

أثر العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر على  
خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية  
المصرى

دكتور  
أيمن عطوه عزازى سليم  
مدرس بقسم المحاسبة  
كلية التجارة جامعة الزقازيق

# أثر العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

دكتور

أيمن عطوه عزازى سليم

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة جامعة الزقازيق

## ملخص البحث:

الهدف: يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين هيكل الملكية (الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) وبين الإفصاح عن المخاطر، كما يهدف أيضا إلى دراسة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار اسعار الأسهم في الشركات المسجلة في السوق الأوراق المالية المصري.

التصميم والمنهجية: اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية للشركات المسجلة في السوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من (عام 2015 حتى عام 2017)، بإجمالي مشاهدات (114) مشاهدة، لاختبار فروض البحث التي تعكس العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر، وكذلك أثر هذا الإفصاح على خطر انهيار اسعار الأسهم في الشركات المسجلة في الأوراق المالية المصري، وتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد في تحليل النتائج.

النتائج والتوصيات: تشير نتائج هذا البحث إلى إنخفاض مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة الدراسة، وارتباطه بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بالملكية الحكومية وبالملكية المؤسسية، في حين يرتبط بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من الملكية الإدارية. كما أنّ هناك ارتباط سلبي بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار اسعار الأسهم، واستنادًا إلى ذلك توصي الدراسة بأهمية تحفيز الشركات المصرية للإفصاح عن المخاطر المالية وغير المالية بما لا يضر مركزها التنافسي، وإصدار معيار محاسبي ينظم الجوانب المحاسبية لممارسات الإفصاح عن المخاطر، وكذا ضرورة قيام سوق الأوراق المالية المصري بالإنذار الشركات المسجلة بضرورة الإفصاح عن المخاطر التي تتعرض لها من أجل زيادة ثقة الأطراف ذات المصلحة بالتقارير المالية وبما ينعكس على تحسين أداء السوق المالية وتخفيض خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المصرية.

حدود الدراسة: تقتصر الدراسة على اكتشاف أثر هيكل الملكية على الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المصرية المسجلة خلال الفترة من عام

(2015 حتى عام 2017)، وكذلك تحليل أثر هذا الإفصاح على خطر انهيار اسعار  
الأسهم.

الأصالة والإضافة: تُسهم هذه الدراسة في الأدب المحاسبي من خلال تحليلها لتأثير  
متغيرات هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المخاطر، ومدى أهمية الإفصاح  
عن المخاطر في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.  
الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية، الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية،  
الإفصاح عن المخاطر، خطر انهيار أسعار الأسهم.

## **The effect of the relationship between Ownership structures and Risk Disclosure on Stock Price Crash Risk in the Egyptian Stock Exchange.**

---

### **Abstract:**

**Purpose:** this study examines the relationship between ownership structures namely, government ownership, managerial ownership, institutional ownership and corporate risk disclosure. This study also examines the relationship between corporate risk disclosure and Stock Price Crash Risk.

**Design and Methodology:** Using content analysis of the annual reports of (38) non-financial joint stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period (from 2015 to 2017), with a total of (114) views in order to test the study hypotheses that reflect the relationship between the ownership structure and the disclosure of risks, as well as the impact of this Disclosure on Stock Price Crash Risk in companies listed in the Egyptian financial market, the study applied multiple regression and probability to analyze results.

**Findings:** The results of this study indicate a decrease in the level of risk disclosure in the annual reports of the study sample, and shows that both governmental ownership and institutional ownership has a positive and significant relationship with corporate risk disclosure. While Managerial ownership has a negative and significant relationship with risk disclosure. This study also shows that corporate risk disclosure significantly reduces Stock Price Crash Risk.

**Based on that, the study recommends** encouraging Egyptian companies to disclose their financial and non-financial risks in a way that does not harm their competitive position, and the issuance of an independent standard regulating the accounting aspects of risk disclosure practices

**Limitations:** The study is limited to exploring the impact of ownership structures on the level of risk disclosure in the

annual reports of Egyptian listed firms during the period 2015-2017, as well as analyzing the impact of this disclosure on Stock Price Crash Risk.

**Originality/Value:** This study contributes to accounting literature by analyzing the effect of ownership structures on the level of risk disclosure, and the importance of risk disclosure in reducing Stock Price Crash Risk in the Egyptian business environment.

**Keywords:** ownership structures; governmental ownership, managerial ownership, institutional ownership, Risk disclosure, Stock Price Crash Risk.

## 1-المقدمة:

لقد تسبب انهيار العديد من الشركات مثل شركة أنرون Enron بالإضافة إلى الأزمة الاقتصادية التي شهدتها العالم خلال الفترة من 2008-2009 في حالة من عدم الاستقرار في الأسواق المالية ونتيجة لذلك، ظهرت الدعوات بضرورة زيادة الإهتمام بإدارة المخاطر وممارسات الإفصاح عن المخاطر من أجل منع الآثار السلبية من الأنعكاس على أداء الشركة وأسعار أسهمها. بالإضافة إلى ذلك، تطالب الأطراف ذات العلاقة والمحللون الماليون والمساهمون الشركات بأن تصبح أكثر شفافية ونزاهة في التقرير عن المعلومات المتعلقة بأعمالهم (Rossi et al., 2013).

كما أدت التغيرات في بيئة الأعمال التي من أهمها تعقد عمليات الشركة وهياكلها التمويلية، وتزايد حدة المنافسة إلى إعادة النظر في النماذج الحالية للتقارير المالية حيث تنقصر إلى الشفافية والوضوح في الإفصاح عن المخاطر (إبراهيم، 2014)، وقد أكدت الأدبيات المحاسبية (Neifar and Jarbou, 2017; Khlif and Hussainey, 2016; Mokhtar and Mellett, 2013) على عدم كفاية ممارسات الإفصاح عن المخاطر ووجود ما يسمى بالفجوة المعلوماتية للخطر "Risk Information Gap" بين معدي القوائم المالية ومستخدميها.

وتتضح أهمية الإفصاح المحاسبي عن المخاطر من دوره في تعزيز كفاءة سوق المال فهو يساعد المستثمرون من ناحية على تقدير حجم وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية للشركة، ومدى استدامة عملياتها والتنبؤ بعوائد الأسهم مما ينعكس على كفاءة القرارات الاستثمارية (Al-Hadi et al., 2016)، ومن ناحية أخرى فهو يساعد الشركات على تحسين المرونة المالية Financial Flexibility حيث يقلل من طلب المستثمرين لمعلومات إضافية من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكاليف الوكالة وهو ما يقلل من الاحتفاظ بالنقدية بخلاف النقدية التي يتم الاحتفاظ بها لأغراض الحماية (Nahar et al., 2016(a); Minna et al., 2015)، كما يساعد في تحسين ممارسات استراتيجيات إدارة المخاطر، والتأكيد على فعالية المديرين في التعامل معها مما يعزز من فرصة الشركات في الوصول إلى مصادر التمويل وإعادة هيكلة تمويلها عند تكلفة منخفضة (إبراهيم، 2016؛ مليجي، 2017).

والياً، هناك إهتمام مستمر بشأن نقص ممارسات الإفصاح عن المخاطر في الشركات من حيث عدم توفير الشركات الصورة الصحيحة عن الأفق المستقبلية لها. وفي

عام 2014، وجدت جمعية المحاسبين القانونيين (ACCA) أن مستخدمي التقارير المالية غالباً يجادلون بأن المعلومات المتعلقة بالمخاطر هي معلومات عامة، وغير ملائمة، وتركز أكثر على الأخبار الجيدة وتتجاهل الأخبار السيئة. وأن أحد العوائق لعدم قيام الشركات بالإفصاح عن المخاطر يتمثل في تردد الشركات في توفير معلومات تتسم بالنزاهة عن المخاطر التي تواجهها (Ghani et al., 2016, 2018; Ali et al., 2018). كما وجدت (ACCA, 2014) أن كثير من الشركات غالباً ما تقوم بصياغة المعلومات المتعلقة بالمخاطر التي تواجهها بلغة غير واضحة unclear وهو ما يجعل من الصعب على مستخدمي التقارير المالية استيعابها وفهم محتواها.

لذلك تتضح أهمية البحث الحالي من خلال تحليله بشكل متكامل للعلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح المحاسبي عن المخاطر من ناحية، والعلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية من ناحية أخرى.

## 2- طبيعة المشكلة ودوافع الدراسة:

يرى الباحث أن خطر انهيار أسعار أسهم الشركات يمثل أحد الجوانب التي يهتم بها المستثمرون ومديري الشركات، حيث أنه يعكس آثار الكثير من العوامل الهامة، وأحد هذه العوامل هو المعلومات المتعلقة بإفصاح الشركات عن المخاطر التي تتعرض لها ضمن التقارير المالية للشركة. وأنه كلما اتسمت عملية الإفصاح عن المخاطر بالشفافية كلما انخفض خطر انهيار أسعار الأسهم.

ويرى مليجي (2017) إن الإفصاح الإلزامي عن المخاطر بوضعه الحالي أصبح غير كافياً لتلبية احتياجات مستخدمي التقارير المالية بسبب تجاهله للعديد من البنود المالية وغير المالية، والاحتياجات المتزايدة لأصحاب المصالح من المعلومات سواء في الدول المتقدمة أو النامية، فقد أشارت كل من دراسة (Cordazzo et al., 2017; Moumen et al., 2015) إلى عدم فعاليته في الحد من الفجوة المعلوماتية بين الشركات والمستثمرين، لذلك تزايدت الضغوط على الشركات لتقصح اختياريًا عن المزيد من معلومات المخاطر. وهو ما تؤيده نظرية أصحاب المصالح Stakeholder Theory من أن الشركات لابد أن تحصل على رضا أصحاب المصالح حتى تتمتع بميزة تنافسية في السوق وتبقى مستمرة في عملها (Al-Hadi et al., 2016).

ومن أجل زيادة جودة وشفافية الإفصاح عن المخاطر فقد حظيت ممارسات هذا الإفصاح باهتمام كبير من قبل المنظمات المهنية والهيئات الرقابية الدولية، فقد أعد معهد

المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز (ICAEW) في عام (1997) دراسة أكد فيها على ضرورة إفصاح الشركات المدرجة عن المخاطر المختلفة، كما أصدر مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) إرشاد تعليقات الإدارة (Management Commentary) ضمن إصدارات معايير التقارير المالية الدولية (IFRS) عام (2010). ويجب أن تتضمن هذه التعليقات وصفاً واضحاً للموارد والمخاطر وكيفية إدارتها والعلاقات الهامة التي قد تؤثر على قيمة المنشأة، كما أصدر (IASB) ثلاث معايير تتعلق بعرض الأدوات المالية وقياسها (IAS32, IAS39, IFRS7)، كما أصدر المعهد الكندي للمحاسبين القانونيين (CICA) في عام (2009) تفسيراً لمناقشة وتحليل الإدارة بشأن الإفصاح عن المخاطر.

وتُعد ممارسات الحوكمة والشفافية والمساءلة من الركائز الأساسية لحماية المستثمرين وتقليل مشاكل الوكالة وجذب الأموال المحلية والأجنبية. وبالتالي فإن الإفصاح عن المخاطر يزيد من الشفافية، ويعزز ثقة المستثمرين المحليين والأجانب، مما يساهم في انخفاض تكلفة التمويل الخارجي وتعزيز المرونة المالية للشركة وهو ما ينعكس بشكل إيجابي على أسعار الأسهم في السوق المالية (Habtoor et al., 2019).

ومن خلال قيام الباحث بمراجعة بعض الدراسات السابقة التي تناولت الإفصاح عن المخاطر (على سبيل المثال، Alzead & Hussainey, 2017؛ Habtoor et al., 2017) وجد أنها تجاهلت مدى تأثير هيكل ملكية الشركات علي الإفصاح عن المخاطر. وبالتالي، تحاول هذه الدراسة سد هذه الفجوة والمتعلقة بالإفصاح المخاطر في البلدان النامية بشكل عام، وفي بيئة الأعمال المصرية، على وجه الخصوص من خلال التحقيق من مدى تأثير هيكل الملكية على الإفصاح عن المخاطر في الشركات المصرية غير المالية المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري.

وفي هذا الصدد، قدمت الأدبيات المحاسبية أدلة عملية على أهمية الإفصاح عن المخاطر فهو يساهم من وجهة نظر نظرية الوكالة في حل مشكلة الاختيار العكسي Adverse Selection والمخاطر الأخلاقية Moral Hazard التي قد تنشأ في إطار علاقة المديرين بأصحاب المصالح من خلال الحد من تضارب المصالح (Nahar et al., 2016)، كما أنه بمثابة إشارة إلى جهات التمويل عن مدى قدرة الإدارة في التعامل مع المخاطر المحتملة، وتقييم فعالية نظم إدارة المخاطر مما يساهم في انخفاض تكلفة التمويل الخارجي وتعزيز المرونة المالية للشركة. وعلاوة على ذلك تؤدي جودة الإفصاح عن المخاطر إلى إدارة أفضل للمخاطر فضلاً عن تحسين المساءلة Accountability



والإشراف Stewardship وحماية المستثمرين وجودة التقارير المالية، وتحقيق الاستقرار الاقتصادي (مليجي، 2017).

ويتضح ممّا سبق، أنّ هناك عدة بواعث لهذه الدراسة من أهمها:

(1) زيادة التباين في نتائج الدراسات السابقة حول العوامل المؤثرة في الإفصاح عن المخاطر، لذلك فإن تحليل هذه العوامل في بيئة الأعمال المصرية، وبصفة خاصة العوامل المتعلقة بهيكل الملكية سوف يحسن من شفافية الإفصاح وينعكس على كفاءة القرارات المالية والاستثمارية.

(2) ندرة الدراسات السابقة التي تناولت أثر هيكل الملكية على الإفصاح عن المخاطر وأثر ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم في البيئة العربية بصفة عامة والبيئة المصرية بصفة خاصة، فعلى حد علم الباحث لا توجد دراسة سابقة تناولت ذلك.

(3) كما أنّ عدم وجود معيار محاسبي مصري ينظم المعالجة المحاسبية للإفصاح عن المخاطر يمثل دافعاً آخرًا لهذه الدراسة.

وبالتالي تتمثل الفجوة البحثية في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر وأثر ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، كمثال لاقتصاديات الدول الناشئة.

وفي ضوء ما سبق يحاول هذا البحث الإجابة على التساؤلين التاليين:

(1) هل يؤثر هيكل ملكية الشركات على ممارسات الإفصاح عن المخاطر في بيئة الأعمال المصرية؟

(2) هل يؤثر الإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم؟  
3- أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في دراسة واختبار أثر هيكل الملكية على الإفصاح عن المخاطر، وتحليل انعكاسات هذا الإفصاح على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، وينبثق عن هذا الهدف الأهداف الفرعية التالية:

(1) تحليل أثر هيكل الملكية (الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، الملكية المؤسسية) على ممارسات الإفصاح عن المخاطر.

(2) دراسة أثر الإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم.

#### 4- أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته مما يلي:

أولاً: الأهمية العلمية:

(1) يُعد موضوع البحث من القضايا البحثية التي تشغل الفكر المحاسبي منذ أندلاع الأزمة المالية العالمية في عام 2007 وحتى الآن، حيث زاد الاهتمام بالإفصاح عن المخاطر وإدارتها والعوامل المؤثرة في جودتها في جميع أنحاء العالم من خلال قيام مختلف المنظمات والهيئات المهنية (IFRS, FASB, ICAEW, CICA) بإصدار المعايير التي توسع من نطاق الإفصاح عن المخاطر، وتوجيه الاهتمام إلى ضرورة تطبيق الممارسات الجيدة لحوكمة الشركات من أجل زيادة الشفافية وتخفيض عدم تماثل المعلومات.

(2) يركز البحث على تحليل أثر الإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما قد يتسم بالندرة في الدراسات المحاسبية التطبيقية التي تناولت هذا التحليل خاصة في البيئة المصرية.

(3) من منظور كلي، فإن هذا البحث يضيف للأدبيات المتزايدة حديثاً عن دور الحوكمة - خاصة فيما يتعلق بآلية هيكل الملكية - في تحسين الأداء والكفاءة الاقتصادية. بالإضافة إلى أن عدم شفافية الإفصاح عن المخاطر يؤثر عكسياً على تكلفة رأس المال ودوافع تعاملات المستثمرين وبذلك، فإن تعزيز فهم العوامل التي تؤثر على جودة الإفصاح عن المخاطر سوف يساهم في التخصيص الكفء لرأس المال وتخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم.

ثانياً: الأهمية العملية:

(1) تقييم مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصري يوفر دليلاً عملياً على مدى الحاجة لتحسين جودته، خاصة في ظل تعدد المخاطر المختلفة التي تواجه الشركات وتؤثر على استدامة عملياتها.

(2) نتائج الدراسة قد توفر معلومات هامة من شأنها مساعدة الجهات الرقابية المصرية في صياغة معيار محاسبي مصري يُنظم المعالجة المحاسبية للمخاطر، خاصة بعد انتشار جائحة فايروس كورونا المستجد حول العالم حيث لم يبق اقتصاد حول العالم الا وقد أعلن عن تأثره السلبي من هذا الفيروس.

(3) المساهمة في استعادة ثقة المستثمرين في التقارير السنوية للشركات المصرية، خاصة وأنَّ كثيرًا من الدراسات توصلت إلى أن الأسواق المالية العربية تفتقر إلى الإفصاح الكافي عن المخاطر ( Al-Maghzom et al., 2016; Habtoor et al., 2017; )، لذلك فإنَّ الإفصاح عنها يقلل من شكوك المستثمر تجاه الشركة ويحد من نقشي ظاهرة عدم تماثل المعلومات ويؤدي إلى خفض تكلفة التمويل الخارجي وكفاءة القرارات الاستثمارية والمالية، والحد من خطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المصرية.

(4) يعتمد البحث على بيانات عن الشركات المساهمة المصرية، والتي تعكس وضعًا مؤسسيًا مشابهًا للعديد من الدول النامية، حيث يتنامى دور القطاع الخاص، ووجود سيطرة للملكية العائلية، وحقوق ضعيفة للمستثمرين، وملاك كبار، لذلك فإن هذا البحث يوفر دليلًا عمليًا لتقييم النداءات التي تطالب بأنواع مختلفة من المستثمرين ليلعبوا دورًا أكبر في حوكمة الشركات.

(5) قد تساهم الدراسة الحالية في زيادة فهم وإدراك الشركات المصرية وأصحاب المصالح للعوامل التي تؤثر في خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال إضافة محدد جديد وهو هيكل الملكية.

#### 5- منهج البحث:

اعتمد الباحث على **المنهج الاستقرائي** في مراجعة الأدب المحاسبي المتعلق بالإفصاح عن المخاطر بهدف الاستفادة منه في صياغة الإطار النظري للبحث، و**المنهج الاستنباطي** لاستكشاف العوامل المؤثرة في الإفصاح عن المخاطر وبصفة خاصة العوامل المتعلقة بهيكل الملكية، وطبيعة العلاقة بين هذا الإفصاح وخطر انهيار أسعار أسهم الشركة. كما قام الباحث بدراسة تطبيقية مستخدمًا أسلوب تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة من الشركات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام (2015 حتى عام 2017)، وذلك بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات واختبار فروض البحث.

#### 6- حدود البحث:

يرتبط تفسير نتائج الدراسات المحاسبية بشكل عام بعينة الدراسة المستخدمة، وأساليب قياس المتغيرات. ومن الحدود التي يجب تفسير نتائج الدراسة الحالية على أساسها هو صغر حجم العينة نسبيًا، وقصر الفترة الزمنية (من 2015 حتى 2017) حيث تم استخدام أسلوب

تحليل المحتوى بشكل يدوي، مما يتطلب وقتاً كبيراً، وهو ما قد يؤثر على تعميم النتائج، كما تم الاعتماد في قياس الإفصاح عن المخاطر على كل من كمية الإفصاح: تقاس بعدد جمل المخاطر التي تم الإفصاح عنها، وجودة الإفصاح: تقاس باستخدام مؤشر مقترح ذات أوزان ترجيحية متساوية، كما أن الدراسة اقتصر في تناولها لمحددات الإفصاح عن المخاطر على هيكل الملكية دون غيرها من العوامل البيئية والقانونية والاقتصادية والسياسية وتحليل انعكاسات ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء بعض النظريات مثل نظرية تخزين الأخبار السيئة، نظرية الوكالة، ونظرية الأختلاف في الرأي.

