

**تحليل العلاقة بين الملكية (النوع ودرجة التركيز) والإفصاح الكمي والنوعي عن  
المخاطر وأثرها على سيولة الأسهم (دراسة تطبيقية)**

Analysis of The Relationship Between Ownership (Type and Degree of  
Concentration) and Quantitative and Qualitative Disclosure of Risks and  
Their Impact on Stock Liquidity (An Applied Study)

د/ إكرامى جمال السيد زهر<sup>١</sup>

Ekramy Gamal Elsayed Zahr

---

<sup>١</sup> مدرس بقسم المحاسبة - كلية التجارة جامعة المنوفية

Email: Ekramy65@gmail.com

## ملخص

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين ملكية الشركات (النوع ودرجة تركيز الملكية) وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر وأثر هذه العلاقة على سيولة الأسهم بالتطبيق على الشركات المنتمية لكل من قطاع العقارات، وقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات. بالإضافة إلى دراسة دور الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط في تفسير العلاقة بين ملكية الشركات وسيولة الأسهم. وقد اعتمد الباحث على مدخل تحليل المحتوى لتحديد كمية الإفصاح عن المخاطر. وحصر أنواع الملكية ودرجة تركيزها. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها هيمنة ملكية المؤسسات على ٧٥% من ملكية الشركات، تتأثر سيولة الأسهم سلبياً بكل من نوع الملكية وملكية كبار المساهمين، يتأثر مستوى الإفصاح النوعى عن المخاطر إيجابياً بكل من نوع الملكية، وتبنى المعايير الدولية للتقارير المالية (IFRS)، بينما يتأثر مستوى الإفصاح الكمي عن المخاطر سلبياً بنوع الملكية، وإيجابياً بدرجة تركيز ملكية كبار المساهمين، واستقلالية مجلس الإدارة، ولكنه لم يتأثر بتبنى المعايير الدولية للتقارير المالية (IFRS)، يفسر الإفصاح عن المخاطر (كمتغير وسيط) ٧٩% من حجم العلاقة بين الملكية وسيولة الأسهم، ولكن تزيد هذه النسبة إلى ٩٤% فى شركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، وتتنخفض إلى ٦٦% فقط فى شركات قطاع العقارات. وأوصى الباحث بضرورة إصدار معيار محاسبي مصرى ينظم قواعد الإفصاح عن المخاطر فى بيئة الأعمال المصرية، ويراعى فيه اختلاف نوع الملكية، درجة تركيز ملكية كبار المساهمين، ونوع القطاع. وضرورة تحفيز الشركات على الإفصاح الكمي عن المخاطر.

**الكلمات المفتاحية:** ملكية الشركات، تركيز الملكية، الإفصاح عن المخاطر، الإفصاح الكمي عن المخاطر، الإفصاح النوعى عن المخاطر، سيولة الأسهم

## Summary

This study examines the relationship between the quantity of risk disclosure, ownership structure (the type and concentration degree) and stock liquidity. In addition to studying the role of risk disclosure as an intermediary variable in explaining the relationship between corporate ownership and stock liquidity. The researcher used a content analysis methodology to determine the amount of risk disclosure, types of ownership and concentration degree. The results of this study shows; institutes ownership dominates 75% of the companies ownership, there is negative relationship between stock liquidity and ownership type, and blockholders, The level of qualitative disclosure of risks is positively affected by both the type of ownership and IFRS adoption, while the level of quantitative disclosure of risks is negatively affected by the type of ownership, and positively by the degree of blockholders concentration, and the independence of the Board of Directors, but was not affected by IFRS adoption. Risk disclosure (an intermediate variable) interprets 79% of the relationship between ownership and stock liquidity, but this percentage increases to 94% in the services sector, industrial products and cars, and decreases to only 66% in real estate companies. The researcher recommended the necessity of issuing an Egyptian accounting standard that organizes the rules for risk disclosure in the Egyptian business environment, taking into account the difference in the type of ownership, the degree of block holders concentration, and the type of sector. And the need to motivate companies to quantify disclosure of risks.

**Keywords:** Corporate Ownership, Ownership Concentration, Risk Disclosure, Quantitative Risk Disclosure, Qualitative Risk Disclosure, Stock Liquidity.

## ١ - مقدمة البحث

يعتبر الإفصاح والشفافية من القضايا الجوهرية للمستثمرين بصفة عامة والمؤسسين منهم بصفة خاصة (Abdioglu et al, 2015) ، ويعتبر الإفصاح عن المخاطر من المطالب الأساسية لهؤلاء المستثمرين لأنه يساهم في تخفيض ما لديهم من حالات عدم التأكد، تخفيض تكلفة الملكية، تخفيض المخاطر الكلية التي يتعرضون لها، تقييم المخاطر المحيطة بالشركات، وتوفير بيئة أكثر استقراراً لنشاط الاستثمار وتراكم رأس المال، حيث توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين كمية هذا الإفصاح (عدد بنود الإفصاح) وبين حجم المخاطر الكلية بالشركة، كما توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة عكسية بين هذا النوع من الإفصاح وأسعار الأسهم وخاصة في الشركات ذات التوجه الأجنبي بالمقارنة مع الشركات ذات التوجه المحلى (إبراهيم، ٢٠١٤؛ Kim and Yasuda, 2017; Tan et al, 2017; Semper and Beltran, 2014; Rajab & Handley-Schachler, 2009).

وعلى الرغم من تزايد اهتمام مستخدمي التقارير المالية الحاليين والجدد بصفة عامة بمفهوم وإدارة المخاطر وخصوصاً منذ نهاية القرن العشرين بعد أن لحق الفشل وظهرت بعض الفضائح المالية Financial Scandles بعدد من الشركات في جميع أنحاء العالم إلا أن المخاطر من الموضوعات التي تعاني من نقص واضح في مجال نشر المعلومات المحاسبية، ولذا أكد العديد من الباحثين والمنظمات المهنية المحاسبية على ضرورة وأهمية الإفصاح عن المخاطر (Wachira, 2018; Madrigal, et al, 2015; Semper and Beltran, 2014).

وقد توالى العديد من المناقشات حول كيفية توصيل المعلومات عن المخاطر لأصحاب المصلحة وخصوصاً بعد أن أشارت كل من جمعية المحاسبة الأمريكية American Accounting Association (AAA) ومجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية Financial Accounting Standards Board (FASB) في عام ١٩٩٧ إلى أن معلومات المخاطر المفصح عنها في التقارير السنوية للشركات الأمريكية غير كافية، وفي عام ٢٠٠٢ شجع معهد المحاسبين القانونيين في إنجلترا وويلز The Institute of Chartered Accountants in

ICAEW) England and Wales الشركات البريطانية على الإفصاح عن المزيد من المعلومات عن المخاطر في تقاريرها (Wachira, 2018; Madrigal, et al, 2015).

وشرعت بعض الدول في تنظيم مجموعة من القواعد والمبادئ الاسترشادية للإفصاح تشجيعاً للشركات على توفير المزيد من المعلومات عن المخاطر، وتلبية احتياجات المستخدمين من هذه المعلومات (Marzouk, 2016). إلا أن إدارات الشركات لم تغير سياساتها المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر واقتصر التغيير فقط على زيادة عدد العبارات التي تصف المخاطر، وبقيت خصائص المعلومات الخاصة بالإفصاح عن المخاطر خلال الفترة بدون تغيير، ومعظمها كانت معلومات نوعية إلى حد كبير، مع القليل من السرد الاستشراقي والتوقعات الكمية حول الاحتمالات والآثار المتوقعة. فأصدار لوائح أو قواعد جديدة للإفصاح لم يكن بمثابة حافز قوى لتغيير سياسة المديرين في مجال الإفصاح عن المخاطر خوفاً على مصالحهم الذاتية، وحماية أنفسهم من كل من تكاليف التقاضي المحتملة، والانخفاض في قيمة الشركة (Greco,2012).

وعلى المستوى الأكاديمي حاولت بعض الدراسات في البداية تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وبين بعض المتغيرات مثل حجم الشركة، نوع القطاع، العوائد، مستوى المخاطرة، ونوعية المعلومات عن المخاطر. ثم ركزت بعض الدراسات بعد ذلك على خصائص وهيكل حوكمة الشركات (مثل هيكل الملكية وحجم وهيكل مجلس الإدارة) كمحددات للإفصاح عن المخاطر، ولكن هذه الدراسات تعارضت فيما بينها من حيث نتائج تأثير هذه المحددات على الإفصاح عن المخاطر (Madrigal et al, 2015).

وفي الآونة الأخيرة حاولت بعض الدراسات السابقة اختبار وتحليل العلاقات بين الملكية والإفصاح عموماً وسيولة الأسهم، حيث حاولت بعض الدراسات اختبار العلاقة بين تركيز الملكية وسيولة الأسهم (Stagliano et al, 2018; Tran et al, 2018; Al-Jaifi, 2017; Elbannan, 2017; Prommin et al, 2016; Haw et al 2013; Yosra and Sioud, 2011)، كما حاولت دراسات أخرى اختبار العلاقة بين طلب المستثمر للمعلومات وسيولة سوق الأسهم (أبوخزانه، ٢٠١٨؛ 2018، Aouadi, et al, 2018)، وحاولت مجموعة ثالثة من الدراسات تحليل

العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح المحاسبى عموماً (Neifar & Jarboui, 2017; Nagataa & Nguyen, 2017; Jiang et al, 2011) ، وحاولت مجموعة رابعة دراسة العلاقة بين الإفصاح الإلزامى والإفصاح الاختيارى عن المخاطر (Cordazzo et al, 2017). وحاولت مجموعة خامسة دراسة محددات وخصائص الإفصاح عن المخاطر (Wachira, 2018; Madrigal, 2015; Rajab & Handley-Schachler, 2009). وأخيراً اهتمت بعض الدراسات السابقة (إبراهيم، ٢٠١٤، 2012, 2013; Miihkanen, 2012, 2013; Moumen, 2016) بمجال القيمة الإعلامية أو منفعة الإفصاح عن المخاطر.

ويتضح مما سبق عدم وجود دراسات سابقة تتناول بصورة مباشرة العلاقة بين كل من الإفصاح عن المخاطر، ملكية الشركات، وسيولة الأسهم وهذا ما يحاول البحث الحالى تحقيقه.

## ٢ - مشكلة البحث

أكد كل من (Jankensgård, 2018; Wachira, 2018) على أن هناك فجوة بحثية تتمثل فى قصور المعرفة حول العلاقة بين تركيز الملكية والإفصاح الاختيارى بصفة عامة فى ظل تضارب المصالح سواء بين المساهمين وبعضهم البعض (المسيطرين والأقليات) أو بين المساهمين والمديرين (مشكلة الوكالة)، وأن زيادة عدد المساهمين يتطلب الإفصاح عن معلومات إضافية لهم للحد من عدم تماثل المعلومات. كما أشارت دراسة (Elfeky, 2017) إلى أن نتائج الدراسات المعاصرة فى الدول المتقدمة تشير إلى وجود علاقة سلبية بين الملكية المركزة وبين مستوى الإفصاح عموماً لأن كبار المساهمين (أصحاب الكتل الكبيرة Blockholders) يمكنهم الوصول إلى المعلومات من مصادرها الداخلية بسهولة على عكس صغار المساهمين، أما فى الدول النامية فيوجد تضارب ملحوظ فى نتائج الدراسات التى تناولت هذه العلاقة.

وعلى مستوى بيئة الأعمال المصرية فمنذ عام ٢٠٠٦ تولى بعض الوزارات والهيئات الرقابية المصرية اهتماماً غير مسبوق بمجال الإفصاح عموماً حيث أفردت وزارة الاستثمار المصرية فى عام ٢٠٠٦ محوراً كاملاً عن الشفافية والإفصاح فى دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام (مركز المديرين، ٢٠٠٦)، وأصبحت قضية الإفصاح والشفافية فى مقدمة

أوليات عمل البورصة المصرية منذ عام ٢٠١٣ لما لهما من دور جوهري فى تحقيق أكبر قدر ممكن من العدالة بين المستثمرين، تحسين بيئة التداول، وتوفير بيئة ملائمة وجاذبة للاستثمار، فضلاً عن مواكبة أحدث التطورات في أسواق المال العالمية (البورصة المصرية، التقارير السنوية: ٢٠١٣ - ٢٠١٨)، وأفردت الهيئة العامة للرقابة المالية باباً كاملاً (الباب الثالث) عن متطلبات الإفصاح وذلك فى دليل قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٤ و ٢٠١٨)، كما أفردت باباً كاملاً (الباب الثالث) عن الإفصاح والشفافية فى الإصدار الثالث للدليل المصرى لحوكمة الشركات (مركز المديرين المصرى بالهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦).

ورغم هذا الاهتمام فى بيئة الأعمال المصرية بمجال الإفصاح إلا أن التركيز على الإفصاح عن المخاطر لم يكن محلاً للاهتمام إلا بعد الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية نسخة ٢٠١٥ (وزارة الاستثمار، ٢٠١٥) نتيجة لإضافة معايير محاسبية جديدة لم تكن موجودة من قبل وتطوير متطلبات الإفصاح فى بعض المعايير المحاسبية التى تم الاستمرار بالعمل بها وفق الإصدار الجديد. وكان لهذا الإصدار الجديد الفضل وراء اهتمام بعض الدراسات السابقة فى بيئة الأعمال المصرية بمجال الإفصاح المحاسبى عن المخاطر سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة، إلا أن أكثر هذه الدراسات ارتباطاً بالبحث الحالى دراسة (Elfeky, 2017) والتى تناولت العلاقة بين الملكية المركزة (ملكية المساهم لأكثر من ٥%) ومستوى الإفصاح الاختيارى لحوكمة الشركات فى بيئة الأعمال المصرية. ودراسة (أبوخزانه، ٢٠١٨) والتى تناولت العلاقة بين مستوى الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية وفقاً لمعيار التقرير المالى رقم (٧) IFRS 7 وأثر ذلك على سيولة الأسهم.

ومما سبق يتضح أنه رغم الاهتمام بموضوع الإفصاح عن المخاطر فى بيئة الأعمال المصرية إلا أن الجانب الأكاديمى لهذا الاهتمام لم يحاول اختبار أثر التفاعل بين كل من نوع الملكية ودرجة تركيزها وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر وأثر هذا التفاعل على سيولة الأسهم، وكذلك لم يهتم بدور الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط فى تفسير حجم العلاقة بين

نوع ودرجة تركيز الملكية (كمتغيرات مستقلة) وبين سيولة الأسهم (كمتغير تابع) وخصوصاً بعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية في مصر، وهذا ما يحاول البحث الحالي تحقيقه بالتطبيق على الشركات المنتمية لأنشط القطاعات (قطاع العقارات، وقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات) في البورصة المصرية خلال الفترة (٢٠١٤ - ٢٠١٨) من حيث حجم وقيمة التداول.

### ٣- دوافع البحث وتساؤلاته

تتلخص دوافع إجراء البحث فيما يلي:

- لم تقدم الدراسات السابقة دليلاً عملياً عن دور الإفصاح عن المخاطر في تفسير العلاقة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وبين سيولة الأسهم بصفة عامة وفي قطاع العقارات وقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات في الدول النامية عموماً وفي مصر بصفة خاصة. وذلك بالرغم من أن هذين القطاعين من أنشط خمسة قطاعات في البورصة المصرية من حيث حجم وقيمة التداول (البورصة المصرية، التقارير السنوية، ٢٠١٤-٢٠١٨).
- اتجاه الدراسات السابقة المعاصرة نحو دراسة خصائص وهيكل حوكمة الشركات (منها هيكل الملكية) كمحددات لكل من الإفصاح عن المخاطر وسيولة الأسهم.
- تضارب نتائج الدراسات المعاصرة في الدول النامية (منها مصر) بشأن العلاقة بين الملكية المركزة وبين مستوى الإفصاح عموماً (Elfeky, 2017) مما يستدعي المزيد من الدراسات في الدول النامية حول العلاقة بين هيكل الملكية وبين مستوى الإفصاح بصفة عامة والإفصاح عن المخاطر بصفة خاصة.
- لا يزال تأثير متغير الملكية على كل من مستوى الإفصاح وسيولة الأسهم مثيراً للجدل وبالتالي فإن الفكر المحاسبي في حاجة إلى مزيد من الدراسات في هذا المجال لتحديد اتجاه وقوة العلاقة والتأثير بين هذين المتغيرين خصوصاً في ظل متغير الإفصاح عن المخاطر.
- عدم وجود معيار محاسبي مصرى ينظم الإفصاح عن المخاطر في بيئة العمل المصرية.



ومما سبق يحاول الباحث اختبار تأثير التفاعل بين كل من نوع الملكية ودرجة تركيزها وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر وأثرها على سيولة الأسهم فى بيئة الأعمال المصرية من خلال الإجابة عن التساؤلات التالية:

- ما هو مستوى (كمية) الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر فى الشركات محل الدراسة؟
- ما هى أنواع الملكية ودرجة تركيزها فى الشركات محل الدراسة؟
- ما هو أثر نوع الملكية ودرجة تركيزها على الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر فى الشركات محل الدراسة؟
- ما هو أثر نوع الملكية ودرجة تركيزها على سيولة الأسهم فى الشركات محل الدراسة؟
- ما هو أثر التفاعل بين كل من نوع الملكية ودرجة تركيزها وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر على سيولة الأسهم فى الشركات محل الدراسة؟
- ما هو أثر الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط على العلاقة بين نوع الملكية ودرجة تركيزها وبين سيولة الأسهم؟
- هل يوجد تمايز بين الشركات محل الدراسة من حيث كمية الإفصاح عن المخاطر قبل وبعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية فى مصر ؟

#### ٤- أهداف البحث

- يسعى البحث إلى تحقيق هدف رئيسى هو "اختبار أثر التفاعل بين كل من نوع الملكية ودرجة تركيزها وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر على سيولة الأسهم" ولذا يسعى البحث إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:
- تحليل محتوى تقارير هيكل المساهمين لتحديد نوع الملكية ودرجة تركيزها فى الشركات محل الدراسة.
  - تحليل محتوى التقارير المالية السنوية المنشورة لتحديد كمية الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر فى الشركات محل الدراسة.

- استقراء الدراسات السابقة لحصر وتحليل المقاييس البديلة لدرجة تركيز الملكية واختيار أنسبها لخدمة أهداف البحث.
- استقراء الدراسات السابقة لحصر وتحليل المقاييس البديلة لسيولة الأسهم واختيار أنسبها لخدمة أهداف البحث.
- دراسة وتحليل قدرة كل من نوع الملكية ودرجة تركيزها على تفسير الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر.
- دراسة وتحليل قدرة كل من نوع الملكية ودرجة تركيزها على تفسير سيولة الأسهم.
- دراسة وتحليل التفاعل بين نوع الملكية ودرجة تركيزها من ناحية وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر من ناحية أخرى وأثر ذلك على سيولة الأسهم.
- دراسة وتحليل مدى وجود تمايز بين الشركات من حيث كمية الإفصاح عن المخاطر قبل وبعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية في مصر.

#### ٥- أهمية البحث

يستمد البحث أهميته مما يلي:

#### ١-٥ الأهمية العلمية:

- يعتبر موضوع سيولة الأسهم من الموضوعات الجاذبة في السنوات الأخيرة لعدد كبير من الدراسات في الفكرين المحاسبي والتمويلي لما له من آثار على كل من هيكل رأس المال، قرارات الاستثمار، وأداء وقيمة الشركة.
- يحاول البحث سد القصور في المعرفة عن محددات الإفصاح عن المخاطر وسيولة الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، وتأثير ذلك على حركة التداول في البورصة المصرية.
- الإفصاح عن المخاطر له العديد من الآثار الاقتصادية (Semper & Beltran, 2014) ولذا فإن دراسة محدداته وآثاره الناجمة عنه يساعد الجهات المختصة في مصر على النظر في إمكانية إصدار معيار أو متطلبات خاصة بهذا النوع من الإفصاح.

- توصية بعض الدراسات السابقة فى بيئة الأعمال المصرية بضرورة إجراء المزيد من البحوث عن العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وتركيز الملكية وغيرها من المحددات (أبوخزانه، ٢٠١٨؛ مليجى، ٢٠١٧).

#### ٥-٢ الأهمية العملية

- الاهتمام الملحوظ من جانب كل من الهيئة العامة للرقابة المالية وإدارة البورصة المصرية خلال السنوات الأخيرة الماضية وتركيزها على تحسين مستويات وجودة الإفصاح المحاسبى والشفافية، وتحسين بيئة التداول بغرض حماية المستثمرين، وتوفير بيئة ملائمة وجاذبة للاستثمار ومواكبة لأحدث التطورات فى أسواق المال العالمية (البورصة المصرية، التقارير السنوية: ٢٠١٣-٢٠١٨؛ مركز المديرين المصرى بالهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦).
- يعتبر قطاع العقارات وقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات من أنشط خمسة قطاعات من حيث حجم وقيمة التداول (البورصة المصرية، التقارير السنوية، ٢٠١٤-٢٠١٨)، وهذا يعد من الدوافع الرئيسية لإجراء البحث الحالى.
- دراسة وتحليل العلاقة التفاعلية بين كل من الملكية والإفصاح عن المخاطر وأثرها على سيولة الأسهم يساعد الهيئة العامة للرقابة المالية فى مصر على تطوير سوق رأس المال وقواعد القيد والشطب للأوراق المالية المدرجة بالبورصة المصرية، لأن إدارة هذه العلاقة يساهم فى الحد من عدم تماثل المعلومات وبالتالي تحسين كفاءة سوق المال.

#### ٦- منهج البحث

اعتمد البحث على أسلوب تحليل المحتوى فى فحص التقارير المالية السنوية المنشورة، وتقارير هيكل المساهمين لعينة البحث المقيدة فى البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨، كما اعتمد البحث على المنهج الاستقرائى فى مراجعة الفكر المحاسبى المتعلق بكل من نوع ودرجة تركيز الملكية والإفصاح عن المخاطر وسيولة الأسهم بغرض الاستفادة منه فى صياغة المشكلة وبناء الإطار النظرى للبحث، كما اعتمد البحث على المنهج الاستنباطى بغرض صياغة

واختبار الفروض البحثية واستنتاج وتحليل العلاقات التأثيرية بين نوع ودرجة تركيز الملكية وبين الإفصاح عن المخاطر من ناحية وأثر التفاعل بين هذه المتغيرات على سيولة الأسهم من ناحية أخرى.

#### ٧- حدود البحث

##### ٧-١ الحدود الفنية:

اعتمد البحث فى قياس درجة تركيز الملكية على كل من مؤشر ملكية كبار المساهمين لـ ٥% فأكثر Blockholders، مؤشر ملكية أكبر مساهم Greater Holder، مؤشر ملكية أكبر ٣ مساهمين. وقد استخدم البحث عدد العبارات أو الجمل التى شملتها التقارير المالية السنوية وأفصحت عن المخاطر كأساس لقياس كمية الإفصاح عن المخاطر، واعتمد على معدل دوران السهم كمؤشر لسيولة الأسهم.

##### ٧-٢ الحدود الزمنية:

اعتمد البحث على البيانات الثانوية الواردة فى التقارير المالية السنوية للشركات محل الدراسة خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨، والتقارير والإحصاءات المنشورة للبورصة المصرية خلال نفس الفترة.

##### ٧-٣ الحدود المكانية:

يُطبق البحث على الشركات المنتمية لأنشط خمسة قطاعات فى البورصة المصرية من حيث كمية التداول خلال الفترة من ٢٠١٤ إلى ٢٠١٨ مع مراعاة شروط اختيار العينة.

#### ٨- خطة البحث

تم استكمال البحث بأربعة عناصر هى:

- الإطار النظرى للبحث.
- الدراسات السابقة وصياغة الفروض.

- الدراسة التطبيقية.
  - النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية
- وفيما يلي مناقشة كل عنصر بالتفصيل:

## ٩- الإطار النظري للبحث

### ٩-١ الإفصاح عن المخاطر

#### ٩-١-١ الإفصاح عن المخاطر فى الفكر المحاسبى

يعتبر الإفصاح عن المخاطر من الموضوعات الحديثة نسبياً فى نطاق البحوث المحاسبية (Linsley & Shrivs, 2006). فحتى نهاية القرن العشرين لم تكن الجهود البحثية للأكاديميين ملحوظة فى مجال الإفصاح عن المخاطر، حيث اقتصرت على إيضاح الخطوط العريضة لتحسين هذا النوع من الإفصاح وكيفية اختبارها عملياً، واقتراح النماذج المرغوب فيها للإفصاح عن المخاطر كبداية لما هو كائن فى الواقع العملى (Woods et al., 2008; Solomon et al., 2000).

