي بدوره للتأثير على تزامن أسعار الأسهم.

استهدفت دراسة Roiston & Harymawan اختبار العلاقة بين ازدواجية المدير التنفيذي والملكية الإدارية على سهولة قراءة القوائم المالية، وكشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سلبية بين الازدواجية وسهولة قراءة التقارير المالية بسبب أن الازدواجية تشكل دافعاً للسلوك الانتهازي من المدير التنفيذي لإعطاء أولوية للمصالح الشخصية واستغلال موارد الشركة، وبالتالي إصدار تقارير مالية أقل قابلية للقراءة، كما أفصحت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية بين الملكية الإدارية وقابلية التقارير المالية للقراءة بسبب تخفيض الملكية الإدارية لتكاليف الوكالة بالإضافة لتوافق المصالح بين الإدارة والمساهمين، مما يُخفض من حاجة المساهمين للمراقبة، وبالتالي تحسين جودة الإفصاح وخاصة سهولة قراءة التقارير المالية، حيث تعمل الملكية الإدارية كآلية لحوكمة الشركات مما يؤثر بشكل إيجابي على أداء الشركة ويجعل القوائم المالية قابلة للقراءة، والذي يعكس معلومات الشركة في أسعار الأسهم [45]، وهو ما يؤدي لتخفيض تزامن أسعار الأسهم.

تتشابه الملكية المؤسسية والإدارية إلى حد كبير بسبب وجود حافز للمساهمين للإشراف على الإدارة وفقاً لمبدأ التكلفة والعائد، فإذا كانت التكاليف المرتبطة بالإشراف على الإدارة أقل من الفوائد المتوقعة لكبار المساهمين في شركة معينة فمن المتوقع من المستثمرين الكبار مراقبة ممارسات الإدارة قدر الإمكان في الشركات، ونتيجة لممارسة الدور الرقابي كمشرفين يمكنهم زيادة جودة الأداء ومستوى كفاءة الشركة وبالتالي من خلال تكثيف الإشراف على إعداد وتقديم التقارير المالية من قبل الإدارة، سيؤدي ذلك لإصدار تقارير عالية الجودة وأكثر قابلية للقراءة، مما يخفض من خطر انهيار وتزامن أسعار الأسهم [46].

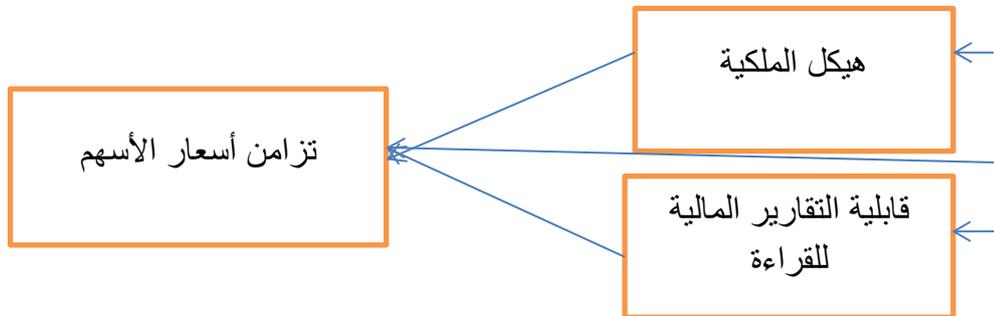
هذا وتواجه الشركات العائلية صراعاً أقل بين أصحابها ومديريها وذلك لأن غالباً ما يكون كبار المديرين هم أيضاً أفراد من العائلة، وأن موائمة المصالح بين المالكين والمديرين يُقلل من المخاطر الأخلاقية ويُحسن الحافز للجهد الإداري، بالإضافة لذلك فإن المالكين والمديرين العائليين أكثر دراية بعمليات الشركة وبيئتها لأنهم شاركوا في الشركة على أساس طويل الأجل غالباً منذ تأسيس الشركة وأن معرفتهم التشغيلية والبيئية الخاصة بالشركة تُقلل من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين وتُحد من فرصة اتخاذ المديرين إجراءات تخدم مصالحهم الذاتية، ونتيجة لذلك فإن المديرين في الشركة العائلية لديهم حافز وفرصة أقل لإخفاء المعلومات لإخفاء الأداء الحقيقي للشركة، علاوة على ذلك فإن أصحاب ومديري العائلات ينظرون لسمعة الشركة على أنها سمعة عائلاتهم، وينظرون لفقدان السمعة للشركة على أنها ضرر لسمعة العائلة، ولذلك فإن مديري الشركات العائلية هم أكثر عرضة من مديري الشركات غير العائلية لتجنب الحصول على سمعة سيئة بسبب تشويش الأخبار في الإفصاح السردى حتى في مواجهة انتكاسة مالية مؤقتة، وتشير الأدلة إلى أن الشركات العائلية لديها قدر أقل من التشويش، مما يؤدي لسهولة قراءة التقارير المالية بشكل أكبر من الشركات غير العائلية بما يتوافق مع نظرية الثروة الاجتماعية والعاطفية للشركات العائلية [47]، والذي بدوره يؤدي لانعكاس معلومات الشركة في أسعار الأسهم، وبالتبعية تخفيض تزامن أسعار الأسهم، وعلى النقيض مما سبق توصلت دراسة Etuk & Akpan لعدم وجود تأثير معنوي لتركز الملكية على سهولة التقارير المالية وقابليتها للقراءة [48].

من استعراض ما سبق يمكن القول بأنه يمكن لأنماط مختلفة من هيكل الملكية الموائمة بين مصالح الإدارة والمساهمين وممارسة دور رقابي على الإدارة وحثها على إصدار تقارير مالية ذات جودة عالية وأكثر قابلية للقراءة والتي تؤدي للإفصاح عن مزيد من المعلومات الخاصة بالشركة يسهل قراءتها وفهمها، والذي يؤدي لتخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكاليف معالجة المعلومات، الأمر الذي يترتب عليه تخفيض تزامن أسعار الأسهم.