#### 7- خطة البحث:

انطلاقاً من أهمية البحث وتحقيقاً لأهدافه والإجابة على تساؤلاته البحثية، فقد تم استكمال البحث على النحو التالي: يعرض القسم الثاني: العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم، بينما يناقش القسم الثالث: مراجعة وتحليل الدراسات السابقة، بينما يتناول القسم الرابع تطوير فروض البحث، ويحلل القسم الخامس: بناء نماذج الدراسة التطبيقية، ويعرض القسم السادس: تصميم الدراسة التطبيقية، أما القسم السابع: فقد تناول تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض، ويعرض القسم الثامن: النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

#### 2- العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم: 2-1 هيكل الملكية:

أوضح (Jensen and Meckling 1976) أن هيكل الملكية في رأس المال يتضمن حقوق الملكية الداخلية، وحقوق الملكية الخارجية وأصحاب الديون، وقد صنف Zhaka (2005) هيكل الملكية إلى ملكية أجنبية؛ ملكية إدارية، ملكية مؤسسية، ملكية فردية، ملكية حكومية. ويرى عفيفي (2011) أن هيكل الملكية يرسم إلى حد كبير مشكلة الوكالة في الشركة، بالإضافة إلى أنه يؤثر أيضاً على إعداد تقارير الشركة، فعندما يكون لمالك ما حق الرقابة الفعالة في الشركة، فإنه يتحكم في إنتاج المعلومات المحاسبية للشركة وسياسات التقرير، وكذلك عندما يكون المالك المسيطر محصناً بقوة التصويت، وأن هناك فصلاً كبيراً بين حقوق التصويت والتدفق النقدي، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض مصداقية المعلومات المحاسبية، مما يعني أن المستثمرين الخارجيين يولون اهتماماً أقل للأرقام المحاسبية المقررة، بسبب أنهم يتوقعون أن المالك المسيطر يقرر عن معلومات محاسبية تحقيقاً لمصلحة ذاتية

بدلاً من عكس حقيقة ما وراء المعلومات الاقتصادية للشركة، على وجه الخصوص، فإن المستثمرين الخارجيين ربما لا يتقنون في الأرباح المقررة للشركة بسبب أن المالك المسيطر يمكن أن يتلاعب في الأرباح بهدف تجريد أو الاستيلاء على حقوق الأقلية من حملة الأسهم من قبل حملة الأسهم لكبار (المسيطرين). بالإضافة إلى ذلك فإن المستثمرين الخارجيين يعلمون أن المالك المسيطر لديه دوافع لتجنب التقرير عن معلومات محاسبية والتي تعد محركاً لمراقبة محكمة من قبل حملة الأسهم الخارجيين (Fan and Wong, 2002).

يرى (Kang and Sorensen (1999 أن هيكل الملكية يعد المتغير المنظم الرئيسي الذي يؤثر على نتائج الشركة، فمن منظور نظرية الوكالة، فإن المديرين بوصفهم وكلاء عن الملاك لديهم نزوع نحو تحقيق أهدافهم الخاصة والتي لا تكون عادة متوافقة مع نظيرتها عند الملاك.

وفي مصر ومن أجل تنظيم بيئة الأعمال، تسعى الحكومة المصرية جاهدة لخلق بيئة استثمارية جذابة من خلال تعزيز الحوكمة والشفافية في سوق الأوراق المالية المصري (السمادوني، 2020). حيث تعاني بيئة الأعمال المصرية من انخفاض مستوى الشفافية وإنخفاض الإدراك لأهمية الإفصاح عن المخاطر، حيث أن حوكمة الشركات وممارسات الإفصاح عن المخاطر ما تزال موضوعات حديثة نسبياً في البيئة المصرية (مليجي، 2017).

## 2-2 الإفصاح عن المخاطر:

### 2-2-1: تعريف المخاطر:

إن مفهوم المخاطر من الموضوعات التي مازالت محل نقاش مستمر في أدبيات المحاسبة والتمويل، ويرجع ذلك إلى تعدد مفاهيم المخاطر وارتباطها بتفسيرات مختلفة لدي الأطراف المهتمة به، فقد عرف (Solomon et al., 2000) الخطر بأنه عدم اليقين المرتبط بالأرباح والخسائر المستقبلية. ويشير (George (2008 إلى أن المخاطر هي احتمال حدوث تخفيض في الأرباح أو تحقق الخسارة مستقبلاً، وفي ذات السياق أشار Titman et al. (2010) إلى أن المخاطر هي الحالة من عدم التأكد التي تصاحب تحقق العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها في المستقبل سواء من حيث توقيتها، وقيمتها وانتظامها. كما أشارت دراسة (Dobler et al., 2011) إلى أن المخاطر هي وقوع أحداث طبيعية تؤثر سلباً في قدرة المنشأة على تحقيق أهدافها وتؤدي إلى نتائج غير سارة. في حين أشارت دراسة (Alswaidan, 2017) إلى أن المخاطر هي احتمال تحقق خسائر أو أرباح محتملة ناتجة عن الظروف التي تعمل في نطاقها الشركة، كما عرفها معهد المحاسبين القانونيين بإنجلترا وويلز (ICAEW, 1999) بأنها "أي حدث قد يؤثر على أداء الشركات

يما في ذلك المخاطر البيئية والاجتماعية والأخلاقية". في حين عرفها الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC, 1999) " بأنها عدم اليقين المرتبطة بالأحداث المستقبلية وتؤثر في تحقيق أهداف الشركة الاستراتيجية والتشغيلية والمالية". وفي ضوء هذا الاتجاه يرى كل من مليجي (2017)؛ (2013) Miihkinen أن المخاطر لها أثر مزدوج حيث تتضمن النتائج الإيجابية والسلبية التي تنتج من الأحداث غير المتوقعة مستقبلياً.

وقد صنف كلاً من Linsley and Shrives (2006) and Amran et al. (2009) المخاطر إلى ستة تصنيفات وهي المخاطر المالية financial risk ، المخاطر الاستراتيجية strategic risk ، المخاطر التشغيلية operational risk ، مخاطر التمكين empowerment risk ، مخاطر تشغيل المعلومات والتكنولوجيا information processing and technology risk ، مخاطر النزاهة والأمانة integrity risk ، في حين أوضحت دراسة Lindqvist (2016) إلى أن الشركات تتعرض إلى ثلاثة أنواع من المخاطر هي: مخاطر الأعمال وتتعلق بالابتكارات والتكنولوجيا، وتصميم وتسويق المنتجات، والمخاطر الاستراتيجية وتتعلق بالتغيرات في الاقتصاد والبيئة السياسية، والمخاطر المالية وتشمل مخاطر السيولة، ومخاطر السعر، والمخاطر التشغيلية، ومخاطر الائتمان. في حين أن دراسة (Cabedo and Tirado, 2004) حددت المخاطر التي تواجه منشآت الأعمال في نوعين أولهما: المخاطر غير المالية Non-Financial Risks وتشمل مخاطر الأعمال، والمخاطر الاستراتيجية. ثانيهما: المخاطر المالية Financial Risks وتشمل مخاطر السوق، ومخاطر السيولة، ومخاطر الائتمان، ومخاطر التشغيل. وقد قام معيار الإبلاغ المالي رقم 7 بتقسيم المخاطر التي يتم الإفصاح عنها إلى عدة أنواع هي: مخاطر السوق، ومخاطر الائتمان ومخاطر السيولة (النجار، 2015).

وفي ضوء ما ذكر آنفاً يرى الباحث أنه يمكن تعريف المخاطر بأنها " انخفاض القدرة على تحديد احتمال حدوث نتائج إيجابية أو سلبية للأحداث المستقبلية مما يؤثر على قدرة الشركة على تحقيق أهدافها وعدم قدرتها على الاستمرار في حالة وقوع هذه الأحداث"

2-2-2: الإفصاح عن المخاطر وأهميتها:

وقد عرف Beretta and Bozzolan (2004) الإفصاح عن المخاطر بأنه "توصيل المعلومات المتعلقة باستراتيجيات الشركة، وعملياتها، والعوامل الخارجية الأخرى التي يمكن أن تؤثر على النتائج المتوقعة". في حين عرّفه Linsley and Shrives (2006) " بأنه إعلام قارئ القوائم المالية بأى فرص أو احتمالات أو أى خطر أو تهديدات قد تؤثر على الشركة

حالياً أو مستقبلاً وإدارة هذه الفرص والتهديدات. في حين عرف مليجي (2017) الإفصاح عن المخاطر بأنه جميع المعلومات التي تقدمها الشركة في التقرير السنوي وتصف المخاطر الرئيسية التي تتعرض لها، وطرق إدارتها، وآثارها الاقتصادية المتوقعة على الأداء الحالي والمستقبلي، وهو ما يساهم في تقليل درجة عدم اليقين في أنشطة الشركة. في حين يرى الباحث أن الإفصاح عن المخاطر يشمل كل أنواع المعلومات التي يتم الإفصاح عنها من خلال التقارير المالية والتي تتعلق بعدم التأكد الذي يحيط بنشاط الشركة.

ويرى (Elhazar and Hussainey, 2012) أن الإفصاح عن المخاطر ضروري للتخفيف من مشاكل الوكالة. فمن منظور الوكالة، يفيد الإفصاح الشركات عن طريق زيادة الشفافية والحد من عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تقليل تكلفة رأس المال، وتحسين سعر السوق للأوراق المالية. ومع ذلك، للحد من مشاكل الوكالة، يجب على المديرين تقديم المعلومات الملائمة لإثبات أنهم يتصرفون لصالح المساهمين والمقرضون (Healy and Palepu, 2001). وتظهر الدراسات السابقة المتعلقة بمحددات الإفصاح عن المخاطر أن الشركات ربما تكون مترددة في الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر خشية إستغلال المنافسين لهذه المعلومات، كما أن هذه المعلومات قد تمثل إشارة سلبية للسوق (Sexena et al., 2017). ومع ذلك، قد تكشف الشركات طوعاً عن المخاطر عندما تكون تكاليف التقاضي مرتفعة (Baginski et al., 2002).

ويمكن تحديد أهم الخصائص التي يستند إليها الإفصاح عن معلومات المخاطر من

خلال الجدول التالي: (Marzouk, 2016; Mokhter and Mellelte, 2013)

جدول رقم (1) خصائص الإفصاح عن معلومات المخاطر

المفهوم	الخاصية
الإفصاح عن معلومات أكثر يساعد المستثمرين على تقييم مخاطر الشركة، في حين أن نقص المعلومات قد يؤدي إلى صعوبة في التقييم.	كمية معلومات المخاطر Quantitative Risk Information
أن يتضمن الإفصاح عن المخاطر كل من الأخبار الجيدة عن فرص الأعمال ونظم إدارة المخاطر لطمأنة المستثمرين، وخفض تكلفة رأس المال، وتجنب الضرر على سمعة الشركة، وكذلك الإفصاح عن الأخبار السيئة لتجنب عمليات التقاضي نتيجة حجب المعلومات أو تقديم معلومات مضللة.	نغمة/لغة الإفصاح Ton of disclosure
أن يتضمن الإفصاح عن المخاطر معلومات تاريخية ومستقبلية لتساعد المستثمرين في تقييم الأداء المستقبلي للشركة.	التوقيت الزمني Time Orientation

(المصدر: مليجي، (2017))

2-2-3: النظريات التي تفسر دوافع الشركات للإفصاح عن المخاطر في تقاريرها السنوية:

1) **نظرية الوكالة Agency Theory** أوضح (Barako et al., 2006) أن الإفصاح يعد أحد الوسائل للتغلب على المشاكل التي تنشأ عن الوكالة، حيث أن المديرين يميلون للإفصاح عن مزيد من المعلومات من أجل خفض تكاليف الوكالة وتقليل الصراعات بين الإدارة والمساهمين، وايضاً من أجل أفضح مستخدمي المعلومات الخارجيين بأن المديرين يتصرفون بطريقة مثالية وأن الإدارة تسعى بجانب تحقيق مصالحها إلى تعظيم مصالح المساهمين (Watson et al., 2002)، كما يساهم هذا الإفصاح في تقليل درجة عدم اليقين المرتبط بأداء الشركات في المستقبل (Buckby et al., 2015).

2) **نظرية الإشارة Signaling Theory** جاءت نظرية الإشارة أساساً للقضاء على مشكل عدم تماثل المعلومة، حيث ترى أن إدارة الشركة تتجه عادة إلى مزيد من الإفصاح عن المخاطر من أجل إرسال إشارة إلى المستثمرين حول قدرة الشركة على التعامل مع هذه المخاطر وأنها قادرة على حماية وخلق قيمة للمستثمرين بشكل أفضل بالمقارنة بالشركات الأخرى (Verrecchia, 1983; Morris, 1987; Campbell et al., 2001; Bini et al., 2010; Shehata, 2014) لذلك فإن هذا الإفصاح يمثل حافزاً للشركات الأخرى للإفصاح الاختياري عن المخاطر بشكل أكبر عما كانت عليه (Abduall and Shukor, 2015).

3) **نظرية الشرعية Legitimacy Teory** أوضح (Magness 2006) أن نظرية الشرعية ترتكز على فكرة العقد الإجتماعي ما بين الشركة والمجتمع. وحيث أن النظرية تعتمد على توقعات المجتمع، لذا فإدارة الشركة مجبرة على الإفصاح عن المعلومات التي قد تساهم في تغيير رأي المستخدمين الخارجيين عن الشركة (Cormier & Gordon, 2001). حيث ينظر إلى التقارير السنوية كمصدر هام للشرعية (Dyball, 1998; O'Donovan, 2002) وطبقاً لنظرية الشرعية فأنت الشركة تميل إلى الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر والتهديدات المحتملة من أجل إضفاء الشرعية على أنشطتها والحصول على دعم قوي من المساهمين وإضفاء الشرعية على العديد من الإجراءات، وتجنب التقاضي وتكاليف السمعة وتقليل الحاجة إلى لوائح إضافية (Farhat, 2016)، لذلك فإن إضفاء الشرعية على أعمال الشركات يمكنها من



إظهار قدرتها في إدارة المخاطر والتغلب عليها بكفاءة، ويعزز من ثقة المستثمرين ويجذب الموارد الحاسمة للشركة (Oliveira,2011).

4) **نظرية أصحاب المصالح Stakeholder Theory** تبين هذه النظرية أن إدارة الشركة عليها التزامات أخلاقية تجاه أصحاب المصالح لذلك يجب عليها أن تفصح لهم عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر حتى تساعدهم على اتخاذ القرارات والحفاظ على ثروتهم وهو ما ينعكس على زيادة الثقة بين الشركة وأصحاب المصالح وتحسين سمعة الشركة (Habbash et al., 2016). وفي ذات السياق، أوضح Kent and Chan (2009) أن الشركات تفصح عن مزيد من المعلومات ذات الجودة العالية عندما يمتلك حملة الأسهم قوة تأثير كبيرة *Boesso and Kumar* . وفقاً لـ *stakeholders have greater power* (2007) ، كلما كانت مجموعة أصحاب المصلحة أكثر أهمية بالنسبة لشركة ما، كلما زاد تأثيرها على ممارسات الشركة فيما يتعلق بالإفصاح عن المخاطر.

5) **نظرية التكاليف السياسية Political Theory** ترى أن الشركات لها حساسية من الناحية السياسية *Political Sensitive* وهو ما قد يترتب عليه عمليات تحويل للثروة لذلك فإنها قد تميل للإفصاح عن المخاطر من أجل تجنب المزيد من التكاليف السياسية وتقليل تكاليف الرقابة، وكذلك تجنب الإضرار بسمعة الشركة (Farhat, 2016).

6) **نظرية الحاجة لرأس المال Capital need theory** تهدف الشركات إلى جذب التمويل الخارجي لزيادة رأس مالها، إما عن طريق الديون أو حقوق الملكية. وتشير نظرية الحاجة إلى رأس المال إلى أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر يساعد في تحقيق حاجة الشركة لزيادة رأس المال بتكلفة منخفضة (Choi, 1973). كما أن المنافسة بين الشركات للحصول على رأس المال تؤدي إلى زيادة الإفصاح الاختياري عن المخاطر. والأساس المنطقي وراء ذلك هو حقيقة أنه "يعتقد أن تكلفة رأس مال الشركة تتضمن علاوة نظير عدم التأكد لدى المستثمرين بشأن كفاية ودقة المعلومات المتاحة عن الشركة". لذلك، فإن تخفيض تكلفة رأس مال الشركة يتحقق عندما يتمكن المستثمرون من تفسير الآفاق الاقتصادية للشركة من خلال الإفصاح الطوعي . (FASB, 2001)

وفي ضوء ما سبق يتفق الباحث مع ما توصل إليه مليجي (2017) أنه وبالرغم من تعدد النظريات المفسرة لدوافع الشركة للإفصاح عن المخاطر إلا أنها أجمعت على أهمية هذا الإفصاح ودوره في الحفاظ على بقاء الشركة حيث يقلل من عدم تماثل المعلومات ويزيد من

ثقة أصحاب المصالح في الأداء المستقبلي للشركة، ويساعدهم في تحديد استدامة أو تقلب الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، كما يقلل من تكلفة التمويل الخارجي.

وبالنسبة لممارسات الإفصاح عن المخاطر في البيئة العربية فقد أشارت كل من دراسة-Al (Alamri, 2014; Habbash, Hussainey, & Ibrahim, 2016; Al-Maghzom et al., 2016a, 2016b; Alzead and Hussainey, 2017; Habtoor et al., 2018) إلى أنها تتسم بالضعف وتفتقر إلى الوضوح، وتركيزها على المعلومات التاريخية، فضلاً عن تركيزها على كمية الإفصاح أكثر من جودته وقد يرجع ذلك إلى أن الحوكمة وممارسات الإفصاح عن المخاطر ما زالت موضوعات حديثة نسبياً في بيئة الأعمال العربية، بالإضافة إلى ضعف أسواق المال في الدول النامية بصفة عامة.

## 2-3 الإطار النظري لخطر انهيار أسعار الأسهم:

### 2-3-1: مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم:

قدمت الأدبيات المحاسبية عدة مفاهيم وتعريفات لخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد عرفه (Defond et al. (2015 أنه يمثل تكرار حدوث عوائد سلبية على السهم وتكون ذات قيمة مرتفعة وشاذة، في حين عرفه (Kim and Zhang (2016 بأنه الإنحراف أو الإلتواء السالب في توزيع العائد على سعر سهم الشركة، في حين ذكر (Zhu (2016 أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يشير إلى احتمالية حدوث انخفاض أو هبوط كبير ومفاجئ وغير متكرر في سعر سهم الشركة. في حين يرى (Lim et al. (2016 أن خطر انهيار سعر سهم الشركة هو احتمال انخفاض سعر سهم الشركة بشكل كبير بعد الكشف عن الأخبار السيئة (release of bad news). في حين أشار (Dang et al. (2018 إلى خطر انهيار أسعار الأسهم على أنه يمثل انهيار شديد (Extreme Collapse في القيمة السوقية للأسهم والذي يؤدي إلى انخفاض حاد في ثروة حملة الأسهم. بينما عرفه (Cheng et al. (2019 على أنه تلك الظاهرة التي ينخفض فيها سعر سهم الشركة بشكل حاد خلال فترة قصيرة من الزمن. بينما ذكر (Kim et al. (2019 أن خطر انهيار سعر سهم الشركة على أنه احتمالية حدوث قيم متطرفة سلبية في توزيع عوائد سهم الشركة. وفي نفس السياق عرف عبدالمجيد (2019) خطر انهيار سعر سهم الشركة بأنه هو احتمال حدوث انخفاض كبير في سعر سهم الشركة، والذي يمكن ملاحظته من خلال الإنحراف أو الإلتواء السالب في توزيع العائد على السهم خلال فترة زمنية من التداول عليه.

ويتفق الباحث مع التعريف الذى اقترحه حسين (2020) لخطر انهيار سعر سهم الشركة وهو تلك الظاهرة التى يحدث فيها انحراف أو التواء سالب لعوائد سهم الشركة بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، مما يزيد من احتمالية حدوث انخفاض حاد في سعر سهم الشركة في أسواق المال في المستقبل القريب.