ومع تزايد الاهتمام بمعلومات المخاطر التي أفصحت عنها بعض الشركات واكتسابها خبرات فى الإفصاح عن هذه المعلومات، وتزايد ضغوط أصحاب المصالح للتوسع فى هذا النوع من الإفصاح، وقلق العديد من المنظمات المهنية من قصور المحتوى المعلوماتى للتقارير المالية المنشورة فيما يخص معلومات المخاطر، وعدم تلبية مطالب أصحاب المصالح بشكل كافى وملائم فقد تزايد اهتمام العديد من الباحثين فى هذا المجال وخصوصاً منذ بداية القرن الواحد والعشرين، وانتشرت سلسلة من البحوث الأكاديمية فى مجال الإفصاح عن المخاطر ركزت على اتجاهين أحدهما يهتم بفهم درجة الإفصاح عن المخاطر وخصائص الشركات ذات التأثير على هذا الإفصاح، أما الاتجاه الثانى فيهتم بالمحتوى المعلوماتى للإفصاح عن المخاطر، وقد خلصت هذه البحوث إلى أن ممارسات الإفصاح تقتصر على عرض حالات الطوارئ والمخاطر غير المعروفة، فضلاً عن عدم تحديث المعلومات عن المخاطر المعروفة مع التركيز على المخاطر المالية فقط (Madrigal et al., 2015; Semper & Beltrán, 2014; Dobler et al.,

(2011)، وقد يرجع هذا القصور إلى خطورة الإفصاح عن المخاطر لأنه يقدم معلومات تتعلق بمخاطر الشركة، وبالتالي فإن هذا النوع من الإفصاح غالباً ما يتعامل مع العوامل السلبية التي تؤثر على الأداء المستقبلي لها (Kim & Yasuda, 2017).

ومنذ عام ٢٠١٠ بدأت البحوث الأكاديمية في مجال الإفصاح عن المخاطر تتنوع في اهتماماتها فقد اهتم بعضها بإجراء دراسات دولية مقارنة في مجال الإفصاح عن المخاطر (Dobler et al, 2011)، الآثار المترتبة على الإفصاح عن المخاطر (Kim & Yasuda, 2017)، محددات الإفصاح عن المخاطر (Wachira, 2018; Khalil & Maghraby, 2017; Al-Hadi, 2017; Madrigal et al, 2015; Khaledi, 2014; Elshandidy et al, 2013; Marzouk, 2013; Zadeh & Eskandari, 2012; Elzahar & Hussainey, 2012; Rajab & Handley-Schachler, 2009)، القيمة الإعلامية للإفصاح عن المخاطر (Neifar & Jarboui, 2017; Tan et al, 2017; Kim & Yasuda, 2017; Moumen et al, 2016; Moumen et al, 2015; Semper & Beltrán, 2014; Abraham & Shroff, 2016)، جودة الإفصاح عن المخاطر (Miikinen, 2013; Adamu, 2013; Shroff, 2016)، ممارسات وخصائص الإفصاح عن المخاطر (Kang & Gray, 2019; Malafronte et al, 2018; Zadeh et al, 2016; Dobler et al, 2011; Hassan, 2009).

وبالرغم من اهتمام العديد من الدراسات السابقة بمجال الإفصاح عن المخاطر إلا أنه لا يزال واحداً من أكثر الموضوعات الغامضة وغير المنظمة (الإلزامية) بشكل كافي في مجال الإفصاح العام للشركات، كما أن معظم ممارسات الإفصاح عن المخاطر تأخذ الشكل الوصفي والإلزامي في عدة دول منها الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، المملكة المتحدة، وألمانيا، وأن التباين بين هذه الدول يكمن فقط في كمية الإفصاح عن المخاطر حيث هيمنت الشركات الأمريكية تليها الشركات الألمانية من حيث كمية الإفصاح. أما عن باقي سمات الإفصاح عن المخاطر فكان التباين غير جوهري بين الدول. ويرجع ذلك التباين فقط إلى اختلاف هذه الدول فيما بينها من حيث تنظيم

نشاط الإفصاح على المستوى المحلي فى كل دولة مما يعنى أن دوافع الإفصاح عن المخاطر لها تأثير جوهري على قرارات المديرين خصوصاً وأن تركيز هؤلاء المديرين يكون على الإفصاح عن المخاطر المالية والقليل منه عن المخاطر الكمية والمستقبلية (Dobler et al, 2011).

ويعتبر غياب الأدلة التجريبية المباشرة عن آثار الإفصاح عن المخاطر من أكثر قيود تطوير معايير الإفصاح عن المخاطر (Schrand & Elliott, 1998)، ولكن فى بداية القرن الواحد والعشرين حاولت بعض الدراسات التجريبية اختبار أهمية ومنفعة الإفصاح عن المخاطر للمستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح ، وتوصلت بعضها إلى عدم جدوى معلومات المخاطر المفصح عنها فى كثير من الأحيان للمستثمرين فى تكوين أحكامهم بشأن هذه المخاطر (Koonce et al, 2005 (I); Koonce et al, 2005 (II)) وتوصل بعضها إلى أن الإفصاح عن المخاطر مفيد للمستثمرين حيث يساعدهم فى تقييم مخاطر الشركة والتنبؤ بنمو الأرباح فى المستقبل، كما أنه يساهم فى تخفيض تكلفة رأس المال وعدم تماثل المعلومات، تحسين الشفافية، وتعظيم قيمة الشركة (Malafrente et al, 2018; Jankensgård, 2018; Tan et al, 2017; Kim & Yasuda, 2017; Moumen et al, 2016; Moumen et al, 2015).

ويُنظر إلى المخاطر على أنها "عدم التأكد من حجم المنافع التي تشمل كل من احتمال تحقيق المكسب أو التعرض للخسارة" (ICAEW, 1999)، أما الإفصاح عن المخاطر فيُعرف بأنه "إبلاغ القارئ بأي فرصة، احتمال، خطر، ضرر، تهديد، تعرض قد يكون له تأثير على الشركة فى الوقت الراهن أو فى المستقبل أو من إدارة أي فرصة، احتمال، خطر، ضرر، تهديد، أو تعرض" (Linsley & Shrivies, 2006). كما يُعرف الإفصاح عن المخاطر بأنه "كل ما تقدمه الشركة فى تقاريرها السنوية من معلومات تصف كل من المخاطر الرئيسية، آثارها الاقتصادية المتوقعة على الأداء المستقبلي، والإجراءات المتخذة لإدارتها" (Miihkinen, 2012).

وقد أشارت إحدى الدراسات إلى أن تحسين الإفصاح عن المخاطر يتحقق بإصدار سياسات جديدة للإفصاح من جانب الهيئات المنظمة (الإفصاح الإلزامي) وكذلك تلبية الطلب المتزايد على الإفصاح عن المخاطر من جانب أصحاب المصالح (الإفصاح الاختياري) (Zadeh et al,

(2016). ولذا يمكن القول بأن هناك نوعان من الإفصاح عن المخاطر أحدهما إلزامى (إجبارى) والآخر اختياري (تطوعى) وكل من هذين النوعين قد يكون فى صورة كمية أو نوعية (وصفية) على النحو التالى:

### الإفصاح الاختياري والإفصاح الإلزامى عن المخاطر

تعتبر معلومات المخاطر جزءاً رئيسياً من المعلومات التي تفصح عنها الشركات اختياريًا أكثر منها إلزامياً استجابةً للضغوط المتزايدة من جانب أصحاب المصلحة فى الشركات للإفصاح عن المزيد من معلومات المخاطر لأن التوسع فى هذا النوع من الإفصاح وتحسينه يساهم فى حماية مصالحهم المتعددة (Semper & Beltran, 2014; Abraham & Cox, 2007; Solomon et al, 2000). وقد يرجع ذلك إلى أن الإفصاح الإلزامى عن المخاطر بوضعه الحالى غير كافى لتلبية الاحتياجات المتزايدة لأصحاب المصالح من معلومات المخاطر، لأنه يتجاهل بعض بنود المخاطر المالية وغير المالية، مما أدى إلى مطالبة الشركات من جانب أصحاب المصالح بالمزيد من الإفصاح الاختياري عن هذه المعلومات (مليجي، ٢٠١٨؛ Cordazzo et al, 2017; Moumen et al, 2015)، وترجع أهمية الإفصاح الإلزامى عن المخاطر إلى أنه قد يؤثر على التقرير العام للمخاطر فى إيضاحات الإدارة من خلال الزيادة المحتملة فى كمية المعلومات، وإمكانية تحويل خصائص بعض المعلومات الخاصة بالمخاطر إلى توقعات وتقديرات كمية (Greco, 2012).

وقد حاولت دراسة (Beretta & Bozzolan, 2004) اختبار ما إذا كانت الشركات الإيطالية تفصح اختياريًا أم إلزامياً عن بعض المعلومات المتعلقة بالمخاطر، وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه الشركات تميل إلى تطبيق سياسة "الإفصاح الرسمي غير الجوهري" نظراً للتأثير المتوقع للمخاطر على مستقبل الشركات. وفى بيئة الأعمال الكندية توصلت دراسة كل من (Zeghal & Lajili, 2005) إلى أن الإفصاح عن المخاطر يفتقر إلى التوحيد والوضوح والقياس الكمي مما يقلل من فائدته لأصحاب المصلحة. وحاولت دراسة (Moumen et al, 2015) اختبار ما إذا كان الإفصاح الاختياري عن المخاطر يحتوى معلومات ذات قيمة وملائمة



للمستثمرين للتنبؤ بالأرباح المستقبلية، وتوصلت إلى أن الإفصاح السردى عن المخاطر زاد الطلب عليه فى التقارير الدورية للشركات بواسطة المبادئ المحاسبية المقبولة عموماً GAAP، وأصبح من الممارسات المفضلة مع التوسع فى تطبيق حوكمة الشركات، كما أشارت الدراسة أيضاً إلى أن الدول المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية، كندا، ألمانيا، المملكة المتحدة، أستراليا وغيرها تلزم شركاتها بالإفصاح عن المخاطر المالية إلا أن الإفصاح يقتصر على مخاطر السوق المرتبطة بالمشتقات المالية والتي تتطلبها بعض المعايير المحاسبية الأمريكية والدولية مثل FAS 119, IAS 133, IAS 139 أما باقى بنود المخاطر فيتم الإفصاح عنها بشكل اختياري وليس إلزامي.

ويرى (Jankensgård, 2018, p281) أن جميع الشركات عليها أن تتوسع فى مجال الإفصاح الاختياري بصفة عامة بما فيه الإفصاح عن المخاطر لما له من آثار إيجابية على كل من عدم تماثل المعلومات، الشفافية، وتخفيض تكلفة رأس المال. ولذا يرى (Madrigal et al, 2015) أن الإفصاح الاختياري عن المخاطر يتأثر بنظرية أصحاب المصالح والتي تقضى بأن منفعة المعلومات المنشورة عن الشركة لا تقتصر على المساهمين أو المستثمرين فقط بل تتعداها إلى غيرهم من فئات أصحاب المصلحة فى الشركة، وذلك من منطلق إدراك واعتراف الشركات بشرعية مصالح هذه الفئات، كما أن هذه النظرية تعبر اهتمامها بالفئة الأكثر نفوذاً فى الشركة، فكلما زاد نفوذ فئة أو أكثر من فئات أصحاب المصلحة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر كلما توسعت الشركة فى الإفصاح عن معلومات المخاطر التي تلبى رغبات هذه الفئة أكثر من غيرها وهكذا.

ويعتبر الإفصاح الاختياري مرآة لتدخل العديد من القوى المتناقضة (القوى الداعمة والقوى المانعة)، ولذا يتأثر المديرون عند إدارتهم للمستويات المختلفة من الإفصاح عن المخاطر بمتغيرين متناقضين هما تحقيق الأهداف الاقتصادية، واحترام القواعد والمعايير الاجتماعية (Anthony & Godwin, 2015)

وسواء كان الإفصاح عن المخاطر اختيارياً أو إلزامياً فقد يكون فى صورة كمية أو نوعية كما يلى:

### الإفصاح النوعى والإفصاح الكمي عن المخاطر

لم يحظ الإفصاح عن المخاطر باهتمام الفكر المحاسبى من حيث سماته النوعية والكمية باستثناء بعض الدراسات السابقة فى نهاية القرن العشرين منها دراسة (Roulstone, 1999) والتي توصلت إلى أن الإفصاح النوعى عن المخاطر يعتبر غير ملائم، غامض، نمطى، وصعب الفهم. أما دراسة كل من (Konishi & Ali, 2007; Mohobbot, 2005) توصلت إلى أن معظم الشركات اليابانية غير المالية تفصح عن معلومات المخاطر بشكل وصفى، وأنها تمتنع عن الإفصاح عنها فى شكل كمي، وإن كان الإفصاح الكمي عن المخاطر أصبح فى اتجاهه نحو التزايد. وقد أشارت دراسة (Linsley & Shrivess, 2006) إلى أن تحسين جودة الإفصاح عن المخاطر يتطلب القياس الكمي لمعلومات المخاطر المفصح عنها حتى يتمكن المستفيدون ومستخدموا هذه المعلومات من التقييم الدقيق لآثار هذه المخاطر بشكل أفضل وأسهل على الشركة. وتوصلت نفس الدراسة إلى أن عدداً قليلاً من الشركات فى المملكة المتحدة تفصح عن معلومات المخاطر فى صورة كمية، وأن هذه المعلومات تفنقر إلى الترابط، ويصعب على أصحاب المصالح الاعتماد عليها فى إجراء تقييم دقيق لمخاطر الشركات. ولذا قامت دراسة (Linsley & Lawrence, 2007) بتحليل أسلوب الكتابة المستخدم فى عرض معلومات المخاطر بالشركات فى المملكة المتحدة وتوصلت إلى عدم قابلية ومنفعة قراءتها.

وعلى الرغم من أن التقدير الكمي للمخاطر مفيداً، إلا أن هناك بعض المشكلات التي تواجه الشركات عند إجراء هذا التقدير الكمي مثل صعوبة قياس بعض المخاطر، غياب المقياس النمطى لجميع مخاطر الشركة، فبعض أساليب القياس يمكن تطبيقها فقط على بعض المخاطر دون غيرها. كما أنه فى الشركات صغيرة الحجم ربما تكون تكاليف تقدير المخاطر مرتفعة أو متوسطة أو منخفضة، وقد لا يترتب عليها دائماً نتائج إيجابية بالنسبة لهذه الشركات، مما يجعل

المدراء يترددون فى التقدير الكمى للمخاطر على الرغم من أهميته فى تحسين جودة الإفصاح عن المخاطر. (Konishi & Ali, 2007; Linsley & Shrivs, 2005; Mohobbot, 2005). وقد توصلت دراسة (Greco,2012) إلى أن إدارات الشركات المقيدة فى البورصة الإيطالية لم تغير سياساتها المتعلقة بالإفصاح عن المخاطر بعد إصدار لوائح وقواعد جديدة لهذا النوع من الإفصاح حيث اقتصر التغيير فقط على زيادة عدد العبارات التى تصف المخاطر، وبقيت خصائص المعلومات الخاصة بالإفصاح عن المخاطر خلال الفترة بدون تغيير، ومعظمها كانت معلومات نوعية إلى حد كبير، مع القليل من السرد الاستشراقي والتوقعات الكمية حول الاحتمال والأثر المقدر. فأصدار لوائح أو قواعد جديدة للإفصاح لم يكن بمثابة حافز قوى لتغيير سياسة المديرين فى مجال الإفصاح فسلوك هؤلاء المديرين يتماشى مع المصلحة الذاتية لحماية أنفسهم من كل من تكاليف التقاضي المحتملة، الانخفاض فى قيمة الشركة، والتكاليف التنافسية للإفصاح.

### ٩-١-٢ الإفصاح عن المخاطر فى بيئة العمل المصرية

حرصت الهيئة العامة للرقابة المالية على ضرورة التزام الشركات المقيدة وغير المقيدة أوراقها المالية فى البورصة المصرية بإدارة والإفصاح عن أهم المخاطر التى تواجهها (المخاطر الاستراتيجية، مخاطر التشغيل، مخاطر السوق، مخاطر الائتمان، مخاطر السمعة، مخاطر نظم المعلومات وحماية البيانات، وأى مخاطر أخرى من شأنها التأثير على نشاط واستدامة الشركة)، وكذلك الإفصاح عن سبل مواجهتها، وغيرها من المعلومات الجوهرية ذات الأثر على استمراريتها، وقدرتها على التعامل مع تقلباتها (مركز المديرين المصرى بالهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٦). كما حرصت البورصة المصرية على إلزام جميع الجهات والشركات المقيد لها أوراق مالية بجدول البورصة ببعض متطلبات الإفصاح من خلال قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية مع عدم الإخلال بمتطلبات الإفصاح الواردة بالقانون رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢، ولكن لم يكن من بين هذه المتطلبات الإفصاح عن بنود محددة للمخاطر، وإنما اقتصرت هذه المتطلبات على ما ورد فى نصوص المواد (من ٢٧ وحتى ٣٤) بشأن الإفصاح عن الجهات المقيد لها أوراق مالية بالبورصة، تعاملات المساهمين الرئيسيين والأطراف المرتبطة، تقرير الإفصاح الدورى

للشركات المقيد لها أسهم بالبورصة، مقارنة النتائج وخطط الرعاية، قرارات ومحاضر الجمعية العامة، قرارات مجلس الإدارة، قرار التوزيعات وضوابط تنفيذه، وأخيراً الإفصاح عن أية معلومات جوهرية ويتضمن هذا المتطلب الأخير ضرورة إفصاح الشركات عن أية أحداث جوهرية مثل إقامة الدعاوى القضائية ضد الشركة أو أحد أعضاء مجلس إدارتها أو المديرين الرئيسيين، والقرارات الصادرة من الجهات الإدارية بالدولة وتؤثر على أنشطة الشركة (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٤ و ٢٠١٨).

وفى عام ٢٠١٥ أصدرت وزارة الاستثمار المصرية الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية والذي يتبنى المعايير الدولية للتقارير المالية IFRS وبمراجعة هذا الإصدار تبين أن هناك بعض المعايير المحاسبية تنص صراحة على الإفصاح عن بعض المخاطر وهى:

- معيار رقم (٤) بعنوان "قائمة التدفقات النقدية" حيث أشار البند (٥١) إلى أن "الشركة التى لا تقوم بالاستثمار بشكل كاف فى صيانة طاقتها التشغيلية عليها أن تعرض ربحيتها فى المستقبل للخطر نتيجة لرغبتها فى توفير سيولة وإجراء توزيعات على أصحاب المنشأة فى الفترة الحالية".
- معيار رقم (٣٧) بعنوان "عقود التأمين" حيث نصت البنود (٣٨، ٣٩) على ضرورة أن تفصح شركات التأمين عن كل من المعلومات التى تساعد مستخدمى القوائم المالية على تقييم ومدى مخاطر عقود التأمين، أهدافها من إدارة مخاطر عقود التأمين، سياساتها لتخفيف حدة مخاطر عقود التأمين، أية معلومات بشأن مخاطر التأمين قبل وبعد التخفيف من حدة المخاطر عن طريق إعادة التأمين، المعلومات الخاصة بكل من مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر السوق، والمعلومات الخاصة بالتعرض لمخاطر سعر الفائدة ومخاطر السوق تحت بند المشتقات الضمنية بعقد التأمين.
- معيار رقم (٤٠) بعنوان "الأدوات المالية - الإفصاحات" حيث نصت البنود (٣١-٤٢) على ضرورة أن تفصح المنشأة عن المعلومات التى تساعد مستخدمى القوائم المالية فى تقييم طبيعة ومدى المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية التى تتعرض لها المنشأة فى

تاريخ نهاية الفترة المالية، ويقصد بهذه المعلومات كل من المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية وهى مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر السوق، وكيفية إدارتها.

- معيار رقم (٤٤) "الإفصاح عن الحصص فى المنشآت الأخرى" حيث نصت البنود (١٠)، (٢٠) على ضرورة أن تفصح المنشأة عن المعلومات التى تساعد مستخدمى القوائم المالية فى تقييم طبيعة المخاطر المصاحبة لحصتها فى كل من المنشآت ذات الهيكل الخاص المجموعة والتغييرات فيها، المنشآت ذات الهيكل الخاص غير المجموعة والتغييرات فيها، والمشروعات المشتركة والشركات الشقيقة والتغييرات فيها.

ومن ناحية أخرى أشارت المعايير المحاسبية المصرية فى نسختها الجديد والمعدلة (٢٠١٥) إلى أن الإفصاحات النوعية فى سياق الإفصاحات الكمية عن المخاطر يساعد مستخدمى القوائم المالية على تكوين صورة كلية لطبيعة ونطاق المخاطر الناجمة عن الأدوات المالية، ويحسن قدرتهم على تقييم مدى تعرض المنشأة لهذه المخاطر. ولذا تحاول هذه الدراسة تحليل العلاقة بين كل من ملكية الشركة وبين الإفصاح عن المخاطر بنوعية الكمية والنوعى وأثرها على سيولة الأسهم.

أما على مستوى الأكاڤمى فى بيئة الأعمال المصرية فقد حاوت دراسة (بحيرى، ١٩٨٩) اقتراح إطار للإفصاح عن المخاطر فى التقارير المالية. واهتمت دراسة (الليثى، ١٩٩٢) بتأثير الإفصاح عن المخاطر المالية على قرارات الاستثمار فى الأسهم، بينما اهتمت دراسة (الزغبى، ٢٠٠٩) بمراجعة الإفصاح عن المخاطر البيئية فى إطار معايير المحاسبة والمراجعة. وقد أشارت دراسة (Samaha & Dahawy, 2010) إلى أن مستوى الإفصاح الاختيارى (يتضمن الإفصاح عن المخاطر) فى الشركات الثلاثون الأنشط فى مصر لم يتعد ٢٠% من إجمالى بنود مؤشر الإفصاح الاختيارى المستخدم فى الدراسة. أما دراسة (عمران، ٢٠١٥) فقد استطلعت آراء المديرين الماليين والمراجعين الداخليين بعينة من الشركات المقيدة فى البورصة المصرية وعينة من المحللين الماليين عن دور الآليات الداخلية للحوكمة فى تحسين مستوى الإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر، وقد اعتمدت الدراسة على أداة الاستبيان للتعرف على أوجه القصور فى الإفصاح عن هذه المعلومات.

وتوصلت دراسة (Elfeky, 2017) إلى وجود تأثير سلبي للملكية المركزة (ملكية المساهم لأكثر من ٥%) على مستوى الإفصاح الاختياري لحوكمة الشركات فى بيئة الأعمال المصرية. وقامت دراسة (أبوخزانه، ٢٠١٨) باستطلاع رأى عينة شملت ١٠٧ محلل مالى ومستثمر فى أسهم البورصة المصرية وعدد ٤٢ شركة متداولة خلال الفترة من ٢٠١٤-٢٠١٦ عن مستوى إفصاح هذه الشركات عن مخاطر الأدوات المالية، وتوصلت إلى أن الشركات الممثلة لعينة الدراسة لم تفصح عن هذه المخاطر وفقاً لمعيار التقرير المالى IFRS 7، وأن معدل إفصاحها كان أقل من متطلبات هذا المعيار بكثير، كما أن هذا النوع من الإفصاح لا يؤثر بشكل معنوى على سيولة الأسهم. وتوصلت دراسة (Mokhtar et al, 2018) إلى أن نظم المحاسبة فى الشركات المصرية محل الدراسة تركز على مسك الدفاتر مع قليل من الاهتمام بمجال الإفصاح. وقد اختبرت دراسة (مليجى، ٢٠١٨) أثر محددات الإفصاح عن المخاطر على القرارات المالية للشركات المسجلة بسوق رأس المال المصرى، وقد توصلت إلى أن مستوى الإفصاح عن المخاطر يؤثر على كل من حجم السيولة، واختيار مصدر التمويل. كما توصلت إلى ضعف مستوى الإفصاح عن المخاطر فى التقارير السنوية للشركات وأن هذا المستوى يرتبط بعلاقة موجبة ومعنوية ببعض المحددات من بينها الملكية الأجنبية، ولكن يرتبط بعلاقة سالبة ومعنوية بالملكية الإدارية.