وبناء عليه يمكن صياغة فرضية الدراسة الثالثة على النحو التالي:

"لا يوجد تأثير مشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية"

وفي ضوء العرض المنطقي لفرضيات الدراسة يمكن وضع نموذج مقترح للعلاقة بين متغيرات الدراسة بالشكل التالي:



شكل رقم (١) العلاقة بين متغيرات الدراسة

ثالثاً: مشكلة الدراسة:

وفي ضوء مراجعة الباحثة للأدبيات الأجنبية التي تناولت متغيرات الدراسة اتضح وجود قدر كبير من الاهتمام بمفهوم تزامن أسعار الأسهم، وهيكل الملكية، وقدر ليس بالقليل لاهتمامهم بقابلية التقارير المالية للقراءة، إلا أن هناك ندرة في الدراسات العربية - في حدود علم الباحثة- التي تناولت علاقة هيكل الملكية بتزامن أسعار الأسهم، أو تناولت علاقة قابلية التقارير المالية للقراءة بتزامن أسعار الأسهم، أو تناولت التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة وتزامن أسعار الأسهم، وفي ضوء ذلك يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية:

- ١- هل يؤثر نمط هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية؟
- ٢- هل تؤثر قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية؟
- ٣- هل يوجد تأثير مشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية؟

رابعاً: أهداف الدراسة:

تسعى الدراسة الحالية لتحقيق الأهداف التالية:

- ١- التعرف على مدى وجود تأثير لنمط هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.
- ٢- تحديد تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.
- ٣- معرفة التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.

خامساً: أهمية الدراسة:

- ١- تُعد مشكلة تزامن أسعار الأسهم أحد متضمنات غموض التقارير المالية، إذ ترتبط التغيرات في الأسعار بمحتوى المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم سواء المعلومات على مستوى السوق ككل أو المعلومات على مستوى الشركة، لذلك يجب دراسة العوامل التي من الممكن أن تؤثر على تزامن أسعار الأسهم، والتي من أهمها نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة.
- ٢- توضح الدراسة تأثير أنماط مختلفة من هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم، ودورها في العمل على توافق المصالح بين الإدارة والمساهمين، بالإضافة للدور الرقابي على الإدارة وحثها على نشر معلومات الشركة، وانعكاسها في أسعار الأسهم.
- ٣- تُعد تكاليف الحصول على المعلومات ومعالجتها من العوامل المهمة التي تؤدي لتزامن أسعار الأسهم، ولذلك فإن الإفصاح المالي الأكثر قابلية للقراءة يُخفف من تكاليف الحصول على المعلومات ويُحد من عدم تماثل المعلومات، ويعكس مزيد من معلومات الشركة في أسعار الأسهم، ولذلك تُلقي الدراسة الضوء على دور قابلية التقارير المالية للقراءة في تزامن أسعار الأسهم.
- ٤- تستند الدراسة أهميتها من النتائج المتوقعة منها، والتي يُمكن أن تساهم في تقديم دليل علمي على علاقة هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة بتزامن أسعار الأسهم، مما يساهم في محاولة إثراء نتائج الجهود البحثية في البيئة المصرية، وسد الفجوة البحثية بين الأدبيات الأجنبية والمحلية التي تناولت تلك العلاقات.

٥- لم يتم دراسة الأثر المشترك لهيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في أي من الأدبيات الأجنبية أو المحلية، ولذلك تسعى الدراسة الحالية لرصد التأثير المشترك لهيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة وانعكاسهما على تزامن أسعار الأسهم في تلك الشركات.

سادساً: منهجية الدراسة:

تحتوي منهجية الدراسة على متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، ومجتمع وعينة الدراسة، ومصادر الحصول على بيانات الدراسة، واختبار فرضيات الدراسة، على النحو التالي:

١/٦ متغيرات الدراسة، وطرق قياسها:

تناولت الدراسة تأثير نمط هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم، وأيضاً تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، بالإضافة للتأثير المشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، وبناء عليه تتمثل متغيرات الدراسة في الآتي:

١/١/٦ المتغيرات المستقلة:

١/١/١/٦ نمط هيكل الملكية:

سيتم التمييز بين الأنواع التالية لنمط الملكية [26]:

- **تركز الملكية** (ملكية كبار المساهمين) CO_OW: والتي تقاس بنسبة الأسهم المملوكة بواسطة كبار المساهمين لإجمالي الأسهم المصدر، واستخدمت العديد من الدراسات نسبة امتلاك ٥٪ أو أكثر من الأسهم المصدر كمقياس لمدى تركيز الملكية.

- **الملكية المؤسسية** IN_OW: وتشير لملكية المؤسسات المالية والتي تتمثل في (البنوك، شركات التأمين، وصناديق الاستثمار)، وتقاس الملكية المؤسسية بنسبة الأسهم المملوكة للمؤسسات المالية لإجمالي الأسهم المصدر.

- **الملكية الإدارية** AD_OW: وتقاس بنسبة الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة سواء كانوا أعضاء تنفيذيين أم غير تنفيذيين لإجمالي الأسهم المصدر.

٢/١/١/٦ قابلية التقارير المالية للقراءة READ :

لقياس قابلية التقارير المالية للقراءة يوجد مدخلان، يركز المدخل الأول على درجة تعقد التقرير من خلال تعدد مقاطعه وكذلك طول الجمل بالتقرير ويناسب هذا المدخل التقارير المالية المعدة باللغة الإنجليزية، في حين يركز المدخل الثاني على طول التقرير المالي والذي يستند على عدد صفحات أو كلمات التقرير، ونظراً لأن معظم التقارير المالية للشركات المصرية تصدر باللغة العربية تم الاعتماد على المدخل الثاني، وتم قياس قابلية التقارير المالية للقراءة باللوغاريتم الطبيعي لعدد صفحات التقرير [37,38].