## 2-3-2: أسباب وتفسيرات حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم:

هناك العديد من التفسيرات النظرية والإمبريقية لخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تدور معظم هذه التفسيرات حول ضعف البيئة المعلوماتية *a poor informational environment*، والتي تتضمن عدم تماثل المعلومات وتخزين الأخبار السيئة (Au et al., 2020). ومن خلال قيام الباحث بمراجعة واستقراء الدراسات السابقة فى الأدب المحاسبى والتمويلى والمعنية بمجال خطر انهيار أسعار الأسهم وجد أنها قدمت العديد من التفسيرات لذلك، وسوف يتناول الباحث أهم تلك التفسيرات في نطاق ما يخدم الدراسة الحالية، وذلك على النحو التالى:

### 1) تخزين أو حجب الأخبار السيئة **Bad News Hoarding**

يرى (Habib et al. 2018) أن المديرين لديهم ميل بحجب وتخزين الأخبار السيئة لفترة طويلة مقارنة بالأخبار الجيدة عن الأطراف الخارجية تحقيقاً لمزايا معينة. وقد تستمر عملية تخزين الأخبار السيئة في التراكم مع مرور الوقت حتى تصل إلى نقطة التحول وهى النقطة التى لا تستطيع الإدارة بعدها تخزين أى أخبار سيئة نظراً لإرتفاع تكلفة إخفاء تلك الأخبار عن المنافع المتوقعة منها، فضلاً عن عدم قدرة المديرين على نشر أى أخبار جيدة لها القدرة على امتصاص تأثير الأخبار السيئة، ففى هذه الحالة، يصبح الإفصاح عن الأخبار السيئة دفعة واحدة إلى السوق أمر لا مفر منه مما يتسبب في إنخفاض حاد في أسعار أسهم الشركة (Callen and Fang, 2017; Liu and Zhong, 2018; Fu and Zhang, 2019).

وهناك العديد من الدوافع والمزايا التى تدفع المديرين إلى تخزين الأخبار السيئة، إلا أن أهمها يتمثل في تحسين المسار الوظيفى وتحسين المكافآت والتعويضات التى يحصل عليها المديرين والتى تعتمد على الأرباح المنشورة، مما يجعل ثروتهم الشخصية مرتبطة بالأداء المحاسبى وسعر سهم الشركة (Zhu, 2016; Callen and Fang, 2017). وقد أوضح (Dang et al. 2018) أن رغبة المديرين في بناء سمعتهم الشخصية والدافع المهنى ودوافع الحصول على التعويضات، تجعلهم يحاولون إخفاء الأخبار السيئة على مدى فترة

زمنية طويلة. ويتم التعرف على أنشطة تخزين الأخبار السيئة من قبل المديرين من خلال بعض المؤشرات والتي يتمثل أهمها في غموض عملية إعداد التقارير المالية (Zhu, 2016; Habib and Hasan, 2017).

**2) عدم تجانس معتقدات المستثمرين Heterogeneity In Investor Beliefs** قدمت دراسة (Hong and Stein, 2003) نموذجاً لقياس تأثير الإختلافات وعدم التجانس في معتقدات المستثمرين تجاه سهم الشركة، كأحد المحركات الرئيسية لحدوث انهيار سعر سهم الشركة. ووفقاً لهذا النموذج يوجد ثلاث فئات من المستثمرين في سوق المال، لهم وجهات نظر ومعتقدات مختلفة تجاه سهم الشركة، تؤدي إلى تحريك سعره حتى في ظل نقص أو غياب المعلومات الأساسية، وهم فئة المستثمرين المتفائلون، فئة المستثمرون المتشائمون، وفئة المستثمرون المرجحون للسوق. وفي ظل هذه النظرية فإن لكل مستثمر معلوماته التي تعطيه إشارات معينة يستخدمها تجله يعطى تقييماً لسعر السهم في السوق مختلفاً عن المستثمرين الآخرين. ويعطى المستثمرون المتفائلون اهتماماً لمعلوماتهم الخاصة حتى وأن قام المستثمرون المتشائمون بالكشف عن معلوماتهم ضمن الأسعار، بينما يتصف المستثمرون المرجحون للسوق بالعقلانية وتجنب المخاطر بشكل كامل. ويدرك المستثمرون المرجحون للسوق أن أفضل تقدير للقيمة الحقيقية للسهم يتم الحصول عليها من خلال متوسط المعلومات المتوافرة لدى كلا النوعين من المستثمرين، إلا أنهم لا يحصلون على هذه المعلومات بسبب القيود على التداول في الأجل القصير. ووفقاً لهذه النظرية يعتقد كل مستثمر وبشكل خاطئ أن معلوماته الخاصة أكثر دقة من غيره (عبدالمجيد، 2019). لذلك كلما زادت درجة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات وكانت إيجابية كلما زادت الموضوعية والدقة في تحديد القيمة الحقيقية للسهم وانخفض خطر انهيار أسعار الأسهم (مليجي، 2019).

### 3) إعاقة تدفق المعلومات Information Blockage

قدمت دراسة (Cao et al. (2002) نموذجاً لإعاقة المعلومات، كإطار نظري آخر لتفسير حدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة، ووفقاً لهذا النموذج، فإن الاتجاه التصاعدي لسعر سهم الشركة، قد يدفع المستثمرين المتفائلين وبشكل إيجابي، إلى التداول النشط على هذا السهم، وبالتالي زيادة حجم التداول عليه في سوق المال. وفي المقابل، فإن المستثمرين المتشائمين يشككون في الطبيعة الحقيقية للإشارات التي توافرت لديهم عن الزيادة في حجم التداول على السهم نتيجة التصاعد في سعره، وبالتالي يؤجلون المشاركة في عمليات التداول حتى ينخفض سعر سهم الشركة. وعلى هذا الأساس، يؤدي تأجيل أو تأخير أو الإحجام عن

المشاركة من هؤلاء المستثمرين في عمليات التداول على السهم، إلى حدوث إعاقة في قنوات تدفق المعلومات من الأفراد إلى سوق المال. وأشارت دراسة (Zhu (2016) إن إعاقة المعلومات تولد بعد ارتفاع سعر سهم الشركة، التواءاً سالباً لعوائد السهم، في حين يكون هذا الالتواء موجباً عقب اتجاه سعر سهم الشركة إلى الإنخفاض.

4) رد فعل المستثمرين على تقلبات سعر سهم الشركة Volatility Feedback  
يشكل تأثير ردود الفعل على التقلبات في اسعار الأسهم في السوق المالي مصدراً لخطر انهيار سعر سهم الشركة، حيث يمكن أن تسبب التحركات الكبيرة في أسعار الأسهم، إلى دفع المستثمرين إلى إعادة تقييم تقلبات السوق، وإلى زيادة علاوة تحمل المخاطر وهو الأمر الذي يعزز من تأثير الأخبار السيئة في مقابل تأثير الأخبار الجيدة، وبالتالي يولد التواءاً سالباً في عوائد سهم الشركة (عبدالمجيد، 2019).

5) مخاطر التخلف عن السداد The Default Risk  
أوضحت دراسة كل من (Zhi (2016) ; Habib et al. (2018) أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يمكن أن ينشأ نتيجة فشل الشركة في الوفاء بالتزاماتها المالية، وهو ما يعنى ارتفاع خطر ائتمان الشركة، ويعود السبب خلف ذلك إلى أن الشركة التي يرتفع فيها خطر الائتمان تكون أكثر عرضة للإعلان بشكل مفاجئ عن أخبار سيئة للغاية مما يؤدي إلى انهيار سعر سهم الشركة، أو أخبار جيدة للغاية مما يؤدي إلى قفزة في سعر سهم الشركة، حيث أن هذه الأخبار المتطرفة تكون لها نتائج متطرفة مزدوجة، وهي إما الفشل أو الاستمرار.

6) نظرية الوكالة Agency Theory  
تقدم نظرية الوكالة تفسيراً لخطر انهيار سعر سهم الشركة في إطار الدور الذي يمكن أن تلعبه القدرة الإدارية العالية للمديرين التنفيذيين في تخفيض تعارض الوكالة بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية، فقد أوضحت دراسة (Baik et al. (2017) أن السمعة الإدارية العالية تساهم في تخفيض تكاليف الوكالة حيث يحرص المديرين الأعلى سمعة على تحقيق مصلحة المستثمرين من خلال اختيار أفضل المشروعات التي تمنح أعلى صافي قيمة حالية موجبة والتي يترتب عليها زيادة في الأرباح المستقبلية للمستثمرين وهو ما يقلل من خطر انهيار أسعار الأسهم. كما أن القدرة الإدارية العالية للمديرين التنفيذيين يمكن أن تساهم في الحد من تكاليف الوكالة من خلال دورها في تحسين البيئة المعلوماتية للشركة والسماح بتدفق المزيد من المعلومات إلى الأسواق المالية، وتعريف المستثمرين بالفرص الإستثمارية المتاحة أمام الشركة مما ينعكس على تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الأطراف

الداخلية والخارجية للشركة، وتجنب مشكلة الإختيار العكسي، وتعزيز القدرة التنافسية للشركة، وبالتالي يخفض من خطر انهيار أسعار الأسهم (Habib and Hasan, 2017).

### 7) طبيعة نشاط الشركة Nature Of The Firm's Operations

أوضحت دراسة (Habib et al. (2018 أن خطر انهيار أسعار أسهم الشركة بسبب طبيعة نشاط الشركة. فعلى سبيل المثال، فإن شركات البترول تواجه احتمال انهيار أسعار البترول وهو ما حدث فعلاً خلال أزمة جائحة كورونا، كما تواجه شركات التأمين احتمال ارتفاع المطالبات نتيجة الكوارث الطبيعية، وكذلك يندرج ضمن هذه الطبيعة الإجراءات القانونية، التحولات في البيئة التنافسية، والإجراءات الحكومية، هي كلها أحداث اقتصادية قد تسبب حدوث خطر انهيار أسعار أسهم الشركات مستقبلاً، إلا أن تأثير التعرض لمثل هذه الأحداث قد يختلف فيما بين الأسهم.

**وبناءً على ما ذكر آنفاً، يخلص الباحث إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم هي محصلة لكثير من الأسباب، الأمر الذي يبرز أهمية أن تقوم الشركات بالإفصاح عن المعلومات المحاسبية بشفافية، وبصفة خاصة ضرورة الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر التي تواجهها الشركة.**

### 3-مراجعة وتحليل الدراسات السابقة:

تحقيقاً للأهداف البحثية التي يسعى إليها البحث الحالي، يقوم الباحث في هذا القسم من البحث بمراجعة وتحليل أهم الاسهامات العلمية التي قدمتها أدبيات الفكر المحاسبى المعاصر، التي اهتمت بدراسة العلاقة بين نمط هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر، وكذلك التي اهتمت بدراسة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم، وصولاً منها إلى بناء وصياغة فروض البحث الحالي، وذلك على النحو التالي:

3-1 الدراسات التي تناولت العلاقة الارتباطية التأثيرية بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر:

**قامت دراسة (Amran et al. (2008 بدراسة العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر في بيئة الأعمال الماليزية، وقد خلصت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المخاطر ما زال في المرحلة الأولى. وقد خلصت الدراسة إلى أن تركيز الملكية الكبير سيؤدي إلى مشكلة وكالة كبيرة، والتي ينتج عنها انخفاض مستوى الإفصاح عن المخاطر. وهذا يعني أنه من أجل تعزيز الشفافية في البلدان التي تكون فيها الملكية العائلية هي النمط السائد في الشركات الكبيرة المدرجة في البورصة، فإنه يجب سن قوانين أكثر صرامة تلزم**

الشركات بالإفصاح الكافي عن المخاطر. وهذا من شأنه ضمان تلبية احتياجات جميع أصحاب المصلحة بشكل عادل.

**هدفت دراسة (Mokhtar and Mellett 2013)** إلى اختبار أثر المنافسة، وحوكمة الشركات، وتركيز الملكية على الإفصاح عن المخاطر، وذلك من خلال تحليل التقارير المالية لعينة من (105) شركة غير مالية مسجلة في البورصة المصرية. وقد توصلت الدراسة إلى انخفاض الالتزام بمتطلبات الإفصاح عن المخاطر في البيئة المصرية، وأن كل من المنافسة، وازدواجية دور المدير التنفيذي، وحجم المجلس، وتركيز الملكية، وحجم مكتب المراجعة تعتبر محددات لجودة الإفصاح عن المخاطر في الشركات المصرية، كما توصلت إلى وجود علاقة ارتباط غير معنوية بين السيولة والإفصاح عن المخاطر.

في حين **اهتمت دراسة (Alhazaimeh 2014)** بدراسة العلاقة بين حوكمة الشركات وهيكل الملكية والإفصاح الإختياري، مع التركيز بشكل خاص على المتغيرات المؤثرة في الإفصاح الإختياري عن الشركات المدرجة في بورصة عمان (ASE). وقد توصلت هذه الدراسة التي أجريت على (72) شركة إلى أن الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة 2002-2011 أظهرت درجة كبيرة من الإهتمام بالإفصاح الإختياري تمثيا مع زيادة الوعي بحوكمة الشركات وتنفيذها في الأردن. على وجه الخصوص، وجدت هذه الدراسة أن نشاط مجلس الإدارة، والملكية الأجنبية، والمديرين غير التنفيذيين وملكية كبار المساهمين لها تأثير كبير على الإفصاح الإختياري.

في حين **اهتمت دراسة (Saggar and Singh 2017)** بتحليل العلاقة بين جودة آليات حوكمة الشركة ومستوي الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية لعينة من (100) شركة غير مالية مسجلة في البورصة الهندية. وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن المخاطر يرتبط بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بحجم مجلس الإدارة، ونوع الجنس، في حين يرتبط بعلاقة سالبة بتركيز الملكية.

**كما قامت دراسة مليجي (2017)** باستكشاف العوامل المؤثرة في الإفصاح عن المخاطر، وتحليل أثره على القرارات المالية في الشركات المسجلة في سوق رأس المال المصري. وقد اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية للشركات المسجلة في سوق رأس المال المصري خلال الفترة من (عام 2014 حتى عام 2016)، بإجمالي مشاهدات (519) مشاهدة، لاختبار فروض البحث التي تعكس العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وكل من خصائص الشركة وآليات الحوكمة، وكذلك أثر هذا

الإفصاح على كل من قرار إدارة السيولة داخل الشركة، وقرار اختيار مصدر التمويل ما بين الملكية أو الدين، وتم استخدام أسلوبى الانحدار المتعدد والاحتمالي في تحليل النتائج. **وتشير نتائج هذه الدراسة إلى ضعف مستوى الإفصاح عن المخاطر في التقارير السنوية** لعينة الدراسة، وارتباطه بعلاقة موجبة وذات دلالة معنوية بكل من حجم الشركة، وربحياتها، وطبيعة النشاط، والتسجيل في أسواق مالية أخرى، ونسبة الأعضاء غير التنفيذيين بالمجلس، وحجم مجلس الإدارة، وجوده لجان المراجعة، وجود لجنة لإدارة المخاطر، والملكية الأجنبية، في حين يرتبط بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بكل من ازدواج دور المدير التنفيذي الأول، والملكية الإدارية، كما أنّ الإفصاح عن المخاطر يؤثر على قرارات الإدارة في تحديد حجم السيولة واختيار مصدر التمويل.

**في حين قامت دراسة (AL-Bassam 2018) بدراسة ما إذا كانت الشركات المدرجة** في أسواق المال تلتزم طواعية بالممارسات الجيدة لحوكمة الشركات الموصى بها وتكشف عنها وإلى أي مدى، وتركز الدراسة بشكل دقيق على ما إذا كان يمكن تفسير الاختلافات الملحوظة في إفصاحات حوكمة الشركات بين القطاعات الاقتصادية المختلفة من خلال آليات الملكية ومجلس الإدارة مع التركيز بشكل خاص على المملكة العربية السعودية. **وتشير نتائج الدراسة إلى أن الشركات التي لديها مجالس إدارة كبيرة، ومدقق حسابات ينتمى للمكاتب الكبيرة، وملكية حكومية أكبر، ولجنة للحوكمة، وملكية مؤسسية أكبر، تفصح عن المعلومات بشكل أكثر من تلك التي ليست كذلك. على النقيض من ذلك، وجدت الدراسة أن زيادة الملكية الفردية تقلل بشكل كبير من الإفصاح عن ممارسات الحوكمة.**

**كما هدفت دراسة kamaruzaman et al. (2019) إلى تحليل العلاقة بين هيكل** الملكية وبين الإفصاح عن المخاطر، وكذلك دراسة أثر الإفصاح عن المخاطر على قيمة الشركة، وذلك من خلال تحليل التقارير المالية لعينة من (200) شركة غير مالية مسجلة في البورصة الماليزية. **وقد توصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية تؤثر على الإفصاح عن المخاطر، كما توصلت إلى الإفصاح عن المخاطر يؤثر على قيمة الشركة ولكن بطريقة سلبية.**

**في حين قامت دراسة (Salem et al. 2019) بدراسة التأثير المحتمل لآليات** الحوكمة على جودة الإفصاح عن المخاطر في تونس، وذلك من خلال التحليل اليدوى لمحتوى التقارير المالية لعينة من (152) شركة غير مالية مسجلة في البورصة التونسية خلال الفترة من عام (2008 حتى عام 2013). **وقد توصلت الدراسة إلى إنخفاض مستوى**



جودة الإفصاح عن المخاطر في الشركات التونسية محل الدراسة، كما وجدت الدراسة أيضاً أن جودة الإفصاح عن المخاطر ترتبط بشكل إيجابي بالملكية المؤسسية، واستقلالية مجلس الإدارة، ووجود النساء في المجلس، ووجود أفراد العائلة في المجلس، واستقلالية لجنة التدقيق. وأن الملكية الإدارية لها تأثير سلبي على جودة الإفصاح عن المخاطر. وأخيراً، نجد أن الثورة تقلل من تأثير تركيز الملكية، والملكية الحكومية، والملكية العائلية، وحجم لجنة التدقيق على جودة الإفصاح عن المخاطر.

**في حين قامت دراسة (Habtoor et al. (2019) بدراسة تأثير أنماط هيكل الملكية على إفصاح الشركات عن المخاطر في المملكة العربية السعودية، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن هناك تأثيراً قوياً لهيكل الملكية على الإفصاح عن المخاطر، وأن مدى واتجاه التأثير يتوقف على نمط هيكل الملكية. فالشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية الحكومية تفصح أكثر عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر، وعلى النقيض من ذلك، فالشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية العائلية والملكية المؤسسية تميل إلى الإقلال من الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر، بينما وجدت الدراسة أن ملكية المديرين التنفيذيين وملكية المديرين غير التنفيذيين ليس لها أي تأثير على الإفصاح عن المخاطر.**

**بينما تناولت دراسة السمادوني (2020) أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية، وذلك من خلال التحليل اليدوي لمحتوى التقارير المالية لعينة من (77) شركة من الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال عامي (2017 ، 2018). وقد توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي غير معنوي لكل من ملكية كبار المساهمين والملكية الإدارية على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية، وكذلك وجود أثر سلبي غير معنوي لكل من الملكية المؤسسية والملكية العائلية على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية. بينما يوجد أثر إيجابي ومعنوي لكل من حجم مجلس الإدارة واستقلال مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية، كذلك يوجد أثر سلبي ومعنوي للجمع بين دور رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية، في حين يوجد أثر إيجابي غير معنوي لعدد اجتماعات مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختياري عن المخاطر غير المالية.**

**في ضوء ما سبق يتضح للباحث أن هناك تباين في نتائج الدراسات السابقة بشأن مدى تأثير أنماط هيكل الملكية على الإفصاح عن المخاطر.**

### 2-3 الدراسات التي تناولت العلاقة الارتباطية التأثيرية بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم:

استهدفت دراسة **Kim and Zhang (2014)** اختبار أثر عدم شفافية التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، حيث تم اخذ عينة من الشركات الألمانية وذلك خلال الفترة من (2002 حتى 2012). وتم قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام معامل الإلتواء السالب لتوزيع العوائد. وتوصلت إلى أن التقارير المالية غير الشفافة تمكن الإدارة من إخفاء وتجميع المعلومات السيئة لفترات زمنية طويلة، وعندما تصل المعلومات السيئة المتراكمة إلى نقطة تحول معينة، سيتم إعلانها فجأة إلى السوق في وقت واحد، مما يؤدي إلى انخفاض مفاجئ في سعر السهم أي يحدث انهيار في سعر السهم.

