أثر هيكل رأس المال كمتغير وسيط على العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية " دراسة تطبيقية على مؤشر EGX30 "

إعداد

د/ إسلام محمد عبد الحميد محمد علي
مدرس المحاسبة
المعهد العالي للعلوم الإدارية بسوهاج

د. محمود فرج بكر محمد مرسي
مدرس إدارة الأعمال
المعهد العالي للعلوم الإدارية بسوهاج

مجلة راية الدولية للعلوم التجارية

دورية علمية محكمة

المجلد (٢) . العدد (٦) . يوليو ٢٠٢٣

https://www.rijcs.org/

الناشر

معهد راية العالي للإدارة والتجارة الخارجية بدمياط الجديدة

المنشأ بقرار وزير التعليم العالي رقم ٤٨٩٠ بتاريخ ٢٢ أكتوبر ٢٠١٨ بجمهورية مصر العربية

أثر هيكل رأس المال كمتغير وسيط على العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية " دراسة تطبيقية على مؤشر EGX30 "

إعداد

د/ إسلام محمد عبد الحميد محمد علي
مدرس المحاسبة
المعهد العالي للعلوم الإدارية بسوهاج

د. محمود فرج بكر محمد مرسي
مدرس إدارة الأعمال
المعهد العالي للعلوم الإدارية بسوهاج

المستخلص

هدفت الدراسة إلى التعرف على هيكل رأس المال كمتغير وسيط في العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية بالتطبيق على مؤشر EGX30"، كما اختبر البحث ما إذا كان تأثير لجنة المخاطر على مخاطر الانهيار يضعف أو يتضخم حسب مستوى الملكية المؤسسية،

واستخدم البحث تحليل المكونات الرئيسية (PCA) لتجميع واستخراج عامل يمثل خصائص لجنة المخاطر (استقلاليتها، ومؤهلاتها، وحجمها) كعامل يمثل فعالية لجنة المخاطر، كما استخدمت الدراسة أيضًا مقياسين لمخاطر انهيار أسعار الأسهم لدعم النتائج، وتقييم هيكل رأس المال، لفحص تأثير هيكل رأس المال المحتمل على العلاقة بين لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية، وقد كشفت نتائج الدراسة إلى أن التحليل التراجعي له تأثيراً سلبياً ذا دلالة إحصائية يرتبط فقط بمؤهلات لجنة المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ومع ذلك، عندما يتم تجميع خصائص لجنة المخاطر في عامل مركب واحد، وجد الباحثان أن الشركات التي لديها لجان مخاطر فعالة تظهر مخاطر أقل لانهيار أسعار الأسهم، ووجد الباحثان أيضًا أن الشركات التي لديها مستوى مرتفع من الملكية المؤسسية ولجان مخاطر فعالة أقل عرضة لمخاطر الانهيار، وأظهرت النتائج أنه لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال علي العلاقة بين لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية كما أظهرت النتائج وأشارت التحليلات الإضافية إلى أن التأثير التعديلي التكميلي للملكية المؤسسية على الرابط بين لجنة المخاطر ومخاطر الانهيار من المرجح أن يكون مدفوعًا بملكية مؤسسية مخصصة.

الكلمات المفتاحية: هيكل رأس المال، لجنة المخاطر، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، القطاع المالي، الملكية المؤسسية، مؤشر EGX30.

Abstract:

The study aimed to identify capital structure as an intermediary variable in the relationship between the risk committee and the collapse of stock prices on the Egyptian Stock Exchange by applying it to the EGX30 index. The research also tested whether the impact of the risk committee on collapse risk weakens or magnifies according to the level of institutional ownership, and the research used analysis Principal components (PCA) to aggregate and extract a factor representing the characteristics of the risk committee (its independence, qualifications, and size) as a factor representing the effectiveness of the risk committee. The study also used two measures of stock price collapse risk to support the results, and an assessment of capital structure, to examine the potential impact of capital structure on the relationship. Between the risk committee and the risk of a collapse in stock prices in the Egyptian Stock Exchange. The results of the study revealed that the regression analysis has a negative, statistically significant effect that is related only to the qualifications of the risk committee on the risk of a collapse in stock prices. However, when the characteristics of the risk committee are combined into one composite factor, The researchers found that companies with effective risk committees show a lower risk of stock price collapse. The researchers also found that companies with a high level of institutional ownership and effective risk committees are less exposed to the risk of collapse. The results showed that there is no effect of capital structure on the relationship between the risk committee and risk. The collapse of stock prices

in the Egyptian Stock Exchange, as the results showed, and additional analyzes indicated that the complementary modifying effect of institutional ownership on the link between risk committee and collapse risk is likely to be driven by dedicated institutional ownership.