٢/١/٦ المتغير التابع: تزامن أسعار الأسهم SYNCH:

يُعد مقياس R^2 والذي اقترحه Morck et al 2000 هو المقياس الأكثر شيوعاً لقياس التزامن في حركة أسعار الأسهم والذي تم استخدامه من قبل العديد من الدراسات مثل [42-44]، وهو عبارة عن التباين المشترك بين عائد سهم الشركة وعائد السوق، ويدل ارتفاع R^2 على وجود درجة عالية من التزامن في حركة أسعار الأسهم والعكس صحيح، وكلما زاد مدى التزامن في أسعار الأسهم

أي كلما ارتفعت قيمة R^2 دل ذلك على أن عوائد الأسهم تعكس معلومات أكثر على مستوى السوق، بينما يدل الانخفاض في قيمة R^2 على انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة بالشركات في أسعار أسهمها.

والصيغة العامة للنموذج هي:

$$R^2_{it} = \{ COV(r_{im_j}) / \sigma_i \sigma_j \}^2$$

حيث:

$COV(r_{im_j})$

التباين المشترك بين عائد السهم وعائد السوق

$\sigma_i \sigma_j$ الانحراف المعياري لعوائد الأسهم مضروباً في الانحراف المعياري لعوائد السوق

ونائج المعادلة يكون نسبة مئوية يجب أن تقع بين (٥٠، ١٠٠٪) وارتفاع الناتج يدل على وجود درجة عالية من التزامن.

٣/١/٦ المتغيرات الضابطة:

- حجم الشركة: فمن المتوقع أن يؤثر حجم الشركة على إفصاح الشركة ودرجة قابلية التقارير المالية للقراءة، نظراً لزيادة كمية المعلومات المتاحة عن تلك الشركات وانخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

- الرافعة المالية: فمن المتوقع أنه مع تزايد الرافعة المالية تزايد احتمالية التعثر المالي والأزمات المالية بما يعني تزايد مخاطر الاستثمار في تلك الشركات، وبالتالي من المتوقع أن تسعى الشركات ذات نسبة الرفع المالي المرتفعة لإقناع المستثمرين بالاستثمار فيها وذلك من خلال الإفصاح عن تقارير أكثر قابلية للقراءة، وتقاس بإجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول.

- أزمة كورونا: من المتوقع أن تؤثر الأزمة على حجم التداول، ولذلك تقوم الشركات بالإفصاح عن تقارير أكثر قابلية للقراءة للحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهي متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في السنوات قبل ٢٠٢٠ و القيمة صفر في السنوات بعد ٢٠٢٠.

٢/٦ مجتمع، وعينة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المسجلة في البورصة المصرية في مؤشر EGX30 في الفترة من ٢٠١٧-٢٠٢٢، وتم استبعاد البنوك نظراً للطبيعة الخاصة بها وعددهم ثلاثة بنوك.

٣/٦ مصادر الحصول على بيانات الدراسة:

تم الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من المصادر التالية:

- القوائم المالية للشركات موضع التطبيق والمتاحة على موقع مباشر والبورصة المصرية.
- تقارير حوكمة الشركات.
- الموقع الإلكتروني لشركات العينة.
- موقع Investing.

٤/٦ أساليب تحليل البيانات، واختبار فرضيات الدراسة:

لتحليل البيانات، واختبار فرضيات الدراسة تم استخدام حزمة التحليل الإحصائي SPSS Ver (29)، وتم استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

١- الإحصاءات الوصفية: Descriptive Analysis

٢- معامل الارتباط بيرسون: Person Correlation

٣- الانحدار الخطي المتعدد: Multiple Regression Analysis

٤- معامل الارتباط التشابكي (القانوني): Canonical Correlation

سابعًا: اختبار فرضيات الدراسة:

١/٧ نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

تم إجراء تحليل وصفي لمتغيرات الدراسة للتعرف على قيم المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية، كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (١)

التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	الوسط الحسابي	الحد الأقصى	الحد الأدنى	المتغير
١٧,٠٠٥	٦١,٠٤	٩٢	٢١	CO OW
١٨,٩٤١	١٨,٣٢	٦٠	٠,٠	IN OW
٢٧,٥٩٧	٢٠,٩٢٤	٨٦	٠,٠	AD OW
٠,١٣٤	١,٦٧٣	٢,٠٦٨	١,١٤٦	READ
٠,٥٧٧	٠,١٧٨	٥,٨٠٢	-٣,٢٦٨	SYNCH

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ الحد الأدنى لتركز الملكية ٢١٪، في حين يمثل الحد الأقصى نسبة ٩٢٪، بمتوسط حسابي قدره ٦١,٠٤، وانحراف معياري ١٧,٠٠٥.
- الحد الأدنى لنسبة الملكية المؤسسية ٠,٠٪، والحد الأقصى ٦٠٪، بمتوسط حسابي ١٨,٣٢، وانحراف معياري ١٨,٩٤١.
- نسبة الملكية الإدارية تتراوح بين ٠,٠٪ الحد الأدنى، ٨٦٪ الحد الأقصى، بمتوسط حسابي قدره ٢٠,٩٢٤، وانحراف معياري ٢٧,٥٩٧.
- يتراوح اللوغاريتم الطبيعي لعدد صفحات التقرير المالي بين ١,١٤٦ و ٢,٠٦٨ بمتوسط حسابي قدره ١,٦٧٣ وانحراف معياري ٠,١٣٤.
- تراوح متغير تزامن أسعار الأسهم بين -٣,٢٦٨ و ٥,٨٠٢ والمتوسط الحسابي ٠,١٧٨، والانحراف المعياري ٠,٥٧٧.

٢/٧ مصفوفة ارتباط بيرسون للارتباط بين متغيرات الدراسة:

لمعرفة طبيعة واتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة تم اختبار الارتباطات باستخدام معامل ارتباط بيرسون، والتي يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٢)

مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة

Variables	CO_OW	IN_OW	AD_OW	READ	SYNCH
CO_OW Pearson Correlation Sig.	1				
IN_OW Pearson Correlation Sig.	٠,٠٣٠ ٠,٢٠٠	1			
AD_OW Pearson Correlation Sig.	٠,١٧١* ٠,٠١٢	٠,١٤٦- ٠,٠٣٥	1		
READ Pearson Correlation Sig.	٠,٠٢٠ ٠,٧٧٠	٠,١١٩ 0.086	٠,٢٩٩* ٠,٠٠٠	1	
SYNCH Pearson Correlation Sig.	-٠,١٧٧* ٠,٠١٠	-0.85** ٠,٠٠٠	-٠,١٥٣* ٠,٠٢٠	-٠,٩٢** ٠,٠٠٥	1

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي.