تناولت دراسة **Jizi and Dixon (2017)** تحليل أثر محتوى الإفصاح عن إدارة المخاطر على التغير في أسعار الأسهم وتقلبات العائد وذلك من خلال مشاهدة (196) بنك / سنة من البنوك التجارية الوطنية الأمريكية خلال الفترة من عام (2009 حتى عام 2010) وقد توصلت الدراسة إلى أن الإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر ذات قيمة للمستثمرين، ويؤثر على أسعار الأسهم في السنة الجارية ويقلل من تباين العائد في السنة اللاحقة، كما أنه يقلل من درجة عدم التأكد وبالتالي من احتمال تعرض البنوك للفشل.

في حين توصلت دراسة **Zulfikar et al. (2017)** إلى أن الإفصاح عن المخاطر يقلل من عدم تماثل المعلومات ومن ثم يؤدي إلى تحسين أداء وقيمة الشركة، وهو ما ينعكس على تحسن أسعار أسهم الشركة وبالتالي انخفاض خطر انهيار سعر السهم.

حاولت دراسة **Hsu et al. (2018)** بناء علاقة بين عدم شفافية المعلومات Information Opacity وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث ترى أن الإفصاح إلى الشفافية الكاملة فيما يتعلق بإداء الشركة يسمح للمديرين بتعمد إخفاء الأخبار السيئة عن الشركة لفترة زمنية طويلة، وبالرغم من أن المديرين على استعداد لامتصاص بعض الخسائر الناتجة عن الأداء السيئ مؤقتاً لحماية وظائفهم الشخصية. إلا أنه إذا كانت هناك أخبار سيئة بما فيه الكفاية لفترة زمنية طويلة فقد لا يستطيع المديرين امتصاص المزيد من الخسائر، كما أن كل هذه الأخبار السيئة سوف يتم الإفصاح عنها دفعة واحدة وهو ما يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم.

بينما استهدفت دراسة **الصباغ (2019)** دراسة واختبار أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. واعتمدت

الدراسة على عينة مكونة من 100 شركة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2012 إلى 2018 م، حيث بلغ عدد المشاهدات 2800 مشاهدة. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط سلبية بين جودة المعلومات المحاسبية ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

**كما تناولت دراسة (Au et al. (2019) مدى تأثير الإفصاح عن مخاطر الشركات على خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد اعتمدت الدراسة على أسلوب التحليل النصي textual analysis للكلمات والعبارات أو الفقرات التي تدل على المخاطر في التقرير السنوي للشركة وقد توصلت الدراسة إلى هناك علاقة سالبة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذا التأثير يكون من خلال تخفيض كلاً من عدم تماثل المعلومات وتخزين الأخبار السيئة.**

**وفي ضوء ماسبق يتضح للباحث أن الإفصاح عن المخاطر يساهم في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية وهو ما يحد من مشاكل الوكالة وهو ما ينعكس على تحسن أداء الشركات وقدرتها على الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية (Elshandidy and Neri, 2015) مما يجنب الشركة إمكانية التعرض لضغط مالي أو الإفلاس (Jizi and Dixon, 2017)، كما أنه بمثابة إشارة لأصحاب المصالح عن وجود رقابة فعالة على أعمال المديرين المتحسين مما يقلل من ممارستهم غير الأخلاقية وتحسين كفاءة القرارات الاستثمارية وهو ما يقلل من خطر انهيار أسعار أسهم هذه الشركات.**

**طبّقاً لما انتهت إليه الدراسات السابقة يمكن للباحث الإشارة إلى بعض الدلالات وما تتميز به الدراسة الحالية كما يلي:**

1- ندرة الدراسات السابقة التي تناولت تحليل علاقة الإفصاح عن المخاطر بخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث اقتصرت بعض الدراسات على تناول علاقة الإفصاح عن المخاطر بالقرارات الاستثمارية (Al-Hadi et al., 2016)، وتحليل الآثار الاقتصادية لهذا الإفصاح من خلال تأثيره على تكلفة رأس المال (Nahar et al., 2016 (a)، وأسعار الأسهم (Jizi and Dixon, 2017) ولعل ذلك ما يتطلب أهمية اختبار هذه العلاقة في بيئة الأعمال المصرية كأحد الأسواق الناشئة.

2- وجود تباين في نتائج الدراسات السابقة حول تأثير أنماط هيكل الملكية على مستوى الإفصاح عن المخاطر، لذا تحاول الدراسة الحالية تقديم دليلاً عملياً من البيئة المصرية حول أكثر هذه الأنماط تأثيراً في ضوء بعض النظريات التفسيرية التي

استخدمت في هذا المجال، بما يُساهم في تقليل الجدل والنقاش المثار حول العوامل التي تؤثر على إفصاح الشركات عن المخاطر.

3- تعتمد منهجية الدراسة الحالية في قياس الإفصاح عن المخاطر على مدخل الجمل لقياس كمية الإفصاح، وبناء مؤشر مكون من (49) بنداً لقياس جودة الإفصاح، واستندت في ذلك على أسلوب تحليل المحتوى للتقارير السنوية للشركات المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (2016 حتى عام 2019)، وهي بذلك تختلف عن دراسة (Saggar and Singh, 2017) التي تناولت قياس المخاطر بشكل عام، كما تختلف عن كل من دراسة (إبراهيم، 2016، Nahar et al., 2017; Cordazzo et al., 2016(a) حيث توجد فروق في البيئة القانونية والثقافية والاقتصادية التي تمت فيها هذه الدراسات عن البيئة المصرية.

4- ركزت معظم الدراسات السابقة على تحليل أثر الإفصاح عن المخاطر على قرار السيولة مثل دراسة (Elshandidy and Neri, 2015) دون أن تتطرق إلى غيرها من القرارات المالية، لذلك تتميز الدراسة الحالية بتوسع نطاق هذا التحليل ليشمل أثر الإفصاح عن المخاطر على احتمالية انهيار أسعار الأسهم.

5- لا يوجد دراسة في حدود علم الباحث تناولت أثر الإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم في البيئة المصرية كأحد الاقتصاديات الناشئة والتي تحتاج إلى مزيد من الشفافية لجذب الاستثمارات.

#### 4-تطوير فروض البحث:

قدمت الدراسات السابقة التي اهتمت بتأثير هيكل الملكية على الإفصاح عن المخاطر وأثره على خطر انهيار أسعار الأسهم نتائج متباينة، لذلك تحاول الدراسة الحالية الاستفادة من هذه النتائج ونظريات الأدب المحاسبي في تطوير فروض الدراسة كما يلي:

1-4 هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر Ownership structure and corporate risk disclosure

يعبر هيكل الملكية عن هوية المساهمين في الشركة، كما يعبر عن ملكية المساهمين الذين لديهم مصالح واهداف متباينة، ويلعب هيكل الملكية دوراً هاماً في التأثير على قرارات الإدارة، ووفقاً لـ (Jensen and Meckling (1976 يحاول مدخل الوكالة التقليدي دراسة تعارض المصالح بين حملة الأسهم والإدارة. وقد عرف (Jensen and Meckling (1976 هيكل الملكية في بنود المساهمات في رأس

المال، حيث يرون أن هيكل الملكية يتضمن حقوق الملكية الداخلية (المديرين)، حقوق الملكية الخارجية وأصحاب الديون. ويركز الباحث على ثلاثة أنواع للملكية، وهي: الملكية الحكومية، الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية والتي من المتوقع أن تؤثر على جودة الإفصاح عن المخاطر:

### 1) الملكية الحكومية Governmental Ownership

تشير الملكية الحكومية إلى الشركات التي تخضع للسيطرة الحكومية، وقد يؤدي إرتفاع مستوى الملكية الحكومية إلى رغبة الحكومة في استخدام هذه الشركات لتحقيق أهداف إجتماعية وسياسية قصيرة المدى والتي غالباً ما تتعارض مع هدف تعظيم الربح من وجهة نظر المستثمرين، كما يكون المديرون مسئولين من قبل الحكومة مما يؤدي إلى ظهور مشكلة الوكالة (الفقى، 2020). فطبقاً لنظرية الوكالة، يمكن أن تنشأ صراعات الوكالة بين الحكومة والمديرين بسبب اختلاف المصالح. والواقع أن هدف الحكومة يختلف عن هدف المديرين، فالحكومة تهتم ببقاء الشركة وتحقيقها للصالح العام أكثر من اهتمامها بالربح (Mak and Li, 2001). لذا فإن قيام الشركات بالإفصاح قد يكون العلاج لمشاكل الوكالة والتغلب على السلوك الإنتهازي من جانب المديرين. بالإضافة إلى ذلك، وفقاً لنظرية أصحاب المصلحة، قد يمارس أصحاب المصلحة الأقوياء ضغطاً على المديرين ويجبرونهم على الإفصاح عن مزيد من المعلومات.

ويمكن أن تلعب الحكومة دوراً حيوياً في تحسين جودة الإفصاح من خلال مساهمتها في الشركات. فالحكومات بصفقتها كملاك، قادرة على تعزيز وتطبيق قواعد الحوكمة الرشيدة بما في ذلك تلك المتعلقة بالشفافية والإفصاح (Eng and Mak, 2003; AbuRaya, 2012; Ntim et al., 2013). علاوة على ذلك، يرى Eng and Mak (2003) أن الحكومات تعتقد أن حوكمة الشركات والإفصاح أداتان ضروريتان لحماية المساهمين. تمشيا مع الدور الاجتماعي الذي تلعبه الحكومات من أجل حماية مواطنيها من أي تهديدات، ويعتقد الباحث أن الحكومات، كمستثمرين كبار، قادرين على حماية المستثمرين الآخرين من خلال تحسين جودة الإفصاح عن المخاطر والتهديدات التي تواجه الشركات. ويرى Ibrahim et al. (2019) أن الشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية الحكومية تلتزم بالإفصاح عن مستويات عالية عن المخاطر من أجل الإشارة إلى تطابقها مع القيم والمعايير والقواعد الحكومية، مثل قواعد الحوكمة والشفافية. وبناءً على ذلك، نعتقد أنه يمكن

للحكومات أن تلعب دوراً إيجابياً في تحسين جودة الإفصاح عن المخاطر من خلال ملكيتها في الشركات، بناءً على دورها في حماية المواطنين بشكل عام والمستثمرين بشكل خاص. وقد وجدت دراسة كل من Eng and Mak (2003), Makhija and Patton (2004), Cheng and Courtenay (2006), Huafang and Jianguo (2007) and Mohd Ghazali (2007) أن هناك تأثيراً إيجابياً للملكية الحكومية على الإفصاح. بينما وجدت دراسة Xiao et al. (2004) أن هناك تأثيراً إيجابياً للملكية الحكومية على الإفصاح. وفي إطار الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير الملكية الحكومية على الإفصاح عن المخاطر، توصلت دراسة Barakat and Hussainey, (2013) إلى وجود تأثير موجب للملكية الحكومية على الإفصاح عن المخاطر. وفي ذات السياق، توصلت أيضاً دراسة Ibrahim et al. (2019) إلى وجود ارتباط إيجابي بين ملكية الدولة والإفصاح عن المخاطر، وبناءً على ما ذكر آنفاً يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

توجد علاقة ارتباط موجبة بين الملكية الحكومية وجودة الإفصاح عن المخاطر.

## 2) الملكية الإدارية Managerial Ownership

تشير الملكية الإدارية إلى تلك الإدارة لجزء من أسهم الشركة، ووفقاً لنظرية الوكالة Agency Theory فإن ملكية الأسهم من قبل المديرين تساعد على تقارب المصالح بين الإدارة وحملة الأسهم الخارجيين، كما يؤدي إلى انخفاض في تكاليف الرقابة وتحسين أداء الشركة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة (عفيفي، 2011). وقد قدمت الدراسات السابقة نتائج متضاربة حول تأثير الملكية الإدارية على الإفصاح غير المنظم non-regulated disclosure (Chau and Gray, 2010; Akhtaruddin and Haron, 2010; Aliani et al., 2016; Tuan Besar et al., 2017). متعارضتان بشأن تأثير الملكية الإدارية على مستوى الإفصاح عن المخاطر، فوجهة النظر الأولى ترى أن هناك علاقة سلبية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الإفصاح عن المخاطر نتيجة الأثر التحسيني Entrenement Effect فعند زيادة نسبة الملكية الإدارية ينخفض احتمال خضوع المديرين للرقابة وزيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين الخارجيين بالإضافة إلى سعي المديرين إلى تحقيق منافعهم الخاصة على حساب باقي المساهمين مما يؤثر بالسلب على مستوى الإفصاح عن المخاطر (Hussainey and Al-Najjar, 2012; Ntim et al., 2013; Sepasi et al., 2016). أما وجهة النظر الثانية فتري أن هناك علاقة إيجابية بين نسبة الملكية الإدارية ومستوى الإفصاح عن المخاطر

نتيجة افتراض تقارب المصالح Convergence of Interests فعند زيادة نسبة الملكية الإدارية لأسهم الشركة يزداد احتمال اتخاذ المديرين لقرارات تعبر عن مصالح المساهمين وتعظم ثروتهم، كما تؤدي زيادة نسبة الملكية الإدارية إلى زيادة مستوى الإفصاح عن المخاطر وذلك لتأثير التقاء المصالح Incentive alignment Effect بين الملاك والمديرين (Juhmani, 2017). واستناداً إلى نظريتي التحسين الإداري والوكالة، فضلاً عن نتائج الدراسات السابقة يمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي:

توجد علاقة ارتباط سالبة بين نسبة الملكية الإدارية وجودة الإفصاح عن المخاطر.

### 3) الملكية المؤسسية Institutional ownership

طبقاً لنظرية الأشارة، فإن الشركات تستخدم الإفصاح كأداة لإرسال إشارة للمؤسسات الاستثمارية من أجل الوفاء بإحتياجاتهم من المعلومات. وتشير الملكية المؤسسية إلى نسبة الأسهم المملوكة من جانب المؤسسات وتشمل البنوك، شركات التأمين، وصناديق الإستثمار، وصناديق التقاعد والمعاشات، واتحاد العاملين Nagata and Nguyen (2017) وتعتبر هذه المؤسسات من المستثمرين ذوي القدرة والخبرة المرتفعة في الحصول على المعلومات وتشغيلها مقارنة بالافراد، وقد يؤدي إرتفاع مستوى ملكية المؤسسات إلى وجود رقابة فعالة على السلوك الإداري وتخفيض مشاكل الوكالة والحد من السلوك الانتهازي للإدارة من خلال الإهتمام بقيمة الشركات المستثمر فيها في الأجل الطويل، أو قد يؤدي إرتفاع مستوى الملكية المؤسسية إلى تعرض هذه المؤسسات إلى قيود خاصة بالسياسات الإستثمارية مما يدفعها إلى التعامل مع ما لديها من استثمارات بإعتبارهم تجاراً وليسو ملاكاً، وبالتالي قد لا تقوم تلك المؤسسات بدورها الرقابي بفاعلية على إعتبار أنها مصدر للضغط على مديري الشركات المستثمر فيها لإتخاذ قرارات تركز على الأجل الطويل (Alves, 2012 الفقى، 2020).

كما أشارت دراسة (Foroghi et al. (2013 إلى أن الملكية المؤسسية لها دوراً مهماً في الحد من تصرفات الإدارة الانتهازية وتخفيض مشكلات الوكالة من خلال دورها في تفعيل آليات الحوكمة، وتخفيض حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين من خلال زيادة جودة الإفصاح عن المخاطر. وفي ذات السياق اشار عبدالحليم (2018) إلى أن المستثمر المؤسسي لديه من الخبرة والكفاءة ما يمكنه من تحليل المعلومات واستخلاص النتائج، مما يؤدي إلى الحد من استغلال الإدارة للمعلومات لتحقيق منفعتها الخاصة على حساب باقى أصحاب المصالح الأخرى.

وتوضح الأدبيات في مجال المحاسبة والتمويل فيما يتعلق بتأثير الملكية المؤسسية على الإفصاح عن المخاطر نتائج مختلطة. فقد توصلت دراسة كل من (Schadewitz and Blevins, 1998; Abraham and Cox 2007) إلى وجود تأثير سلبي للملكية المؤسسية على الإفصاح عن المخاطر، في حين وجدت دراسة كل من (Mangena and Pike, 2005; Barako et al., 2006) أن هناك تأثير موجب للملكية المؤسسية على الإفصاح عن المخاطر، بينما لم تجد دراسة كل من (Elzahar Eng and Mak; 2003) and Hussainey, 2012; أي تأثير للملكية المؤسسية على الإفصاح عن المخاطر، في حين وجد (Solomon 1999) أن كبار المستثمرين من المؤسسات تعمل على تجميع المزيد من المعلومات حول المخاطر المحتملة التي تحاول الإدارة الاحتفاظ بها لأغراض استراتيجية.

ويتفق الباحث مع الدراسات السابقة التي ترى أن الملكية المؤسسية لها دور مهم في الحد من تصرفات الإدارة الانتهازية وتؤدي إلى فعالية عملية الحوكمة وتحسين أداء الشركة وتحسين جودة الإفصاح عن المخاطر وذلك مقارنة بالمستثمر الفرد، وبناء على ما ذكر آنفاً يمكن صياغة الفرض الثالث كما يلي:

توجد علاقة ارتباط موجبة بين الملكية المؤسسية وجودة الإفصاح عن المخاطر.

#### 2-4 الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم Corporate risk disclosure and Stock Price Crash Risk

من المتوقع أن يؤدي الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر إلى تحسين البيئة المعلوماتية للشركة عن طريق الحد من عدم التماثل في المعلومات والحد من تخزين الأخبار السيئة. فمن ناحية سيؤدي تعزيز الإفصاح عن المخاطر إلى تقليل عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين. فقد أوضح (Kravet and Muslu 2013) أن الإفصاح عن المخاطر يكشف عن عوامل الخطر المعروفة وغير المعروفة، وبالتالي يحسن من إدراك المخاطر لدى المستثمرين. وقد قدم (Campbell et al. 2014) دليل على أن تقييم السوق للمخاطر التي تتعرض لها الشركة يزداد مع الإفصاح عن المخاطر، ويرى أن الإفصاح عن المخاطر يرتبط بخصائص الشركة، وليس عامًا. وقد أوضحت نتائج دراسة (Hutton et al. 2009) أن الشركات التي لديها غموض في تقاريرها المالية تكون عرضة لمزيد من الانهيارات في أسعار أسهمها. وفي ذات السياق، أظهرت نتائج دراسة (Chiu et al. 2018) أن الإفصاح عن المخاطر يحسن من شفافية المعلومات حول المخاطر الكامنة للشركة، وأن الشركات



التي لديها درجة أكبر من عدم التأكد بشأن المعلومات تستفيد أكثر من الإفصاح عن المخاطر. وبالتالي، فإن الإفصاح عن المخاطر يقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية.