ويلاحظ مما سبق وجود قصور معرفى فى الفكر المحاسبى ببيئة الأعمال المصرية حول العلاقة المباشرة بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية وبين الإفصاح النوعي والكمي عن المخاطر وأثر هذه العلاقة على سيولة الأسهم ولذا تحاول الدراسة الحالية اختبار وتحليل هذه العلاقات.

### ٩-١-٣ منهجية قياس الإفصاح عن المخاطر

- استخدم الباحث منهجية تحليل المحتوى لقياس كمية الإفصاح النوعي والكمي عن المخاطر بالتقارير المالية السنوية المنشورة للشركات محل الدراسة. حيث يعتبر تحليل محتوى البيانات بمثابة تمثيل للنصوص والصور والتعبيرات التي يمكن رؤيتها، قراءتها وتفسيرها، بغرض استخلاص كل ما يتعلق منها بالإفصاحات النوعية والكمية ذات الصلة بمخاطر الشركة (Krippendorff, 2004). فأسلوب تحليل المحتوى يمثل "طريقة يمكن استخدامها نوعياً أو كمياً لإجراء تحليل منهجي منظم للوثائق المكتوبة، اللفظية، أو المرئية (Wilson et al,

- (2016) . وقد اعتمد الباحث فى إجراء تحليل المحتوى على الطريقة اليدوية لعدم ملائمة التقارير المالية لإجراء تحليل المحتوى باستخدام البرامج التطبيقية الجاهزة، الأمر الذى استنفد من الباحث وقتاً طويلاً وجهداً كبيراً.
- كما تعتبر التقارير المالية السنوية المنشورة المدخلات الأساسية لتحليل المحتوى بسبب تغطيتها الواسعة لمعظم معاملات وأحداث الشركات بالإضافة إلى توافرها للباحث. وقد قام الباحث بتطبيق الخطوات التالية لقياس الإفصاح النوعى والكمى عن المخاطر وفقاً لمنهجية تحليل المحتوى:
- تحديد التساؤل البحثى ذات الصلة وهو (ما هى كمية الإفصاح النوع والكمى عن المخاطر فى الشركات محل الدراسة؟).
  - تحديد التصنيف المناسب للإفصاح عن المخاطر: اعتمد الباحث على تصنيف الإفصاح عن المخاطر إلى الإفصاح النوعى والإفصاح الكمي سواء كان الإفصاح إلزامياً أم اختيارياً. ويرجع اعتماد الباحث على هذا التصنيف إلى تأكيد الإصدار الأخير لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) وتعديلاته على أهمية تقديم والتفاعل بين الإفصاحات النوعية والكمية لمساعدة المستخدمين بشكل أفضل على تقييم تعرض المنشأة للمخاطر، وتشكيل صورة كلية لطبيعة ونطاق هذه المخاطر. كما يعتبر عدم اهتمام الدراسات السابقة بهذا التصنيف أحد دوافع اهتمام الباحث به.
  - تحديد أنواع المخاطر المراد قياس كمية الإفصاح عنها: اعتمد الباحث على أنواع المخاطر الواردة فى كل من الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) وتعديلاته وخصوصاً المعايير أرقام (٤)، (٣٧)، (٤٠)، ((٤٤))، والإصدار الثالث للدليل المصرى لحوكمة الشركات لعام ٢٠١٦، وهى (مخاطر السيولة، مخاطر الائتمان، مخاطر التشغيل، مخاطر سعر الفائدة، مخاطر أسعار الصرف، المخاطر الاستراتيجية، مخاطر السمعة، مخاطر نظم المعلومات وحماية البيانات، مخاطر عقود التأمين، المخاطر المصاحبة لحصص الشركة فى الشركات الشقيقة، وجميع المخاطر التى من شأنها التأثير على نشاط واستدامة الشركات محل الدراسة.

- **تحديد الكلمات الدالة على وجود مخاطر:** اعتمد الباحث على عدد من الكلمات الدالة على وجود المخاطر المفصَح عنها فى التقارير المالية السنوية المنشورة، أو قد تعطى انطباعاً عن وجود خطر من المخاطر المرتبطة باستمرارية الشركة وبقائها، وبالتالي يجب أخذها فى الاعتبار عند قياس كمية الإفصاح عن المخاطر مثل "القيود الجوهرية، الآثار المترتبة، التقلبات، المكاسب والخسائر، التغيرات، الاضمحلال، الانخفاض، الفروق، فقد السيطرة، النفوذ المؤثر، التوقف، المحتمل، نقص، الفرص، التهديدات، التحديات، غير مؤكد، الدعاوى القضائية، الفشل، والرهن. وقد اعتمد الباحث فى اختيار هذه الكلمات على بعض الدراسات السابقة (مليجى، ٢٠١٥)؛ ومتطلبات الإفصاح بالإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) وتعديلاته.
- **تحديد الطريقة المستخدمة فى إجراء تحليل المحتوى:** اعتمد الباحث على طريقة التحليل اليدوي فى إجراء تحليل المحتوى نظراً لعدم ملائمة التقارير المالية المنشورة للشركات محل الدراسة لتطبيق البرامج التطبيقية الجاهزة. كما اعتمد الباحث على "عدد العبارات أو عدد الجمل" التى شملتها التقارير المالية السنوية وتفصَح عن المخاطر كمقياس لكمية الإفصاحات النوعية والكمية عن المخاطر، حيث تعتبر العبارات من أشهر الأسس التى تعتمد عليها معظم الدراسات السابقة فى إجراء تحليل المحتوى مقارنة مع عدد الكلمات، عدد السطور، وعدد الصفحات (مليجى، ٢٠١٧; Kravet & Muslu, 2011).

## ٢-٩ ملكية الشركة (النوع ودرجة التركيز)

### ١-٢-٩ نوع الملكية

اتجهت أغلب الدراسات السابقة إن لم يكن جميعها نحو تصنيف هياكل الملكية للشركات بحسب مسمى الفئة التى تملك أو تسيطر على نسبة كبيرة من أسهمها، ولم تتفق الدراسات السابقة على استخدام أنواعاً محددة لملكية الشركات، وإنما اعتمد كل منها على أنواع الملكية المتاحة بشركات عينة الدراسة دون غيرها من الأنواع، فقد ظهر ما يسمى ملكية إدارية، ملكية حكومية (ملكية دولة)، ملكية عائلية، ملكية مؤسسات، ملكية أجنبية، كما اعتمدت بعض الدراسات على



اختيار فئة معينة من كبار المساهمين دون غيرها من باقى الفئات لاختبار علاقته ببعض المتغيرات البحثية المستخدمة فى هذه الدراسات، فقد استخدمت دراسة (Jiang et al, 2011) "ملكية المؤسسات المالية" بالإضافة إلى "الملكية الإدارية" وتم دمج باقى الفئات فى مجموعة واحدة بمسمى "ملكية مجموعات أخرى" تشمل باقى المؤسسات والحكومة وغيرها من الفئات وبالتالي تم اختيار فئة بعينها (ملكية المؤسسات المالية) داخل فئة عامة (ملكية المؤسسات) متعارف عليها وذلك لخدمة الغرض من الدراسة ومجالها. أما دراسة (Jiang and Habib, 2009) فقد صنفت هياكل الملكية إلى ملكية المؤسسات المالية، الملكية الإدارية، ملكية الحكومة، وملكية شركات أخرى. وذهب البعض الآخر (Li et al, 2015) إلى تصنيف هياكل الملكية إلى هياكل ملكية قطاع خاص، وأخرى ملكية الدولة (قطاع حكومى). وصنفها البعض (Hashim & Devi, 2015) إلى ملكية إدارية، ملكية عائلية، وملكية مؤسسات. وصنفها آخرون (He and Kyaw, 2010; Samaha & Dahawy, 2018) إلى ملكية إدارية وملكية دولة فقط. كما صنفتها (Tran et al, 2018) إلى ملكية الدولة، ملكية أجنبية، وملكية مؤسسات.

وبناءً على ما سبق سوف تعتمد الدراسة الحالية فى تصنيف هيكل الملكية على أنواع الملكية بالشركات محل الدراسة من واقع تحليل المحتوى لتقارير هيكل المساهمين وهى تنحصر فى ثلاثة أنواع فقط هى الملكية الإدارية، ملكية المؤسسات، الملكية العائلية.

## ٢-٢-٩ تركيز الملكية

تعتبر درجة تركيز الملكية من خصائص الشركات (مثل نوع الملكية)، كما يعتبر كل من حجم ومخاطر الشركة من أكثر العوامل التى تؤثر على التكاليف والعوائد المرتبطة بقرارات المستثمرين حول امتلاك حصص فى الشركة، وبالتالي التأثير على تركيز الملكية (Richter and Weiss, 2013) ، ويأخذ مصطلح تركيز الملكية أحد تفسيرين يستند التفسير الأول إلى الفئة المسيطرة على أكبر قدر ممكن من أسهم الشركة وهو التفسير الأكثر انتشاراً وتعتمد عليه أغلب الدراسات السابقة حيث تصنف الشركات وفق هذا التفسير إلى شركات ذات ملكية مركزة وشركات ذات ملكية مشتتة، ويقصد بالشركات ذات الملكية المركزة (الشركات التى يوجد بها مساهمون

يتملكون ٥% فأكثر من إجمالي أسهمها باعتباره الحد الذي تفرض بموجبه معظم الدول (منها مصر) الإفصاح العام عن حصص الملكية (Holderness, 2017)، ويطلق علي هذا النوع من التركيز ملكية الكتل المجمعَة (Aggregate Blocks or Blockholder)، وهو أحد المقاييس المنتشر استخدامها في قياس درجة تركيز الملكية، وتطلق عليه دراسة (Edwards & Weichenrieder, 2009) مبدأ الأضعف (الحد الأدنى) (WLP) The Weakest-Link Principle، حيث يكون لدى الشركة مساهم نهائي إذا كان لديها مساهم مسيطر على أكثر من ٥% أو ١٠% أو ٢٠% من حقوق التصويت. أما الشركات ذات الملكية المشتتة (هي الشركات التي لا يوجد بها مساهمون يملكون ٥% فأكثر من إجمالي أسهمها).

أما التفسير الثاني فيستند إلى نسبة التركيز التي يستحوذ عليها المساهمون المسيطرون، وهذا التفسير غير منتشر بين الدراسات السابقة وحتى الدراسات التي اعتمدت علي هذا التفسير اختلفت فيما بينها حول المؤشرات المستخدمة في قياس درجة التركيز. وفي هذا الصدد أخذت دراسة (Richter and Weiss, 2013) بمقياس "المساهم الأكبر" Largest Shareholder عند قياس تركيز الملكية ويقصد به (نسبة حقوق التصويت لأكبر مساهم في الشركة) وأشارت إلى أن هذا المقياس يجوز حسابه لأكبر مساهم أو ثلاثة مساهمين، أو خمسة مساهمين، أو عشرة مساهمين أو عشرون مساهم، ولكن كلما زاد عدد المساهمين المستخدم في المقياس كلما انخفضت دقته فالأفضل استخدام المؤشرات ذات العدد الأقل من المساهمين. وقد أثبتت نفس الدراسة أنه لا يوجد فروق جوهرية في نتائج هذا المقياس إذا استخدمت الأعداد التالية للمساهمين (١، ٣، ٥، ١٠، ٢٠). وقد أخذت بعض الدراسات (Lepore et al, 2017) بمقياس أكبر ٣ مساهمين وتم حسابه على أساس اللوغاريتم الطبيعي لمجموع مربعات النسبة المئوية للأسهم المملوكة لأكبر ثلاثة مساهمين في الشركة، بينما أخذت دراسة (Al-Jaifi, 2017) بمقياس أكبر خمسة مساهمين وتم حسابه على أساس مجموع النسب المئوية للأسهم المملوكة لأكبر خمسة مساهمين. وسوف تعتمد الدراسة الحالية على أكثر مقاييس تركيز الملكية استخداماً وهما مقياس "المساهم الأكبر" على أساس أكبر مساهم، والمقياس الثاني وهو مقياس ملكية "الكتل المجمعَة" أي ملكية التصويت الكلية لجميع أصحاب الحصص بنسبة ٥% فأكثر.

### ٣-٩ سيولة الأسهم

تُعتبر سيولة الأسهم من الموضوعات الحيوية لمعظم الشركات لأنها تمثل وسيلة من وسائل إدارة الأموال لمصلحة الشركة وأداء أنشطتها (Stagliano et al, 2018) ، محدد من محددات الرافعة المالية للشركات (Nadarajah et al, 2018) ، ويترتب عليها العديد من المزايا منها تخفيض تكاليف رأس المال، زيادة عوائد الشركة بعد الإعلان عن تجزئة الأسهم، تعظيم قيمة الشركة، تحفيز الإدارة على سداد توزيعات الأرباح، إتاحة الفرصة للشركات لتمويل أنشطتها من أسواق رؤوس الأموال الخارجية، وفهم التطور في سوق رأس المال (Hsu et al, 2018; Jiang et al, 2009; Lin et al, 2009; Al-Jaifi, 2017; et al, 2017). ونظراً لتعدد هذه المزايا اتجهت العديد من الدراسات في الآونة الأخيرة نحو الكشف عن العوامل المؤثرة عليها. ومن هذه العوامل تكاليف المعاملات، سلوك المشاركين في السوق، خصائص الأصول، هيكل السوق، ومستوى الشفافية، تجزئة الأسهم (Stagliano et al, 2018; Jiang et al, 2017; Lin et al, 2009) .

وسيولة الأسهم مصطلح متعدد الأبعاد يصعب قياسه بسهولة. ولكن بعض الدراسات السابقة اقترحت عدداً من المقاييس البديلة لقياسها، ولكنها تتطلب العديد من البيانات المتكررة بشكل يومي، وقد يصعب توافرها في الأسواق الناشئة، فبعضها يعتمد على إما أسعار الأسهم، تأثير السوق على المعاملات، أو احتمالية التداول على أساس المعلومات (Atiken & Comerton-Forde, 2003; Amihud, 2002). وفيما يلي أكثر مقاييس سيولة الأسهم استخداماً (Amihud, 2002; Prommin et al, 2016; Tran et al., 2018).

- **المعدل اليومي لعائد السهم The Daily Ratio**: يأخذ هذا المقياس في الاعتبار استجابة السعر اليومي للسهم لكل جنيه تداول ويتم تفسيره على أنه النسبة اليومية للعائد المطلق للسهم إلى حجم التداول (بالجنيه).
- **نسبة السيولة Liquidity Ratio**: تُستخدم هذه النسبة كمقياس لسيولة سوق الأسهم ويُحسب على أساس نسبة حجم التداول اليومي إلى القيمة المطلقة لعائد السهم.

- انتشار السهم المرتبط بجانبى العرض والطلب **Relative Bid-Ask Spread**: يعتمد هذا المقياس على السعر اليومي للسهم فى أفضل حالات العرض والطلب.
  - الانتشار الضمنى للأسهم **Implicit Spread** : يعتمد هذا المقياس على التغيرات اليومية فى سعر السهم والتباين اليومي بين سلسلتين زمنيتين فى كل ربع سنة.
  - عمق السهم **The Depth of Stock**: يستخدم عمق السهم كمؤشر للفرق بين أفضل حالات العرض والطلب على السهم ويُحسب بلوغاريتم المتوسط اليومي لعمق السهم فى كل ربع سنة.
  - مقياس العائد الصفرى **Zero-Return Measure**: يعتمد أنصار هذا المقياس على افتراض أن المتداولين المطلعين لن يكونوا على استعداد للتداول إلا عندما تكون المنافع التي يحصلون عليها من معلوماتهم الخاصة كبيرة بما يكفي للتعويض عن تكاليف المعاملات. فإذا كان السهم غير سائل، فمن المرجح أن تمنع تكاليف المعاملات المرتفعة المستثمرين من التداول. وبالتالي تواجه الأسهم غير السائلة معدلات أعلى من أيام العائد الصفرى. ويُحسب هذا المقياس على أساس نسبة أيام العائد الصفرى إلى إجمالي أيام التداول فى فترة معينة.
  - معدل الدوران **Turnover** : يعتبر هذا المقياس هو الأكثر شيوعاً بين الأكاديميين ومعظم الممارسين فى الواقع العملى لقياس سيولة الأسهم ويُحسب على أساس (حجم تداول الأسهم / متوسط الأسهم المصدرة).
- وتجدر الإشارة إلى أن أغلب المقاييس السابقة تتطلب الكثير من البيانات غير المتاحة فى العديد من أسواق الأوراق المالية. وحتى إذا أتاحت فإنها لا تغطي فترات زمنية طويلة تكفى لإجراء الدراسات العملية عليها بشكل مناسب. (Amihud, 2002) ولذا لجأت العديد من الدراسات الأكاديمية والممارسين فى الواقع العملى إلى مقياس معدل الدوران لقياس سيولة الأسهم (Tran et al., 2018). وبالرجوع إلى الإحصائيات المنشورة للبورصة المصرية تبين أنها تستخدم معدل دوران السهم كأحد المؤشرات الإحصائية لنشاط التداول ويتم حسابه بنفس الطريقة المشار إليها فى

كل من دراسة (Tran et al., 2018; Al-Sharif et al., 2015) ولكن بدلالة القيمة بدلاً من الحجم (توافقاً مع المقياس المستخدم فى قياس سيولة الأسهم فى البورصة المصرية) كما يلى:  
**معدل دوران السهم = قيمة تداول الأسهم المقيدة/ رأس المال السوقي فى نهاية العام**

#### ١٠ - الدراسات السابقة وصياغة الفروض

لصياغة الفروض البحثية وتحقيق أهداف البحث تم تصنيف الدراسات السابقة إلى أربعة مجموعات. تتناول المجموعة الأولى العلاقة بين ملكية الشركة، وبين الإفصاح عن المخاطر، وتتناول المجموعة الثانية العلاقة بين ملكية الشركة وبين سيولة الأسهم، وتتناول المجموعة الثالثة العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وبين سيولة الأسهم، وتتناول المجموعة الرابعة العلاقة بين كل من ملكية الشركة، الإفصاح عن المخاطر، وسيولة الأسهم كما يلى:

#### ١٠-١ دراسات تناولت العلاقة بين الملكية والإفصاح عن المخاطر

تشير دراسة (Gelb, 2000) إلى أن هيكل ملكية الشركة يرتبط بالمستويات المختلفة للإفصاح عموماً. ويؤكد (Sepasi et al, 2016) على أن هيكل الملكية يعد أحد أهم العوامل المؤثرة على مستوى الإفصاح عن المعلومات. ويرى (Jiang et al, 2011) أن هيكل الملكية المركزة بشكل عام والملكية الإدارية وملكية المؤسسات المالية بصفة خاصة تزيد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات وأن الإفصاح الاختيارى يخفف من حدة هذه الظاهرة، ويحسن من كفاءة السوق. وقد يرجع ذلك لأن المساهمين من المؤسسات المالية والإدارة لديهما فى هذين النوعين من تركيز الملكية معلومات خاصة تمكنهم من إهدار مصالح المساهمين من الأقلية، والمشاركين فى السوق. وتوصلت دراسة (خليل و إبراهيم، ٢٠١٥) والتي طبقت على الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصرى لمسئولية الشركات عام ٢٠١٢ إلى وجود علاقة جوهرية موجبة بين ملكية كبار المساهمين وبين جودة التقرير المالى عبر الانترنت (المحتوى وطريقة العرض) بينما لا توجد علاقة جوهرية بين نمط الملكية الإدارية وملكية المؤسسات وبين جودة التقرير المالى عبر الانترنت. ويرى (Elfeky, 2017) أن الملكية المركزة لها تأثير سلبى على مستوى الإفصاح الاختيارى عن الحوكمة الشاملة للشركات فى مصر (ومن ضمنه الإفصاح عن إدارة المخاطر).

ويعتبر الطلب على معلومات الشركة أمر بالغ الأهمية فى ضوء نظرية الوكالة خصوصاً عندما يزيد مستوى عدم تماثل المعلومات بين المساهم المسيطر وبين صغار المساهمين (Neifar & Jarboui, 2017)، ولذا أشار (Al-Hadi et al, 2017) إلى أن مستوى الإفصاح عن مخاطر السوق يتأثر بشكل إيجابى بقوة هيكل حوكمة الشركات (حيث يعتبر هيكل الملكية أحد آلياتها). كما أكد (Jankensgård, 2018) على أن ملكية الكتل المجمع (كبار المساهمين) يعتبر من العوامل المؤثرة بشكل إيجابى على التطبيق الفعال لحوكمة الشركة، مما يؤدي إلى زيادة مستوى الإفصاح حيث يهيمن كبار المساهمين على قرار الإفصاح على حساب المديرين. ولكن من ناحية أخرى يظهر تضارب مصالح من نوع آخر وهو تضارب المصالح بين كبار المساهمين (المسيطرون) وبين الأقلية (صغار المساهمين) خصوصاً مع المستويات العالية من تركيز الملكية. لأن البلوغ لهذه المستويات العالية قد يفقد اهتمام المساهمين المسيطرين بتوجيه المديرين نحو توفير مستوى إفصاح أعلى لأن وصولهم إلى المعلومات يكاد يكون مضموناً.

كما يرى (Jankensgård, 2018) أن الشركات التي تفنقر إلى المالك المسيطر (الذى يستحوذ على ١٠% أو أكثر من حقوق التصويت) ينخفض فيها مستوى الإفصاح، أما بالنسبة للشركات ذات الملكية المشتتة (أقل من ٥%) فإن لديها في المتوسط إفصاحات منخفضة بنسبة ٧% فى التقارير السنوية، و ١١% فى التقارير ربع السنوية عن المستويات المعتادة، لأن المديرين يستفيدون من ظاهرة التشتت فى الملكية وعدم وجود ملاك مسيطرين. ومن ثم فإن تركيز الملكية يكون له تأثير إيجابى على مستوى الإفصاح فى التقارير السنوية إلا أن هذا التأثير لا يكون قوياً.

### الملكية الإدارية والإفصاح عن المخاطر

حاولت العديد من الدراسات اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية وبين جودة الإفصاح بصفة عامة ومن هذه الدراسات دراسة (Luo et al, 2006) حيث توصلت إلى أن المحتوى الإعلامى للإفصاح الاختيارى (علاقته بعوائد الأسهم) ينخفض مع تزايد نسبة الملكية الإدارية فى الشركات السنغافورية. وأكدت دراسة (Sepasi et al, 2016) على وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية وجودة الإفصاح، بينما لا تتأثر جودة الإفصاح بالملكية الحكومية، مما يعني أن الشركات

ذات ملكية الدولة لا تهتم بجودة الإفصاح على عكس الشركات ذات ملكية القطاع الخاص التي تحاول تحسين جودة الإفصاح عنها لجذب رؤوس الأموال من السوق.

أما دراسة (Hkiari & Karaa, 2013) فقد طبقت على عينة من الشركات التونسية خلال سلسلة زمنية ١٠ سنوات من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠١٠، وقد توصلت الدراسة إلى أن الملكية الإدارية تحسن من جودة الإفصاح لأن هذا النمط يخفف من حدة مشكلة الوكالة والفرص الإدارية الناجمة عن فصل الملكية عن الرقابة وبالتالي فإن المدير المالك ليس فى حاجة إلى حجب المعلومات، وأكدت دراسة (Barros et al, 2013) على أن الملكية الإدارية لها تأثير إيجابى على الإفصاح الاختيارى بالشركات غير المالية فى فرنسا خلال الفترة من ٢٠٠٦ حتى ٢٠٠٩، كما أكدت دراسة (Thangatoral et al, 2013) إلى أن الملكية الإدارية لها تأثير جوهري إيجابى على مستوى الإفصاح الاختيارى للشركات الماليزية عبر الانترنت، وأن هذه النتيجة ترجع إلى أن المديرين الملاك لديهم وعى ورغبة فى تحقيق سمعة جيدة واستمرارية الشركة، وبالتالي يتعين عليهم التصرف بطريقة مناسبة اجتماعياً تجاه المساهمين، إظهار المزايا التنافسية للشركة، وبناء ثقة المستثمرين فى المستقبل من خلال الإفصاحات الاختيارية. بينما توصلت دراسة (Kamaruzaman, 2015) إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المخاطر غير المنتظمة والملكية الإدارية بسبب نفوذ مجلس الإدارة وسيطرته على بعض المعلومات المميزة.