Keywords: capital structure, risk committee, stock price collapse risk, financial sector, institutional ownership, EGX30 index.

١- الإطار العام للدراسة

١/١ المقدمة وإشكالية الدراسة

يقيس خطر انهيار أسعار الأسهم احتمال انهيار أسعار أسهم البورصات المدرجة، والذي يمكن أن يكون بسبب مشاكل الوكالة وعدم تناسق المعلومات وما إلى ذلك؛ وتقوم فكرة الشركات المساهمة العامة على الفصل بين الملكية والإدارة، وتفترض نظرية الوكالة أنه عندما يكون هناك فصل بين الملكية والإدارة، تنشأ احتمالية حدوث مشاكل الوكالة وتكاليفها بسبب تضارب المصالح بين المساهمين والإدارة (Aldhamari et al., 2020; Ames et al., 2018; Halim et al., 2017) Minton et al., 2014.

وقد قيل إن وجود لجنة المخاطر يتماشى مع نظرية الوكالة لحماية مصالح مستثمري الشركة من خلال توفير عائد عادل على الاستثمار وزيادة قيمة الشركة، وتخلص الأدبيات الموجودة إلى أن لجان المخاطر قادرة على تقليل تأثير المخاطر على الشركات، وبالتالي تحسين الأداء المالي للشركات (Aldhamari et al.، 2020؛ Elamer and Benyazid، 2018؛ Tao and Hutchinson، 2013).

بالإضافة إلى ذلك، تعد تكلفة رأس المال إحدى القضايا الرئيسية في اتخاذ القرارات واختيار الاستراتيجيات المثلى للاستثمار الأموال واختيار هيكل رأس المال من أجل زيادة القيمة الإجمالية للوحدة الاقتصادية (Chen et al., 2011)، وبالتالي، يجب على إدارة الشركات تقليل مخاطر الاستثمار وخاصة خطر انهيار أسعار الأسهم من أجل تقليل تكلفة رأس المال وزيادة ثروة المساهمين. فانخفاض سعر السهم السوقي للشركة قد يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل بالملكية، وهذا يدفع الشركة إلى الاعتماد بشكل أكبر على التمويل بالدين، وبالتالي يؤدي ذلك إلى زيادة تكلفة التمويل بالدين مع زيادة الاقتراض، ومن ثم زيادة تكلفة رأس المال ككل.

ومن خلال ذلك يتضح تساؤل البحث الأساسي في **التساؤل الرئيسي** الآتي: هل يوجد تأثير معنوي لهيكل رأس المال كمتغير وسيط على العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية من خلال التطبيق على مؤشر EGX30؟

١/٢ أهمية الدراسة

تستمد الدراسة الحالية أهميتها من خلال تناولها لموضوع حيوي وهام وهو دراسة واختبار هيكل رأس المال كمتغير وسيط في العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية بالتطبيق على مؤشر EGX30"، كما تستمد هذه الدراسة الحالية أهميتها أيضًا من خلال دراسة وتحليل انعكاسات تأثير هيكل رأس المال عند إدخاله كمتغير منظم على العلاقة بين خطر انهيار أسعار الأسهم وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية بالتطبيق على مؤشر EGX30.

وترجع أهمية الدراسة الحالية أيضًا من الناحية الأكاديمية إلى إن دراسة تأثير خطر انهيار أسعار الأسهم على تكلفة رأس المال ودخول هيكل الملكية كمتغير منظم على هذه العلاقة يظهر أهمية الدراسة الأكاديمية والعملية ومدى الحاجة إلى مثل هذه الدراسة في بيئة الأعمال المصرية.

وفي حدود اطلاع الباحثان- فإن الدراسة تعد هامة في البيئة المصرية لاستكشاف أثر هيكل رأس المال كمتغير وسيط على العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم، وتعتبر من الدراسات التجريبية التي تتناول دراسة وتحميل انعكاسات تأثير هيكل الملكية عند إدخاله كمتغير منظم على العلاقة بين خطر انهيار أسعار الأسهم وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة، وهذا يعتبر توسيعًا للأدبيات المالية والمحاسبية فيما وراء الاقتصادات المتقدمة.