ومن ناحية أخرى، فقد أظهرت العديد من الدراسات السابقة أن زيادة شفافية عملية إعداد التقارير المالية وبصفة خاصة الإفصاح عن المخاطر يمكن أن يؤدي إلى تخفيض قدرة المديرين على تخزين الأخبار السيئة ( DeFond et al., 2015; Habib et al., 2017). وتلزم هيئة الأوراق المالية الشركات بالإفصاح عن المخاطر ذات التأثير الجوهري على نشاط الشركة وعملياتها التشغيلية ومركزها المالي أو تلك التي يمكن أن تؤثر على أدائها المستقبلي (IRRC, 2016). وبالتالي، فإن أي شركة تفشل في الإفصاح عن عوامل أو معلومات الخطر المرتبطة بها في الوقت المناسب قد تخضع لدعاوى قضائية وتكاليف تقاضي محتملة (Robbins and Rothenberg, 2005). وقد أكتشف Skinner (1994) أن المديرين لديهم حوافز لاستباق الإعلان الفجائي عن الأرباح السلبية بهدف منع الانخفاض الكبير في أسعار الأسهم في تواريخ إعلان الأرباح وبالتالي تقليل التكاليف القانونية المحتملة لدعاوى المساهمين. علاوة على ذلك، فقد أوضح (Brown et al., 2018) أيضًا أن الشركات النظيرة تقدم المزيد من الإفصاح الخاص بالشركة في العام التالي بعد تعليقات لجنة الأوراق المالية على إفصاح الشركات الرائدة في الصناعة. وبالتالي، فإن الشركات المعرضة لمخاطر تقاضي عالية ستشهد تأثيرًا مخفّفًا للإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم. *Firms exposed to higher litigation risk will see more attenuating impact of RFDs on their stock price crash risk.*

أخيرًا، تخضع الشركات التي تتمتع بآلية قوية للحوكمة لمراقبة أكثر صرامة ومن ثم تكون أقل غموضًا فيما يتعلق بالمعلومات، ويُعزى ذلك جزئيًا إلى تحسين جودة تقاريرها المالية. من المتوقع أن يزود الإفصاح الجيد عن المخاطر المشاركين في السوق بمعلومات جوهريّة وملائمة. على العكس من ذلك، فإن المديرين في الشركات التي لا يوجد بها آليات قوية للحوكمة يكونوا أكثر غموضًا في الإفصاح عن المعلومات وبصفة خاصة تلك المتعلقة بالمخاطر. ويشير هذه الجدال إلى أن آلية حوكمة الشركات المصممة لحل مشكلة الوكالة التقليدية ستسهل تأثير الإفصاح المعزز enhanced disclosure على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. بشكل عام، فإن تأثير الإفصاح عن عوامل الخطر على تخزين الأخبار السيئة من المتوقع أن يزيد للشركات ذات مخاطر التقاضي العالية، والشركات التي بها

آليات حوكمة جيدة. وبالتالي، فإن الإفصاح عن عوامل الخطر سوف يخفض من خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تخفيض تخزين الأخبار السيئة.

وفي ضوء ما سبق يرى الباحث أن الإفصاح عن المخاطر يقلل من عدم تماثل المعلومات من خلال توفيره للمعلومات التي يحتاجها المستثمرين والحد من اتجاههم للمعلومات الخاصة، كذلك تقليل حالة عدم التأكد التي تواجه المستثمرين فيما يتعلق باستثماراتهم وهو ما ينعكس على التخفيف من مشاكل الوكالة بين المديرين والمستثمرين ويسمح لهم بممارسة حقوق الرقابة (Elshandidy and Neri, 2015)، وفي سياق وجهة النظر تلك، واستنادًا إلى نظرية الإشارة فإن إفصاح الشركة عن المخاطر في التقارير المالية يعد بمثابة إشارة إلى أصحاب المصالح على قدرة الشركة على إدارة هذه المخاطر، ومواجهتها وبالتالي سيكون لديها قدرة أفضل على خفض تقلبات عوائد الأسهم، وتحسين كفاءة وفعالية تخصيص الموارد الاقتصادية. كما توصلت كل من دراسة (Campbell et al., 2014; Miihkinen, 2013) إلى أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر يرتبط بعلاقة سالبة بعدم تماثل المعلومات وله تأثير جوهري على تحسين سيولة السوق.

وفي ضوء ما ذكر آنفاً، وفي سياق الدراسة الحالية التي تعتمد وجهة النظر الإيجابية للإفصاح عن المخاطر يمكن صياغة الفرض الرابع كما يلي:

يؤدي الإفصاح عن المخاطر إلى تخفض خطر انهيار سعر سهم الشركة.

#### 5-بناء نماذج الدراسة التطبيقية:

تم قياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

1-5 المتغيرات المرتبطة بالعلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر:

أ- المتغير التابع: كمية الإفصاح عن المخاطر:

اعتمدت الدراسة الحالية على أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis وهو الأسلوب الذي اكتسب مصداقية كبيرة واعتمدت عليه العديد من الدراسات السابقة (Elzahr and Hussainey, 2012; Mokhtar and Mellett, 2013; Mousa and Elamir, 2013; Elshandidy et al., 2013; Ntim et al., 2013; Zhang et al., 2013; Al-Shammari, 2014; Abdallah et al., 2015; Buckby et al., 2015; Kamaruzaman, 2019) حيث يتم حساب عدد الكلمات أو الجمل أو جزء من الصفحة أو الفقرات التي تدل على المخاطر في التقرير السنوي للشركة. وتستخدم الدراسة الحالية مدخل الجمل A Sentence Approach في قياس كمية الإفصاح عن المخاطر حيث يوفر بيانات كاملة وموثوق بها وذات مغزى في التحليل وأقل تحيزًا Less bias (مليجي، 2017)، كما أن

الكلمات الفردية قد لا تشير إلى شيء على وجه الخصوص، والأهم من ذلك وتماشياً مع دراسة (Elshandidy and Neri, 2015) فإن استخدام الجمل يجنبنا مشكلة العد المزدوج حيث يتم تسجيل كل جملة خطر مرة واحدة حتى لو كانت تحتوي على أكثر من كلمة من الكلمات الرئيسية الدالة على المخاطر، وقد أعد الباحث قائمة بهذه الكلمات (ملحق رقم 1). واستناداً إلى مفهوم المخاطر الذي قدمه (Linsley and Shrivs, 2006) يتم حساب أي جملة تخبر قارئ التقارير المالية بشكل صريح وليس ضمنى بوجود فرصة OPPORTUNITY أو احتمال PROSPECT أو تهديد THREAT أو ضرر HARM أو تعرض للخطر HAZARD أو خطر DANGER وأثرت بالفعل على الشركة أو تؤثر عليها في المستقبل، وتتمثل النتيجة النهائية للإفصاح عن المخاطر في عدد الجمل المتعلقة بالمخاطر الواردة في التقرير السنوي لكل شركة. وقد اعتمد الباحث على تصنيف المخاطر الذي قدمه (Linsley and Shrivs, 2006) كدليل في تعريف المخاطر في التقارير المالية (ملحق رقم 2).

ب- المتغيرات المستقلة:

تمثل أنماط هيكل الملكية المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة الأول، وقد اعتمد الباحث على المتغيرات الأكثر شيوعاً في بيئة الأعمال المصرية كما يتضح من الجدول التالي:

جدول رقم (2) التعريف بمتغيرات نموذج الدراسة الأول وطريقة قياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	العلاقة المتوقعة
أولاً: المتغير التابع: الإفصاح المحاسبي عن المخاطر			
الإفصاح عن المخاطر.	CRD	عدد الجمل التي تتضمن معلومات المخاطر بالتقرير السنوي للشركة. Number of risk-related sentences per annual report	
ثانياً: المتغيرات المستقلة: (هيكل الملكية)			
الملكية الحكومية	GOVOWN	نسبة الأسهم المملوكة من قبل المؤسسات المختلفة التابعة للدولة.	+
الملكية الإدارية	MANOWN	تقاس بنسبة الأسهم المملوكة للإدارة العليا أو الإدارة التنفيذية داخل الشركة.	-
الملكية المؤسسية	INSOWN	نسبة الأسهم المملوكة من قبل البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والشركات القابضة وغيرها من المؤسسات الأخرى إلى عدد الأسهم الكلية للشركة.	+
ثالثاً: المتغيرات الضابطة:			
حجم مجلس الإدارة	BSIZE	عدد أعضاء مجلس الإدارة.	
استقلال مجلس الإدارة	BIND	نسبة تمثيل الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة (عدد الأعضاء المستقلين إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس).	
ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول	DUAL	متغير وهمى يأخذ (1) إذا كان رئيس مجلس الإدارة هو المدير التنفيذي أو	

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس	العلاقة المتوقعة
		(صفر) بخلاف ذلك.	
جودة المراجعة	AUDIT	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة ما إذا كان مكتب المراجعة ينتمي إلى أحد المكاتب الأربع الكبرى أو مرتبط معها، و (صفر) بخلاف ذلك.	
حجم الشركة	FSIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	
الرافعة المالية	LEV	إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام.	
معدل العائد على الأصول	ROA	يشير إلى الأداء المالي للشركة خلال السنة ويتم قياسه بصافي الدخل قبل البنود غير العادية إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية العام.	
القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية	MTB	تشير إلى فرص النمو المتاحة أمام الشركة وتقاس بقسمة سعر الإقفال على القيمة الدفترية لسهم الشركة في نهاية السنة المالية.	

2-5 قياس المتغيرات المرتبطة بالعلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار سعر السهم:

أ- المتغير التابع: خطر انهيار سعر السهم

قدم الأدب المحاسبي أربع طرق لقياس خطر انهيار سعر سهم الشركة (Habib et al., 2017)، وقد اختار الباحث أكثر هذه الطرق استخداماً لقياس خطر انهيار سعر سهم الشركة في ضوء شيوع استخدامها في الدراسات السابقة، وفي ضوء طبيعة البيانات المتاحة وهي: طريقة معامل الإلتواء السالب لتوزيع العوائد **The Negative Coefficient Of Skewness(NCSKEW)**

يعد هذا المقياس هو الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة، ويعتمد هذا المقياس على الإلتواء SKEWNESS في العوائد على سهم الشركة، والذي يمثل عدم التماثل في توزيع هذه العوائد. وتشير القيم السالبة في الإلتواء إلى أن البيانات تلتوى في اتجاه اليسار، والعكس بالعكس. ويتم حساب قيمة هذا المقياس عن طريق اخذ المقدار السالب للجزء الثالث The Third Mmmment للعوائد اليومية على سهم الشركة المحدد كل فترة، ثم تحويلها إلى التوزيع الطبيعي عن طريق اخذ الانحراف المعياري للعوائد اليومية مرفوعاً إلى القوة الثالثة (عبدالمجيد، 2019؛ Yeung and Zhang et al., 2017; Habib et al., 2017; Lento, 2018).

$$NCSKEW_{jt} = -[n(n-1)^{3/2} \sum W_{jt}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{jt}^2)^{3/2}]$$

حيث  $NCSKEW_{jt}$  معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة  $i$  خلال الفترة  $t$ ،  $n$  عدد المشاهدات خلال الفترة والتي تمثل عدد أسابيع تحقق العوائد خلال السنة،  $W$  تمثل العوائد اليومية على سهم الشركة. ومن ثم، كلما زاد معامل الإلتواء السالب للعوائد

الأسبوعية لسهم الشركة، كلما دل على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، والعكس صحيح.

### ب- المتغير المستقل: الإفصاح عن المخاطر

تقاس بعدد الجمل التي تتضمن معلومات المخاطر بالتقرير السنوي للشركة.

### ج- المتغيرات الضابطة:

تشمل متغيرات الرقابة بعض العوامل المؤثرة على المتغيرات التابعة، ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة الحالية، وتم إضافتها من أجل ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغيرات التابعة.

ويمكن للباحث توضيح طريقة قياس متغيرات النموذج الثاني من خلال الجدول التالي

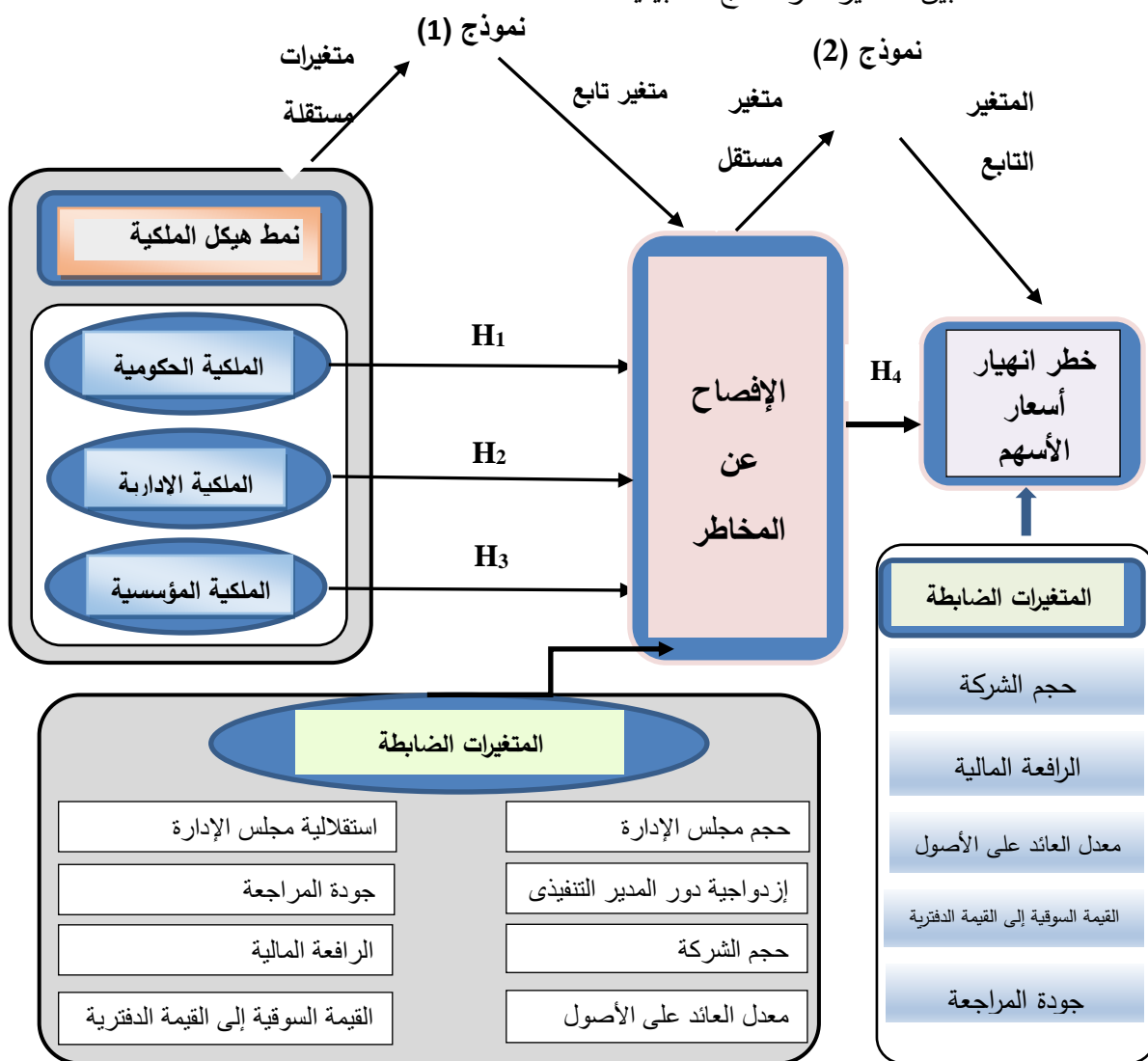
رقم (3):

### جدول رقم (3) التعريف بمتغيرات نموذج الدراسة الثاني وطريقة قياسها

العلاقة المتوقعة	طريقة القياس	الرمز	المتغيرات
أولاً: المتغير التابع: خطر انهيار سعر السهم:			
	معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم.	NCSKEW	خطر انهيار سعر السهم.
ثانياً: المتغير المستقل: الإفصاح عن المخاطر:			
سالبة	تقاس بعدد الجمل التي تتضمن معلومات المخاطر بالتقرير السنوي للشركة.	CRD	كمية الإفصاح عن المخاطر.
ثالثاً: متغيرات الرقابة:			
موجبة أو سالبة	يستخدم للتحكم في أثر حجم الشركة ويتم قياسه باللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول في نهاية العام (Dang et al., 2018; Lim et al., 2016).	FSIZE	حجم الشركة
موجبة أو سالبة	يستخدم بغرض التحكم في الجوانب التمويلية للشركة ويتم قياسه بنسبة الإلتزامات طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول (Callen and Fang, 2017; Dang et al., 2018).	LEV	الرافعة المالية
موجبة	يشير إلى الأداء المالي للشركة خلال السنة ويتم قياسه بقسمة صافي الدخل قبل البنود غير العادية على إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية العام (Kim et al., 2011; Dang et al., 2018).	ROA	معدل العائد على الأصول
موجبة	يعبر عن فرص النمو المتاحة أمام الشركة وتقاس بقسمة سعر الإقفال على القيمة الدفترية لسهم الشركة في نهاية السنة المالية (Callen and Fang, 2017; Dang et al., 2018).	MTB	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية
سالبة	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة ما إذا كان مكتب المراجعة ينتمي إلى أحد المكاتب الأربع الكبرى أو مرتبط معها، و (صفر) بخلاف ذلك.	AUDIT	جودة المراجعة

### 3-5 نماذج الدراسة التطبيقية:

تستخدم الدراسة الحالية نموذجين لإختبار الفروض، ويوضح الشكل التالي طبيعة العلاقة بين المتغيرات والنماذج التطبيقية المستخدمة:



شكل رقم (1) إطار البحث ونماذج العلاقة بين المتغيرات

5-3-1 النموذج التطبيقي الأول: نموذج قياس العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر.

$$CRD_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOVOWN_{it} + \beta_2 MANOWN_{it} + \beta_3 INSOWN_{it} + \beta_4 BSIZE_{it} + \beta_5 BIND_{it} + \beta_6 DUAL_{it} + \beta_7 AUDIT_{it} + \beta_8 FSIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} ROA_{it} + \beta_{11} MTB_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:  $(CRD_{it})$ : الإفصاح عن المخاطر للشركة (i) في السنة (t)،  $(\beta_0)$ : قيمة الثابت في معادلة الانحدار،  $(GOVOWN)$ : الملكية الحكومية،  $(MANOWN)$ : الملكية الإدارية،  $(INSOWN)$ : الملكية المؤسسية،  $(BSIZE)$ : حجم مجلس الإدارة،  $(BIND)$ : إستقلال مجلس الإدارة،  $(DUAL)$ : إزدواج دور المدير التنفيذي الأول،  $(AUDIT)$  جودة المراجعة،  $(FSIZE)$ : حجم الشركة،  $(LEV)$ : الرافعة المالية،  $(ROA)$ : معدل العائد على الأصول،  $(MTB)$ : القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية،  $(\varepsilon_{it})$ : بند الخطأ العشوائي.

5-3-2 النموذج التطبيقي الثاني: نموذج قياس العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.

$$CRASH_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CRD_{i,t-1} + \beta_2 FSIZE_{i,t-1} + \beta_3 LEV_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 MTB_{i,t-1} + \beta_6 AUDIT_{i,t-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن  $CRASH$ : يمثل متغير خطر انهيار سعر سهم الشركة.  
6- تصميم الدراسة التطبيقية:

يمكن بيان تصميم الدراسة التطبيقية من خلال النقاط التالية:

6-1 مجتمع وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المصرية المسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (2015 حتى عام 2017). وقد بلغ عدد هذه الشركات (226) شركة حتى نهاية عام (2017) موزعة على سبعة عشر قطاعاً، وقد اختار الباحث عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

1- أن تتوفر التقارير المالية عن الشركة بانتظام، وأن تتوفر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة.

2- أن تتداول أسهم الشركة في سوق الأوراق المالية المصرية وأن يجري عليها تعامل نشط خلال فترة الدراسة.

3- أن تكون الشركة قد مضى على قيدها في البورصة أكثر من ثلاث سنوات، وألا تكون قد حققت خسائر بشكل منتظم لأكثر من عام.

وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد (38) شركة لتمثل عينة الدراسة.

## 6-2 مصادر الحصول على البيانات:

اعتمد الباحث في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على تحليل محتوى التقارير المالية للشركات محل التطبيق خلال الفترة من عام (2015 حتى عام 2017) والمتاحة على مواقعها الالكترونية، وموقع أرقام (argamm.com)، وموقع معلومات مباشر (www.mubasher.info)، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com)، وكذلك موقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg).