ويلاحظ من الجدول السابق وجود علاقة معنوية سالبة بين تزامن أسعار الأسهم (المتغير التابع للدراسة) وباقي متغيرات الدراسة.

٣/٧ نتائج اختبار فرضيات الدراسة:

١/٣/ ٧ نتائج اختبار الفرضية الفرعية الأولى:

لاختبار صحة الفرضية الفرعية الأولى للدراسة تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل (الملكية المركزة) وتزامن أسعار الأسهم (المتغير التابع) في ظل وجود متغيرات ضابطة، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٣)

نتائج اختبار تأثير الملكية المركزة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية

"لا تؤثر الملكية المركزة تأثيرًا معنويًا على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية"					الفرضية الفرعية الأولى
T		F	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
المعنوية مستوى	B				
٠,٠٠٠	4.654	114.367	0.000	%65	Constant
0.000	-.552				CO_OW
٠,٠٣٤	-٠,٠٩٤				total assets
٠,٠٧٨	-٠,٢١٧				Leverage
٠,٩٩٥	-٠,١٨٦				Covid 19

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (٦٥٪) بمعنى أن المتغير المستقل (الملكية المركزة) والمتغيرات الضابطة يساهموا في تفسير (٦٥٪) من التغير الذي يحدث في المتغير التابع (تزامن أسعار الأسهم)، وأن ٣٥٪ من التغيرات التي تحدث في متغير تزامن أسعار الأسهم ترجع لعوامل أخرى.
- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ١٤,٣٦٧ وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value= ٠,٠٠٠)

- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير عكسي معنوي للملكية المركزة على تزامن أسعار الأسهم حيث بلغت قيمة (P-value = 0,000)، كما أن هناك علاقة عكسية بين حجم الشركة وتزامن أسعار الأسهم حيث (P-value= 0,034) وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الأولى للدراسة، مما يعني أن للملكية المركزة تأثير معنوي على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.

٢/٣/٧ نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثانية:

لاختبار صحة الفرضية الفرعية الثانية للدراسة تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل (الملكية المؤسسية) وتزامن أسعار الأسهم (المتغير التابع) في ظل وجود متغيرات ضابطة، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٤)

نتائج اختبار تأثير الملكية المؤسسية على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية

"لا تؤثر الملكية المؤسسية تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية"				الفرضية الفرعية الثانية	
T	B	F	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
0,000	2.333	29.953	0.000	%21	Constant
0.000	-466				IN_OW
0,0698	-6,129				total assets
0,421	0,494				Leverage
0,990	0,048				Covid 19

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (21%) بمعنى أن المتغير المستقل (الملكية المؤسسية) والمتغيرات الضابطة يساهموا في تفسير (21%) من التغير الذي يحدث في المتغير التابع (تزامن أسعار الأسهم)، وأن 79% من التغيرات التي تحدث في متغير تزامن أسعار الأسهم ترجع لعوامل أخرى.

- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ٢٩,٩٥٣ وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value= ٠,٠٠٠).
- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير عكسي معنوي للملكية المؤسسية على تزامن أسعار الأسهم حيث بلغت قيمة (P-value = ٠,٠٠٠)، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثانية للدراسة، مما يعني أن للملكية المؤسسية تأثير معنوي على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.

٣/٣/٧ نتائج اختبار الفرضية الفرعية الثالثة:

لاختبار صحة الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل (الملكية الإدارية) وتزامن أسعار الأسهم (المتغير التابع) في ظل وجود متغيرات ضابطة، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار تأثير الملكية الإدارية على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية

"لا تؤثر الملكية الإدارية تأثيرًا معنويًا على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة ببورصة الأوراق المصرية"				الفرضية الفرعية الثالثة	
المعنوية مستوي	B	F	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
					T
٠,٦٤١	١,٢٦٧	٣,٤٢٢	0.000	%32	Constant
٠,٠٤٢	-٠,٢٣٥				AD OW
٠,٠٥٠	-٠,٢٤٣				total assets
٠,٥٥٣	٠,٠٢١١				Leverage
٠,٠٠٤	٠,٠٢٠				Covid 19

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (٣٢٪) بمعنى أن المتغير المستقل (الملكية الإدارية) والمتغيرات الضابطة يساهموا في تفسير (٣٢٪) من التغير الذي يحدث في المتغير التابع (تزامن أسعار الأسهم)، وأن ٦٨٪ من التغيرات التي تحدث في متغير تزامن أسعار الأسهم ترجع لعوامل أخرى.
- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ٣,٤٢٢، وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value= ٠,٠٠٠).
- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير عكسي معنوي للملكية الإدارية على تزامن أسعار الأسهم حيث بلغت قيمة (P-value = ٠,٠٤٢)، كما أن هناك تأثير معنوي موجب لأزمة كورونا على تزامن أسعار الأسهم حيث (P-value= ٠,٠٠٤)، وبالتالي يتم قبول الفرضية الفرعية الثالثة للدراسة، مما يعني أن للملكية الإدارية تأثير معنوي على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.
- وبالرجوع لنتائج اختبار الفرضيات الفرعية (الأولى، الثانية، والثالثة) يتم قبول الفرضية الأولى للدراسة والتي تنص على أن لنمط هيكل الملكية تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.