ومن الناحية العملية تستمد الدراسة الحالية أهميتها من خلال تقديم دليل من الواقع العملي في بيئة الأعمال المصرية على طبيعة العلاقة ما بين هيكل رأس المال كمتغير وسيط في العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية، وذلك باستخدام مؤشر EGX30، ومن ثم المساهمة في تضيق الفجوة البحثية في هذه القضية المهمة والحيوية للأكاديميين والممارسين، مع إمكانية الاستفادة من الدليل العملي لهذه الدراسة على المستوى الأكاديمي، وكذلك على المستوى العملي للمنظمات والجهات المعنية والمهتمة بمجال الدراسة.

١/٣ أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة بشكل عام إلى تحليل أثر هيكل رأس المال كمتغير وسيط على العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية. وحتى يمكن تحقيق الهدف العام لهذه الدراسة فان هناك بعض الأهداف الفرعية التي يسعى الباحثان إلى تحقيقها؛ **وهي على النحو التالي:**

١. التعرف على مدى تأثير المنسقين المقيمين على احتمالية مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في البورصة المصرية والدور المعتدل لملكية المستثمرين المؤسسيين في مثل هذه العلاقة.
٢. التحقق من مدى وجود أثر معنوي للجنة المخاطر المستقلة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.
٣. استكشاف مدى وجود أثر معنوي لنسبة المديرين المستقلين في اللجنة التنظيمية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.
٤. التأكد من مدى وجود أثر معنوي لمؤهلات أعضاء لجنة المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.
٥. الوقوف على مدى وجود أثر معنوي لحجم لجنة المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.

٦. التعرف على مدى وجود أثر للجان المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.في ظل هيكل رأس المال كمتغير وسيط.

٧. الوصول لنتائج وتوصيات تدعم أهداف البحث.

١/٤ حدود الدراسة

١. بالنسبة للحدود الخاصة بمجتمع الدراسة: اقتصرت الدراسة على إجراء حصر شامل لأسهم الشركات المدرجة في مؤشر EGX30.

٢. بالنسبة للحدود الخاصة بموضوع الدراسة: اقتصرت الدراسة على تناول مفهوم هيكل رأس المال وكذلك لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم.

٣. بالنسبة للحدود الزمنية: قام الباحثين بجمع البيانات الثانوية الخاصة بالدراسة خلال الفترة منذ عام ٢٠٠٤م وحتى ٢٠١٩م.

١/٥ خطة الدراسة

اشتملت هذه الدراسة على:

١. الإطار العام للدراسة.

٢. الخلفية النظرية لمتغيرات البحث واشتقاق الفروض.

٣. الدراسة التطبيقية.

٤. النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

٢- الخلفية النظرية لمتغيرات البحث واشتقاق الفروض

٢/١ لجان المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

يؤكد العلماء الأكاديميون أن انخراط المديرين في أنشطة حجب الأخبار السيئة يقلل من الشفافية (Hutton et al.,2009)، وبالتالي يزيد من عدم التوافق في المعلومات ومشاكل الوكالة بين المطلعين والمساهمين (Jin&Myers, 2006) . توفر مجموعة كبيرة من الأدبيات أدلة

على قدرة استقرار المستثمرين المؤسسين، وإدارة الأرباح الحقيقية، والتحفظ المحاسبي، ومستوى التهرب الضريبي، والمصلحة القصيرة، ومعاملات الأطراف ذات الصلة، والحوافز السياسية، وحوافز حقوق الملكية الإدارية على التنبؤ بانهيارات الأسهم (Callen and Fang، 2013، 2015؛ Kim et al.، 2011a، b؛ Kim and Zhang، 2016؛ Piotroski et al.، 2015؛ Shen et al.، 2014). ومع ذلك، لا يُعرف أي شيء عن كيفية تخفيف لجان المخاطر للمخاطر الهائلة للانهيار الناجمة عن سلوك حجب الأخبار السيئة الإدارية.

في الآونة الأخيرة، كان هناك تركيز متزايد من المنظمين وصانعي السياسات على تحسين إدارة المخاطر وإعداد التقارير عنها. لتلبية هذا الطلب، يتطلب من الشركات الإفصاح عن بيان حول إدارة المخاطر والشؤون الداخلية للشركة. تم توضيح الحاجة إلى لجنة مخاطر مستقلة بشكل واضح في مدونة حوكمة الشركات المنقحة لعام ٢٠١٧، حيث يُوصى الشركات الكبيرة بتشكيل لجنة مخاطر مسؤولة عن الإشراف على سياسات وإجراءات إدارة المخاطر. وقد قيل أنه فصل لجنة المخاطر عن لجنة التدقيق سيسمح لأعضاء اللجنة السابقين بالتركيز على عملية المخاطر المؤسسية فقط، وبالتالي، يوفر مراقبة أفضل للمخاطر وإدارتها وإعداد التقارير عنها (Al-Hadi et al.، 2016) علاوة على ذلك، فإن إنشاء لجنة المخاطر تمكن الشركة من تحديد ووضع استراتيجيات مناسبة لإدارة المخاطر من أجل حماية ثروة المساهمين.