## 7- تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض:

يهدف هذا القسم من الدراسة إلى اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي ثم عرض الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة والتحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط) ثم تحليل الانحدار بغرض اختبار فروض الدراسة:

## 7-1 اختبار صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي:

### 7-1-1 اختبار التوزيع الطبيعي (Normal Distribution Test):

للتحقق من مدى اقتراب بيانات المتغيرات المتصلة Continuous Variables من توزيعها الطبيعي تم استخدام كل من اختبار (Kolmogrov-Smirnov)، واختبار (Shapiro-Wilk) وقد أظهرت النتائج أن مستوى المعنوية (Sig.) أقل من (0.05) مما يعني عدم اتباع البيانات للتوزيع الطبيعي في كل المتغيرات، ومما يؤكد هذه النتيجة أن معامل الإلتواء (Skewness) لا يقترب من الصفر، ومعامل التفرطح (Kurtosis) لا يقترب من (3) لمعظم المتغيرات. ولعلاج هذه المشكلة فقد تم استخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي (Natural Log) لهذه المتغيرات بحيث تقترب من التوزيع الطبيعي، وبما أن حجم العينة كبير إلى حد ما (114) مشاهدة فلن تؤثر مشكلة عدم توزيع البيانات توزيعاً طبيعياً على صحة نماذج الدراسة طبقاً لنظرية النهاية المركزية حيث كان مستوى الدلالة (Sig) لهذه المتغيرات يساوي (0.000). أما بقية المتغيرات فهي متغيرات وهمية Dummy Variables ذات قيم ثنائية لا تخضع لشروط التوزيع الطبيعي. كما تم إختبار مدى وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة Collinearity Diagnostics من خلال فحص معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) فإذا كانت



قيمة (VIF) أقل من أو تساوي (10) فإنه يمكن الحكم بعدم وجود ازدواج بين المتغيرات المستقلة (أبوصالح، عوض، 2017) ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

### 2-1-7 اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test)

تم فحص التداخل الخطي بين المتغيرات المستقلة من خلال احتساب معامل (Tolerance)، ومن ثم إيجاد معامل Variance Inflation Factor (VIF) لكل متغير ويوضح الجدول التالي نتائج هذا الاختبار:

#### جدول رقم (4) اختبار التداخل الخطي لمتغيرات الدراسة

النموذج الثاني			النموذج الأول		
CRASH <sub>i,t</sub>		المتغير التابع	CRD <sub>it</sub>		المتغير التابع
VIF	Tolerance	المتغيرات التفسيرية	VIF	Tolerance	المتغيرات التفسيرية
1.15	0.869730	CRD	2.94	0.339622	GOVOWN
1.40	0.714206	FSIZE	2.27	0.439906	MANOWN
1.44	0.714206	LEV	2.61	0.382477	INSOWN
1.65	0.605613	ROA	2.05	0.488420	BSIZE
1.62	0.617932	MTB	2.06	0.484791	BIND
1.27	0.787670	AUDIT	2.34	0.426871	DUAL
-	-	-	1.31	0.763770	AUDIT
-	-	-	2.68	0.373362	FSIZE
-	-	-	1.82	0.550149	LEV
-	-	-	1.73	0.577902	ROA
-	-	-	1.86	0.538456	MTB

ويرى المختصين في المجال الإحصائي (Kutner et al., 2005) أنه كلما كانت قيمة معامل Tolerance أكبر من (0.1)، وقيمة (VIF) أقل من (10)، فإن ذلك يعد مبرراً كافياً للحكم على أن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطي. ويتضح من الجدول رقم (4) أن قيم معامل (VIF) لجميع المتغيرات المستقلة أقل من (10)، وهذا يعني وجود ارتباط ضعيف جداً بين المتغيرات المستقلة، ومن ثم فإن نماذج الدراسة لا تعاني من مشكلة التداخل أو الازدواج الخطي.

### 3-1-7 اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation Test):

استخدم الباحث اختبار Wooldridge للكشف عن مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء في عينة البحث من عدمه، وتوصل الباحث إلي أنه لا يوجد مشكلة

إرتباط تسلسلي بين الأخطاء في متغيرات البحث ويستدل علي ذلك إذا كانت قيمة ( P Value > 0.05).

## 2-7 التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يظهر الجدول رقم (5) وصف للمتغيرات في نماذج الدراسة وهي الإفصاح عن المخاطر، الملكية الحكومية، والملكية الإدارية، الملكية المؤسسية، وحجم مجلس الإدارة، واستقلال المجلس، إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول، جودة المراجعة، حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وخطر إنهيار أسعار الأسهم.

جدول رقم (5) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Maximum	Minimum	Standard deviation	Mean	Obs	Variable	المتغيرات
40	1	9.094	16.41	114	CRD	الإفصاح عن المخاطر
0.8	0	.255	.1786	114	GOVOWN	الملكية الحكومية
0.88	0	.201	.1075	114	MANOWN	الملكية الإدارية
0.93	0	.289	.5027	114	INSOWN	الملكية المؤسسية
17	4	3.179	9.263	114	BSIZE	حجم مجلس الإدارة
1	0.2	.154	.7676	114	BIND	استقلال مجلس الإدارة
1	0	.493	.596	114	DUAL	إزدواجية دور المدير التنفيذي الأول
1	0	.995	55.26	114	AUDIT	جودة المراجعة
23.70	17.42	1.359	20.586	114	FSIZE	حجم الشركة
1	.01	.1999	.391	114	LEV	الرافعة المالية
.34	-.23	.086	.0650	114	ROA	معدل العائد على الأصول
4.68	.12	1.028	1.322	114	MTB	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية
7.07	-2.64	1.844	.034	114	NCSKEW	خطر انهيار أسعار الأسهم

المصدر: (من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي)

يلاحظ من الجدول السابق :

- أن مستوى الإفصاح عن المخاطر خلال فترة الدراسة بلغ (16.41) وهو ما يعنى أن التقارير المالية في المتوسط تتضمن (16) جملة مرتبطة بالمخاطر، وأن هناك بعض

التقارير المالية لا يوجد بها سوى إفصاح عن جملة واحدة فقط عن المخاطر. وتتشابه هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة Ibrahim et al (2019) التي وجدت أن متوسط الإفصاح عن المخاطر يبلغ (13) جملة في التقرير المالي، وأن كانت هذه النتيجة أقل مما توصلت إليه دراسة Al-Shammari (2014) حيث توصلت إلى أن متوسط الإفصاح عن المخاطر يبلغ (20) جملة في التقرير المالي. ويرى (مليجي، 2017) أن هناك العديد من الأسباب التي قد يرجع إليها نقص الإفصاح عن المخاطر من أهمها: صعوبة تقدير حجم المخاطر، والمساوئ المرتبطة باستغلال هذا الإفصاح من قبل المنافسين، ونقص الإرشادات التي تهدف بشكل عام إلى تشجيع الشركات للإفصاح عن المخاطر.

■ بلغت قيمة الوسط الحسابي لمعامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW) للشركات عينة الدراسة خلال فترة الدراسة (0.034)، وهذه النتيجة تختلف عن ما توصلت إليه دراسة Chen et al. (2017) حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي للشركات عينة الدراسة (-0.097).

■ تظهر المتغيرات المتعلقة بهيكل الملكية أن الشركات المصرية المدرجة في البورصة أن الملكية الحكومية تبلغ في بعض الشركات (80%) مقارنة بشركات أخرى (0%) بمتوسط قدرة (17.86%)، وأن الملكية الإدارية تختلف اختلافاً كبيراً بين الشركات حيث تبلغ قيمتها القسوى (88%) والحد الأدنى للقيمة (0%) بمتوسط (10.75%)، كما تُظهر نتائج التحليل الوصفي أن نسبة ملكية المؤسسات المالية في عينة الدراسة تتراوح ما بين (0%) إلى (93%) بمتوسط (50.27%).

### 3-7 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة:

لاختبار صحة فروض الدراسة تم إجراء تحليل الارتباط والانحدار للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة في نماذج الدراسة باستخدام حزمة البرامج الإحصائية (SPSS) على النحو التالي:

1-3-7 اختبار فروض الدراسة المتعلقة بالعلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر

#### أولاً: نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis:

تم استخدام معامل الارتباط بيرسون لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين نمط هيكل الملكية وكمية الإفصاح عن المخاطر. ويوضح الجدول رقم (6) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (6) مصفوفة الارتباط (Pearson Correlation) لمتغيرات الدراسة

variable	NCSKEW	CRD	GOVOWN	MANOWN	INSOWN	BSIZE	BIND	DUAL	AUDIT	FSIZE	LEV	ROA	MTB
NCSKEW	1												
CRD	-0.144	1											
GOVOWN	-0.154	0.163	1										
MANOWN	0.088	.104	-	1									
INSOWN	-0.059	0.029	.448	-0.621	1								
BSIZE	-0.029	0.249	0.408	0.066	0.173	1							
BIND	-0.088	0.206	0.352	-0.139	0.274	0.229	1						
DUAL	0.013	-	0.311	0.176	-	0.040	-0.145	1					
AUDIT	-0.011	0.266	0.183	0.138	0.094	0.220	0.278	0.052	1				
FSIZE	-0.148	0.269	0.309	-0.173	0.356	0.494	-0.161	-0.232	-0.001	1			
LEV	-0.039	0.194	0.091	-0.009	0.293	-	-0.051	-0.360	-0.211	0.402	1		
ROA	0.137	0.106	0.139	0.055	-	0.220	0.098	0.139	0.196	-0.187	-0.013	1	
MTB	-0.009	0.009	0.116	-0.119	0.056	0.260	0.152	0.098	0.062	0.188	-0.013	0.571	1

في ضوء الجدول السابق يتضح للباحث:

- وجود علاقة ارتباط موجبة بين كل من الملكية الإدارية، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، ومعدل العائد على الأصول وبين خطر أنهبأر أسعار الأسهم حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات موجبة، ومستوي دلالاتها (sig.) أقل من (0.05).
- وجود علاقة ارتباط سالبة بين كل من كمية الإفصاح عن المخاطر، الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية، واستقلال مجلس الإدارة، وجودة المراجعة، وحجم الشركة، والرافعة المالية، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبين خطر أنهبأر أسعار الأسهم حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات سالبة، ومستوي دلالاتها (sig.) أقل من (0.05).
- وجود علاقة ارتباط موجبة بين كل من الملكية الإدارية، الملكية الحكومية، والملكية المؤسسية، وازدواجية دور المدير التنفيذي الأول، واستقلال مجلس الإدارة، وجودة المراجعة، حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول وبين كمية الإفصاح عن المخاطر حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذه المتغيرات موجبة، ومستوي دلالاتها (sig.) أقل من (0.05).

- وجود علاقة ارتباط سالبة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي الأول وبين كمية الإفصاح عن المخاطر حيث كانت إشارة معامل الارتباط لهذا المتغير سالبة، ومستوي دلالاتها (sig.) أقل من (0.05).
- عدم وجود مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات المستقلة Multicollinearity Problem حيث لا توجد معاملات إرتباط تزيد عن 80% Mokhtar and Mellett, (2013; Gujarati, 2003).

### ثانياً: نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد **:Multiple Regression**

استخدام الباحث طريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares (OLS) في صياغة نموذج الانحدار لقياس أثر أنماط هيكل الملكية كمتغيرات مستقلة على الإفصاح عن المخاطر كمتغير تابع، ويوضح الجدول التالي نتائج تحليل هذا الانحدار.

جدول رقم (7) نتائج تحليل الإندار الخطي المتعدد للنموذج الأول

CRD <sub>it</sub>				
معاملات الإندار				المتغير التابع
P> t	T	Std. Error Robust	معاملات الإندار	المتغيرات المستقلة
0.006	-2.80	2.139	-5.424	(Constant)
0.004*	3.31	5.056	3.309	GOVOWN
0.001*	4.26	5.641	-2.117	MANOWN
0.088***	-1.73	4.233	1.302	INSOWN
0.016**	0.11	.341	.0381	BSIZE
0.004*	2.97	7.082	21.056	BIND
0.005*	3.46	2.343	1.075	DUAL
0.015**	2.48	.863	2.142	AUDIT
0.011**	2.59	.902	2.336	FSIZE
0.207	0.782	5.277	14.623	LEV
0.061**	1.90	11.498	21.824	ROA
0.044*	-2.04	.997	-2.036	MTB
*** دالة عند مستوي معنوية 1%، حيث (Sig<0.01)				
** دالة عند مستوي معنوية 5%، حيث (Sig<0.05)				
* دالة عند مستوي معنوية 10% حيث (Sig<0.10)				
معامل التحديد $R^2 = 0.3006$				
معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = 0.2244$				
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 3.95				
القيمة الاحتمالية (Sig) = 0.000				

يتضح للباحث من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد ( $Adj R^2$ ) بالنسبة لكمية الإفصاح تبلغ (0.3006)، وهو ما يعكس أن المتغيرات المستقلة مجتمعة تفسر حوالي (30.06%) من كمية الإفصاح عن المخاطر، في حين ترجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في النموذج أو نتيجة عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى، كما يتضح من خلال تحليل التباين (ANOVA) ارتفاع معنوية النموذج المستخدم وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة لكمية الإفصاح (3.95) بمستوى معنوية (0.000). وفيما يتعلق بأثر الملكية الحكومية فقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار بالجدول رقم (7) أن إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة (3.309)، كما أن قيمة (P.Value) تساوى (0.514) وهو أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود تأثير معنوي للملكية الحكومية على كمية الإفصاح عن المخاطر، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، وهو ما يشير إلى أن الملكية الحكومية تلعب دورًا إيجابيًا في تعزيز مستوى الإفصاح عن المخاطر في الشركات المصرية المدرجة في السوق المالية، هذه النتيجة متوقعة ومبررة لأنها تتوافق إلى حد كبير مع الإطار النظري وجهود الحكومة المصرية لتعزيز حوكمة الشركات والإفصاح. ويبدو أن نظرية أصحاب المصلحة ونظرية الشرعية، من بين نظريات الإفصاح، الأكثر عمليه لشرح الدور الذى تقوم به ملكية الحكومة المصرية في الإفصاح عن المخاطر. حيث تستحوذ الحكومة المصرية على نسبة كبيرة من أسهم الشركات المدرجة تصل إلى 80% في بعض الشركات بمتوسط 17.86% من الملكية، مما يجعلها صاحبة مصلحة قوية لإجبار الشركات على توفير المزيد من الشفافية بما في ذلك مستوى أعلى من المعلومات المتعلقة بالمخاطر. إلى جانب ملكيتها المركزية، فإن الحكومة المصرية هي عنصر أساسي في المجتمع لمنح الشرعية للشركات. وبالتالي، فإن الشركات التى تمتلك الحكومة الجزء الأكبر منها من المرجح أن تقدم إفصاحًا بيئيًا واجتماعيًا أعلى بما في ذلك الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر التي تواجهها كإشارة على التزامها بالمتطلبات الاجتماعية والبيئية، وبالتالي ضمان الموافقة على وجودها وبقائها (نظرية الشرعية). علاوة على ذلك، قد تجذب الشركات المصرية التي تمتلك الحكومة جزءًا كبيرًا منها مزيدًا من الاهتمام العام بقضايا المخاطر الأخلاقية، مثل الفساد المالي والإداري والسلوك المهتم بالذات. بالإضافة إلى ذلك، ترتبط الشركات المملوكة للحكومة عادةً بارتفاع تكاليف الوكالة بسبب اعتماد هذه الشركات على أنظمة حوكمة ضعيفة وعدم كفاءة الإشراف على إجراءات إدارة الشركات. وبالتالي، يعد الإفصاح عن المزيد من المعلومات عن الشركات أداة فعالة للتخفيف من هذه المشاكل (Eng and Mak, 2003).

فمن منظور نظرية أصحاب المصالح، تلعب الملكية الحكومية دوراً حيوياً في إفصاح الشركات عن المخاطر، خاصة في الدول النامية حيث تسود فيها تركيز الملكية الحكومية (Cornett *et al.*, 2010; Al-Moataz and Hussainey, 2012). مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Baek *et al.*, 2009; Makhija and Patton, 2004) ودراسة (Barakat and Hussainey (2013) ودراسة (Habtoor *et al.*, 2019) التي وجدت أن هناك علاقة موجبة بين الملكية الحكومية والإفصاح الاختياري، في حين تتعارض مع دراسة كل من (Barth *et al.*, 1999; Liu *et al.*, 2014) التي وجدت علاقة سلبية بين الملكية الحكومية والإفصاح الاختياري.

**وفيما يتعلق بأثر الملكية الإدارية على الإفصاح عن المخاطر، فقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار بالجدول رقم (7) أن الملكية الإدارية ترتبط بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بالإفصاح عن المخاطر، حيث كانت القيمة الاحتمالية ( $p.value < 0.05$ ). وهو ما يثبت صحة الفرض الثاني، ويتفق ذلك مع كل من دراسة (مليجي، 2017؛ Hussainey and Al-Najjar, 2012; Mousa and Elamir, 2013). كما تتفق هذه النتيجة مع كل من نظرية عدم تماثل المعلومات، نظرية الوكالة، ونظرية التحسين الإداري. لذلك، يمكن تفسير الارتباط السلبي وفقاً لنظرية الوكالة التي تقترض أن مثل هذا الموقف يعزز مواءمة مصالح المساهمين والمديرين، واستناداً إلى نظرية التحسين الإداري فإن تزايد الملكية الإدارية يعظم من منافع الإدارة على حساب باقي المساهمين، فعند زيادة نسبة الملكية الإدارية ينخفض احتمال خضوع المديرين للرقابة وزيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين الخارجيين بالإضافة إلى سعي المديرين إلى تحقيق منافعهم الخاصة على حساب باقي المساهمين مما يؤثر بالسلب على مستوى الإفصاح عن المخاطر (Hussainey and Al-Najjar, 2012; Ntim *et al.*, 2013). وفى ذات السياق توصلت دراسة Sepasi *et al.* (2016) إلى أن المديرين لديهم سلوك انتهازي ويحاولون زيادة ثروتهم إلى أقصى حد. لذلك لن يكون لديهم الحافز للإفصاح عن معلومات ذات جودة عالية لأنه يمكنهم بالفعل الحصول على المعلومات مباشرة.**

**وفيما يتعلق بأثر الملكية المؤسسية على الإفصاح عن المخاطر، فقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار بالجدول رقم (7) أن إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة (1.302)، كما أن قيمة ( $P$ .Value) تساوى (0.088) وهو أقل من مستوى المعنوية (0.10)، مما يشير إلى وجود تأثير معنوي وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث، وهو ما يشير إلى أن الملكية**

المؤسسية تلعب دوراً جوهرياً في تعزيز الإفصاح عن المخاطر في الشركات المصرية. وتتفق هذه النتيجة مع العديد من الدراسات السابقة، فقد توصلت دراسة كل من Abraham and Cox (2007) ; Ismail and Rahman (2013); Salem et al, (2019) إلى أن تركيز الملكية في يد مؤسسات كبيرة مثل البنوك، صناديق الاستثمار وغيرها يرتبط بعلاقة موجبة مع الإفصاح عن المخاطر، فمن وجهة نظر نظرية الوكالة، يلعب المستثمرون المؤسسون دوراً في مراقبة سلوك الإدارة والحد من تصرفاتها الانتهازية فضلاً عن التخفيف من حدة مشاكل الوكالة بجانب التأكد من أن الإدارة تعمل في مصلحة المستثمرين (Taylor et al., 2010)، ولعل ذلك يرجع إلى امتلاك هذه المؤسسات لحجم استثمارات ضخمة، وكذلك القدرات الفنية العالية والخبرة الكافية التي تمكنها من تحليل وتفسير معلومات القوائم المالية بكفاءة عالية وتكلفة أقل. ويشجع الضغط الذي يمارسه المستثمرون المؤسسيين الإدارة على أن تصبح أكثر شفافية فيما يتعلق بممارسات الإفصاح عن المخاطر. الى جانب ذلك، يفضل المستثمرون المؤسسون الاستثمار في الشركات التي يوجد بها آليات جيدة للحوكمة (Abraham and Cox, 2007). في حين أن هذه النتيجة لا تتوافق مع ما توصلت إليه دراسة (Elzahar and Hussainey 2012) التي توصلت إلى عدم وجود أي علاقة بين الملكية المؤسسية والإفصاح عن المخاطر، في حين توصلت دراسة . Habtoor et al (2019) إلى وجود علاقة سالبة ذات دلالة معنوية بين الملكية المؤسسية وبين الإفصاح عن المخاطر. ويرى الباحث أن النتيجة التي توصلت إليها الدراسة الحالية تتفق مع نظرية الوكالة ونظرية الإشارة فالمستثمرين المؤسسيين يمكن أن يقللوا من مشاكل الوكالة من خلال تشجيعهم الشركات على تقديم المزيد من الإفصاح عن المخاطر.