#### الملكية العائلية والإفصاح عن المخاطر

حاولت دراسة (Chau & Gray, 2010) اختبار أثر الملكية العائلية واستقلالية أعضاء مجلس الإدارة فى الشركات الصينية على مستوى الإفصاح الاختيارى، وقد توصلت الدراسة إلى أن المستويات المتوسطة والمنخفضة للملكية العائلية (نسبة الملكية العائلية ٢٥% أو أقل) ينخفض تأثيرها على مستوى الإفصاح الاختيارى للشركات، أما الشركات ذات الملكية العائلية المرتفعة (٢٥% فأكثر) يتزايد فيها مستوى الإفصاح عن المخاطر وخصوصاً عندما يعين للشركة رئيس مجلس إدارة مستقل.

وتوصلت دراسة (Kamaruzaman, 2015) إلى وجود علاقة سلبية بين الإفصاح عن المخاطر غير المنتظمة والملكية العائلية، وقد يرجع ذلك إلى نفوذ بعض أفراد العائلة المالكة وسيطرتهم على بعض المعلومات المميزة. وتوصلت دراسة (Cabeza-García, et al, 2017) على أن الملكية العائلية لها تأثير سلبي على التزام الشركات بتقديم تقارير المسؤولية الاجتماعية للشركات، ولكن هوية المساهم الأكبر الثاني قد تخفف من هذا التأثير السلبي إذا كانوا من المستثمرين الأجانب، أما إذا كان المساهم الأكبر الثاني من فئة الملكية العائلية فسوف يزداد التأثير السلبي على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات.

### ملكية المؤسسات والإفصاح عن المخاطر

تعتبر ملكية المؤسسات من الأنماط المرغوب فيها ليس فقط من منظور كفاءة الشركة، ولكن أيضاً من حيث الأداء الكلى، ودورها الواضح في تحقيق الحوكمة والسياسات المؤسسية. ولذا تسعى العديد من الشركات إلى جذب المستثمرين من المؤسسات باستخدام العديد من الأدوات (مثل تجزئة الأسهم) (Blanco et al, 2018). وقد حاولت دراسة (Zhou & Wang, 2013) اختبار العلاقة بين ملكية المؤسسات وبين الإفصاح عن المخاطر، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتمتع بملكية مؤسسات عالية توفر مزيداً من الإفصاح عن عوامل الخطر المختلفة، وأكدت دراسة (Kamaruzaman, 2015) على وجود علاقة إيجابية بين الإفصاح عن المخاطر المنتظمة وملكية المؤسسات. وتوصلت دراسة (Blanco et al, 2018) إلى أن زيادة الإفصاح عن الابتكارات يزيد من ملكية المؤسسات بحوالى ١١% عن المستوى المعتاد. وحاولت دراسة (Nagata & Nguyen, 2017) اختبار العلاقة بين هيكل الملكية وجودة الإفصاح وتوصلت إلى أن الشركات ذات ملكية مؤسسات محلية أو أجنبية تميل إلى المزيد من الإفصاح الاختياري وفي التوقيت المناسب عن توقعات الإدارة، بينما تميل الشركات ذات ملكية البنوك إلى حجب توقعات الإدارة، وبالتالي يحث المستثمرون الأنيث (المؤسسات غير المالية) على تبني ممارسات إفصاح أفضل من غيرهم. وقد توصلت دراسة (jiang et al, 2018) إلى أن ملكية المؤسسات ترتبط



ارتباطاً إيجابياً بقابلية القراءة لمخاطر سوق المال، ويترتب عليها إفصاحات أكثر اتساقاً لمخاطر السوق مع مرور الوقت.

**ونخلص من خلال عرض الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين الملكية والإفصاح عن المخاطر إلى الآتى:**

- التضارب الواضح بين الدراسات السابقة من حيث تأثير الملكية على مستوى الإفصاح بصفة عامة، والإفصاح عن بعض المخاطر بصفة خاصة، وعدم اهتمامها بدرجة تركيز الملكية وأيضاً عدم اهتمامها بممارسات الإفصاح عن المخاطر (الإفصاح الكمي والإفصاح النوعي).
  - اقتصر الدراسات السابقة على اختبار العلاقة بين الملكية المركزة بوجه عام وبين الإفصاح الاختياري، اختبار العلاقة بين هيكل الحوكمة وبين الإفصاح عن مخاطر السوق، أو اختبار العلاقة بين الملكية الإدارية أو الملكية العائلية وكل من المحتوى المعلوماتي للإفصاح الاختياري، جودة الإفصاح، والإفصاح عن المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية. وبالتالي عدم وجود دليل عملي قاطع ومحدد لشكل العلاقة بين ملكية الشركة من حيث النوع ودرجة التركيز من ناحية، وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر من ناحية أخرى، ويُعد ذلك من دوافع إجراء الدراسة الحالية مع التركيز على تأثير هذه العلاقة على سيولة الأسهم. ولذا تحاول الدراسة الحالية اختبار هذه العلاقات من ناحية واختبار مدى وجود تمايز بين الشركات محل الدراسة بعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية من خلال الفرضين التاليين:
- الفرض الأول:** "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على الإفصاح عن المخاطر" ويتم اختبار هذا الفرض باختبار ثلاثة فروض فرعية هي:
- الفرض الفرعي الأول :** "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على الإفصاح الكلي عن المخاطر"
- الفرض الفرعي الثانى :** "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على الإفصاح الكمي عن المخاطر"

**الفرض الفرعى الثالث :** "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع

ودرجة تركيز الملكية على الإفصاح النوعى عن المخاطر"

### ١٠-٢ دراسات تناولت العلاقة بين الملكية وسيولة الأسهم

اهتمت بعض الدراسات فى الآونة الأخيرة بتأثير الملكية على قرارات الاستثمار بصفة عامة وسيولة الأسهم بصفة خاصة. حيث يعتبر ارتفاع سيولة الأسهم من العوامل المؤثرة على جذب المستثمرين من المؤسسات (Firth et al, 2016). وبالتالي يمكن اعتبار درجة تركيز ملكية المؤسسات مؤشر لسيولة الأسهم. ويرى (Tran et al, 2018; Al- Sharif et al, 2015) أن ملكية المؤسسات تؤثر على سيولة الأسهم من خلال التأثير على المعلومات المفصح عنها، والتأثير على عملية التداول. ولكن من ناحية أخرى يتزايد دور الملكية الأجنبية فى مجال سيولة الأسهم مع فتح الأسواق المالية فى البلدان النامية. على اعتبار أن المستثمرين الأجانب هم القوة الرئيسية التى تقود سيولة الأسواق الناشئة. ومع ذلك، لا يوجد توافق فى الآراء بين الباحثين حول الاتجاه الذى يؤثر فيه هؤلاء المستثمرون على أسواق الأسهم المحلية، إلا أن العديد من المحللين يزعمون بأن الأزمات المالية فى بعض الدول مع وجود تدهور فى استثمارات المستثمرين الأجانب فى أسواق بلادهم الأصلية قد يحفز هؤلاء المستثمرين الأجانب إلى تصفية هذه الاستثمارات وضخها فى الأسواق المالية التى انتابها أزمات مالية بغرض إعادة التوازن إلى محافظهم الدولية. وقد يترتب على هذه التصفية انسحابًا كبيرًا من أسواق استثماراتهم مما يؤدي إلى تحفيف السيولة بسرعة. ويتعين هنا مراعاة أن هذه النتائج تعتمد على درجة انفتاح سوق رأس المال، ودرجة المرونة المسموح بها للمستثمرين الأجانب لتحويل رؤوس أموالهم إلى بلدانهم الأصلية وغيرها من العوامل.

وتوصلت دراسة (Li et al, 2017) إلى وجود ارتباط إيجابى فى الأجل القصير بين التغير فى ملكية المؤسسات وبين تحسين بيئة معلومات الشركة وخاصة بالنسبة للأسهم الأقل سيولة والتى لا يحتفظ بها المستثمرون من المؤسسات على نطاق واسع.

وقد أكدت دراسة (He and Kyaw, 2018) على أن التحفيز على الاستثمار (وبالتالى زيادة نشاط التداول والسيولة) يتأثر بتركيز الملكية، حيث توصلت الدراسة إلى أن ملكية الدولة للشركات تحفز على الاستثمار بالمقارنة مع الملكية الإدارية للشركات. فيرى (El-Nader, 2018) أن العلاقة بين هيكل الملكية وسيولة الأسهم نالت قدراً كبيراً من الاهتمام في الفكر التمويلي، وأن الباحثين ركزوا بشكل أساسي على جانبيين يمكن من خلالهما تأثير هيكل الملكية على سيولة الأسهم. ويتمثل الجانب الأول في سلوك التداول لدى المستثمرين حيث يعتبر من أهم محددات سيولة سوق الأسهم. أما الجانب الثانى فيتمثل في زيادة ملكية الأسهم (تركيز الملكية) فكلما زادت ملكية المساهمين للأسهم تقلل الشركة عدد المشاركين في نشاط التداول، وبالتالي تنخفض سيولة الأسهم ويزيد عدم تماثل المعلومات.

ويرى كل من (Yosra & Sioud, 2011) إلى أن سيولة الأسهم تتناقص بشكل كبير مع الملكية المركزة بصفة عامة في الشركات التونسية. وأكدت على نفس النتيجة كل من دراسة (Prommin et al, 2016) بالنسبة للشركات التايلاندية، دراسة (Al-Jaifi, 2017) بالنسبة للشركات الماليزية، دراسة (Stagliano et al, 2018) بالنسبة للشركات الإيطالية وخصوصاً في الأسواق المتخصصة. وتوصلت دراسة إلى أن الشركات الأردنية ذات الملكية العائلية تنخفض فيها سيولة الأسهم عن غيرها من الشركات (Al-sharif et al, 2015)، وأكدت دراسة (Le, 2019) على انخفاض سيولة الأسهم في الشركات الفيتنامية ذات الملكية العائلية، بينما تتزايد في الشركات الفيتنامية ذات ملكية المؤسسات.

أما (Tran et al, 2018) فيرى أن هيكل الملكية يعتبر من المحددات المتعارف عليها لسيولة الأسهم ولكن أثر هيكل الملكية عليها لا يزال أمراً مثيراً للجدل حتى الآن للعديد من الأسباب من أهمها اختلاف ظروف السوق، ولذا اهتمت العديد من الدراسات بالعلاقة بين هيكل الملكية وسيولة الأسهم وكان أغلبها يركز على ملكية المؤسسات. ولكن مؤخراً وخصوصاً مع تحرير وانفتاح الدول النامية على المستثمرين الأجانب تزايد الاهتمام بالملكية الأجنبية على افتراض أن المستثمرين الأجانب هم القوة الرئيسية التي تقود سيولة الأسواق الناشئة- ومع ذلك لا يوجد توافق

في الآراء بين الباحثين حول الاتجاه الذي يؤثر فيه هؤلاء المستثمرون على أسواق الأسهم- ، أما بالنسبة لأسواق الأوراق المالية التي يتزايد فيها سيطرة الحكومة على ملكية الشركات العامة المقيدة في سوق المال فإن ملكية الدولة قد تكون من المحددات الرئيسية لسيولة الأسهم ولكن اتجاه تأثير هذا النوع من الملكية على السيولة لم يحسم حتى الآن فقد يزيد أو يقلل من سيولة الأسهم. ويتضح مما سبق أن أغلب الدراسات السابقة تشير إلى الدور الإيجابي لملكية المؤسسات على سيولة الأسهم، بينما لا يوجد اتفاق على اتجاه وقوة العلاقة بين باقى أنواع الملكية وبين سيولة الأسهم كما أنها لم تتناول العلاقة بين درجة تركيز كل نوع من أنواع الملكية على سيولة الأسهم. ولذا تحاول الدراسة الحالية اختبار العلاقة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وبين سيولة الأسهم من خلال الفرض الثانى كما يلي:

الفرض الثانى: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم".

### ١٠-٣ دراسات تناولت العلاقة بين الملكية، الإفصاح عن المخاطر، وسيولة الأسهم

لم تحاول الدراسات السابقة (فى حدود علم الباحث) اختبار العلاقات التفاعلية المباشرة بين كل من الملكية من حيث النوع ودرجة التركيز، الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر، وسيولة الأسهم ولكن ظهرت بعض الدراسات التي تناولت العلاقات المباشرة بين متغيرين من هذه المتغيرات فقط وخصوصاً العلاقة بين الملكية وسيولة الأسهم. أما العلاقة بين الإفصاح عن المخاطر وسيولة الأسهم فلم تكن منتشرة ولم يوجد نتائج متفق عليها لهذه العلاقة على الرغم من تزايد منفعة الإفصاح عن المخاطر فى كل من الشركات صغيرة الحجم، الشركات ذات التكنولوجيا المرتفعة، والشركات ذات التغطية التحليلية الأقل (Miihkinen, 2013) حيث يساهم تحسين هذا النوع من الإفصاح على الأقل فى توفير بيئة أكثر استقراراً لنشاط الاستثمار، وتراكم رأس المال. لأن وجود أو عدم وجود معلومات عن المخاطر التي يثق المستثمرون فيها عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية يؤثر فى تدفقات رأس المال، سواء كان ذلك فى مؤسسات مالية أو مؤسسات غير مالية وسواء كانت هذه المؤسسات كبيرة أم متوسطة أم صغيرة (Rajab & Handley-Schachler, 2009). وقد أكدت دراسة (Kravet & Muslu, 2011) على أن الزيادة السنوية فى عدد جمل المخاطر المفصح عنها ترتبط بالزيادة فى تقلبات العوائد السلبية للأسهم، وحجم التداول.

وقد حاولت دراسة (Ajina et al, 2015) اختبار تأثير مستوى الإفصاح عموماً بالشركات الفرنسية على كل من عدم تماثل المعلومات، وسيولة سوق الأسهم في فرنسا خلال الفترة من ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٧. وتوصلت إلى أن مدى إفصاحات الشركات في التقارير السنوية يؤثر إيجابياً على سيولة سوق الأسهم، ويؤثر سلبياً على عدم تماثل المعلومات. وأن كل من المعلومات غير المالية والمعلومات المالية مهمة في قرارات التداول. وأن المعلومات الاستراتيجية جذابة فقط في الأجل البعيد.

ويتضح مما سبق أن هناك قصور معرفي ملحوظ للعلاقة التفاعلية بين متغيرات الملكية والإفصاح عن المخاطر وسيولة الأسهم، وأن معظم الدراسات السابقة تناولت العلاقة بين سيولة الأسهم وبين الإفصاح بصفة عامة، وتوصلت إلى أن زيادة مستوى الإفصاح يوفر بيئة أكثر استقراراً لترشيد قرارات المستثمرين وبالتالي قرارات التداول. ولذا تحاول الدراسة الحالية اختبار هذه العلاقات المباشرة بالإضافة إلى اختبار مدى تأثير تبني المعايير الدولية للتقارير المالية في بيئة الأعمال المصرية على كمية الإفصاح عن المخاطر في الشركات محل الدراسة من خلال الفروض التالية:

الفرض الثالث: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية وبين الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر وأثرها على سيولة الأسهم."

الفرض الرابع: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط على العلاقة بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية وبين سيولة الأسهم."

الفرض الخامس" لا يوجد تمايز ذو دلالة إحصائية بين الشركات من حيث كمية الإفصاح عن المخاطر قبل وبعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية في مصر (٢٠١٥)"".

## ١١ - الدراسة التطبيقية

### ١-١١ نماذج الدراسة التطبيقية

اعتمد البحث على أكثر من نموذج للدراسة التطبيقية يمكن تلخيصها في الجدول رقم (١)

#### جدول رقم (١)

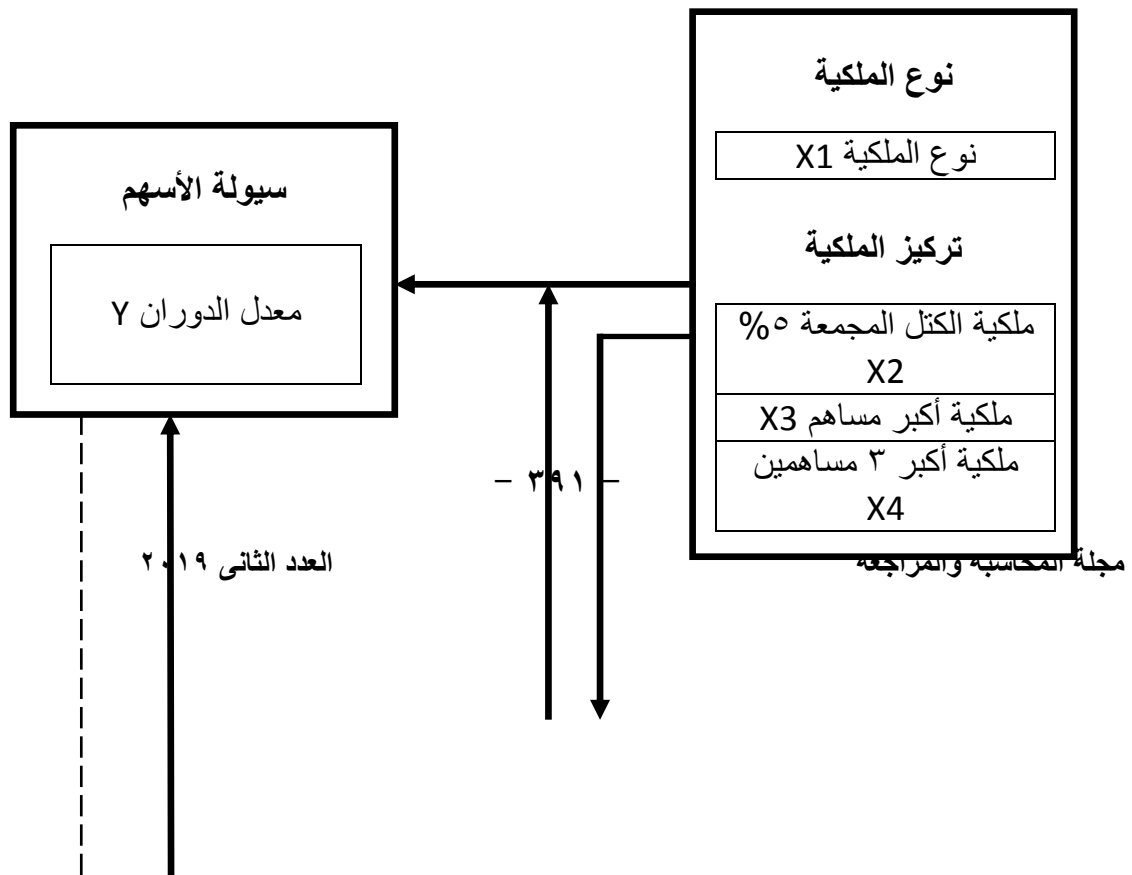
#### نماذج الدراسة التطبيقية

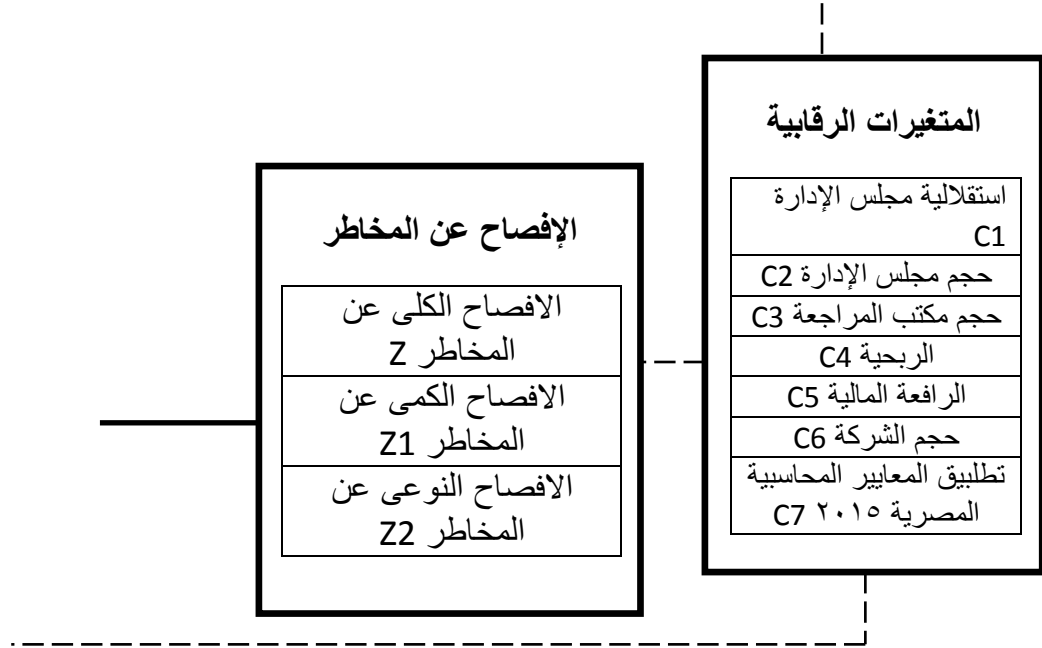
النموذج	المتغيرات المستقلة	المتغيرات الوسيطة	المتغيرات التابعة
---------	--------------------	-------------------	-------------------

الإفصاح عن المخاطر	----	نوع ودرجة تركيز الملكية	الأول
سيولة الأسهم	----	نوع و درجة تركيز الملكية	الثانى
سيولة الأسهم	----	نوع و درجة تركيز الملكية والإفصاح عن المخاطر	الثالث
سيولة الأسهم	الإفصاح عن المخاطر	نوع و درجة تركيز الملكية	الرابع

ويوضح الشكل رقم (١) الهيكل التوصيفى للعلاقات بين متغيرات الدراسة فى ضوء التماذج

السابقة:





شكل رقم (١)

تصور هيكلى للعلاقة بين متغيرات الدراسة

## ٢-١١ تصميم الدراسة التطبيقية

## ١-٢-١١ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة فى جميع الشركات المدرجة بمؤشر EGX100 وتتنمى لأنشط خمسة قطاعات من حيث التداول خلال الفترة من (عام ٢٠١٤ إلى عام ٢٠١٨) وهى قطاع العقارات، قطاع الاتصالات، قطاع السياحة والترفيه، قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، وقطاع

الخدمات المالية (بدون البنوك). وتم اختيار عينة الدراسة من جملة هذه الشركات وفق الشروط التالية:

- تنتمي الشركة إلى القطاعات غير المالية فقط نظراً للطبيعة الفنية والمحاسبية الخاصة بالقطاعات المالية.
  - استمرارية قيد الشركة في البورصة المصرية بدون شطب أو إيقاف خلال فترة الدراسة (٢٠١٤ - ٢٠١٨).
  - توافر التقارير المالية السنوية وتقارير مجلس الإدارة وهيكل المساهمين للشركة بانتظام خلال فترة الدراسة (٢٠١٤-٢٠١٨).
  - أن تكون عملة التقرير للشركة (عملة عرض التقارير المالية) بالجنيه المصرى.
  - ألا يقل عدد الشركات المنتمية فى القطاع عن شركتين مع توافر الشروط السابقة.
- ويتطبيق الشروط السابقة تصبح عينة الدراسة ممثلة فى ١٢ شركة من إجمالى ٣٠ شركة أى بنسبة ٤٠% تنتمى إلى كل من قطاع العقارات (٦ شركات) وقطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات (٦ شركات). والجدول رقم (٢) يوضح عينة الدراسة.