وهناك طريقتان يمكن من خلالهما للجنة المخاطر تقليل مخاطر الانهيار. أولاً، يُنظر إلى لجنة المخاطر الفعالة كأداة محورية لتحسين الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالمخاطر (Barakat and Hussainey، 2013؛ Tao and Hutchinson، 2013). وهذا يشير إلى أن لجنة المخاطر من خلال دورها الانضباطي كآلية حوكمة فعالة من المحتمل أن تخفف من تعارض الوكالة وعدم التوافق في المعلومات، مما يؤدي إلى انخفاض احتمالية قيام مديري الشركات

بإخفاء الأخبار السيئة، وقد وجد (Al-Hadi et al,2016) أن الشركات التي لديها لجنة مخاطر منفصلة في دول مجلس التعاون الخليجي (GCC) تشهد إفشاءًا أكبر لمخاطر السوق.

وتفترض نظرية الاعتماد على الموارد أن الشركات التي لديها موارد أكثر من المحتمل أن تشكل لجنة مخاطر مستقلة لتخفيف المخاطر التشغيلية وزيادة أدائها. تشير الدراسات إلى أن وجود لجنة المخاطر يساهم بشكل إيجابي في عملية مراقبة المخاطر، ونتيجة لذلك، يحسن الأداء المالي للشركة (Aldhamari et al.، 2020؛ Ames et al.، 2018؛ Halim et al.، 2017؛ Minton et al.، 2014). وتماشياً مع ذلك، قد يتم تخفيف مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لأن المديرين سيكونون أقل ميلاً للانخراط في أنشطة حجب المعلومات السلبية لتغطية أدائهم السيئ في وجود لجنة مخاطر فعالة تدير وتراقب المخاطر وتعظم قيم المساهمين. بناءً على المناقشة السابقة، نفترض ما يلي:

الفرض الأول: لا يوجد أثر معنوي للجنة المخاطر المستقلة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.

٢,٢ خصائص لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

تتكون خصائص لجنة المخاطر من استقلاليتها ومؤهلاتها وحجمها حيث يتم استخدام كلاً من المقاييس الإجمالية/المركبة والفردية لفحص تأثير لجنة المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم والتقاط آثارها بشكل منفصل، مع توقع اتجاه مماثل للعلاقة مع مخاطر الانهيار.

٢,٢,١ استقلالية لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

يُنظر إلى المديرين المستقلين على أنهم آلية مهمة لحوكمة الشركات لمراقبة إجراءات الإدارة وحماية حقوق أصحاب المصلحة. ووفقا لنظرية الوكالة، فإن إدراج مديرين مستقلين في

مجالس إدارة الشركات من المرجح أن يحد من الانتهازية الإدارية ويقلل من تكاليف الوكالة الناشئة عن تباين مصالح المديرين والمساهمين (Aldhamari et al.، 2020) ومع ذلك، هناك فراغ في الأدبيات حول كيف يمكن لاستقلال لجنة المخاطر أن يمنع أنشطة اكتناز الأخبار السيئة التي قد تؤدي في النهاية إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

يعد حضور المستقلين في لجان المخاطر خطوة استراتيجية من قبل الشركة لتحسين عملية إدارة المخاطر، وهذا لأنه بإمكان المستقلين إصدار أحكام محايدة حول كيفية إدارة المخاطر حيث لا توجد لديهم أي مصلحة كبيرة في الشركة باستثناء كونهم أعضاء في لجنة المخاطر، ويرى (Elamer, 2018) أن لجنة المخاطر التي تضم أعضاء مستقلين قادرة على تحديد المخاطر للمؤسسات المالية بمعدل معقول، وتخلص الدراسات السابقة إلى أن وجود أعضاء مستقلين في مجالس الإدارة يحسن مستوى الشفافية ويقلل من عدم التوافق في المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصلحة في الشركة (على سبيل المثال دراسات Neal & Carcello، 2003؛ Courtenay & Cheng، 2006؛ Wan-Hussin، 2009) التي أشارت إلى أن المستقلين في لجان المخاطر أكثر عرضة لعرقلة المديرين عن الانخراط في أنشطة حجب الأخبار السيئة التي تؤثر سلبًا على مستوى الشفافية، وبالتالي تقلل مخاطر الانهيار.