**بالنسبة لمتغيرات الضابطة،** فقد أظهرت نتائج الانحدار بالجدول رقم (7) أن حجم مجلس الإدارة، استقلالية المجلس وإزدواج دور المدير التنفيذي الأول، وجود المراجعة، وحجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول ترتبط بعلاقة موجبة وذات تأثير معنوي بالإفصاح عن المخاطر حيث كانت إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة وكانت القيمة الاحتمالية لهذه المتغيرات (p.value) أقل من (0.10) وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (Al-Maghzom et al., 2016a; Habtoor & Ahmad, 2017؛ أحمد، 2016) في حين توصلت دراسة (Habtoor et al., 2019) أن حجم مجلس الإدارة له تأثير سلبي على الإفصاح عن المخاطر. كما أن الرافعة المالية ليس لهما تأثير على الإفصاح عن المخاطر وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Alsaed,



(2006). بينما ترتبط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بعلاقة سالبة ومعنوية بالإفصاح عن المخاطر حيث كانت القيمة الاحتمالية (p.value) أقل من (0.05). ويرى الباحث أن مجلس الإدارة الذي يتضمن عدد كبير من الأعضاء المستقلين، ولجان جيدة لإدارة المخاطر والمراجعة يتمتع بمزايا تنوع الخبرات والمعارف، وزيادة المراقبة الإدارية Managerial Monitoring هو ما ينعكس إيجابياً على إفصاح الشركة عن المخاطر والحد من الفساد والاحتيال.

ويخلص الجدول التالي نتائج اختبار فروض الدراسة المتعلقة بمحددات الإفصاح عن المخاطر من خلال نتائج تحليل الارتباط والانحدار للمتغيرات

جدول رقم (8) نتائج اختبار فروض الدراسة المتعلقة بالعلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر

الإفصاح عن المخاطر CRD <sub>it</sub>			المتغيرات المستقلة	
القرار حول تحقق الفروض	نتائج التحليل	العلاقة المتوقعة		
تحقق الفرض الأول	+	+	GOVOWN	الملكية الحكومية
تحقق الفرض الثاني	-	-	MANOWN	الملكية الإدارية
تحقق الفرض الثالث	+	+	INSTOWN	الملكية المؤسسية

2-3-7 اختبار فرض الدراسة المتعلق بالعلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم.

اختبار الفرض الرابع: يؤدي الإفصاح عن المخاطر إلى تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم:

استهدف هذا الفرض اختبار العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثاني.

جدول رقم (9) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثاني

CRASH <sub>i,t</sub>					المتغير التابع
P> t	T	Std. Error Robust	معاملات الانحدار β	المتغيرات المستقلة	
0.056	1.93	2.753	5.315	(Constant)	
0.048 *	-2.00	.019	-.039	CRD	
0.073 ***	-1.81	.144	-.2605	FSIZE	
0.457	0.75	1.037	.773	LEV	
0.060**	1.90	2.481	4.713	ROA	
0.412	-0.82	.206	-.169	MTB	
*** دالة عند مستوى معنوية 1%، حيث (Sig<0.01)					
** دالة عند مستوى معنوية 5%، حيث (Sig<0.05)					
* دالة عند مستوى معنوية 10% حيث (Sig<0.10)					
معامل التحديد $R^2 = 0.1287$					
معامل التحديد المعدل $Adj R^2 = 0.0793$					
قيمة F المستخرجة من جدول تحليل التباين (ANOVA) = 2.61					
القيمة الاحتمالية (Sig) = 0.000					

يتضح للباحث من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المعدل ( $Adj R^2$ ) بالنسبة لمتغير خطر انهيار أسعار الأسهم (CRASH) تبلغ (7.93%)، وهو ما يعكس أن الإفصاح عن المخاطر يفسر (7.93%) من خطر انهيار أسعار الأسهم في حين ترجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في النموذج أو نتيجة عدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى. أما بالنسبة للمعنوية الكلية لنموذج الانحدار المستخدم فيمكن التعرف عليها من خلال تحليل التباين (ANOVA)، حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة بالنسبة لمتغير (CRASH) (2.61) بمستوى معنوية (0.000)، مما يدل على ارتفاع معنوية النموذج المستخدم في الدراسة وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.

وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار في الجدول رقم (9) أن مستوى الإفصاح عن المخاطر له تأثير معنوي سالب على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث كانت إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية ( $p.value=0.048 < 0.05$ ) لكمية الإفصاح عن المخاطر، وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع، وتدل هذه النتائج على أن الإفصاح عن المخاطر قد أدى إلى تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم بالنسبة للشركات عينة الدراسة

والمدرجة بسوق الأوراق المالية المصري، وتتفق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية Economic Theory التي أوضحت بأن زيادة الإفصاح المحاسبي يعمل على تحسين الشفافية والموثوقة في التقارير المالية وبالتالي التقليل من عدم تماثل المعلومات والتخفيف من خطر انهيار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة ( Au et al., 2020)، التي توصلت إلى أن إفصاح الشركات عن عوامل الخطر من شأنه التخفيف من تأثير تخزين الأخبار السيئة وبالتالي التقليل من احتمالات انهيار أسعار الأسهم. كما توصلت أيضًا إلى أن الشركات الأكثر عرضة لمخاطر التقاضي من قبل المساهمين ترى أن الإفصاح عن المزيد من المعلومات عن المخاطر التي تواجهها يقلل من خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن هذه الشركات لديها الدافع القوي لاستخدام الإفصاح عن عوامل الخطر لضمان نشر المعلومات السلبية في وقت مبكر. وأخيرًا، يرتبط الإفصاح عن المخاطر في الشركات ذات الحوكمة الجيدة بانخفاض أكبر في مخاطر انهيار أسعار الأسهم من الشركات ذات الحوكمة الضعيفة.

**ويرى الباحث أن الإفصاح عن المخاطر يحسن من بيئة معلومات الشركة، ويقلل من** الإحتمالات المستقبلية لوقوع أحداث سلبية كبيرة، ويحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تواجه الكثير من الشركات وهو ما يساهم بشكل كبير في تحسين أداء هذا الشركات. كما أن الإفصاح عن المخاطر يحسن من رفاة المستثمرين خاصة في ظل الأزمة العالمية الحالية والناجمة عن جائحة كورونا وهو ما يستوجب على الشركات الإفصاح إذا كان هناك تأثير جوهري قد حدث من فترة نهاية العام المالي حتى نشر القوائم المالية للعمامة، وبحسب المعيار العاشر من المعايير الدولية (IAS 10) فإنه يتوجب على الشركات الإفصاح في إيضاحات القوائم المالية عن الاحداث اللاحقة لفترة اعداد القوائم المالية عن أي تأثير وخطر محتمل قادم بسبب انتشار فايروس كورونا المستجد، ويتم الإفصاح فقط عندما يكون هناك تأثير جوهري على القوائم المالية. وتكتفي الشركات بالإفصاح عن المخاطر المحتملة ولا يتم التعديل على صلب القوائم المالية الا في حالة وجود تأثير على استمرارية الشركة، في هذه الحالة يجب على الشركة تغيير طريقة عرض القوائم المالية وهذا الامر يتطلب تغيير جوهري في الأساس المحاسبي.

**ويخلص الجدول التالي نتائج اختبار فرض الدراسة من خلال نتائج تحليل الارتباط والانحدار للمتغيرات:**

جدول رقم(10): نتائج اختبار الفرض الرابع

الفروض	المتغيرات	العلاقة المتوقعة	العلاقة الفعلية	اختبار الفرض
الرابع	الإفصاح عن المخاطر وخطر انهيار أسعار الأسهم	-	-	قبول الفرض

8- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية:

1-8 النتائج:

تتمثل أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

- 1- يؤثر الإفصاح عن المخاطر في التقليل من عدم تماثل المعلومات والحد من الممارسات الانتهازية للإدارة، وجذب ثقة أصحاب المصالح وهو ما يمكن الشركات من الحفاظ على أسعار اسهما من الانهيار بالإضافة إلى الوصول إلى وإعادة هيكلة تمويلها بتكلفة منخفضة وبالتالي تجنب الضغوط المالية .
- 2- انخفاض مستوى الإفصاح عن المخاطر في بيئة الأعمال المصرية خلال فترة الدراسة مقارنة بنتائج الدراسات السابقة التي تمت في بيئات عربية وأجنبية.
- 3- فيما يتعلق بأثر الملكية الحكومية على الإفصاح عن المخاطر، فقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة، كما أن القيمة الاحتمالية (P.Value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود تأثير معنوي للملكية الحكومية على كمية الإفصاح عن المخاطر، وهو ما يثبت صحة الفرض الأول، وهو ما يشير إلى أن الملكية الحكومية تلعب دوراً إيجابياً في تعزيز مستوى الإفصاح عن المخاطر في الشركات المصرية المدرجة في السوق المالية.
- 4- فيما يتعلق بأثر الملكية الإدارية على الإفصاح عن المخاطر، فقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن الملكية الإدارية ترتبط بعلاقة سالبة وذات دلالة معنوية بالإفصاح عن المخاطر، حيث كانت القيمة الاحتمالية ( $p.value < 0.05$ ). وهو ما يثبت صحة الفرض الثاني.
- 5- وفيما يتعلق بأثر الملكية المؤسسية على الإفصاح عن المخاطر، فقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة، كما أن القيمة الاحتمالية (P.Value) أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى وجود تأثير معنوي وهو ما يثبت صحة الفرض الثالث، وهو ما يشير إلى أن الملكية المؤسسية تلعب دوراً جوهرياً في تعزيز الإفصاح عن المخاطر في الشركات المصرية.

6- بالنسبة للمتغيرات الضابطة، فقد أظهرت نتائج الانحدار بالجدول رقم (7) أن حجم مجلس الإدارة، استقلالية المجلس وإزدواج دور المدير التنفيذي الأول، وجود المراجعة، وحجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول ترتبط بعلاقة موجبة وذات تأثير معنوي بالإفصاح عن المخاطر حيث كانت إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) موجبة وكانت القيمة الاحتمالية لهذه المتغيرات (p.value) أقل من (0.10)، كما أن الرافعة المالية ليس لهما تأثير على الإفصاح عن المخاطر، بينما ترتبط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بعلاقة سالبة ومعنوية بالإفصاح عن المخاطر حيث كانت القيمة الاحتمالية (p.value) أقل من (0.05).

7- كما أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن مستوى الإفصاح عن المخاطر له تأثير معنوي سالب على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث كانت إشارة معامل الانحدار ( $\beta$ ) سالبة وكانت القيمة الاحتمالية (p.value=0.048 < 0.05) لكمية الإفصاح عن المخاطر، وهو ما يثبت صحة الفرض الرابع، وتدلل هذه النتائج على أن الإفصاح عن المخاطر قد أدى إلى تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم بالنسبة للشركات عينة الدراسة والمدرجة بسوق الأوراق المالية المصري، وتتفق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية .Economic Theory

8- يؤدي الإفصاح عن المخاطر إلى تخفيض خطر انهيار سعر سهم الشركة في الشركات المصرية غير المالية محل الدراسة.

## 2-8 التوصيات:

على ضوء النتائج التي تم التوصل إليها في كل من الدراسة النظرية والتطبيقية يوصى الباحث بما يلي:

1- توجيه اهتمام الشركات إلى زيادة الإفصاح الاختياري عن المخاطر المالية وغير المالية بما لا يضر بمركزها التنافسي وكذلك الإفصاح عن إجراءاتها المتبعة في إدارة هذه المخاطر بما يساهم في تحسين بيئة معلومات الشركات والحد من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والشركة، وهو ما سوف ينعكس على التقليل من احتمالية انهيار أسعار أسهمها.

2- توجيه اهتمام الجهات النظامية المسئولة عن تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر إلى إصدار معيار مستقل عن المخاطر بحيث ينظم الجوانب المحاسبية لكافة أنواع المخاطر المالية وغير المالية بما يساهم في تحسين جودة الإفصاح عنها، وكذلك إصدار معيار مراجعة لبيان مسئولية مراقب الحسابات تجاه هذه المخاطر.

3- توجيه اهتمام إدارة السوق المالية المصرية إلى أهمية تقييم الشركات المسجلة في السوق حسب جودة إفصاحها عن المخاطر، مع فرض عقوبات رادعة على الشركات التي لا تلتزم بالإفصاح عنها وهو ما يعزز من ثقة أصحاب المصالح في التقارير المالية المنشورة.

4- تشجيع الشركات على تبني الممارسات الجيدة للحوكمة حيث تساهم في تحقيق الرقابة الفعالة على الإدارة، وزيادة شفافية الإفصاح بما يعزز من الثقة المتبادلة بين الشركة وأصحاب المصالح ويسهل من وصولها إلى مصادر التمويل الخارجية، ويقلل من خطر أنهيار أسعار أسهمها.

### 3-8 التوجهات البحثية المستقبلية:

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج، يمكن تحديد أهم المجالات التي قد تشكل أساسًا لبحوث مستقبلية، كما يلي:

- 1- دراسة مدى الإفصاح عن المخاطر في التقارير المتكاملة للشركات.
- 2- الملاءمة القيمية للإفصاح عن المخاطر وأثره على قرارات الاستثمار.
- 3- دراسة أثر الإفصاح عن المخاطر على إدارة الربحية في البنوك.
- 4- قياس أثر إفصاح الشركات عن المخاطر على قيمة الشركة.

## 9- المراجع:

### 1-9 المراجع باللغة العربية:

- إبراهيم، علاء الدين توفيق،(2014)، "الإفصاح عن المخاطر: المحتوى الإعلامي والآثار الاقتصادية: دراسة ميدانية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص154-184.
- \_\_\_\_\_، (2016)، "العوامل المؤثرة في جودة الإفصاح عن المخاطر: إطار مقترح دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية"، *مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية*، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، العدد الأول، المجلد الثالث والخمسون، ص ص89-125.
- ابو العلا، أسامة مجدى فؤاد محمد، (2019)، "أثر هيكل الملكية وهيكل التمويل على إدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة فى سوق الأوراق المالية المصرى" *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد (4)، المجلد (23)، الخريف، ص ص3-41.
- أحمد، سماح طارق،(2016)، "العلاقة التأثيرية بين آليات الحوكمة والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية وانعكاسها على قيمة المنشأة-بالتطبيق على الشركات المقيدة في البورصة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الثاني، الجزء الأول، ص ص1-48.
- السمادونى، حماده فتح الله محمد، (2020)، "أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى الإفصاح الاختيارى عن المخاطر غير المالية. مع دراسة تطبيقية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة جامعة كفر الشيخ.
- الصباغ، أحمد عبده السيد. (2019)، "أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية". *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد (4)، المجلد (23)، الخريف، ص ص354-398.
- الفقى، رشا على ابراهيم، (2020)، "إنعكاس العلاقة بين هيكل الملكية ومستوى الإفصاح عن المعلومات المستقبلية على معدل النمو المستدام بالتطبيق على شركات الإستثمار العقارى بالبورصة المصرية". *مجلة الفكر المحاسبى*، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد الثاني، المجلد 24، يوليو، ص ص751-815.
- النجار، جميل حسن، (2015)، "الإفصاح المحاسبى عن مخاطر السوق في ظل معيار الإبلاغ المالي رقم7(IFRS7) دليل من فلسطين"، *المجلة الأردنية للعلوم*

- التطبيقية*، "سلسلة العلوم الإنسانية"، المجلد السابع عشر، العدد الثاني، ص ص 161-320.
- أمين، أسامه ربيع، (2013)، "التحليل الإحصائي للمتغيرات المتعددة باستخدام برنامج SPSS". كلية التجارة جامعة المنوفية، بدون ناشر، ص ص 135-150.
- حسين، علاء على احمد، (2020)، "تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد 1، المجلد 24، الربيع، ص ص 208-275.
- عبدالمجيد، حميد محمد، (2019)، "قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، الجمعية السعودية للمحاسبة، المجلد الرابع عشر، العدد الأول، ص ص 1-54.
- عبد الحليم، أحمد حامد محمود، (2018)، "أثر هيكل الملكية وخصائص لجان المراجعة على مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في البورصة السعودية" *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة جامعة عين شمس، العدد 22، المجلد 7، الخريف، ص ص 683-758.
- عفيفي، هلال عبدالفتاح، (2011)، "العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الأرباح دراسة اختبارية في البيئة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الثاني، ص ص 157-243.
- مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم، (2017)، "محددات الإفصاح عن المخاطر وأثره على القرارات المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة في سوق رأس المال المصري"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة جامعة طنطا، العدد الرابع، ص ص 1-55.
- مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم، (2019)، "قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة جامعة الإسكندرية، العدد الثالث، المجلد الثالث، سبتمبر، ص ص 239-379.
- يوسف، على، (2012)، "أثر محددات هيكل ملكية المنشأة في تحفظ التقارير المالية- دراسة تطبيقية"، *مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية*، المجلد 28، العدد الأول، ص ص 235-264.



2-9: المراجع باللغة الإنجليزية

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). "Analyzing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports". *The British Accounting Review*. 39. 227-248.
- Alamri, M. A. (2014). *Corporate governance and the board of directors in Saudi-listed companies*. (Unpublished doctoral dissertation). University of Dundee, UK. <https://discovery.dundee.ac.uk>
- Al-Bassam, W. M., Ntim, C. G., Opong, K. K., & Downs, Y. (2018). Corporate boards and ownership structure as antecedents of corporate governance disclosure in Saudi Arabian publicly listed corporations. *Business & Society*, 57(2), 335-377.
- Al-Hadi, A., M., Mostafa and A., Habib.(2016)."Risk Committee, Firm Life Cycle, and Market Risk Disclosures". *Corporate Governance: An International Review*.24 (2):145-170.
- Alhazaimeh, A., Palaniappan, R., & Almsafir, M. (2014). The impact of corporate governance and ownership structure on voluntary disclosure in annual reports among listed Jordanian companies. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 129, 341-348.
- Al-Maghzom, A.,K.,Hussainey and D.,Aly.(2016)."The Level of Risk Disclosure in Listed Banks: Evidenvce from Saudi Arabia". *Corporate Ownership &Control*. 14 (1):175-194.
- Al-Moataz, E., Hussainey, K. (2012). Determinants of corporate governance disclosure in Saudi companies. *Journal of Economics and Management*, 5(1), 52-84.
- Alsaeed, K. (2006). The association between firm-specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, 21(5), 476-496.
- Al-Shammari, B. (2014). Kuwait Corporate Characteristics and Level of Risk Disclosure: A Content Analysis Approach. *Journal of Contemporary Issues in Business Research*, 3(3), 128-153.
- Al-Shammari, B., Al-Sultan, W. (2010). Corporate governance and voluntary disclosure in Kuwait. *International Journal of Disclosure and Governance*, 7(3), 262-280.