### جدول رقم (٢) عينة الدراسة

م	أنشط خمسة قطاعات (٢٠١٨-٢٠١٤)	الشركات المدرجة	مستبعدة لانتمائها	مستبعدة لعدم استمراريته	مستبعدة لعدم توافر	شركات العينة	%



		البيانات المطلوبة <sup>٢</sup>	خلال فترة الدراسة	إلى قطاع مالى	بمؤشر EGX 100		
١		-	-	٦	٦	خدمات مالية (باستثناء البنوك)	
٢	٥٠%	٤	٢	-	١٢	عقارات	
٣	-	٢	-	-	٢	الاتصالات	
٤	-	٣	-	-	٣	السياحة والترفيه	
٥	٥٠%	١	-	-	٧	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	
	١٠٠%	١٠	٢	٦	٣٠	مجموع	

## ١١-٢-٢ متغيرات الدراسة وطرق قياسها

اعتمدت الدراسة على مجموعة من المتغيرات تم تحديدها وتوصيفها في ضوء الدراسات السابقة. ويمكن توضيح تلك المتغيرات وطريقة قياسها كما في الجدول رقم (٣)

<sup>٢</sup> يقصد بالبيانات المطلوبة التقارير المالية، وبيانات عن هيكل الملكية

## جدول (٣)

## متغيرات الدراسة وطرق قياسها ومصادرها

الرمز	المتغير	طريقة القياس	المرجعية / المصدر
X1	نوع الملكية	متغير وهمى (١ إدارية، ٢ مؤسسات، ٣ عائلية)	تصرف الباحث
X2	تركيز ملكية كبار المساهمين (٥% فأكثر)	نسبة ملكية المساهمين الذين يملكون ٥% فأكثر من أسهم الشركة	Wachira, 2018; Holderness, 2017
X3	تركيز ملكية أكبر مساهم	اللوغاريتم الطبيعي لنسبة ملكية أكبر مساهم	Richter and Weiss, 2013; Al-Jaifi, 2017
X4	تركيز ملكية أكبر ٣ مساهمين	اللوغاريتم الطبيعي لنسبة ملكية أكبر ٣ مساهمين	Richter and Weiss, 2013; Al-Jaifi, 2017
Z	كمية الإفصاح عن المخاطر	عدد العبارات الدالة على المخاطر الكمية والنوعية	مليجي ٢٠١٧; Krippendorff, 2004
Z1	الإفصاح الكمي عن المخاطر	عدد العبارات الدالة على المخاطر الكمية	مليجي ٢٠١٧; Krippendorff, 2004
Z2	الإفصاح النوعي عن المخاطر	عدد العبارات الدالة على المخاطر النوعية	مليجي ٢٠١٧; Krippendorff, 2004
Y	سيولة الأسهم	معدل دوران الأسهم (قيمة الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية للأسهم)	Tran et al, 2018; Amihud, 2002; تقارير البورصة المصرية
C1	استقلالية مجلس الإدارة	نسبة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين أو المنتخبين	تقارير مجلس الإدارة
C2	حجم مجلس الإدارة	عدد أعضاء مجلس الإدارة	مليجي، ٢٠١٧
C3	حجم مكتب المراجعة	متغير وهمى يأخذ القيمة ١ للمكاتب الأربعة الكبار والجهاز المركزي للمحاسبات، صفر لخلاف ذلك	تقارير مراقبي الحسابات
C4	الربحية	العائد على الملكية	Wang, et al., 2011; Aryani & Krismia, 2013
C5	الرافعة المالية	إجمالي الالتزامات/ إجمالي الأصول	Wachira, 2018; Chen & Zhang, 2014;
C6	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	Ji et al, 2017; Chen & Zhang, 2014
C7	تطبيق المعايير المحاسبية الجديدة ٢٠١٥	متغير وهمى يأخذ القيمة ١ للسنوات بعد ٢٠١٥، صفر للسنوات قبل ٢٠١٥	تصرف الباحث

## ١١-٢-٣ مصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الدراسة فى جمع البيانات على كل من تحليل محتوى التقارير المالية المنشورة للشركات الممثلة لعينة الدراسة، تقارير هيكل المساهمين ومجلس الإدارة، وتقارير الهيئة العامة لسوق المال بمصر عن الشركات الممثلة لعينة الدراسة خلال الفترة من ٢٠١٤ - ٢٠١٨، والمتاحة على كل من موقع معلومات مباشر ([WWW.MUBASHER.INFO](http://WWW.MUBASHER.INFO))، وموقع البورصة المصرية ([WWW.EGX.COM.EG](http://WWW.EGX.COM.EG)).

## ١١-٢-٤ الأساليب الإحصائية

لاختبار مدى صحة فروض الدراسة، تم استخدام الأساليب الإحصائية التالية من خلال البرنامج الإحصائى (SPSS(Social Science Statistica Package) لتحليل العلاقة بين نوع الملكية ودرجة تركيزها وبين كمية الإفصاح عن المخاطر وأثر هذه العلاقة على سيولة الأسهم:

- التحليل الوصفى للبيانات: (الوسط الحسابى - الانحراف المعياري) وذلك لرصد سلوك بيانات الدراسة.
- تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression : تم استخدام طريقة Backward حيث تعتمد على استبعاد المتغيرات المستقلة غير المؤثرة واحداً تلو الآخر وفق خطوات متسلسلة (بشير، ٢٠٠٣). ويساعد تحليل الانحدار المتعدد عموماً فى التحقق من وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع، وتقدير نموذج يمكن من خلاله التنبؤ بقيم المتغير التابع من خلال قيم المتغيرات المستقلة. كما يستخدم مع هذا الأسلوب فى التحليل أسلوب تحليل الارتباط المتعدد وذلك لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين هذين النوعين من المتغيرات.
- تحليل التمايز: Discriminate analysis وذلك للتمييز بين الشركات الخاضعة للدراسة على أساس تبنى هذه الشركات للإصدار الجديد (٢٠١٥) لمعايير المحاسبية المصرية.
- الاختبارات الإحصائية لفروض الدراسة: واشتملت على اختبار F- test لاختبار معنوية النموذج ككل، واختبار T-test لاختبار معنوية كل متغير على حدة، واختبار ويلكس

لامدا Wilk's Lambda، واختبار مربع كاي، كما تم استخدام اختبار تضخم التباين للمتغيرات (Variance Inflation Factor VIF) واختبار التباين المسموح به (Tolerance) لاكتشاف مدى وجود مشكلة التداخل الخطى فى النموذج. وتعتبر جميع هذه الاختبارات مصاحبة لأساليب التحليل التى تقرر استخدامها والمتوافرة فى حزمة الأساليب الإحصائية SPSS.

كما استعان الباحث بأسلوب تحليل المسار من خلال البرنامج الإحصائى AMOS لإيجاد العلاقة بين نوع وتركيز الملكية كمتغيرات مستقلة وبين سيولة الأسهم كمتغير تابع وكمية الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط.

### ١١-٣ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

تم توظيف البيانات التى تم الحصول عليها بعد التحقق من صلاحيتها للتحليل باستخدام ومعامل ألفا كرونباخ بهدف تحديد أثر كل من نوع الملكية ودرجة تركيزها على كل من كمية الإفصاح عن المخاطر (ومكوناته الكمية والنوعية)، و سيولة الأسهم بالشركات محل العينة. كما حاولت الدراسة اختبار تأثير التفاعل بين كل من نوع الملكية، درجة تركيزها، كمية الإفصاح عن المخاطر على سيولة الأسهم، وأخيراً حاولت الدراسة اختبار تأثير كمية الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط على العلاقة بين نوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم، ويمكن توضيح ذلك كما يلى:

#### ١١-٣-١ التحليل الوصفى للمتغيرات

اعتمدت الدراسة فى التحليل الوصفى على تقسيم متغيرات الدراسة إلى متغيرات متصلة ومتغيرات متقطعة كما يلى:

#### ١١-٣-١-١ المتغيرات المتصلة

تتمثل المتغيرات المتصلة للدراسة فى كل من (تركيز ملكية كبار المساهمين (٥% فأكثر)، تركيز ملكية أكبر مساهم، تركيز ملكية أكبر ٣ مساهمين)، استقلالية مجلس الإدارة ، حجم مجلس الإدارة، الربحية، درجة الرفع المالى، حجم الشركة، كمية الإفصاح عن المخاطر، كمية الإفصاح

الكمى عن المخاطر، كمية الإفصاح الوصفى عن المخاطر، سيولة الأسهم). ويمكن توضيح التحليل الوصفى لهذه المتغيرات فى الشركات محل الدراسة من خلال الجدول رقم (٤).

## جدول رقم (٤)

## التحليل الوصفي للمتغيرات المتصلة بالشركات محل الدراسة

الرمز	المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري
X2	تركيز ملكية كبار المساهمين (٥% فأكثر)	54.3540	16.91254
X3	تركيز ملكية أكبر مساهم	1.4067	.20844
X4	تركيز ملكية أكبر ٣ مساهمين	1.6593	.15248
Z	كمية الإفصاح عن المخاطر	85.4667	26.29459
Z1	كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر	19.8833	9.40986
Z2	كمية الإفصاح النوعي عن المخاطر	65.5833	22.82081
Y	سيولة الأسهم	.8945	1.13177
C1	استقلالية مجلس الإدارة	.1870	.17701
C2	حجم مجلس الإدارة	8.3833	1.93182
C4	الربحية	.1597	.17390
C5	درجة الرفع المالي	.4615	.57945
C6	حجم الشركة	9.2042	.92194

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وبفحص الجدول رقم (٤) يلاحظ الآتي:

- الارتفاع الملحوظ في متوسط متغيرات درجة تركيز الملكية حيث تزيد نسبة ملكية كبار المساهمين (ملكية المساهمين الذين يملكون ٥% فأكثر من أسهم الشركة) عن ٥٠% حيث بلغ هذا المتوسط (٥٤.٣٥٤%) وهي نسبة مرتفعة تدل على أن هناك احتمال كبير على وجود نفوذ وتأثير لهؤلاء المساهمين على سلوك إدارة الشركة تجاه الإفصاح عن مخاطرها سواء بشكل إيجابي أو سلبي وفق ما يتفق مع مصالحهم الخاصة، والأكثر من ذلك يلاحظ الاقتراب الواضح لنسبة تركيز ملكية أكبر ٣ مساهمين والتي بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لها ١.٦٥٩٣ أى سيطرة ثلاثة مساهمين فقط على حوالى ٥٠% من

- أسهم الشركة، وكذلك نسبة تركيز ملكية أكبر مساهم والتي بلغ متوسط اللوغاريتم الطبيعي لها ١.٤٠٦٧ أى سيطرة مساهم واحد فقط على أكثر من ٣٠% من أسهم الشركة.
- الارتفاع الملحوظ فى متوسط كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر حيث بلغ فى المتوسط ٦٥.٥٨٣٣ أى بنسبة ٧٦.٧٤%، بينما فى المقابل بلغ متوسط كمية الإفصاح الكمى عن المخاطر ١٩.٨٨٣٣ أى بنسبة ٢٣.٢٦%. وتتفق هذه النتائج مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (إبراهيم، ٢٠١٤) حيث بلغ الإفصاح النوعى ٨٦% والإفصاح الكمى ١٤% فقط .
- الارتفاع الملحوظ فى متوسط سيولة الأسهم حيث بلغ (٠.٨٩٤٥) أى أن معدل دوران الأسهم خلال فترة التداول يصل إلى ٨٩.٤٥% بمقارنته بمثيله فى بعض الدراسات مثل دراسة (Al- Sharif et al, 2015) حيث تراوح هذا المتوسط بين (٠.١٢، ٠.٤٨) مما يدل على وجود تحسن فى نشاط التداول خلال فترة الدراسة.
- انخفاض متوسط استقلالية مجلس الإدارة حيث بلغ هذا المتوسط (٠.١٨٧) أى أن نسبة ١٨.٧% فقط من عدد أعضاء المجلس مستقلين، وبالتالي قد يسهل التأثير عليهم فيما يتعلق بتوجهات أغلبية مجلس إدارة الشركة حول الإفصاح عن المخاطر.
- الانخفاض النسبى لمتوسط حجم مجلس الإدارة (٨.٣٨٣٣) مقارنة ببعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Chen & Al-Najar, 2012) حيث تراوح هذا المتوسط بين (٩.٤٢ و ٩.٩١).
- انخفاض متوسط ربحية الشركات محل الدراسة (٠.١٥٩٧) أى ١٥.٩٧% بالمقارنة مع بعض الدراسات السابقة مثل دراسة (إبراهيم و زهر، ٢٠١٧) حيث بلغ هذا المتوسط ٢٠.٤%.
- بلغ متوسط درجة الرافعة المالية (٠.٤٦١٥) أى أن الشركات محل الدراسة تعتمد على الديون الخارجية فى تمويل أنشطتها المختلفة بنسبة ٤٦.١٥% فى المتوسط أى ما يقرب من ٥٠% من مصادر التمويل مما يدل على ارتفاع مخاطر التمويل وتوقع الإفصاح عن

المزيد من مخاطر الإئتمان والتأثير السلبي على سيولة الأسهم. ويلاحظ ارتفاع هذا المتوسط بمقارنته ببعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Nadarajah et al, 2018) حيث بلغ هذا المتوسط (٠.٣٦٠)، ودراسة (وهدان و زهر، ٢٠١٨) حيث بلغ هذا المتوسط (٠.٣٧١). ولكن ينخفض هذا المتوسط بمقارنته ببعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Feng, et al., 2009) حيث بلغت (٠.٦٢)، دراسة (Sun, 2016) حيث بلغت (٠.٧٨)، ودراسة (وهدان، ٢٠١٨) حيث تراوح بين (٠.٨٩ - ٠.٤٤).

- ارتفاع متوسط حجم الشركات حيث بلغ (٩.٢٦) بمقارنته ببعض الدراسات السابقة مثل (Ittonen, 2010) حيث بلغ (٦.٨٦)، ولكن يلاحظ انخفاضه بشكل ملحوظ عن مثيله فى بعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Nadarajah et al, 2018) حيث بلغ (٠.١٨) ودراسة (Ji, et al., 2017) حيث بلغ (٢٢.٥)، ودراسة (وهدان، ٢٠١٨) حيث تراوح بين (١٩.٥٥ - ٢١.٥٧) الأمر الذى يعكس الطبيعة الخاصة لشركات كل قطاع من القطاعات والتفاوت الملحوظ فى حجم استثماراتها فى أصولها.

#### ١١-٣-١-٢ التوزيعات التكرارية للمتغيرات المتقطعة (المنفصلة)

تتمثل متغيرات الدراسة المتقطعة فى المتغيرات الوهمية التى يتم التعبير عنها بقيم افتراضية، وتتمثل هذه المتغيرات فى (نوع الملكية، حجم مكتب المراجعة، تطبيق المعايير المحاسبية). ويوضح الجدول رقم (٥) التوزيع التكرارى لهذه المتغيرات فى الشركات محل الدراسة.

#### جدول رقم (٥)

#### التوزيع التكرارى للمتغيرات المتقطعة بالشركات محل الدراسة

الرمز	المتغير	التكرار	النسبة	النسبة التراكمية
X1	نوع الملكية:			
	- ملكية إدارية.	5	8.3	8.3
	- ملكية مؤسسات.	45	75	83.3
	- ملكية عائلية.	10	16.7	100



25	25	5	- الجهاز المركزي للمحاسبات	حجم مكتب المراجعة:	C3
91.7	66.7	40	- المكاتب الأربعة		
100	8.3	15	- بخلاف ذلك		
40	40	24	- قبل التطبيق	تطبيق المعايير المحاسبية الجديدة ٢٠١٥	C7
100	60	36	- بعد التطبيق		

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

وبتحليل البيانات الواردة في الجدول رقم (٥) يتضح الآتى:

- جميع الشركات محل الدراسة ذات ملكية مركزة، وتتحصر الملكية فى ثلاثة أنواع فقط هى الملكية الإدارية، ملكية المؤسسات، والملكية العائلية. وتختلف هذه النتائج بمقارنتها ببعض الدراسات السابقة مثل دراسة (Al-Jaifi, 2017) حيث توصلت إلى أن أغلب الشركات المالىزية ذات ملكية مركزة وليست جميعها.
- تهيمن ملكية المؤسسات على هياكل ملكية الشركات محل الدراسة، حيث تمثل ٧٥% من إجمالي الشركات يليها الملكية العائلية بنسبة ١٦.٧%، وأخيراً الملكية الإدارية بنسبة ٨.٣%. وتختلف هذه النتائج بمقارنتها مع بعض الدراسات السابقة (Al- Sharif et al, 2015) حيث تهيمن الملكية العائلية على هياكل ملكية الشركات الأردنية.
- ارتفاع نسبة شركات العينة التى تتعاقد مع المكاتب الأربعة الكبار، حيث بلغت نسبتها ٦٦.٧%، والشركات التى يراجعها الجهاز المركزى للمحاسبات تمثل ٢٥%، بينما ٨.٣% فقط من الشركات الممثلة لعينة الدراسة يراجعها مكاتب أخرى بخلاف المكاتب الكبار أو الجهاز المركزى للمحاسبات، وبالتالي من المتوقع ارتفاع متوسط كمية الإفصاح عن المخاطر فى هذه الشركات والتزامهم بمتطلبات الإفصاح خصوصاً بعد تبني الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية ٢٠١٥.

#### ١١-٣-٢ تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفروض

#### ١١-٣-٢-١ اختبار أثر التفاعل بين نوع ودرجة تركيز الملكية على الإفصاح عن المخاطر

لاختبار مدى صحة الفرض الأول للدراسة وهو "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة" تم تقسيم هذا الفرض الأول إلى الفروض الفرعية التالية:

الفرض الفرعى الأول: وهو "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على كمية الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة"

لاختبار هذا الفرض تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحديد قدرة كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على تفسير كمية الإفصاح عن المخاطر. ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع ودرجة تركيز الملكية وأهم العوامل الحاكمة على كمية الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة.

#### جدول (٦)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع ودرجة تركيز الملكية والعوامل الأخرى على كمية الإفصاح عن المخاطر

Toler.	VIF	P-value	T	Beta	المعاملات غير المعيارية		المتغير	الرمز
					الخطأ القياسي	B		
.745	1.342	.009	2.718	.368	7.157	19.449	نوع الملكية	X1
.421	2.376	.698	.391	.070	.280	.109	تركيز ملكية كبار المساهمين (٥٠% فأكثر)	X2
.493	2.029	.878	.154	.026	20.990	3.242	تركيز ملكية أكبر مساهم	X3
.652	1.534	.090	1.729	.250	21.487	37.143	استقلالية مجلس الإدارة	C1
.624	1.603	.824	-.223	-.033	6.975	-1.554	حجم مكتب المراجعة	C3
.786	1.272	.393	.861	.113	3.757	3.235	حجم الشركة	C6
				-.981			Constant	
				.526			معامل الارتباط المتعدد	R
				.277			معامل التحديد	R2
				.180			معامل التحديد المعدل	Adj. R2
				3.383			قيمة F	
				.007			P-value	

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول رقم (٦) معنوية النموذج المستخدم ككل في اختبار العوامل التفسيرية لكمية الإفصاح عن المخاطر (Z) . حيث بلغت قيمة ف (3.383) وبلغت قيمة P-value

(.007) وهى أقل من مستوى معنوية ( 0.01) مما يعنى أن النموذج صالح للتنبؤ بقيمة المتغير التابع. ومن خلال قيمة تضخم التباين للمتغيرات Variance Inflation Factor (VIF) وهى أقل من (10) وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) وهى أكبر من (0.1) يتضح أنه لا توجد مشكلة التداخل الخطى فى نموذج الدراسة (O'Brien, 2007) وأن هذا النموذج قوى فى تفسير الأثر على كمية الإفصاح عن المخاطر. وفيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج والتي توضح قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع (كمية الإفصاح عن المخاطر) فيلاحظ من الجدول رقم (٦) أن قيمة معامل الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بلغ (0.526) والمساهمة النسبية (معامل التحديد) له بلغت (0.277) وهذا يعنى أن متغيرات نوع الملكية ودرجة تركيز الملكية (X) والمتغيرات الحاكمة الأخرى يفسرون ما مقداره 27.7% من التغير فى المتغير التابع (الإفصاح عن المخاطر).

كما يتضح من الجدول رقم (٦) أن كل من متغير نوع الملكية X1، واستقلالية مجلس الإدارة له تأثير طردى على كمية الإفصاح عن المخاطر وذلك عند مستوى معنوية (0.01)، (0.10) على التوالى، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج بعض الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقات طردية (إيجابية) بين ملكية المؤسسات والملكية العائلية وبين مستوى الإفصاح عن المخاطر وخصوصاً مع وجود رئيس وأعضاء مجلس إدارة مستقلين مثل (Elfeky, 2017; Kamaruzaman, 2015; Zhou & Wang, 2013, Chau & Gray, 2010) ملكية المؤسسات (بنسبة ٧٥%) والملكية العائلية (١٦.٧%) (أى بنسبة ٩١.٧%) على هياكل الملكية للشركات محل الدراسة وبالتالي فإن هذين النوعين للملكية يعكسان شكل العلاقة بين نوع الملكية والإفصاح عن المخاطر بالنسبة للشركات محل الدراسة. ويتضح أيضاً من خلال الجدول رقم (٦) أنه لا يوجد تأثير لمتغيرات تركيز الملكية (ملكىة كبار المساهمين X2، وملكىة أكبر مساهم X3) على كمية الإفصاح عن المخاطر. كما تشير النتائج أيضاً إلى عدم وجود تأثير لكل من حجم مكتب المراجعة C3، وحجم الشركة C6 على الإفصاح عن المخاطر على عكس نتائج دراسة (Elfeky, 2017; Madrigal et al, 2015; Konishi & Ali, 2007)، ولكن تتفق هذه

النتيجة مع دراسة (Rajab & Handley-Schachler, 2009) فيما يتعلق بالعلاقة بين حجم الشركة والإفصاح عن المخاطر.

وتأخذ معادلة نموذج الانحدار الصورة التالية (تظهر المتغيرات المؤثرة معنوياً بخط **Bold**):

$$Z = -0.981 + 19.449 X1 + 0.109 X2 + 3.242 X3 + 37.143 C1 - 1.554 C3 + 3.235 C6$$

وبالتالى يتم رفض الفرض الفرعى الأول: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على كمية الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة، أى أن هناك تأثير للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية وخصوصاً نوع الملكية (مع مراعاة استقلالية مجلس الإدارة) على كمية الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة بمستوى معنوية (0.0007).

الفرض الفرعى الثانى: وهو "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع وتركيز الملكية على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر بالشركات محل الدراسة"

لاختبار هذا الفرض تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحديد قدرة كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على تفسير كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر Z1. ويوضح الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع ودرجة تركيز الملكية وأهم العوامل الحاكمة على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر بالشركات محل الدراسة.

#### جدول (7)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع وتركيز الملكية والعوامل الأخرى على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر

Toler.	VIF	P-value	T	Beta	المعاملات غير المعيارية		المتغير	الرمز
					B	الخطأ القياسى		
.550	1.818	.091	-1.722	-.271	2.973	-5.120	نوع الملكية	X1
.373	2.680	.064	1.893	.361	.106	.201	تركيز ملكية كبار المساهمين (5% فأكثر)	X2
.472	2.117	.397	-.854	-.145	7.652	-6.537	تركيز ملكية أكبر مساهم	X3
.596	1.677	.027	2.270	.343	8.020	18.208	استقلالية مجلس الإدارة	C1

.505	1.981	.851	.189	.031	.799	.151	حجم مجلس الإدارة	C2
.623	1.605	.191	-1.325	-.196	2.491	-3.301	حجم مكتب المراجعة	C3
.489	2.044	.907	.118	.020	1.700	.200	حجم الشركة	C6
25.064					المقدار الثابت			Constant
.542					معامل الارتباط المتعدد			R
.294					معامل التحديد			R2
.199					معامل التحديد المعدل			Adj. R2
3.097					قيمة F			
.008					P-value			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول رقم (٧) معنوية النموذج المستخدم ككل في اختبار العوامل التفسيرية لكمية الإفصاح الكمي عن المخاطر (Z1) . حيث بلغت قيمة ف (3.097) وبلغت قيمة P-value (0.008) وهى أقل من مستوى معنوية (0.01) مما يعنى أن النموذج صالح للتنبؤ بقيمة المتغير التابع. كما توضح النتائج من قيمة تضخم التباين للمتغيرات Variance Inflation Factor (VIF) وهى أقل من (10) وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) وهى أكبر من (0.1) أنه لا توجد مشكلة التداخل الخطى فى نموذج الدراسة (O'Brien, 2007) وأن هذا النموذج قوى فى تفسير الأثر على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر.

وفيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج والتي توضح قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع (كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر) فيلاحظ من الجدول رقم (٧) أن قيمة معامل الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بلغت (0.542) والمساهمة النسبية (معامل التحديد) له بلغت (0.294) وهذا يعنى أن متغيرات نوع ودرجة تركيز الملكية (X) والمتغيرات الحاكمة الأخرى يفسرون ما مقداره 29.4% من التغير فى المتغير التابع (الإفصاح الكمي عن المخاطر). كما يتبين أيضاً أن متغير نوع الملكية X1 له تأثير عكسى على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر وذلك عند مستوى معنوية (0.10)، أما كل من تركيز ملكية كبار المساهمين (5% فأكثر) X2، واستقلالية مجلس الإدارة C1 له تأثير طردى على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر وذلك عند مستوى معنوية (0.10)، (0.05) على التوالي، وتتفق هذه النتائج

مع ما توصلت إليه دراسات (Jankensgard, 2018; Elfeky, 2017; Chau & Gray, 2010) بينما لا يوجد تأثير لكل من تركيز ملكية أكبر مساهم X3 ، حجم مكتب المراجعة C3، وحجم الشركة C6 على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر على عكس نتائج دراسات (Jankensgard, 2018; Elfeky, 2017; Madrigal et al, 2015). وتأخذ معادلة نموذج الانحدار الصورة التالية (تظهر المتغيرات المؤثرة معنوياً بخط *Bold*):

$$Z1 = 25.064 - 5.120 X1 + .201 X2 - 6.537 X3 + 18.208 C1 + .151 C2 - 3.301 C3 + .200 C6$$

وبالتالى يتم رفض الفرض الفرعى الثانى: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر بالشركات محل الدراسة"، أى أن هناك تأثير لنوع ودرجة تركيز الملكية وخصوصاً نوع الملكية وتركيز ملكية كبار المساهمين (5% فأكثر) (مع مراعاة استقلالية مجلس الإدارة) على كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر بالشركات محل الدراسة بمستوى معنوية (0.0008).

الفرض الفرعى الثالث: وهو "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر بالشركات محل الدراسة"

لاختبار هذا الفرض تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحديد قدرة كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على تفسير كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر. ويوضح الجدول رقم (8) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع ودرجة تركيز الملكية وأهم العوامل الحاكمة على كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر بالشركات محل الدراسة.

#### جدول (8)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع وتركيز الملكية والعوامل الأخرى على كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر

الر مز	المتغير	المعاملات غير المعيارية	Beta	T	P-	VIF	Toler.
-----------	---------	----------------------------	------	---	----	-----	--------

		value			الخطأ القياسى	B		
.550	1.818	.001	3.587	.536	6.859	24.602	نوع الملكية	X1
.373	2.680	.712	-.371	-.067	.245	-.091	تركيز ملكية الكتلة المجمعة (5% فأكثر)	X2
.472	2.117	.581	.556	.090	17.656	9.812	تركيز ملكية أكبر مساهم	X3
.596	1.677	.312	1.021	.146	18.505	18.885	استقلالية مجلس الإدارة	C1
.505	1.981	.942	-.073	-.011	1.843	-.134	حجم مجلس الإدارة	C2
.623	1.605	.762	.304	.043	5.748	1.748	حجم مكتب المراجعة	C3
.489	2.044	.446	.768	.122	3.922	3.012	حجم الشركة	C6
					المقدار الثابت		Constant	
					معامل الارتباط المتعدد		R	
					معامل التحديد		R2	
					معامل التحديد المعدل		Adj. R2	
					قيمة F			
					P-value			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

ويتضح من الجدول رقم (٨) معنوية النموذج المستخدم ككل فى اختبار العوامل التفسيرية لكمية الإفصاح النوعى عن المخاطر (Z2). حيث بلغت قيمة ف (4.201) وبلغت قيمة P-value (0.001) وهى أقل من مستوى معنوية (0.01) مما يعنى أن النموذج صالح للتنبؤ بقيمة المتغير التابع. كما توضح النتائج من قيمة تضخم التباين للمتغيرات Variance Inflation Factor (VIF) وهى أقل من (10) وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) وهى أكبر من (0.1) أنه لا توجد مشكلة التداخل الخطى فى نموذج الدراسة (O'Brien, 2007) وأن هذا النموذج قوى فى تفسير الأثر على كمية الإفصاح الكمية عن المخاطر.

وفيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج والتي توضح قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع (كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر) فيلاحظ من الجدول رقم (٨) أن قيمة معامل الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بلغت (0.601) والمساهمة النسبية (معامل التحديد) له بلغت (0.361) وهذا يعنى أن كل من نوع وتركيز الملكية (X1, X2, X3) والمتغيرات الحاكمة الأخرى يفسرون ما مقداره 36.1% من التغير فى المتغير التابع (الإفصاح

النوعى عن المخاطر). ولكن يتبين أيضاً أن متغير نوع الملكية X1 له تأثير طردى على كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر وذلك عند مستوى معنوية (0.01) وتختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسات (Kamaruzaman, 2015; Zhou & Wang, 2013)، أما باقى متغيرات النموذج وهى تركيز ملكية كبار المساهمين (5% فأكثر) X2، تركيز ملكية أكبر مساهم X3، استقلالية مجلس الإدارة C1، حجم مجلس الإدارة C2، حجم مكتب المراجعة C3، حجم الشركة C6 ليس لها تأثير على كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر على عكس نتائج دراسات (Jankensgard, 2018; Elfeky, 2017; Madrigal et al, 2015). وتأخذ معادلة نموذج الانحدار الصورة التالية (نظهر المتغيرات المؤثرة معنوياً بخط **Bold**):

$$Z2 = -26.130 + 24.602 X1 - 0.091 X2 + 9.812 X3 + 18.885 C1 - 0.134 C2 + 1.748 C3 + 3.012 C6$$

وبالتالى يتم رفض الفرض الفرعى الثالث: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر بالشركات محل الدراسة"، أى أن هناك تأثير لنوع ودرجة تركيز الملكية وخصوصاً نوع الملكية على كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر بالشركات محل الدراسة بمستوى معنوية (0.0001).

١١-٣-٢-٢ اختبار أثر التفاعل بين نوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم  
لاختبار مدى صحة الفرض الرئيس الرابع للدارسة وهو "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة" تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحديد قدرة كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على تفسير سيولة الأسهم. ويوضح الجدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع ودرجة تركيز الملكية وأهم العوامل الحاكمة على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة.

#### جدول (٩)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع وتركيز الملكية والعوامل الأخرى على سيولة الأسهم

المعاملات غير المعيارية	



الرمز	المتغير	B	الخطأ القياسى	Beta	T	P-value	VIF	Toler.
X1	نوع الملكية	-0.857	0.322	-0.376	-2.658	0.010	1.818	0.550
X2	تركيز ملكية كبار المساهمين (5% فأكثر)	-0.055	0.012	-0.815	-4.739	0.000	2.680	0.373
X3	تركيز ملكية أكبر مساهم	-0.055	0.830	-0.010	-0.067	0.947	2.117	0.472
C1	استقلالية مجلس الإدارة	0.814	0.870	0.127	0.936	0.354	1.677	0.596
C2	حجم مجلس الإدارة	-0.294	0.087	-0.503	-3.399	0.001	1.981	0.505
C3	حجم مكتب المراجعة	0.318	0.270	0.157	1.178	0.244	1.605	0.623
C6	حجم الشركة	0.161	0.184	0.131	0.872	0.387	2.044	0.489
Constant		المقدار الثابت		6.292				
R	معامل الارتباط المتعدد	0.653						
R2	معامل التحديد	0.426						
Adj. R2	معامل التحديد المعدل	0.349						
	قيمة F	5.514						
	P-value	0.000						

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

ويتضح من الجدول رقم (٩) معنوية النموذج المستخدم ككل فى اختبار العوامل التفسيرية لسيولة الأسهم (Y). حيث بلغت قيمة ف (5.514) وبلغت قيمة P-value (0.000) وهى أقل من مستوى معنوية (0.01) مما يعنى أن النموذج صالح للتنبؤ بقيمة المتغير التابع. كما توضح النتائج من قيمة تضخم التباين للمتغيرات Variance Inflation Factor (VIF) وهى أقل من (10) وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) وهى أكبر من (0.1) أنه لا توجد مشكلة التداخل الخطى فى نموذج الدراسة (O'Brien, 2007) وأن هذا النموذج قوى فى تفسير الأثر على كمية الإفصاح عن المخاطر.

وفيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج والتي توضح قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع (سيولة الأسهم) فيلاحظ من الجدول رقم (٩) أن قيمة معامل الارتباط المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بلغت (0.653) والمساهمة النسبية (معامل التحديد) له بلغت (0.426) وهذا يعنى أن متغيرات نوع ودرجة تركيز الملكية (X) والمتغيرات الحاكمة الأخرى

يفسرون ما مقداره 42.6% من التغير فى المتغير التابع (سيولة الأسهم). كما يتبين أن كل من متغير نوع الملكية X1، وتركيز ملكية كبار المساهمين X2 واستقلالية مجلس الإدارة له تأثير عكسى على سيولة الأسهم وذلك عند مستوى معنوية (0.01)، بينما لا يوجد تأثير لكل من تركيز ملكية أكبر مساهم X3، حجم مجلس الإدارة C2، حجم مكتب المراجعة C3، وحجم الشركة C6 على سيولة الأسهم وتختلف هذه النتيجة مع نتائج دراسات (Le, 2019; El-Nader, 2018; Stagliano et al, 2018; Al-Jaifi, 2017; Prommin et al, 2016; Yosra & Sioud, 2011). وتأخذ معادلة نموذج الانحدار الصورة التالية (تظهر المتغيرات المؤثرة معنوياً بخط **Bold**):

$$Y = 6.292 - .857 X1 - .055 X2 - .055 X3 + .814 C1 + .318 C3 + .161 C6$$

وبالتالى يتم رفض الفرض الثانى: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة"، أى أن هناك تأثير لنوع ودرجة تركيز الملكية وخصوصاً تركيز ملكية كبار المساهمين (5% فأكثر) ونوع الملكية (مع مراعاة استقلالية مجلس الإدارة) على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة بمستوى معنوية (0.0000).

١١-٣-٢-٣ اختبار أثر التفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية والإفصاح عن المخاطر على سيولة الأسهم

لاختبار مدى صحة الفرض الثالث للدراسة وهو "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية والإفصاح عن المخاطر على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة" تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لتحديد قدرة كل من نوع ودرجة تركيز الملكية والإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر على تفسير سيولة الأسهم. ويوضح الجدول رقم (١٠) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع ودرجة تركيز الملكية وكمية الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر وأهم العوامل الحاكمة على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة.

جدول (١٠)

نتائج تحليل الانحدار المتعدد لتأثير نوع وتركيز الملكية وكمية الإفصاح الكمي والنوعي عن المخاطر والعوامل الأخرى على سيولة الأسهم

- ٤١١ -

Toler.	VIF	P-value	T	Beta	المعاملات غير المعيارية		المتغير	الرمز
					الخطأ القياسي	B		
.379	2.636	.018	-2.435	-.421	.393	-.958	نوع الملكية	X1
.341	2.931	.000	-4.490	-.818	.012	-.055	تركيز ملكية كبار المساهمين (% فأكثر)	X2
.458	2.182	.925	-.095	-.015	.854	-.081	تركيز ملكية أكبر مساهم	X3
.613	1.633	.845	.196	.027	.016	.003	كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر	Z1
.554	1.804	.504	.673	.096	.007	.005	كمية الإفصاح النوعي عن المخاطر	Z2
.542	1.845	.475	.720	.104	.924	.666	استقلالية مجلس الإدارة	C1
.504	1.983	.002	-3.352	-.502	.088	-.294	حجم مجلس الإدارة	C2
.595	1.681	.258	1.145	.158	.280	.321	حجم مكتب المراجعة	C3
.484	2.068	.441	.776	.119	.188	.146	حجم الشركة	C6
6.337					Constant المقدار الثابت			
.659					معامل الارتباط المتعدد		R	
.434					معامل التحديد		R2	
.332					معامل التحديد المعدل		Adj. R2	
4.255					قيمة F			
.000					P-value			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

ويتضح من الجدول رقم (١٠) معنوية النموذج المستخدم ككل في اختبار العوامل التفسيرية لسيولة الأسهم (Y). حيث بلغت قيمة F (4.255) وبلغت قيمة P-value (0.000) وهى أقل من مستوى معنوية (0.01) مما يعنى أن النموذج صالح للتنبؤ بقيمة المتغير التابع. كما توضح النتائج من قيمة تضخم التباين للمتغيرات Variance Inflation Factor (VIF) وهى أقل من (10) وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) وهى أكبر من (0.1) أى أنه لا توجد مشكلة التداخل الخطى فى نموذج الدراسة (O'Brien, 2007) وأن هذا النموذج قوى فى تفسير الأثر على سيولة الأسهم.

وفيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج والتي توضح قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير المتغير التابع (سيولة الأسهم) فيلاحظ من الجدول رقم (١٠) أن قيمة معامل الارتباط المتعدد بين

المتغيرات المستقلة والمتغير التابع بلغت (0.659) والمساهمة النسبية (معامل التحديد) له بلغت (0.434) وهذا يعنى أن التفاعل بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية والإفصاح عن المخاطر والمتغيرات الحاكمة الأخرى يفسرون ما مقداره 43.4% من التغير فى المتغير التابع (سيولة الأسهم). كما يتبين أن كل من متغير نوع الملكية X1، وتركيز ملكية كبار المساهمين X2 وحجم مجلس الإدارة C2 له تأثير عكسى على سيولة الأسهم وذلك عند مستوى معنوية (0.01)، بينما لا يوجد تأثير لكل من تركيز ملكية أكبر مساهم X3، الإفصاح الكمى عن المخاطر Z1، الإفصاح النوعى عن المخاطر Z2، استقلالية مجلس الإدارة C1، حجم مكتب المراجعة C3، وحجم الشركة C6 على سيولة الأسهم وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات كل من (Le, 2019; El-Nader, 2018; Stagliano et al, 2018; Al-Jaifi, 2017; Prommin et al, 2016; Yosra & Sioud, 2011). بينما تختلف مع نتائج دراسة (Ajina et al, 2015) وتأخذ معادلة نموذج الانحدار الصورة التالية (تظهر المتغيرات المؤثرة معنوياً بخط **Bold**):

$$Y = 6.337 - 0.958 X1 - 0.055 X2 - 0.081 X3 + 0.003 Z1 + 0.666 Z2 + 0.666 C1 - 0.294 C2 + 0.321 C3 + 0.146 C6$$

وبالتالى يتم رفض الفرض الثالث: لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من نوع ودرجة تركيز الملكية والإفصاح عن المخاطر على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة، أى أن هناك تأثير لنوع ودرجة تركيز الملكية والإفصاح عن المخاطر وخصوصاً تركيز ملكية كبار المساهمين (5% فأكثر) ونوع الملكية مع مراعاة تأثير (حجم مجلس الإدارة) على سيولة الأسهم بالشركات محل الدراسة بمستوى معنوية (0.0000).

١١-٣-٢-٤ اختبار دور الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط فى تحسين قدرة نوع ودرجة تركيز الملكية على تفسير سيولة الأسهم

لاختبار الفرض الرابع وهو " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من نوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط بالشركات محل الدراسة" تم

استخدام أسلوب تحليل المسار اعتماداً على برنامج AMOS لتحديد مدى تأثير نوع ودرجة تركيز الملكية على تفسير سيولة الأسهم في ضوء الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة بالقطاعين (العقارات، وخدمات ومنتجات صناعية وسيارات). ويوضح الجدول رقم (١١) نتائج تحليل المسار بالشركات محل الدراسة بالقطاعين معاً:

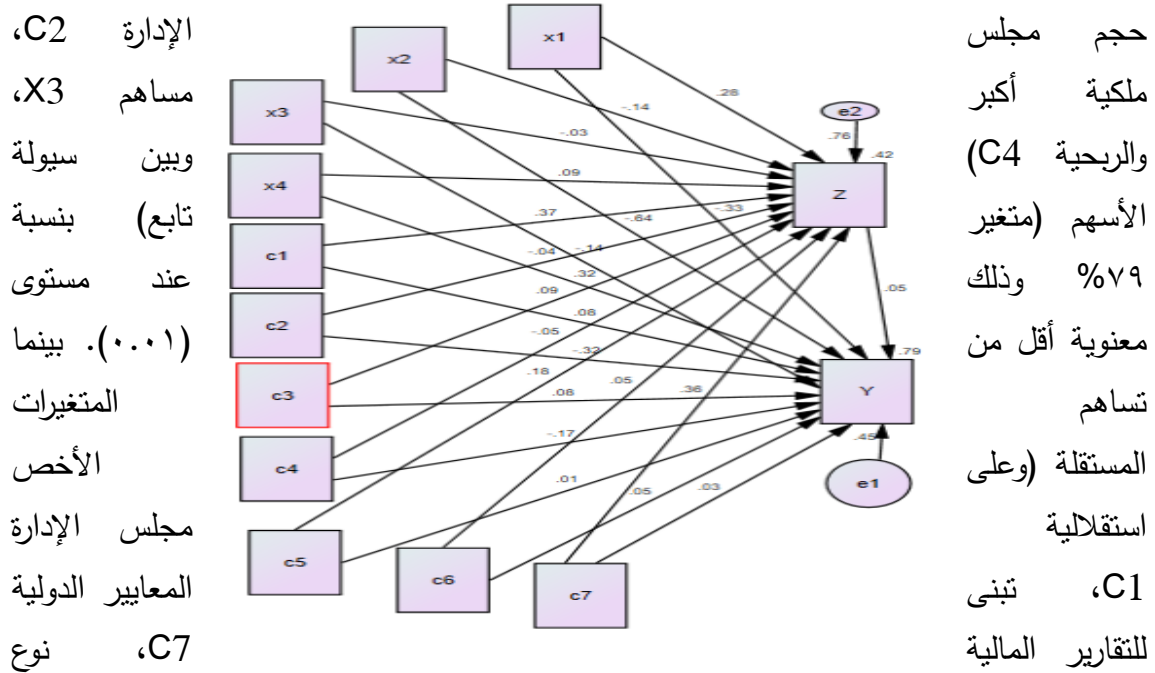
## جدول رقم (١١)

## نتائج تحليل المسار بالشركات محل الدراسة بالقطاعين معاً

Total effect	Indirect	Direct	P Value	Regression	R <sup>2</sup>	R		
0.278	0	0.278	<b>0.005***</b>	14.821	0.42	0.4002	X1	Z
-0.139	0	-0.139	0.161	-0.219		0.1042	X2	
-0.029	0	-0.029	0.767	-3.745		0.077	X3	
0.091	0	0.091	0.36	15.822		0.1743	X4	
0.366	0	0.366	<b>0.00***</b>	54.904		0.3749	C1	
-0.036	0	-0.036	0.713	-0.501		-0.0136	C2	
0.092	0	0.092	0.356	4.37		-0.0362	C3	
-0.051	0	-0.051	0.61	-7.743		-0.0219	C4	
0.184	0	0.184	<b>0.063*</b>	8.449		0.1006	C5	
0.052	0	0.052	0.601	1.497		0.2168	C6	
0.359	0	0.359	<b>0.00***</b>	19.305		0.3499	C7	
-0.319	0.013	-0.332	<b>0.00***</b>	-1.218	0.79	-0.0558	X1	Y
-0.643	-0.006	-0.636	<b>0.00***</b>	-0.069		-0.4692	X2	
-0.143	-0.001	-0.141	<b>0.017**</b>	-1.239		-0.2445	X3	
0.329	0.004	0.325	<b>0.00***</b>	3.891		-0.4541	X4	
0.093	0.017	0.077	0.242	0.791		-0.2979	C1	
-0.318	-0.002	-0.316	<b>0.00***</b>	-0.299		-0.2252	C2	
0.081	0.004	0.077	0.195	0.252		-0.1408	C3	
-0.168	-0.002	-0.166	<b>0.005***</b>	-1.742		-0.3951	C4	
0.019	0.008	0.011	0.859	0.034		-0.0424	C5	
0.054	0.002	0.052	0.382	0.102		-0.2546	C6	
0.043	0.016	0.027	0.681	0.099		-0.0784	C7	
0.046	0	0.046	0.554	0.003	-0.0848	Z		
0.66	مؤشر المطابقة المقارن CFI(Comparative Fit Index)			0.752	مؤشر جودة التوافق GFI (Goodness-of-Fit Index)			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي (برنامج AMOS)

ويوضح الجدول رقم (١١) أنه على مستوى شركات القطاعين محل الدراسة لوحظ أن كمية الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط يساهم في تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة (وعلى الأخص درجة تركيز ملكية كبار المساهمين X2، نوع الملكية X1، ملكية أكبر ٣ مساهمين X4،



الملكية X1، والرافعة المالية C5) فى تفسير مستوى (كمية) الإفصاح عن المخاطر بنسبة ٤٢% وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١). مما يدل على أن كمية الإفصاح عن المخاطر تفسر وحدها ما يزيد عن ثلاثة أرباع طبيعة العلاقة بين الملكية وسيولة الأسهم فى الشركات محل الدراسة، وأن هناك عوامل أخرى تفسر الربع الباقي لهذه العلاقة. كما أن متغيرات الدراسة تكفى وحدها لتفسير ٤٢% من كمية الإفصاح عن المخاطر فى هذه الشركات.

كما يوضح الجدول رقم (١١) أن قيمة مؤشر جودة التوافق للنموذج (0.752) وقيمة مؤشر المطابقة المقارن (0.66) وهى قيم تقع بين الواحد والصفر مما يدل على ارتفاع جودة النموذج (Bentler, 1990; Joreskog & Sorbom, 1984).

ويوضح الشكل رقم (٢) العلاقة المقترحة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وسيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط بشركات القطاعين محل الدراسة وذلك باستخدام برنامج AMOS والاعتماد على طريقة Maximum Likelihood Estimates (MLS)

## شكل رقم (٢)

العلاقة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وسيولة الأسهم في ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط  
بشركات القطاعات محل الدراسة

وعلى مستوى قطاع العقارات فقط يوضح الجدول رقم (١٢) أن الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط يساهم في تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة (وعلى الأخص درجة تركيز ملكية كبار المساهمين X2، حجم مجلس الإدارة C2، نوع الملكية X1، وملكية أكبر مساهم X3) وبين سيولة الأسهم (متغير تابع) بنسبة ٦٦% وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١). بينما تساهم المتغيرات المستقلة (وعلى الأخص استقلالية مجلس الإدارة C1، تبني المعايير الدولية للتقارير المالية C7، نوع الملكية X1، والرافعة المالية C5) في تفسير مستوى (كمية) الإفصاح عن المخاطر بنسبة ٤١% وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١). مما يدل على أن كمية الإفصاح عن المخاطر تفسر وحدها ما يقرب من ثلثي طبيعة العلاقة بين الملكية وسيولة الأسهم في قطاع العقارات، وأن هناك عوامل أخرى تفسر الثلث الباقي لهذه العلاقة. كما أن متغيرات الدراسة تكفى وحدها لتفسير ٤١% من كمية الإفصاح عن المخاطر في هذا القطاع.

كما يوضح الجدول رقم (١٢) أن قيمة مؤشر جودة التوافق للنموذج (0.663) وقيمة مؤشر المطابقة المقارن (0.62) وهى قيم تقع بين الواحد والصفير مما يدل على ارتفاع جودة النموذج (Bentler, 1990; Joreskog & Sorbom, 1984).