٤/٣/٧ نتائج اختبار الفرضية الثانية:

لاختبار صحة الفرضية الثانية للدراسة تم استخدام تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) لاختبار العلاقة بين المتغير المستقل (قابلية التقارير المالية للقراءة) وتزامن أسعار الأسهم (المتغير التابع) في ظل وجود متغيرات ضابطة، وقد كانت نتائج الاختبار كما يوضحها الجدول التالي:

جدول رقم (٦)

نتائج اختبار تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية

" لا تؤثر قابلية التقارير المالية للقراءة تأثيراً معنوياً على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في بورصة الأوراق المصرية"				الفرضية الثانية	
T		F	p-value	معامل التحديد	المتغير المستقل
مستوي المعنوية	B				
٠,٠٠١	١,٦١٣	٣,٠٧٦	٠,٠٢٩	٪٤٢	Constant
٠,٠٠٣	-٠,٨٩١				READ
٠,٣٢٠	٦,٩٢٦				total assets
٠,٤٨٥	٠,٠٩٣				Leverage
٠,٠٦٢	٠,٤٥١				Covid 19

المصدر: من إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- بلغ معامل التحديد (٤٣٪) بمعنى أن المتغير المستقل (قابلية التقارير المالية للقراءة) والمتغيرات الضابطة يساهموا في تفسير (٤٣٪) من التغير الذي يحدث في المتغير التابع (تزامن أسعار الأسهم)، وأن ٥٧٪ من التغيرات التي تحدث في متغير تزامن أسعار الأسهم ترجع لعوامل أخرى.
- يتضح من الجدول السابق معنوية نموذج الانحدار حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة للنموذج ٣,٠٧٦، وهي معنوية عند مستوى معنوية (١٪) حيث (P-value= ٠,٠٢٩).
- وبالرجوع لاختبار (T-Test) يتضح أن هناك تأثير عكسي معنوي لقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم حيث بلغت قيمة (P-value = ٠,٠٠٣)، وبالتالي يتم قبول الفرضية الثانية للدراسة، مما يعني أن قابلية التقارير المالية للقراءة تأثير معنوي على تزامن أسعار الأسهم في الشركات موضع التطبيق.

٥/٣/٧ نتائج اختبار الفرضية الثالثة:

لاختبار التأثير المشترك لنمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم تم استخدام تحليل الارتباط التشابكي Canonical Correlation Analysis، وكانت نتائجه كما يتضح من الجدول التالي:

جدول رقم (٧)

نتائج اختبار التأثير المشترك للعلاقة بين نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم

معامل التحديد Canonical(R ²)	معاملات الارتباط (R) Canonical	التابع المتغير	معدلات التحميل Canonical	المتغيرات المستقلة
٠,٨٨٧	-٠,٩٤٢	تزامن أسعار الأسهم	-٠,٣٩٤	الملكية المركزة
			-٠,٤٥٣	الملكية المؤسسية
			-٠,٢٣٩	الملكية الإدارية
			-٠,٩٥٣	قابلية التقارير المالية للقراءة
			٤٣٪	نسبة التغير المفسر من المتغيرات المستقلة
			٢٤٪	نسبة التغير المفسر من المتغير التابع
			٠,٠٠٠	مستوى المعنوية

المصدر: إعداد الباحثة في ضوء نتائج التحليل الإحصائي

وبالنظر للجدول السابق يتضح ما يلي:

- أن المتغيرات المستقلة نمط هيكل الملكية (المركزة، المؤسسية، والإدارية) وقابلية التقارير المالية للقراءة قد فسرت ما نسبته ٤٣٪ من التباين الذي حدث في تزامن أسعار الأسهم بالشركات موضع التطبيق.
- أن نسبة التباين المُفسر من تزامن أسعار الأسهم تجاه العلاقة بين نمط هيكل الملكية (المركزة، المؤسسية، والإدارية) وقابلية التقارير المالية للقراءة بلغت ٢٤٪/ مما يشير لوجود تأثير مشترك للعلاقة بين نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم.
- أن معدلات تحميل علاقة الارتباط قد تراوحت بين ٠,٢٣٩ - و ٠,٩٥٣ -، وهو ما يشير لوجود علاقة ارتباط تأثيرية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.
- أن معامل الارتباط التشابكي Canonical R قد بلغ ٠,٩٤٢ - ومعامل التحديد التشابكي² Canonical R بلغ ٨٨,٧٪، وهذا يعني أن ما قيمته ٨٨,٧٪ من التغيرات في تزامن أسعار الأسهم ناتج عن التغير في مستوى علاقة الارتباط التشابكية بين نمط هيكل الملكية (مركزة، مؤسسية، وإدارية) وقابلية التقارير المالية للقراءة، وهو أكبر من قيمة معامل التحديد (٦٥٪) لتأثير متغير الملكية المركزة على التزامن، وأكبر من معامل التحديد (٢١٪) لتأثير متغير الملكية المؤسسية على التزامن، وأيضًا أكبر من معامل التحديد (٣٢٪) لتأثير متغير الملكية الإدارية على التزامن، كما هو أكبر من معامل التحديد (٤٣٪) لتأثير متغير قابلية التقارير المالية للقراءة على التزامن، أي أن هناك تغيير إيجابي في معامل التحديد مما يعكس تفسير التغير الناتج عن علاقة الارتباط التشابكية بين نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم.
- أن تأثير علاقة الارتباط التشابكية بين نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في البورصة المصرية أقوى من تأثير كل متغير منهما منفردًا على التزامن، ويؤكد هذا على وجود تأثير مشترك للعلاقة بين نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، مما يعني قبول فرضية الدراسة الثالثة.