- Alswaidan, M.,(2017)."An Investigation of Sukuk Structure Risk". *Doctoral Thesis in Economics and Finance of Philosophy*, University of Portsmouth.
- Alves, S. (2012). Ownership structure and earnings management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), 57-74.
- Alzead R., & Hussainey, K. (2017). Risk disclosure practice in Saudi non-financial listed companies. *Corporate Ownership & Control*, 14(4-1), 262-275. doi:10.22495/cocv14i4c1art8.
- Amran, A., Bin, A.M.R. and Hassan, B.C.H.M.(2009)."Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual report".*Manerial Auditing Journal*. 24(1):39-57.
- Amran, A., Haat, M. H. C., & Manaf, R. A. (2008). Ownership structure and risk disclosure: a study of Malaysian listed companies. *Corporate Ownership and Control*, 5(4), 451-460.
- Au, S. Y., Qiu, B., & Wu, S. Y. J. (2019). Do Risk Factor Disclosures Reduce Stock Price Crash Risk? *Available at SSRN 3363912*.
- Baek, H. Y., Johnson, D. R., & Kim, J. W. (2009). Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure. *Journal of Business and Economic Studies*, 15(2), 44.
- Baginski, S. P., Hassell, J. M., & Kimbrough, M. D. (2002). The effect of legal environment on voluntary disclosure: Evidence from management earnings forecasts issued in US and Canadian markets. *The Accounting Review*, 77(1), 25-50.
- Barakat, A., and K. Hussainey. (2013). "Bank Governance, Regulation, Supervision, and Risk Reporting: Evidence from Operational Risk Disclosures in European Banks". *International Review of Financial Analysis*.30:254-273.
- Barako, D.G., Hancock, P., & Izan, H.Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosures by Kenyan companies, *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), pp. 107–125. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>

- Beretta, S. and S. Bozzolan. (2004). A Framework for the Analysis of Firm Risk Communication”. *The International Journal of Accounting* 39 (3): 265-288.
- Bini, L., Giunta, F., & Dainelli, F. (2010). Signalling Theory and Voluntary Disclosure to the Financial Market-Evidence from the Profitability Indicators Published in the Annual Report. *Available at SSRN 1930177*.
- Boesso, G., & Kumar, K. (2007). Drivers of corporate voluntary disclosure. A framework and empirical evidence from Italy and the United States. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 20(2), 269–296.
- Bradbury, M., Mak, Y. Tan, S. (2006). Board characteristics, audit committee characteristics and abnormal accruals. *Pacific Accounting Review*, 18, 47-68.
- Buckby, S., G., Gallery and J.Ma.(2015)."An analysis of risk management disclosures: Australian evidence". *Managerial Auditing Journal*. 30(8-9):812-869.
- Cabedo, J., & Tirado, J. (2004). "The disclosure of risk in financial statements". *Accounting Forum*. 28 (2): 181-200.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor–client relationship. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1715-1750.
- Campbell, D., Shrivies, P., & Saager, H.B. (2001). Voluntary disclosure of mission statements in corporate annual reports: signaling what and to whom?, *Business and Society Review*, 106(1), pp. 65–87. <http://dx.doi.org/10.1111/0045-3609.00102>
- Campbell, J. L., Chen, H., Dhaliwal, D. S., Lu, H., and Steele, L. B. (2014). "The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings". *Review of Accounting Studies*, 19(1): 396–455.
- Canadian Institute of Chartered Accountants (CICA) (2009), MD&A: Guidance on Preparation and Disclosure, CICA, Ontario.
- Cao, H, Henry et al, (2002), “Sidelined Investors, Trading-Generated News, and Security Returns”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 15, No, 2, Special Issue, PP. 615-648.

- Charreaux, G. (1985). Le dilemme des PME: ouvrir son capital ou s'endetter. *Revue française de gestion*, 59-72.
- Chau, G.K., S.J. Gray (2002). Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. *The International Journal of Accounting*, 37(2), 247-265.
- Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., & Yao, S. (2019). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*.
- Chiu, T., Guan, Y., and Kim, J.-B. (2018). The effect of risk factor disclosure on the pricing of credit default swap. *Contemporary Accounting Research* 35, 2191–2224.
- Choi, F.D.S. (1973). Financial disclosure and entry to the European capital market, *Journal of Accounting Research*, 11(2), pp. 159–175. <http://dx.doi.org/10.2307/2490187>
- Cordazzo, M., M., Papa, and P., Rossi. (2017). "The interaction between mandatory and voluntary risk disclosure: a comparative study". *Managerial Auditing Journal*. 1-34.
- Cormier, D., & Gordon, I. (2001). An examination of social and environmental reporting strategies, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 14(5), pp. 587–616. <http://dx.doi.org/10.1108/EUM00000000006264>
- 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.
- DeFond, M.L., Hung, M., & Li, S. (2015). Does Mandatory IFRS adoption affect crash risk? *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Deumes, R. (2008). "Corporate Risk Reporting: A Content Analysis of Corporate Risk Disclosures in Prospectuses". *Journal of Business Communication*. 45 (2): 120–157.
- Deumes, R. and Knechel, W.R. (2008). "Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems". *Auditing: A Journal of Practice and Theory*. 27 (1): 35-66.

- Dobler, M., K. Lajili, and D. Zéghal. (2011). "Attributes of Corporate Risk Disclosure: And International Investigation in the Manufacturing Sector". *Journal of International Accounting Research*. 10 (2): 1–22.
- Dyball, M. (1998). Corporate annual reports as promotional tools: the case of Australian National industries Limited, *Asian Review of Accounting*, 6(2), pp. 25–53. <http://dx.doi.org/10.1108/eb060696>
- Elshandidy, T., and L.Neri. (2015)."Corporate Governance, Risk Disclosure Practices, and Market Liquidity: Comparative Evidence from the UK and Italy". *Corporate Governance: An International Review*. 23(4):331-356.
- Elzahar, H., and K.Hussainey.(2012)."Determinants of narrative risk disclosures in UK Interim reports". *The Journal of Risk Finance*. 13(2):133-147.
- Eng, L. and Mak, Y. (2003) ‘Corporate governance and voluntary disclosure’, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, No. 4, pp.325–345.
- Fama, E. F., Jensen, M. C. (1985). Organizational forms and investment decisions. *Journal of financial Economics*, 14(1), 101-119.
- Fan, J. P., & Wong, T. J. (2002). Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 401-425.
- Farhat, I.,(2016)."Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Level and Quality of Risk disclosure during the Arab Spring: Evidence from the Tunisian Capital market". *Doctoral Thesis in Accounting*. University of Carthage.29-33.
- Financial Accounting Standards Board (2001). *Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosure*, the Financial Accounting Standards Board.
- Firth, M., P. M. P. Fung, O. M. Rui, (2007), “Ownership, two-tier board structure, and the informativeness of earnings-Evidence from China”, *Journal of Accounting and Public Policy*, 26, 463-496

- Gallucci, C., Santulli, R. and Colombo, A. (2016) ‘How do family affairs affect firms’ stock price? An application on an exploratory case study’, *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol. 8, Nos. 3/4, pp.319–333.
- George, E.R, (2008)."Principles of risk management and insurance". Pearson Education, New York, USA.
- Gujarati, D. (2003) **Basic Econometrics**, 4th ed., McGraw-Hill, London, UK.
- Habbash, M., K., Hussainey and E., Awad.(2016)."The determinants of voluntary disclosure in Saudi Arabia: An empirical Study". *International Journal of Accounting Auditing and Performance Evaluation*. 12(3):213-243.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262-274.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: Review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Habtoor, O. S., Ahmad, N., Mohamad, N. R., & Che Haat, M. H. (2017). Linking corporate risk disclosure practices with firm-specific characteristics in Saudi Arabia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 19(3), 247.
- Habtoor, O. S., Hassan, W. K., & Aljaaidi, K. S. (2019). The impact of corporate ownership structure on corporate risk disclosure: Evidence from the Kingdom of Saudi Arabia. *Business and Economic Horizons (BEH)*, 15(1232-2020-351), 325-356.
- Haw, I. M., Ho, S. S., Tong, J. Y., & Zhang, F. (2012). Complex Ownership Structures and Accounting Conservatism. *Available at SSRN 1478641*.
- 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*, Vol. 31, pp. 405-440

- Ho, S.S.M., Wong, K.S., (2001). A study of the relationship between corporate governance structure and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting Auditing Taxation*, 10 (2), 139-156.
- Huafang, X., Jianguo, Y. (2007). Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 604-619.
- Hussainey, K., and B. Al-Najjar.(2012)."Understanding the Determinants of RiskMetrics/ISS Ratings of the Quality of UK Companies' Corporate Governance Practice". *Canadian Journal of Administrative Sciences*. 29:366-377.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., and Tehranian, H. 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94, 67–86.
- IASB. (2010). "IFRS *Practice Statement: Management Commentary*". International Accounting Standards Board. London.
- Ibrahim, A., Habbash, M. and Hussainey, K. (2019) ‘Corporate governance and risk disclosure: evidence from Saudi Arabia’, *Int. J. Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol. 15, No. 1, pp.89–111.
- ICAEW (1997), *Financial Reporting of Risk: Proposals for a Statement of Business Risk*, ICAEW, London.
- Institute of Chartered Accountants in England and Wales (ICAEW), (1999). "Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)", Financial Reporting Committee at the ICAEW, London. [www.icaew.co.uk/policy](http://www.icaew.co.uk/policy).
- International Federation of Accountants (IFAC). (1999). "Enhancing Shareholder Wealth by Better Managing Business Risk". (International Management Accounting Study No. 9).
- IRRC Institute. 2016. The corporate risk factor disclosure landscape. Available at: <http://irrcinstitute.org/wp-content/uploads/2016/01/FINAL-EY-Risk-Disclosure-Study.pdf>

- Ismail, R. and Rahman, R. (2013) ‘Risk management disclosure in Malaysian public listed companies’, *Business Administration Management Science Research*, Vol. 2, No. 7, pp.172–177.
- Ismail, R.F., Arshad, R. and Othman, S. (2014) ‘The influence of insider ownership and board independence on the narrative risk reporting’, *Asian Social Science*, Vol. 10, No. 1, pp.28–42.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305-360.
- Jizi, M., and R., Dixon,(2017)."Are Risk Management Disclosures Informative or Tautological? Evidence from the U.S Banking Sector". *Accounting Perspectives/Perspectives Comptables*. 16 (1):7-30.
- Juhmani, O.(2017). "Corporate governance and the level of Bahraini corporate compliance with IFRS disclosure". *Journal of Applied Accounting Research*,. 18 (1): 22-41.
- Kamaruzaman, S.A., Ali, M.M., Ghani, E.K. and Gunardi, A. (2019) ‘Ownership structure, corporate risk disclosure and firm value: a Malaysian perspective’, *Int. J. Managerial and Financial Accounting*, Vol. 11, No. 2, pp.113–131.
- Kang, D. L., & Sørensen, A. B. (1999). Ownership organization and firm performance. *Annual review of sociology*, 25(1), 121-144.
- Kent, P., & Chan, C. (2009). Application of stakeholder theory to corporate environmental disclosures. *Corporate Ownership & Control*, 7(1-3), 394-410.
- Khlif, H and K.Hussainey.(2016)."The association between risk disclosure and firm characteristics: a meta-analysis".*Journal of Risk Research*. 19(2):181-211.
- 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., Yeung, I., & Zhou, J. (2019). Stock price crash risk and internal control weakness: presence vs. disclosure effect. *Accounting & Finance*, 59(2), 1197-1233.
- Kim, W. and M.S. Weisbach, (2008). "Motivations for public equity offers: an international perspective". *Journal of Financial Economics*. 87: 281-307.
- Konishi, N. and Mohobbot, A. (2007). "Risk reporting of Japanese companies and its association with corporate characteristics". *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*. 4 (3): 263-285.
- Kravet, T. and Muslu, V. (2013). "Textual risk disclosures and investors' risk perceptions". *Review of Accounting Studies*, 18 (4): 1088–1122.
- 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.
- Lindqvist, A.,(2016)."What Drives Risk Disclosure Quality?-The Impact of The Financial Crisis." *Master's Thesis in Accounting*. Hanken School of Economics.
- Linsley, P.M. and Shrives, P.J. (2006). "Risk reporting: a study of risk disclosure in the annual reports of UK companies". *The British Accounting Review*. 38 (4) : 387-404.
- Magness, V. (2006). Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 19(4), pp. 540–563.
- Makhija, A.K., Patton, J.M., (2004). The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: Empirical evidence from Czech annual reports. *Journal of Business*, 77(3), 457-492.
- Mangena, M. and Pike, R. (2005). "The effect of audit committee shareholding, financial expertise and size on interim financial disclosures". *Accounting and Business Research*. 35 (4):327-349.

- Marzouk, M. (2016). "Risk reporting during a crisis: evidence from the Egyptian capital market". *Journal of Applied Accounting Research*. 17(4):378-396.
- Miihkinen, A. (2012). "What Drives Quality of Firm Risk Disclosure? The Impact of a National Disclosure Standard and Reporting Incentives under IFRS". *The International Journal of Accounting*. 47 (4): 437–468.
- Miihkinen, A. (2013). "The usefulness of firm risk disclosures under different firm-riskiness, investor-interest, and market conditions". *Advances in International Accounting*, 29(2): 312–331.
- Mohd Ghazali, N. A. (2007). Ownership structure and corporate social responsibility disclosure: some Malaysian evidence. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(3), 251-266.
- Mokhtar, E., and H., Mellett.(2013)."Competition, corporate governance, ownership structure and risk reporting". *Managerial Auditing Journal* .28 (9):838-865.
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and business Research*, 18(69), 47-56.
- Moumen, N., H.B. Othman and K. Hussainey. (2015). "The Value Relevance of Risk Disclosure in Annual Reports: Evidence from Mena Emerging Markets". *Research in International Business and Finance*. 34: 177–204.
- Mousa, G., and E., Elamir.(2013)."Content Analysis of Corporate Risk Disclosures: The Case of Bahraini Capital Market". *Global Review of Accounting and Finance*. 4(1):27-54.
- Nagata, K., & Nguyen, P. (2017). Ownership structure and disclosure quality: Evidence from management forecasts revisions in Japan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(6), 451-467.
- Nahar, S., M., Azim and C., Jubb.(2016 a)."Risk Disclosure, Cost of Capital and bank performance". *International Journal Accounting and Information Management*. 24(4):476-494.

- Nahar, S., M., Azim and C., Jubb. (2016 b). "The determinants of risk disclosure by banking institutions Evidence from Bangladesh". *Asian Review of Accounting*. 24(4):426-444.
- Neifar, S., and A., Jarboui. (2017). "Corporate Governance and Operational Risk Voluntary Disclosure: Evidence from Islamic Banks". *Research in International Business and Finance*.1-32.
- Ntim, C.G., Lindop, S., and Thomas, D. A. (2013). "Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods". *International Review of Financial Analysis*. 30: 363–383.
- O'Donovan, G. (2002). Environmental disclosures in the annual report: extending the applicability and predictive power of legitimacy theory, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(3), pp. 344–71.
- Oliveira, J. S., L. L. Rodrigues, and R. Craig. (2011). "Risk-related Disclosures by Non-Finance Companies: Portuguese Practices and Disclosure Characteristics". *Managerial Auditing Journal*. 26 (9): 817–839.
- Oliveira, J. S., L. L. Rodrigues, and R. Craig. (2013). "Risk Reporting: A Literature Review". *Working paper Number 1/2013*, University of Aveiro, Aveiro, Portugal.
- Robbins, R. B., and Rothenberg, P. L. 2005. Securities disclosure: writing effective risk factor disclosure in offering documents and Exchange Act reports. *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor* 19, 9–16.
- Saggar, R., and B., Singh. (2017). "Corporate Governance and Risk Reporting: Indian Evidence". *Managerial Auditing Journal*. 32(4/5):1-39.
- Salem, I. H., Ayadi, S. D., & Hussainey, K. (2019). Corporate governance and risk disclosure quality: Tunisian evidence. *Journal of Accounting in Emerging Economies*.

- Sepasi, S., Kazempour, M., Mansourlakoraj, R. (2016). Ownership Structure and Disclosure Quality: Case of Iran. *Procedia Economics and Finance*, 36, 108-112.
- Sexena, A.N., Dube, I., & Mishra, C.S. (2017). Corporate Risk Disclosure: A Review. *US-China Law Review*, 14.
- Shehata, N. F. (2014). Theories and determinants of voluntary disclosure. *Accounting and Finance Research (AFR)*, 3(1).
- Skinner, D. (1994). "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News". *Journal of Accounting Research*. 32: 38–61.
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., and Joseph, N. L. (2000). A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. *The British Accounting Review* 32 (4): 447–478.
- Taylor, G., G. Tower, and J. Neilson. (2010). "Corporate Communication of Financial Risk." *Accounting and Finance*. 50 (2): 417–446.
- Watson, A., Shrides, P., & Marston, C. (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK, *British Accounting Review*, 34(4), pp. 289–313.
- Xiao, J. Z., Yang, H., Chow, C. W. (2004). The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies. *Journal of accounting and public policy*, 23(3), 191-225.
- Yunos, R. M., Smith, M., & Ismail, Z. (2010). Accounting conservatism and ownership concentration: Evidence from Malaysia. *Journal of Business and policy research*, 5(2), 1-15.
- Zhang, M., Xie, L. & Xu, H. (2016). Corporate philanthropy and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Business Ethics* Springer, vol. 139(3), pages 595-617, December..
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21, 349–399.
- Zulfikar, R., Lukviarman, N., Suhardjanto, D., & Agustiningsih, S. W. (2017). Competition, independent commissioner, risk disclosure and financial performance. *Review of Integrative Business and Economics Research*, 6, Pp.76-92.

10- ملاحق البحث:

1-10 ملحق رقم (1): الكلمات الرئيسية الدالة على المخاطر:

Firm's current exposure to risk events تعرض الشركة لمخاطر حالية	Firm's expectation of future risk events توقعات الشركة للمخاطر المستقبلية
Hazard مخاطرة / مجازفة Danger خطر Harm ضرر Threat تهديد Exposure التعرض Loss الخسارة Uncertainty عدم التأكد	Outlook توقعات Prospect مرتقب / محتمل Uncertainty عدم التأكد

10-2 ملحق رقم (2): مؤشر كمية الإفصاح عن المخاطر

عناصر المؤشر	م
<b>أولاً: المخاطر المالية Financial Risks</b>	
مخاطر سعر الفائدة.	1
مخاطر سعر الصرف.	2
مخاطر السيولة.	3
مخاطر الائتمان.	4
مخاطر التسعير	5
مخاطر السلع الأساسية. Commodity Risk	6
<b>ثانياً: المخاطر غير المالية</b>	
<b>المخاطر الاستراتيجية Strategic Risks</b>	
المنافسين في السوق. Competitors	7
التسعير. Pricing	8
استراتيجية الشركة وأعمالها التجارية والتسويقية المستقبلية.	9
التغييرات الخاصة بالصناعة.	10
الاعتماد على العملاء.	11
الاعتماد على الموردين.	12
التغييرات في تفضيلات العملاء.	13
التطور التكنولوجي.	14
التغييرات التنظيمية/ السياسية / الإقتصادية	15
عمليات الاندماج والاستحواذ.	16
إطلاق منتجات جديدة.	17
محظة الأعمال.	18

عناصر المؤشر	م
دورة الحياة Life cycle .	19
البحث والتطوير .	20
قياس الأداء Performance measurement .	21
<b>مخاطر التشغيل / العمليات Operations Risks</b>	
الاعتماد على معرفة الموظفين.	22
الانقطاعات في سلسلة التسليم Interruptions in The Delivery Chain	23
تقلبات أسعار عوامل الإنتاج مثل المواد الخام.	24
رضا العملاء Customer satisfaction .	25
تآكل اسم العلامة التجارية Brand Name Erosion	26
تقادم المخزون وانكماشه Stock Obsolescence and Shrinkage	27
فشل المنتجات والخدمات.	28
البيئة Environmental .	29
الصحة والسلامة Health and safety .	30
المصادر Sourcing.	31
ضوابط الجودة.	32
تطوير المنتج Product development .	33
الكفاءة والأداء Efficiency and performance .	34
<b>مخاطر التكنولوجيا وتشغيل المعلومات. Information processing and technology risk</b>	
سلامة و نزاهة تشغيل البيانات Integrity	35
إمكانية الوصول/ الوصول Access	36
الإتاحة Availability	37
البنية الأساسية Infrastructure	38
<b>مخاطر الامتثال للوائح Compliance With Regulations</b>	
الامتثال لقواعد الإدراج.	39
الامتثال للوائح المالية.	40
الامتثال لمتطلبات عمل الشركات والأنظمة والقوانين الأخرى.	41
مخاطر التفاضلي.	42
<b>مخاطر التمكين Empowerment Risk</b>	
القيادة والإدارة. Leadership and management.	42
الاستعانة بمصادر خارجية Outsourcing	43
حوافز الأداء. Performance incentives.	44
الاستعداد للتغيير. Change readiness.	45

عناصر المؤشر	م
الاتصالات. Communications	46
<b>Integrity Risk مخاطر النزاهة</b>	
الإدارة واحتيال الموظف. Management and employee fraud	47
الأعمال غير المشروعة. Illegal acts	48
السمعة. Reputation	49

المصدر: (Linsley and Shrives, 2006; Kamaruzaman, 2019)