### جدول رقم (١٢)

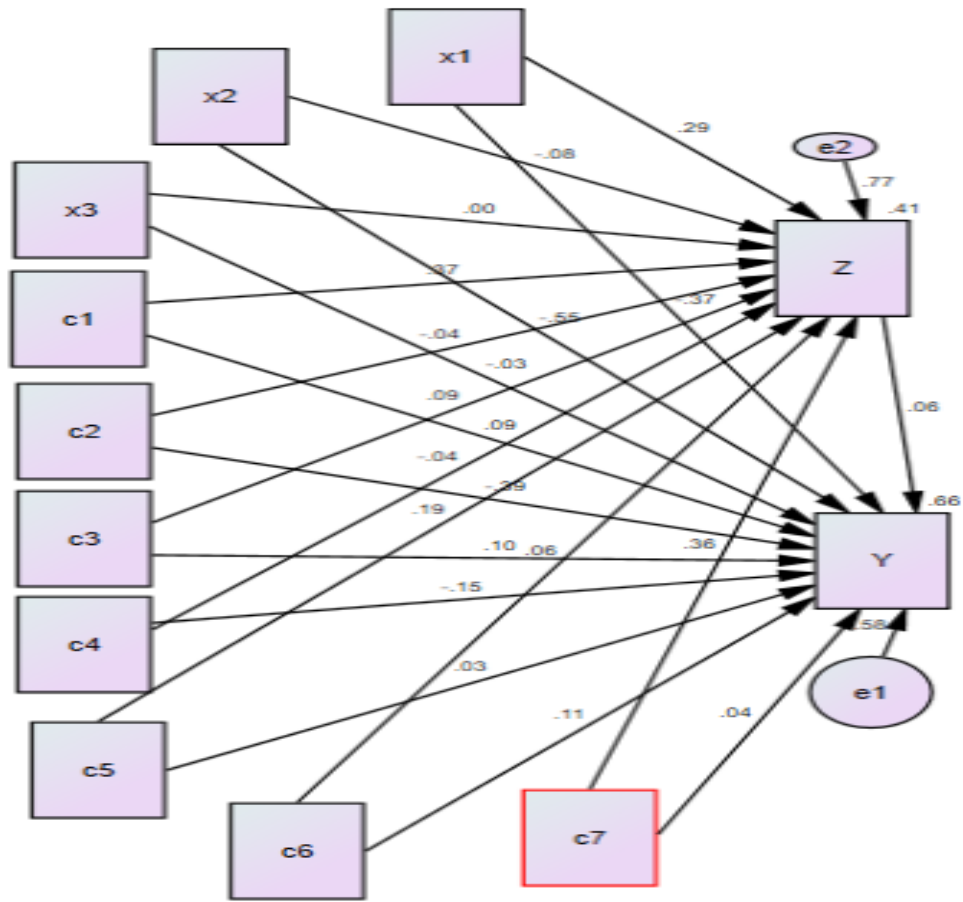
#### نتائج تحليل المسار بالشركات محل الدراسة بقطاع العقارات

Total effect	Indirect	Direct	P Value	Regression	R2	R	Code	Variable
0.291	0	0.291	<b>0.004***</b>	15.423	0.41	**	X1	Z الإفصاح عن المخاطر
-0.084	0	-0.084	0.4	-0.131		0.321	X2	
0.004	0	0.004	0.964	0.568		0.281	X3	
0.368	0	0.368	<b>0.00***</b>	54.766		0.3799	C1	
-0.035	0	-0.035	0.726	-0.479		-0.0022	C2	
0.093	0	0.093	0.353	4.391		0.0348	C3	
-0.039	0	-0.039	0.7	-5.853		0.0475	C4	
0.189	0	0.189	<b>0.058*</b>	8.616		0.0131	C5	
0.063	0	0.063	0.529	1.803		0.4733	C6	
0.363	0	0.363	<b>0.00***</b>	19.391		0.4463	C7	
-0.352	0.017	-0.37	<b>0.00***</b>	-1.072	0.66	**	X1	Y سيولة الأسهم
-0.56	-0.005	-0.555	<b>0.00***</b>	-0.047		-0.043	X2	
-0.025	0	-0.026	0.733	-0.178		-0.0793	X3	
0.114	0.022	0.092	0.27	0.751		-0.3109	C1	
-0.395	-0.002	-0.393	<b>0.00***</b>	-0.293		-0.4512	C2	
0.105	0.006	0.099	0.191	0.257		0.2538	C3	
-0.156	-0.002	-0.154	<b>0.042**</b>	-1.276		-0.4936	C4	
0.041	0.011	0.03	0.702	0.074		-0.0529	C5	
0.117	0.004	0.114	0.134	0.178		-0.1446	C6	
0.062	0.022	0.04	0.628	0.118		0.0989	C7	
0.06	0	0.06	0.543	0.003	0.0636	Z		
0.62	مؤشر المطابقة المقارن CFI(Comparative Fit Index)			0.663	مؤشر جودة التوافق (Goodness-of-Fit Index) GFI			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى (برنامج AMOS)

ويوضح الشكل رقم (٣) العلاقة المقترحة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وسيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط بشركات قطاع العقارات محل الدراسة وذلك باستخدام برنامج AMOS والاعتماد على طريقة (Maximum Likelihood Estimates (MLS)





شكل رقم (٣)

العلاقة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وسيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط  
بشركات قطاع العقارات

وعلى مستوى قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات فقط يوضح الجدول رقم (١٣) أن الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط يساهم فى تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة وعلى الأخص (درجة تركيز ملكية كبار المساهمين X2، نوع الملكية X1، وحجم مجلس الإدارة C2) على التوالى وبين سيولة الأسهم (متغير تابع) بنسبة ٨٧% وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١). بينما تساهم جميع المتغيرات المستقلة بلا استثناء فى تفسير الإفصاح عن المخاطر

بنسبة ٩٤% وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠.٠١) وأقل من (٠.٠٥) بالنسبة لمتغير تركيز ملكية كبار المساهمين. مما يدل على أن كمية الإفصاح عن المخاطر تكفى وحدها لتفسير أكثر من ثلاثة أرباع حجم العلاقة بين الملكية وسيولة الأسهم فى قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، وأن متغيرات الدراسة تكفى وحدها لتفسير كمية الإفصاح عن المخاطر فى هذا القطاع.

## جدول رقم (١٣)

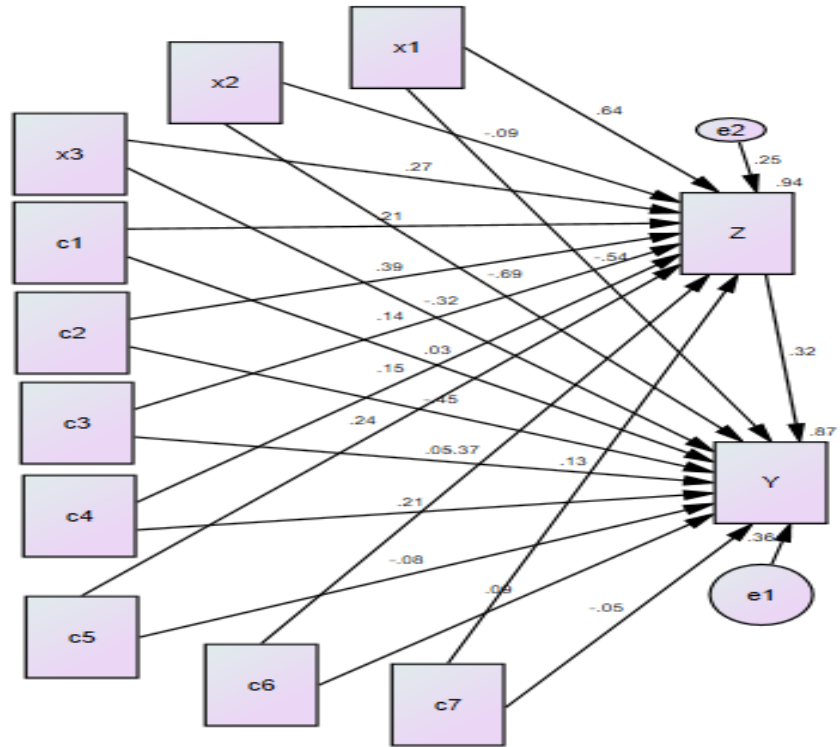
## نتائج تحليل المسار بالشركات محل الدراسة بقطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات

Total effect	Indirect	Direct	P Value	Regression	R2	R		
0.138	0	0.138	<b>0.00***</b>	33.931	0.94	0.6004	X1	Z
0.639	0	0.639	<b>0.045**</b>	-0.153		0.0405	X2	
-0.093	0	-0.093	<b>0.00***</b>	46.251		-0.1507	X3	
0.274	0	0.274	<b>0.00***</b>	7.623		0.3934	C1	
0.211	0	0.211	<b>0.003***</b>	8.72		0.0131	C2	
0.391	0	0.391	<b>0.001***</b>	27.171		-0.1608	C3	
0.148	0	0.148	<b>0.00***</b>	37.173		-0.1	C4	
0.243	0	0.243	<b>0.00***</b>	-14.799		0.5361	C5	
-0.366	0	-0.366	<b>0.006***</b>	9.413		-0.036	C6	
0.126	0	0.126	<b>0.003***</b>	-1.345		0.2433	C7	
0.09	0.044	0.046	<b>0.00***</b>	-0.053	0.87	-0.0824	X1	Y
-0.334	0.205	-0.539	<b>0.001***</b>	-2.555		-0.6929	X2	
-0.716	-0.03	-0.686	0.727	0.269		-0.3938	X3	
-0.234	0.088	-0.322	0.546	0.136		-0.3489	C1	
0.098	0.068	0.03	<b>0.007***</b>	1.805		-0.0115	C2	
-0.32	0.125	-0.445	0.406	-0.555		-0.4739	C3	
0.257	0.048	0.21	0.439	0.174		-0.349	C4	
0.001	0.078	-0.077	0.543	-0.159		-0.0262	C5	
-0.026	-0.117	0.091	0.23	0.015		-0.3627	C6	
-0.005	0.04	-0.045	0.681	0.099		-0.2495	C7	
0.321	0	0.321	0.554	0.003	-0.2545	Z		
0.49	مؤشر المطابقة المقارن CFI(Comparative Fit Index)			0.534	مؤشر جودة التوافق (Goodness- GFI of-Fit Index)			

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي (برنامج AMOS)

كما يوضح الجدول رقم (١٣) أن قيمة مؤشر جودة التوافق للنموذج (0.534) وقيمة مؤشر المطابقة المقارن (0.49) وهى قيم تقع بين الواحد والصفير مما يدل على ارتفاع جودة النموذج (Bentler, 1990; Joreskog & Sorbom, 1984).

ويوضح الشكل رقم (٤) العلاقة المقترحة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وسيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط بشركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات محل الدراسة وذلك باستخدام برنامج AMOS والاعتماد على طريقة Maximum Likelihood Estimates (MLS)



شكل رقم (٤)

### العلاقة بين نوع ودرجة تركيز الملكية وسيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط بشركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات

وفى ضوء ما تقدم يمكن رفض الفرض الرابع الذى ينص على " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لكل من نوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط بالشركات محل الدراسة " أى أن هناك تأثير ذو دلالة إحصائية لنوع ودرجة تركيز الملكية على سيولة الأسهم فى ضوء الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط بالشركات محل الدراسة سواء على مستوى شركات القطاعين محل الدراسة معاً، أو على مستوى كل قطاع على حده، مع مراعاة أن قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات كان أكثر من قطاع العقارات من حيث تفسير كمية الإفصاح عن المخاطر كمتغير وسيط لحجم العلاقة بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية وبين سيولة الأسهم.

### ١١-٣-٢-٥ التمايز بين الشركات محل الدراسة قبل وبعد قبل وبعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية فى مصر (٢٠١٥)

لاختبار مدى وجود فروق جوهرية فى كمية الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة قبل وبعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية فى مصر (٢٠١٥)) تم صياغة الفرض الخامس كما يلى: " لا يوجد تمايز ذو دلالة احصائية بين الشركات من حيث كمية الإفصاح عن المخاطر قبل وبعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية فى مصر (٢٠١٥)"، ولاختبار مدى صحة هذا الفرض تم تطبيق أسلوب تحليل التمايز المتعدد Multiple Discriminant Analysis. واستخراج قيمة ويلكس لامبدا Wilks' Lambda ، وقد أظهرت نتائجها التحليل معنوية دالة التمايز حيث بلغت معنوية الدالة (0.009) عند مستوى معنوية أقل من (0.01) وبلغت قيمة ويلكس لامبدا Wilks' Lambda (0.848)، وقيمة أيجن Eigenvalue (0.179) مما يدل على أن هناك فروق معنوية فى كمية الإفصاح عن المخاطر بالشركات محل الدراسة قبل وبعد تطبيق الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) وذلك كما يتضح من الجدول رقم (١٤)

## جدول (١٤)

نتائج تحليل التمايز بين الشركات قبل وبعد تطبيق الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) من حيث كمية الإفصاح عن المخاطر

قيمة إيجن	التباين	Sig.	ويلكس لامبدا	كا <sup>٢</sup>	df
.179	100.0	0.009	.848	9.388	2

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي

أما الجدول رقم (١٥) فيوضح الفروق المعنوية بين الشركات (قبل وبعد تطبيق الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥)) بالنسبة لمتغيرات الإفصاح عن المخاطر (الكمي، النوعي) والتي يتبين من خلالها وجود فروق معنوية عند مستوى (0.01) لكل من كمية الإفصاح عن المخاطر Z، كمية الإفصاح النوعي عن المخاطر Z2 حيث بلغت قيمة المعنوية (0.006)، (0.002) على التوالي وقيم F (8.093)، (10.271) على التوالي، بينما لوحظ عدم وجود فروق معنوية بين الشركات بالنسبة للإفصاح الكمي عن المخاطر Z1 مما يشير إلى أن تبني الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) كان له أثر على كمية الإفصاح عن المخاطر ككل (Rajab & Handley-Schachler, 2009)، ولكن التركيز كان على مجرد إثراء التقارير المالية للشركات بالشكل الوصفي للإفصاح عن المخاطر على حساب الشكل الكمي له وهو الأكثر أهمية ومنفعة لمستخدمي التقارير المالية وتنفق هذه النتيجة مع نتائج دراسات (Greco, 2012; Konishi & Ali, 2007; Mohobbot, 2005)

## جدول (١٥)

تحليل الفروق المعنوية بين الشركات قبل وبعد تطبيق الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) بالنسبة للإفصاح عن المخاطر

الرمز	الإفصاح عن المخاطر	ويلكس لامبدا	F	sig
Z	كمية الإفصاح عن المخاطر	.878	8.093	.006***

Z1	كمية الإفصاح الكمي عن المخاطر	.999	.080	0.778
Z2	كمية الإفصاح النوعى عن المخاطر	.850	10.271	.002***

المصدر: نتائج التحليل الإحصائى

وفي ضوء ما سبق يمكننا رفض الفرض الخامس والذي ينص على أنه " لا يوجد تمايز ذو دلالة احصائية بين الشركات من حيث كمية الإفصاح عن المخاطر قبل وبعد تبني المعايير الدولية للتقارير المالية فى مصر (٢٠١٥)", حيث أثبتت نتائج اختبار تحليل التمايز وجود تمايز بين الشركات قبل وبعد تطبيق الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية بالنسبة لكل من الإفصاح الكلى عن المخاطر والإفصاح النوعى عن المخاطر عند مستوى معنوية (0.01) بينما يختلف الأمر بالنسبة للإفصاح الكمي عن المخاطر، على الرغم من أن الإصدار الجديد لمعايير المحاسبة المصرية (٢٠١٥) أشار إلى ضرور تحقيق التفاعل بين الإفصاحات النوعية والكمية عن المخاطر (معيار المصرى رقم (٤٠) الأدوات المالية- الإفصاحات).

## ١٢ - النتائج والتوصيات والبحوث المستقبلية

## ١-١٢ النتائج

- تكفى كمية الإفصاح عن المخاطر (الكمية والنوعية معاً) لتفسير ٧٩% من حجم العلاقة بين كل من نوع ودرجة تركيز الملكية وبين سيولة الأسهم فى الشركات محل الدراسة، بينما تزيد هذه القدرة التفسيرية لتصل إلى ٨٧% فى شركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات، وتتنخفض إلى ٦٦% فى شركات قطاع العقارات.
- تفسر أربعة متغيرات فقط من متغيرات الدراسة (استقلالية مجلس الإدارة، الرافعة المالية، الربحية، ونوع الملكية على التوالى) حوالى ٤٢% من كمية الإفصاح عن المخاطر فى الشركات محل الدراسة، بينما تفسر نفس المتغيرات ٤١% فى شركات قطاع العقارات، فى حين تفسر جميع متغيرات الدراسة (استقلالية مجلس الإدارة، الرافعة المالية، الربحية، ونوع الملكية، ملكية أكبر ٣ مساهمين، حجم مكتب المراجعة، تبني المعايير الدولية للتقارير المالية، حجم مجلس الإدارة، حجم الشركة، و ملكية كبار المساهمين على التوالى) كمية الإفصاح عن المخاطر بنسبة ٩٤% فى شركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات.
- تبني المعايير الدولية للتقارير المالية فى بيئة الأعمال المصرية منذ عام ٢٠١٥ كان له أثر إيجابى واضح على كمية الإفصاح عن المخاطر بصفة عامة، وكمية الإفصاح النوعى عن المخاطر بصفة خاصة، ولكن لم يكن له تأثير جوهري على الإفصاح الكمي عن المخاطر، حيث هيمنت الإفصاحات النوعية على الإفصاحات الكمية .
- جميع الشركات محل الدراسة ذات ملكية مركزة تصنف إلى ثلاثة أنواع فقط ( ملكية مؤسسات، ملكية عائلية، و ملكية إدارية)، وتهيمن ملكية المؤسسات وحدها على ٧٥% من ملكية هذه الشركات، ولذا فإن نتائج الدراسة المتعلقة بمتغير نوع الملكية تنسب إلى ملكية المؤسسات.

- يتأثر الإفصاح الكلى عن المخاطر (الكمى والنوعى معاً) إيجابياً بنوع الملكية فى ظل استقلالية مجلس الإدارة، بينما يتأثر الإفصاح الكلى عن المخاطر سلبياً بنوع الملكية وإيجابياً بدرجة تركيز ملكية كبار المساهمين.
- تتأثر درجة سيولة الأسهم سلبياً بكل من ملكية كبار المساهمين، ونوع الملكية على التوالى مع انخفاض حجم مجلس الإدارة. ولكن لا يؤثر الإفصاح عن المخاطر بشكل مباشر على سيولة الأسهم.

## ١٢-٢ التوصيات

يوصى الباحث فى ضوء ما توصل إليه من نتائج بالآتى:

- ضرورة اهتمام أصحاب المصالح فى شركات قطاع خدمات ومنتجات صناعية وسيارات بجميع متغيرات الدراسة عند تفسيرهم لمستوى (كمية) الإفصاح عن المخاطر حيث تفسر هذه المتغيرات ٩٤% من مستوى الإفصاح عن المخاطر. بينما يتعين عليهم البحث عن متغيرات إضافية فى شركات قطاع العقارات حيث تفسر متغيرات الدراسة ٤١% فقط من مستوى الإفصاح عن المخاطر.
- ضرورة تشجيع وتحفيز استثمار المؤسسات فى الشركات محل الدراسة للوصول إلى أعلى مستويات الإفصاح عن المخاطر وخصوصاً الإفصاح النوعى، مع ضرورة زيادة كل من درجة تركيز ملكية كبار المساهمين، واستقلالية مجلس الإدارة لتحسين مستوى الإفصاح الكلى عن المخاطر.
- ضرورة وضع ضوابط وقواعد خاصة لقيود وشطب الشركات محل الدراسة وخصوصاً الشركات ذات ملكية المؤسسات نظراً لهيمنتها على هياكل الملكية للشركات محل الدراسة (٧٥%)، وتأثيرها السلبى على درجة سيولة الأسهم.
- ضرورة إصدار معيار محاسبى مصرى ينظم قواعد الإفصاح عن المخاطر فى بيئة الأعمال المصرية يراعى فيه اختلاف نوع الملكية، درجة تركيز ملكية كبار المساهمين، ونوع القطاع، وضرورة تحفيز الشركات على الإفصاح الكلى عن المخاطر.



- ضرورة وضع مجموعة من الضوابط والاشتراطات التنظيمية لحماية حقوق الأقلية والتخفيف من حدة مشكلات الوكالة بين المساهمين والإدارة خصوصاً فى الشركات محل الدراسة ذات الملكية الإدارية والعائلية.
- إجراء المزيد من الدراسات والبحوث التطبيقية عن محددات الإفصاح عن المخاطر، وأثاره الاقتصادية ولكن لكل قطاع على حده بغرض ترشيد قرارات المستثمرين، وأصحاب المصالح.

### ١٢-٣ البحوث المستقبلية

يقترح الباحث فى ضوء نتائج الدراسة الحالية البحوث المستقبلية التالية:

- تحليل العلاقة بين الملكية والإفصاح عن المخاطر وأثرها على سيولة الأسهم فى قطاع الخدمات المالية والبنوك.
- محددات ملكية المؤسسات وأثرها على جودة الإفصاح المحاسبى فى بيئة الأعمال المصرية.
- أثر ملكية المؤسسات على جودة التقارير المالية فى بيئة الأعمال المصرية.
- الآثار الاقتصادية للإفصاح عن المخاطر فى بيئة الأعمال المصرية.
- دراسة أثر الإفصاح الإيجابى والسلبى عن المخاطر على عوائد الأسهم.

## ١٣ - المراجع

## ١٣-١ مراجع باللغة العربية

- إبراهيم، علاء الدين توفيق..، ٢٠١٤، " الإفصاح عن المخاطر : المحتوى الإعلامى و الآثار الاقتصادية : دراسة ميدانية على الشركات المقيدة بسوق الأسهم السعودية"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة - جامعة طنطا، ع٢، ص ص: ١٥٤-١٨٤.
- إبراهيم، محمد زيدان.، و زهر، إكرامى جمال السيد..، (٢٠١٧)، " تأثير التطبيق المرحلى لنظام الإنتاج المرن على المحتوى المعلوماتى لربحية الشركات من منظور محاسبى (دراسة حالة)،" المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة المنوفية، س ٤، ع ٣ و٤، يوليو-أكتوبر.
- أبو خزانة، إيهاب محمد..، (٢٠١٨)، " مدى مساهمة الإفصاح عن مخاطر الأدوات المالية فى ضوء (7 IFRS) فى تنشيط سيولة الأسهم بالبورصة المصرية"، مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة- جامعة عين شمس، مج ٢٢، ع ١، ص ص: ٩٤٧-٩٨٧.
- البورصة المصرية، (٢٠١٣ - ٢٠١٨)، "التقارير السنوية للبورصة المصرية".
- الشامى، مصطفى أحمد..، ١٩٩٨، "المحاسبة والافصاح عن أنشطة الاحتماء من المخاطر طبقا للمعايير المحاسبية المعاصرة"، المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية - مصر، ع٢، ص ١٢، ص ص: ٢٠٨ - ٢٥١.
- الزغبى، شبيب راشد شبيب..، (٢٠٠٩)، " مدخل مقترح لمراجعة القياس والإفصاح عن مدى الالتزام والمخاطر البيئية لمنظمات الأعمال فى إطار معايير المحاسبة والمراجعة"، إدارة الأعمال، مصر، ع ١٢٦، ص ص: ٩٥-٩٠.
- الليثى، فؤاد محمد..، (١٩٩٢) " دور الإفصاح عن درجة المخاطرة المالية فى ترشيد قرارات الاستثمار فى الأسهم دراسة ميدانية على سوق الأوراق المالية بالقاهرة باستعمال أسلوب SLAM للمحاكاة"، المجلة المصرية للدراسات التجارية- مصر، مج ١٦، ع ٣، ص ص: ١٠٧-١٤٧.

- الهيئة العامة للرقابة المالية (٢٠١٤)، "قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية"، آخر نسخة من المشروع - ٩ يناير ٢٠١٤.
- الهيئة العامة للرقابة المالية (٢٠١٨)، "قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية"، نسخة معدلة- أغسطس ٢٠١٨.
- بحيرى، أحمد هانى،، (١٩٨٩)، "الإفصاح عن المخاطرة فى التقارير المالية المنشورة"، مجلة البحوث التجارية ، كلية التجارة- جامعة الزقازيق، مصر.
- بشير، سعد زغول،، (٢٠٠٣)، دليلك إلى البرنامج الإحصائى SPSS، المعهد العربى للتدريب والبحوث الإحصائية، الجهاز المركزى للإحصاء، جمهورية العراق، الإصدار العاشر.
- حسن، محمد مصطفى،، ٢٠٠٧ ، " القياس والإفصاح المحاسبى عن مخاطر المنظمات : دراسة تحليلية لتقييم بيئة الإفصاح المصرية" ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - جامعة الإسكندرية، مج ٤٤، ع ٢، ص ص: ١-٤١.
- خليل، على محمود مصطفى،، إبراهيم، منى مغربى محمد. (٢٠١٥)، " أثر أنماط هياكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على جودة التقرير المالى عبر الانترنت بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، الفكر المحاسبى، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مج ١٩، ع ١٤.
- عبيد، السيد إبراهيم،، ٢٠٠٧، " الإفصاح عن المخاطر والتهديدات التى تتعرض لها الشركة فى التماالتقارير المالية المنشورة: إطار مقترح ودراسة ميدانية"، المؤتمر العلمى السابع ، كلية التجارة- جامعة الاسكندرية، أكتوبر، ص ص: ١٠٧ - ١٤٨.
- عمران، صلاح محمد،، ٢٠١٥، " حوكمة الشركات ومشكلات الوكالة (حالة الإفصاح عن معلومات إدارة المخاطر) : دراسة تحليلية ميدانية"، المجلة العلمية لكلية التجارة - جامعة أسيوط، ع ٥٩، ص ص: ٣٣-٨٨.
- قانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، بإصدار قانون سوق رأس المال، الجريدة الرسمية- ع ٢٥ (مكرر) فى ٢٢ يونية سنة ١٩٩٢.