ثامناً: تفسير نتائج الدراسة، والتوصيات:

اختبرت الدراسة تأثير نمط هيكل الملكية على تزامن أسعار الأسهم، وأيضًا تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، هذا بالإضافة لاختبار التأثير المشترك لكل من نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في مؤشر EGX30، ومن نتائج الاختبارات الإحصائية لفرضيات الدراسة يمكن استنتاج الآتي:

١/٨ للملكية المركزة تأثير سلبي على تزامن أسعار الأسهم، وتتفق نتيجة الدراسة مع ما توصلت إليه دراسة [28, 5]، واختلفت مع دراسة [27, 29] حيث يؤدي تركيز الملكية لتحقيق الموائمة في المصالح بين المساهمين الأقلية والمسيطرين، مما يحث المساهمين على الإفصاح الاختياري عن معلومات الشركة، ويساهم في تحقيق المزيد من الشفافية، ويخفض من تكاليف معالجة المعلومات، ويعمل على تدفق المعلومات الخاصة بالشركة للسوق، الأمر الذي يترتب عليه تسهيل التداول المستنير، ويعمل على تخزين معلومات الشركة في أسعار الأسهم، ومن ثم يعكس سعر السهم معلومات الشركة أكثر من معلومات السوق، الأمر يؤدي لتخفيض تزامن أسعار الأسهم.

٢/٨ أفصحت نتائج الدراسة عن وجود تأثير سلبي للملكية المؤسسية على تزامن أسعار الأسهم، وهو ما يتفق مع دراسة [2, 31, 32]، ويمكن تفسير هذه النتيجة بسبب قدرة المستثمرين المؤسسين على جمع ومعالجة وتحليل المعلومات الخاصة بالشركة، مما يؤثر على التداول العقلاني في السوق، ويجعل الشركات ذات الملكية المؤسسية تتمتع ببيئة معلومات أفضل، مما يعكس معلومات الشركة في أسعار الأسهم، الأمر الذي يؤدي في نهاية المطاف لتخفيض تزامن أسعار الأسهم.

٣/٨ كشفت نتائج الدراسة عن وجود تأثير سلبي للملكية الإدارية على تزامن أسعار الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع ما أقرته دراسة [7, 30]، وذلك بسبب وجود الدافع للحد من تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة في ظل هذا النمط من الملكية، ومن ثم عمل الإدارة على توظيف موارد الشركة لتحقيق أقصى أرباح ممكنة وتحسين بيئة المعلومات وزيادة الشفافية والحث على الإفصاح الاختياري وزيادة كفاءة السوق، الأمر الذي يسمح بدمج معلومات الشركة في أسعار الأسهم والذي يؤثر سلباً على تزامن أسعار الأسهم، ومن نتائج الدراسة يمكن القول بأن لنمط هيكل الملكية تأثير سلبي على تزامن أسعار الأسهم في الشركات المسجلة في مؤشر EGX30.

٤/٨ رصدت نتائج الدراسة وجود تأثير سلبي لقابلية التقارير المالية للقراءة على تزامن أسعار الأسهم، وذلك بسبب أن عدم تماثل المعلومات بين الشركات والمستثمرين يسبب بشكل ملحوظ تزامن مرتفع لأسعار الأسهم، ويمكن تحديد جودة المعلومات وتكلفة معالجتها من خلال قياس درجة سهولة التقارير المالية وقابليتها للقراءة، وبالتالي فإن الإفصاح المالي الأكثر قابلية للقراءة يُحسن من المحتوى المعلوماتي المتاح للمستثمرين ويعمل على زيادة كفاءة السوق، مما يخفض من تزامن أسعار الأسهم، وتتفق هذه النتيجة مع دراسة [42-44].

٥/٨ كما أشارت نتائج الدراسة لوجود تأثير مشترك بين الملكية المركزة ودورها الرقابي على الإدارة وحثها على إصدار تقارير مالية أكثر سهولة وقابلية للقراءة مما يؤدي لدمج معلومات الشركة في أسعار الأسهم باعتبارها إحدى آليات حوكمة الشركات، ويخفض من تزامن أسعار أسهمها، وأيضاً للملكية المؤسسية والإدارية وسهولة قراءة التقارير المالية تأثير مشترك على تزامن الأسعار بسبب وجود الدافع لتخفيض تكاليف الوكالة وتخفيض تكاليف معالجة المعلومات من خلال الموائمة بين مصالح الإدارة والمساهمين وبالتالي تحسين شفافية التقارير المالية من خلال زيادة قابلية التقارير المالية للقراءة والذي يعكس معلومات الشركة في أسعار الأسهم ويخفض من تزامن الأسعار، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة [45-47] إلا أنها تختلف مع دراسة [48].

وفي ضوء النتائج السابقة توصي الدراسة بالآتي:

- ١- إن ظاهرة الارتفاع والانخفاض معاً في أسعار الأسهم تعني صعوبة انعكاس معلومات وسمات الشركة على سعر السهم، وتعكس ضعف وظيفة اكتشاف الأسعار في سوق الأوراق المالية وعدم فعالية السوق، ولذلك يجب دراسة العوامل التي تؤثر على معلومات وخصائص الشركة وسلوك المستثمرين مثل نمط هيكل الملكية وقابلية التقارير المالية للقراءة.
- ٢- تفعيل آليات حوكمة الشركات على مستوى الشركة وإضفاء المصداقية على التقارير المالية للشركة، ومن ثم تعزيز رسملة معلومات الشركة في أسعار الأسهم، والعمل على تحسين كفاءة التوزيع والتخصيص الفعال في سوق المال.

- ٣- إصلاح السياسات التي تستهدف الكشف عن المعلومات مع وجود نظام أكثر صرامة ومعايير عالية للإفصاح عن المعلومات والذي سيزيد من حجم تداول الأسهم، ودمج المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار الأسهم وبالتبعية سيخفض من تزامن أسعار الأسهم.
- ٤- التخفيف من مشكلة عدم تماثل المعلومات والاختيار السلبي والمخاطر الأخلاقية من خلال زيادة شفافية المعلومات والتي تتحقق بالإفصاح عن تقارير مالية أكثر قابلية للقراءة، وتخفيض تكلفة معالجة المعلومات وجمعها بالنسبة للمستثمرين من خلال تسهيل الوصول إليها والذي يترتب عليه تخفيض تزامن أسعار الأسهم.
- ٥- يترتب على الاختلاف في هيكل الملكية التأثير على مدى تحقيق التوافق بين أصحاب المصلحة في الشركة، والذي ينعكس على مشاكل الوكالة والتي تنتج من عدم تماثل المعلومات بين معدي ومستخدمي المعلومات المحاسبية والذي يؤدي بدوره لاختلاف الممارسات التي تتبعها إدارة الشركة عند إعداد التقارير المالية، ولذلك يجب فرض الرقابة وتوفير الدافع والآليات التعاقدية لتحقيق التوافق بين مصالح المساهمين والإدارة، مما يترتب عليه زيادة جودة التقارير المالية، ودمج معلومات الشركة في أسعار الأسهم، ومن ثم تخفيض التزام.