مليجي، مجدى مليجى عبدالحكيم مليجى،، (٢٠١٨)، "تحليل العلاقة بين الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وأثرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، مجلة المحاسبة والمراجعة (AUJAA)، قسم المحاسبة، كلية التجارة-جامعة بنى سويف، اتحاد الجامعات العربية، ص ص: ٥٠-١.

مليجى، مجدى مليجى عبدالحكيم مليجى،، (٢٠١٧)، "محددات الإفصاح عن المخاطرة وأثره على القرارات المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المسجلة فى سوق رأس المال المصرى"، مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة-جامعة طنطا، ديسمبر ٢٠١٧، ٢٤، ص ص: ١٣٨-١٩٩.

مركز المديرين المصرى،، (٢٠١١)، " دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية"، وزارة الاستثمار، نسخة معدلة، مارس ٢٠١١.

مركز المديرين المصرى،، (٢٠١٦)، "الدليل المصرى لحوكمة الشركات"، بالهيئة العامة للرقابة المالية، الإصدار الثالث- أغسطس ٢٠١٦.

مركز المديرين،، (٢٠٠٦)، " دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية" وزارة الاستثمار، يوليو ٢٠٠٦.

وزارة الاستثمار، (٢٠١٥)، "معايير المحاسبة المصرية المعدلة ٢٠١٥"، قرار رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥، الوقائع المصرية، ع ١٥٨، تابع (أ) فى ٩ يوليو سنة ٢٠١٥.

وهدان، محمد على، (٢٠١٨)، " تقييم أثر نظم تخطط موارد المشروع علي التمثيل الصادق للمعلومات المحاسبية في ضوء فعالية الرقابة الداخلية: دراسة تطبيقية"، مجلة البحوث المحاسبية، قسم المحاسبة - كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد الثانى.

### ١٣-٢ مراجع باللغة الإنجليزية

Abdioglu, N., Bamiatzib, V., Cavusgilc, t., Khurshedd, A., and Stathopoulos, K., (2015), " Information Asymmetry, Disclosure and Foreign Institutional Investment: An Empirical Investigation of the Impact of the Sarbanes-Oxley Act. *International Business Review* · April 2015.

- Abraham, S., & Cox, P. (2007). Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39, 3, PP:227–248.
- Abraham, S., and Shrivs, P. J., (2014), "Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports", *The British Accounting Review*, 46, PP:91–10.
- Adamu, M.U., (2013), " Risk Reporting: A Study of Risk Disclosures in the Annual Reports of Listed Companies in Nigeria", *Research Journal of Finance and Accounting*, 4, 16, PP: 140-148.
- Aitken, M., Comerton-Forde, C., (2003), " How should liquidity be measured?", *Pacific-Basin Finance Journal*, 11, pp:45-59.
- Ajina, A., sougne, D., and Lakhel, F., (2015), " Corporate Disclosures, Information Asymmetry And Stock-Market Liquidity In France", *The Journal of Applied Business Research*, 31, 4, July/August 2015. Pp: 1223-1238.
- Al- Sharif, F., Bino, A., and Tayeh, M., (2015) "The Impact of Ownership Structure on Stock Liquidity: Evidence from Amman Stock Exchange", *Jordan Journal of Business Administration*, 11., 1, PP:239-251.
- al-hadi, A., Al-Yahyaee, K.H., Hussain, S.M., and Taylor, G., (2017), "Market Risk Disclosures And Corporate Governance Structure: Evidence From GCC Financial Firms", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.11.008>, pp:1-15.
- Al-Jaifi, H.A., (2017), "Ownership Concentration, Earnings Management And Stock Market Liquidity: Evidence From Malaysia", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 17 Issue: 3, pp.490-510, <https://doi.org/10.1108/CG-06-2016-0139>.
- Amihud, Y., (2002), " Illiquidity And Stock Returns: Cross-Section And Time-Series Effects", *Journal of Financial Markets*, 5, pp: 31–56.
- Anthony, O., and Godwin, A., (2015), "" Voluntary Risk Disclosure in Corporate Annual Reports: An Empirical Review"" , *Research Journal of Finance and Accounting*, 6, 17, pp:1-9"
- Aouadi, A., Arouri, M., and David Roubaud, D., (2018), "Information Demand And Stock Market Liquidity: International Evidence", *Economic Modelling*, 70, pp:194-202.
- Aryani, Y. & Krismiaji (2013). "Enterprise Resource Planning Implementation and Accounting Information Quality" *GSTF Journal on Business review (GBR)*, Vol. 2, No. 2, pp: 25-31.
- Barros, C.P, Boubaker, S., and Hamrouni, A., (2013), " Corporate Governance And Voluntary Disclosure In France", *Journal of Applied Business Research*; Mar/Apr 2013, 29, 2, PP: 561- 577.

- Bentler, P. M. (1990). Comparative Fit Indexes in Structural Models. *Psychological Bulletin*, 107, 238-246.
- Beretta, S., and Bozzolan, S. (2004). A Framework For The Analysis Of Firm Risk Communication. *The International Journal of Accounting*, 39, 1, PP: 265–288.
- Blanco, I., Garc'ia, S., and Wehrheim, D., (2018), "Looking for Transparency: Institutional Ownership and Innovation Disclosure ", FIRST DRAFT, February AEW28, 2018, available at: [https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=XXVIfinanceforum&paper\\_id=110](https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=XXVIfinanceforum&paper_id=110).
- Cabeza-García, L., Sacristán-Navarro, M., and Gómez-Ansón, S., (2017), "Family Involvement And Corporate Social Responsibility Disclosure", *Journal of Family Business Strategy*, 8, PP:109-122.
- Chau, G., and Gray, S.J.,( 2010), " Family ownership, board independence and voluntary disclosure: Evidence from Hong Kong, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19, PP: 93–109.
- Chen, C.H., and Al-Najar, B., (2012), "The Determinants of Board Size And Independence: Evidence From China", *International Business Review*, 21, PP: 831- 846.
- Cordazzo, M., Papa, M., and Rossi, p., (2017), "The Interaction Between Mandatory And Voluntary Risk Disclosure: A Comparative Study", *Managerial Auditing Journal*, 32,7, pp:682-714.
- Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. (2011). Attributes Of Corporate Risk Disclosure: An International Investigation In The Manufacturing Sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 1–22.
- Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. (2012). *Environmental Performance, Environmental Risk And Risk Management. Business Strategy And The Environment* : available at <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/bse.1754/abstract>. Accessed 21.09.2013
- Edwards, J.S.S., and Weichenrieder, A.J., (2009), "Control Rights, Pyramids, And The Measurement Of Ownership Concentration", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 72, PP:489–508.
- ElBannan, M.A., (2017), " Stock Market Liquidity, Family Ownership, And Capital Structure Choices In An Emerging Country", *Emerging Markets Review*, 33, PP:201–231.
- Elfeky, M.I., (2017), "The Extent Of Voluntary Disclosure And Its Determinants In Emerging Markets: Evidence From Egypt", *The Journal of Finance and Data Science*, 3, PP: 45-59.
- El-Nader, G., (2018) "Stock Liquidity and Free Float: Evidence From The UK", *Managerial Finance*, 44 (10), pp.1227-1236.

- Elshandidy, T., Fraser, I. and , Hussainey,K., (2013), "Aggregated, Voluntary, And Mandatory Risk Disclosure Incentives:Evidence From UK FTSE All-Share Companies", *International Review of Financial Analysis*, 30, pp:320–333.
- Elzahar, H., Hussainey, K. (2012), Determinants Of Narrative Risk Disclosures In UK Interim Reports. *Journal of Risk Finance*, 13, 2, pp: 133-147.
- Fang, V.W., Noe, T.H., and Tice, S., (2009), "Stock Market Liquidity And Firm Value". *J. Financ. Econ*, 94, 1, PP:150–169
- Firth, M., Gao, J., , Shen, J., and Zhang, Y., (2016), "Institutional Stock Ownership And Firms' Cash Dividend Policies: Evidence From China", *Journal Of Banking & Finance*, 65, PP: 91–107.
- Gelb, S.D., (2000). "Managerial Ownership And Accounting Disclosures: An Empirical Study", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15, pp:169–185.
- Greco, G., (2012) ""The Management's Reaction To New Mandatory Risk Disclosure: A Longitudinal Study On Italian Listed Companies", *Corporate Communications: An International Journal*, 17, 2, pp.113-137.
- Hashim, H.A., and Devi, S., (2015), "Board Characteristics,Ownership Structure And Earnings Quality: Malaysian Evidence" In *Corporate Governance in Less Developed and Emerging Economies*, 8, PP: 97-123.
- Hassan M (2009). UAE corporations-Specific Characteristics And Level Of Risk Disclosure. *Managerial Auditing Journal*, 24(7):668-687.
- Haw, I.M, Ho, S.S.M., Hu, B., and Zhang, X., (2013), " Legal Institutions, Ownership Concentration, and Stock Repurchases Around the World: Signal Mimicking?", *The International Journal of Accounting*, 48, PP: 427–458.
- He, W., and Kyaw, N.A., (2018), "Ownership Structure And Investment Decisions Of Chinese SOEs", *Research in International Business and Finance*, 43, PP: 48-57.
- Holderness, C.G.,(2017), " Culture And The Ownership Concentration Of Public Corporations Around The World", *Journal of Corporate Finance*, 44, PP:469-486.
- Hsu, C., Ma, Z., Wu, L., and Zhou, K., (2018), " The Effect of Stock Liquidity on Corporate Risk-Taking", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, pp:1-29.
- ICAEW, (1999), "*No Surprise: The Case for Better Risk Reporting*", London: Institute of Chartered Accountants in England and Wales.
- Ittonen, K., (2010). "Investor Reactions to Disclosures of Material Internal Control Weaknesses", *Managerial Auditing Journal*, 25,3, pp: 259-268 .
- Jankensgård, H., (2018), ""Between a rock and a hard place: New evidence on the relationship between ownership and voluntary disclosure"", *International Review of Financial Analysis*, 56, pp: 281-291".

- Ji, X., Lu, W., and Qu, W., (2017), " Voluntary Disclosure Of Internal Control Weakness and Earnings Quality; Evidence Of China", *The International Journal Of Accounting*, 52, 1, pp: 27-44.
- Jiang, H., And Habib, A., (2009), " The Impact Of Different Types Of Ownership Concentration On Annual Report Voluntary Disclosures In New Zealand", *Accounting Research Journal*, 22, 3, PP: 275-304.
- Jiang, F., Ma, Y. and Shi, B., (2017), " Stock Liquidity And Dividend Payouts", *Journal of Corporate Finance*, 42, PP:295–314.
- Jiang, H., habib, A., and Hu., B., (2011), ""Ownership concentration, Voluntary Disclosures And Information Asymmetry in New Zealand"", *The British Accounting Review* 43, PP: 39–53".
- Jiang, T., Luo, X., Wang, Z., and Zhang, F., (2018), " *Institutional Ownership and Market Risk Disclosures*", January 2018. available at:[https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2018-Milan/papers/EFMA2018\\_0359\\_fullpaper.pdf](https://efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2018-Milan/papers/EFMA2018_0359_fullpaper.pdf).
- Joreskog, K. G., & Sorbom, D. (1984). *Advances In Factor Analysis And Structural Equation Models*. Lanham: Rowman & Littlefield Publishers.
- Kamaruzaman, S.A.B., (2015), " *Ownership Structure, Corporate Risk Disclosure And Firm Value: A Study On Malaysian Public Listed Firms*", Master Of Accountancy, Faculty Of Accountancy, University Teknologi Mara, December 2015.
- Khaledi, S., (2014), "Corporate Risk Disclosure: A *Content Analysis of Swedish Interim Reports*", Master's Thesis in Accounting, Auditing and Analysis, 30 hp, Department of Business Studies, uppsaila universitet. Spring semester 2014.
- Kim, H., and Yasuda, Y., (2017), "*Business risk disclosure and firm risk: Evidence from Japan*", July 2017.
- Konishi N, Ali M (2007). Risk Reporting Of Japanese Companies And Its Association With Corporate Characteristics. *International Journal of Accounting Auditing and Performance Evaluation*, 4,3, PP:263-285.
- Koonce, L., Lipe, M. G., & McAnally, M. L. (2005) I. Judging The Risk Of Financial Instruments: Problems And Potential Remedies. *The Accounting Review*, 80(3), pp: 871–895.
- Koonce, L., McAnally, M. L., & Mercer, M. (2005) II. How Do Investors Judge The Risk Of Financial Items. *The Accounting Review*, 80(1), pp:221–241.
- Kravet, T., and Muslu, V., (2011), " Textual Risk Disclosures and Investors' Risk", *Perceptions*, September, 2011.
- Kravet, T.D., and Muslu, V., (2013), " Textual Risk Disclosures and Investores' Risk Perceptions. *Review of Accounting Studies*, pp: 1-43. available at: [www.irim.eur.nl/fileadmin/irim\\_content/documents/paper\\_Volkan\\_Muslu.pdf](http://www.irim.eur.nl/fileadmin/irim_content/documents/paper_Volkan_Muslu.pdf).



- Krippendorff, K., (2004). "*Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*", 2e Edition. Sage, London.
- Le, T., (2019), "*Ownership Structure, Governance And Stock Liquidity In Vietnam*", Submitted In Fulfilment Of The Requirements For The Degree Of Doctor Of Philosophy, The School Of Economics And Finance QUT Business School Queensland University Of Technology Brisbane, Australia.
- Lepore, L., Paolone, F., Pisano, S., and Alvino, F., (2017), "A Cross-Country Comparison Of The Relationship Between Ownership Concentration And Firm Performance: Does Judicial System Efficiency Matter?", *Corporate Governance: The International Journal Of Business In Society*, 17, 2, PP:321-340.
- Li, K., Lu, L., Mittoo, U.R., and Zhang, Z., (2015), "Board Independence, Ownership Concentration And Corporate Performance—Chinese evidence, *International Review of Financial Analysis*, 41, PP:162–175.
- Li, F., Liub, M. H., and (Eric) Shia, Y., (2017), "Institutional ownership around stock splits", *Pacific-Basin Finance Journal*, 46, pp:14-40.
- Lin, J.C., Singh, A.K., Yu, W., (2009), "Stock Splits, Trading Continuity, and The Cost of Equity Capital", *Journal of Financial Economics*, 93 (3), pp:474–489.
- Linsley P, Shrivs P (2005). Examining risk reporting in UK public companies. *The Journal of Risk Finance*, 6, 4, PP:292-305.
- Linsley, P. M., & Lawrence, M. J. (2007), "Risk Reporting By The Largest UK Companies: Readability And Lack Of Obfuscation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 20,4,pp: 620–627.
- Linsley, P. M., & Shrivs, P. J. (2006), "Risk Reporting: A Study Of Risk Disclosures In The Annual Reports Of UK Companies. *The British Accounting Review*, 38, pp:387–404.
- Linsley, P., & Shrivs, P. (2000). Risk Management And Reporting Risk In The UK. *Journal of Risk*, 3(1), 115–129.
- Linsmeier, T. J., & Pearson, N. D. (1997). Quantitative Disclosures Of Market Risk In The SEC Release. *Accounting Horizons*, 11,1, pp:107–135.
- Luo, S., Courtenay, S.M., and Hossain, M., (2006), " The Effect Of Voluntary Disclosure, Ownership Structure And Proprietary Cost On The Return–Future Earnings Relation", *Pacific-Basin Finance Journal*, 14, pp: 501–521.
- Madrigal M, Guzmán B, Guzmán C (2015). Determinants Of Corporate Risk Disclosure In Large Spanish Companies: A Snapshot. *Contaduría y Administración*, 60, 4, PP:757-775.
- Malafrente, I., Starita, M.G., and Pereira, J., (2018), "The Effectiveness Of Risk Disclosure Practices In The European Insurance Industry", *Review of Accounting and Finance*, 17, 1, pp:130-147

- Marshall, A., & Weetman, P. (2007). Modelling Transparency In Disclosure: The Case Of Foreign Exchange Risk Management. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34, 5–6, pp:705–739.
- Marzouk, M., (2013), " *Corporate Risk Disclosure: A Content Analysis of the Annual Reports of Egyptian Listed Companies*, MRes in management, The York Management School, University of York, September 2013.
- Marzouk, M., (2016), "Risk Reporting During a Crisis: Evidence from the Egyptian Capital Market", *Journal of Applied Accounting Research*, 17, 4, pp:1-40.
- Miihkinen, A. (2013). The Usefulness Of Firm Risk Disclosures Under Different Firm Riskiness, Investor-Interest, And Market Conditions: New Evidence from Finland", *Advances in Accounting*, PP: 312–331.
- Miihkinen, A. (2008). Efficiency Of Authoritative Disclosure Recommendations: Evidence From IFRS Transition Disclosure In Finland. *Journal Of Financial Regulation And Compliance*, 16(4), 384–413.
- Miihkinen, A. (2011). "The Usefulness Of Firm Risk Disclosures Under Different Firm Riskiness, Investor Interest, And Market Conditions. Evidence from Finland. Unpublished manuscript". Paper presented at the Annual Meeting of the American Accounting Association in Denver, 6-10, 8.2011.
- 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.
- Mohobbot A (2005). Corporate Risk Reporting Practices In Annual Reports Of Japanese Companies. *Japanese Journal of Accounting*, 16, 1, PP:113-133.
- Mokhtar,E., Elharidy, A., and Mandour, M., (2018), " Compliance with IFRs: The case of Risk Disclosure Practices In Egypt", *Arab Economic And Business Journal*, 13, PP:1–14.
- Moumen, N., Othman, H.B., and Hussainey, K., (2016), " Board Structure And The Informativeness Of Risk Disclosure: Evidence From MENA Emerging Markets", *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 35, pp:82–9.
- Moumen, N., Othman, H.B., and Hussainey, K., (2015), " The Value Relevance Of Risk Disclosure In Annual Reports: Evidence From MENA Emerging Markets", *Research in International Business and Finance*, 34, pp:177–204.
- Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B., and Huang, A., (2018), "Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence", *Pacific-Basin Finance Journal*, 50, PP:216–234.
- Nagata, K. and Nguyen, P., (2017), " Ownership Structure And Disclosure Quality: Evidence From Management Forecasts Revisions In Japan", Electronic Working Paper Series, ESDES-*Research Center*, n° 2017-08.

- Neifar, S., and Jarboui, A., (2017), ""Corporate Governance And Operational Risk Voluntary Disclosure:Evidence From Islamic Banks",*Research in International Business and Finance*, 28 September 2017".
- O'Brien, R. (2007). "A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors", *Quality & Quantity*, 41, 5, October, PP: 673-690.
- Prommin,P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P., and Tong, S., (2016), " Liquidity, Ownership Concentration, Corporate Governance, And Firm Value: Evidence from Thailand", *Global Finance Journal*, 31, pp:73–87.
- Rajab, B. and Handley-Schachler, M. (2009) "Corporate Risk Disclosure By UK Firms: Trends And Determinants", *World Review of Entrepreneurship Management and Sustainable Development*, 5 (3), pp.224-243.
- Richter, A., and Weiss, C., (2013), " Determinants Of Ownership Concentration In Public Firms: The Importance Of Firm-, Industry- And Country-Level Factors", *International Review of Law and Economics*, 33, PP:1–14.
- Roulstone, D. T., (1999), "Effect Of SEC Financial Reporting Release No.48 On Drivative and Market Risk Disclosure", *Accounting Horizons*, 13, 4, pp:343-363.
- Samaha K, Dahawy K., (2010),"Factors influencing corporate disclosure transparency in the active share trading firms: an explanatory study", *Res Account Emerg Econ*, PP:87-118.
- Schrand, C., Elliot, J., 1998. Risk And Financial Reporting: A Summary Of The Discussion At The 1997 AAA/FASB Conference. *Accounting Horizons*, 12, 3, pp:271-282.
- Semper, D.C., and Beltrán, J.M.T., (2014), ""Risk disclosure and cost of equity The Spanish case", *Contaduría y Administración* 59, 4, October- December 2014, pp: 105-135"
- Sepasi,S., Kazempourb, M., and Mansourlakoraj, R., (2016), " Ownership Structure and Disclosure Quality: Case of Iran", 1st International Conference on Applied Economics and Business, ICAEB 2015, *Procedia Economics and Finance*, 36, 2016, PP: 108 – 112.
- Shroff, N., (2016), " Discussion of “Is the risk of product market predation a cost of disclosure?”, *Journal of Accounting and Economics*, 62, PP: 326–332
- Solomon, J. F., Solomon, A., Norton, S. D., & Joseph, N. L. (2000). A Conceptual Framework For Corporate Risk Disclosureemerging From The Agenda For Corporate Governance Reform. *The British Accounting Review*, 32(4), 447-478.
- Stagliano, R., La Rocca, M.,and Gerace, D.,(2018), "The Impact Of Ownership Concentration And Analyst Coverage On Market Liquidity: Comparative Evidence From An Auction And A Specialist Market, *Economic Modelling*,70, pp:203–214.

- Sun, Y., (2016). "Internal Control Weakness Disclosure and Firm Investment", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31, 2, pp: 277-307.
- Tan, Y., Zengb, C.C., Elshandidy, T., (2017), "Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 29, PP: 81–102.
- Thangatoral, R., Jaffar, R. and Shukor, Z., (2013), "*The Effect Of Corporate Governance Mechanism On The Voluntary Internet Financial Reporting: A Case Of Malaysia*", Available at: <https://www.wseas.us/e-libRARY/conferences/2013/cambridgeUSA/MMF/MMF-13.pdf>.
- Tran, L. T. H., Hoang, T. T. P., and Tran, H. X. (2018)" Stock Liquidity And Ownership Structure During And After The 2008 Global Financial Crisis: Empirical Evidence From An Emerging Market", *Emerging Markets Review*, July 2018, PP. 1-20.
- Wachira, M., (2018), "Determinants of risk disclosures in Kenyan listed companies", *African Journal of Business Management*, 12, 10, pp. 267-273, 28 May, 2018.
- Wang, J., Gong, L., and Wang, Y., (2011) ' *The Empirical Research of the Influence of ERP's Implementation on Enterprise's Internal Control Effect*', Service Systems and Service Management (ICSSSM). 2011, 8th International Conference on July, IEEE, July 2011, Tianjin, China.
- Watson D, Head A., (2016), "*Corporate Finance: Principles & Practice*", 7 ed. Edinburgh: Pearson Education.
- Wilson, V., Librarian, L., and Library, M., (2016), " Research Methods: Content Analysis", *Evidence Based Library and Information Practice* 2016, 11.1(S).
- Woods, M., Dowd, K., & Humphrey, C. (2008). The value of risk reporting: A critical analysis of value-at-risk disclosures in the banking sector. *International Journal of Financial Services Management*, 3(1), 45–64.
- Yosra, G., and Sioud, O.B.O., (2011) "Ultimate Ownership Structure And Stock Liquidity: Empirical Evidence From Tunisia", *Studies in Economics and Finance*, 28, 4, pp.282-300.
- Zadeh, F. and Eskandari, A. (2012), "Firm Size As Company's Characteristic And Level Of Risk Disclosure: Review On Theories And Literatures", *International Journal of Business and Social Science*, 3, 17, pp:1-9.
- Zadeh, F.O., Rasid, S.Z.A, Basiruddin, R., Zamil, N.A.M, and Vakilbashi, A., (2016), "Risk Disclosure Practices Among Malaysian Listed Firms", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6, 3, pp:1092-1096.
- Zhou, T., and Wang, X., (2013), " Institutional Ownership, Risk Disclosure, And Potential Benefits: From The Perspective Of Internal Control And Firm Risk", *Frontiers of Business Research in China*, 7, 4, PP:535-560 · January 2013.

د/ إكرامى جمال السيد زهر

تحليل العلاقة بين الملكية والإفصاح عن المخاطر وأثرها على سيولة الأسهم

<http://www.egx.com.eg>

<http://www.mubasher.info>