تاسعاً: التوجهات البحثية المستقبلية:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج توصي بإجراء مزيد من الأبحاث المستقبلية في النقاط التالية:

- ١- دراسة تأثير خصائص الشركات على العلاقة بين هيكل الملكية وتزامن أسعار الأسهم
- ٢- اختبار تأثير خصائص الشركات على العلاقة بين قابلية التقارير المالية للقراءة وتزامن أسعار الأسهم
- ٣- دراسة الدور المعدل لخصائص الشركات على العلاقة بين سلوك القطيع وتزامن أسعار الأسهم.
- ٤- اختبار الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات في العلاقة بين سلوك القطيع وتزامن أسعار الأسهم.

عاشراً: مراجع الدراسة:

- 1- Butar, S. B. (2019). Board of commissioners composition, governance committee, and stock price synchronicity. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, 21(1), 1-11.
- 2- Tayar, H., Bandar, M. A., & Fashakh, M. J. (2019). *Synchronization Of Stock Price And The Role Of Institutional Investors In Tehran Stock Exchange*. Education, 2019.
- 3- Gul, F. A., Kim, J. B., & Qiu, A. A. (2010). Ownership concentration, foreign shareholding, audit quality, and stock price synchronicity: Evidence from China. *Journal of financial economics*, 95(3), 425-442.
- 4- Gangadharan, V., & Padmakumari, L. (2023). Annual report readability and stock return synchronicity: Evidence from India. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2186034.
- 5- Wang, W., Cheng, S., Nahar, S., Alhaleh, S. E. A., & Wang, H. (2022). Does mixed-ownership reform restrain stock price synchronicity? Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 73, 390-404.
- 6- Hao, X., & Wang, Y. (2021). Does preventive regulation reduce stock price synchronicity? Evidence from Chinese annual report comment letters. *China Journal of Accounting Research*, 14(4), 100203.
- 7- Dang, T. L., Vo, T. T. A., Vo, X. V., & Nguyen, L. T. M. (2023). Does foreign institutional ownership matter for stock price synchronicity? International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 67, 100783.
- 8- Feng, Y., Wang, H., & Sha, Y. (2023). Delamination of information disclosure and stock price synchronicity—Evidence from China's NEEQ market. *Economic Analysis and Policy*, 80, 614-623.
- 9- Zia, A. (2017). Determinants of Stock Price Synchronicity in Pakistan. Capital University Of Science & Technology Islamabad.
- 10- Meng, Q., Song, X., Liu, C., Wu, Q., & Zeng, H. (2020). The impact of block trades on stock price synchronicity: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 68, 239-253.
- 11- Li, W., Yi, Z., Liu, S., & Manzoor, A. (2023). The Impact of ESG Rating on Stock Price Synchronization of Listed Companies: Evidence from China. *In E3S Web of Conferences* (Vol. 409). EDP Sciences.
- 12- Tu, M. (2022). Analyst Report, Information Transparency and Stock Price Synchronization. *Academic Journal of Business & Management*, 4(14), 41-45.
- 13- Chen, Y. F., Lin, F. L., & Chao, Y. S. (2023). The Impact of Information and Communication Technologies (ICT) on Stock Price Synchronicity. Available at SSRN 4494969.

- 14- Yang, Y., Zhang, J., & Li, Y. (2023). The effects of environmental information disclosure on stock price synchronicity in China. *Heliyon*, 9(5).
- 15- Abid, A. (2017). Determinants of Stock Price Synchronicity (*Doctoral dissertation*), Pakistan Institute of Development Economics.
- 16- Zhang, X., & Zhou, H. (2020). Leverage structure and stock price synchronicity: Evidence from China. *PloS one*, 15(7), e0235349.
- 17- 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.
- 18- Asl, M. R. T., & Abdi, S. (2023). Stock Price Synchronicity and Information Asymmetry. *Muhasebe Enstitusu Dergisi-Journal of Accounting Institute*, (68), 57-70.
- 19- Benzhaio, Z., & Xuan, X. (2018). Relationship Between Voluntary Disclosure, Stock Price Synchronicity and Financial Status: Evidence from Chinese Listed Companies. *American Journal of Operations Management and Information Systems*, 3(4), 74-80.
- 20- Dang, T. L., Dang, M., Hoang, L., Nguyen, L., & Phan, H. L. (2020). Media coverage and stock price synchronicity. *International Review of Financial Analysis*, 67, 101430.
- 21- Pratiwi, U. D., Saraswati, E., & Prastiw, A. (2021). Stock price synchronicity, sustainability reports, and earnings quality. *International Journal of Research in Business and Social Science* (2147-4478), 10(1), 139-148.
- 22- Almaharmeh, M. I., Shehadeh, A. A., Iskandrani, M., & Saleh, M. H. (2021). Audit quality and stock price synchronicity: Evidence from emerging stock markets. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 833-843.
- 23- Kwak, K., & Kim, N. (2020). Concentrate or disperse? The relationship between major customer concentration and supplier profitability and the moderating role of insider ownership. *Journal of Business Research*, 109, 648-658.
- 24- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. (2022). Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board independence. *Journal of Business and Socio-Economic Development*, 2(1), 49-66.
- 25- Sakawa, H., & Watanabel, N. (2020). Institutional ownership and firm performance under stakeholder-oriented corporate governance. *Sustainability*, 12(3), 1021.

٢٦- الحناوي، السيد محمود. "أثر هيكل الملكية على جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية". *مجلة البحوث التجارية*، مجلد ٦، عدد ١، ص.ص. ٦٥-١١٦.

-
-
- 27- Boubaker, S., Mansali, H., & Rjiba, H. (2014). Large controlling shareholders and stock price synchronicity. *Journal of Banking & Finance*, 40, 80-96.
- 28- Hu, X., & Ma, Y. (2019, September). The Effect of Equity Concentration, Dual Listing and Audit Quality on Stock Price Synchronicity. In The 4th International Conference on Economy, Judicature. *Administration and Humanitarian Projects* (JAHP 2019) (pp. 962-969). Atlantis Press.
- 29- Feng, X., Hu, N., & Johansson, A. C. (2016). Ownership, analyst coverage, and stock synchronicity in China. *International Review of Financial Analysis*, 45, 79-96.
- 30- Li, Q., Liu, X., Chen, J., & Wang, H. (2022). Does stock market liberalization reduce stock price synchronicity?—Evidence from the Shanghai-Hong Kong stock connect. *International Review of Economics & Finance*, 77, 25-38.
- 31- Zhang, Y., Wang, W., & Zhang, L. (2019). Research on the Influence of Institutional Investors' Shareholding and Transaction on Stock Price Synchronicity. In *5th Annual International Conference on Social Science and Contemporary Humanity Development* (SSCHD 2019). Atlantis Press.
- 32- Barka, Z., Benkraiem, R., Hamza, T., Lakhal, F., & Vigne, S. (2023). Institutional investor horizon and stock price synchronicity: Do product market competition and analyst coverage matter?. *International Review of Financial Analysis*, 89, 102733.
- 33- Phan Trong, N., & Vu Thi Thuy, V. (2021). Impacts of ownership structure on stock price synchronicity of listed companies on Vietnam stock market. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1963178.
- 34- Huu Nguyen, A., Minh Thi Vu, T., & Truc Thi Doan, Q. (2020). Corporate governance and stock price synchronicity: Empirical evidence from Vietnam. *International Journal of Financial Studies*, 8(2), 22.
- 35- Farooq, O., & Hamouda, M. (2016). Stock price synchronicity and information disclosure: Evidence from an emerging market. *Finance Research Letters*, 18, 250-254.
- 36- Loughran, T., & McDonald, B. (2014). Measuring readability in financial disclosures. *the Journal of Finance*, 69(4), 1643-1671.
- ٣٧- علي، نيفين صلاح علي، "محددات قابلية التقرير المالي السنوي للقراءة، وأثرها على تكاليف الوكالة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، العدد الأول، يناير ٢٠٢١، المجلد الخامس، ص.ص ١-٦٨.
- ٣٨- الجندي، تامر يوسف عبد العزيز علي، "قياس اثر زيادة حجم التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة على اتعاب المراجعة: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بالمؤشر المصري اجي اكس ١٠٠"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، العدد الثالث، سبتمبر ٢٠٢٠، المجلد الرابع، ١-٥٢.

-
-
- 39- Hassan, M. K., Abu Abbas, B., & Garas, S. N. (2019). Readability, governance and performance: a test of the obfuscation hypothesis in Qatari listed firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(2), 270-298.
 - 40- Richards, G., & Van Staden, C. (2015). The readability impact of international financial reporting standards. *Pacific Accounting Review*, 27(3), 282-303.
 - 41- Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 45(5), 1189-1220.
 - 42- Baghoomian, R., Rajabdoori, H., & Khanizalan, A. (2021). Relationship between financial report readability and stock return synchronicity with the moderating role of institutional ownership and information asymmetry. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 18(71), 57-86.
 - 43- Barzegar, G., & Faghieh, M. Financial Report Readability and Stock Price Synchronicity: The Moderator Role of CEO Media Exposure. *Studies in Financial Accounting*, 20(78), 117-153.
 - 44- Zhao, W., Yang, H., & Zhou, H. (2022). Linguistic specificity and stock price synchronicity. *China Journal of Accounting Research*, 15(1), 100219.
 - 45- Roiston, T. A., & Harymawan, I. (2022). CEO Duality, Ownership, and Readability of Financial Statement Footnotes: Some Evidence from Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis*, 9(2), 149-168.
 - 46- Shandiz, M. T., Zadeh, F. N., & Askarany, D. (2022). The Interactive Effect of Ownership Structure on the Relationship between Annual Board Report Readability and Stock Price Crash Risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(6), 268.
 - 47- Liao, Q., Srinidhi, B., & Wang, K. (2023). Do Family Firms Issue More Readable Annual Reports? Evidence From the United States. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 0148558X231198894.
 - 48- Etuk, M. U., & Akpan, D. C. Corporate Governance Mechanisms And Annual Report Readability Of Listed Oil And Gas Firms In Nigeria. *Research Journal Of Management Practice* | Issn, 2782, 7674.

Stock Price Synchronicity: The Joint Effect of Ownership Structure Pattern and the Readability of Financial Reports

(An Empirical Evidence from Egyptian Stock Market Exchange)

Abstract:

The study aimed to test the effect of the ownership structure pattern (concentrated, institutional, and administrative) on the synchronicity of stock prices, the effect of the readability of financial reports on the synchronicity of stock prices, and to test the joint effect of the pattern of ownership structure and the readability of financial reports on the synchronicity of stock prices. To achieve the above, an experimental study was conducted on companies registered on the Egyptian Stock Exchange in the EGX30 index in the period from 2017-2022. The study results revealed a negative impact of the ownership structure pattern (concentrated, institutional, and administrative) on synchronicity of stock prices and of the readability of the financial reports on synchronization. The results of the study also observed the interrelationship between the ownership structure pattern and the readability of the financial reports and their role in reducing the synchronicity of stock prices. In light of the above, the study recommends reducing the problem of information asymmetry and achieving consensus among the company's stakeholders, which will result in increasing the quality of financial reports and integrating company information into stock prices, which is reflected in reducing the synchronization of stock prices.

Keywords: Stock Price Synchronicity, Ownership Structure Pattern, Concentrated Ownership, Institutional Ownership, Administrative Ownership, Readability of Financial Reports.