ويتمتع المستقلون بالخبرة من خلال العمل في شركات أخرى، وبالتالي من المتوقع منهم اكتشاف وحصر السلوك المتعمد للمديرين في حجب الأخبار السلبية وتقليل مخاطر الانهيار. علاوة على ذلك، فإن المستقلين لديهم حوافز أكبر لتجنب أنشطة مثل حجب الأخبار السيئة التي من شأنها أن تلحق الضرر بسمعتهم كمراقبين جيدين للمخاطر. في السياق الماليزي، حيث تتركز الملكية ونظام الحوكمة ضعيف نسبيًا، نتوقع أن يلعب المستقلون في لجان المخاطر دورًا مهمًا في

تخفيف مخاطر الانهيار لتجنب أي مخاطر قد تؤثر على أداء الشركة وحماية رأس المال السمعي، ومن خلال ذلك فإن الفرضية هي:

الفرض الثاني: لا يوجد أثر معنوي لنسبة المديرين المستقلين في اللجنة التنظيمية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.

٢,٢,٢ مؤهلات لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

يُعد وجود أعضاء في اللجنة يتمتعون بخبرة مالية وخبرة أو خلفية محاسبية عاملاً مهمًا قد يؤثر على فعالية لجان مجلس الإدارة في القيام بدورها الرقابي. وفقًا لنظرية الوكالة، يمكن لأعضاء مجلس الإدارة الذين يتمتعون بالمعرفة المالية أو الخبرة مراقبة تصرفات الإدارة بفعالية وحماية مصالح الشركة وحقوق المساهمين، ويرى بعض العلماء أن المديرين المؤهلين يمكنهم المساهمة وإضافة قيمة للشركة من خلال تخفيف عدم اليقين في الأعمال واتخاذ إجراءات حكيمة في إدارة مشاكل الشركة (Al-Hadi et al., 2016; Dionne et al., 2013).

والوظيفة الأساسية للجان المخاطر هي مراقبة وإدارة المخاطر في الشركة، ويتطلب تعقيد المخاطر وجود شخص يتمتع بالمؤهلات والخبرة ذات الصلة لفهم وإدارة أنواع المخاطر المختلفة التي تواجهها الشركة، ومن المتوقع أن يضمن المديرون الذين يتمتعون بخبرة مالية وخبرة محاسبية عدم تعرض الشركة لمخاطر تجارية غير معقولة والالتزام بممارسات جيدة لإدارة المخاطر. علاوة على ذلك، ستكون لجان المخاطر التي تضم مدراء أكفاء أو ذوي خبرة أكثر قدرة على تحديد المخاطر وتحديد استراتيجيات مناسبة لإدارة المخاطر. على الرغم من أن اللوائح التجارية في جمهورية مصر العربية لم تحدد بشكل خاص مستوى تأهيل هذه اللجنة، إلا أن

معايير الاختيار يجب أن تأخذ في الاعتبار أيضًا مستوى التعليم أو الخبرة كدليل لتحديد ما إذا كان المدير مؤهلاً للتعين في لجنة المخاطر أم لا.

ويشير استعراض الأدبيات إلى أن المديرين المؤهلين في لجان مجلس الإدارة من المحتمل أن يحسنوا عملية الإفصاح المالي ويعززوا مستوى الشفافية (Agrawal and Chadha، 2005؛ Dhaliwal et al.، 2010). علاوة على ذلك، وثق (Al-Hadi et al. 2016) تجريبيًا أن لجان المخاطر التي تضم مدراء مؤهلين أكثر عرضة لتعزيز الإفصاح عن مخاطر السوق مقارنة بنظرائهم.

وبناءً على مراجعة الأدبيات، **يستنتج الباحثين** أن لجان المخاطر التي يتمتع أعضاؤها بمؤهلات جيدة ستكون على دراية بأنشطة حجب الأخبار السيئة الإدارية ومن غير المرجح أن تشهد الشركات التي لديها لجان مخاطر مؤهلة مخاطر انهيار الأسهم.

الفرض الثالث: لا يوجد أثر معنوي لمؤهلات أعضاء لجنة المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.

٣,٢ حجم لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

ما زال تأثير حجم مجلس الإدارة على فاعلية مهام الإشراف التي يقوم بها المجلس وجودة الإعداد التقارير المالي للشركات موضوعًا مثيرًا للجدل. لسوء الحظ، لا يوجد اتفاق مشترك بشأن فعالية المجالس الكبيرة مقارنة بالمجالس الصغيرة.

من ناحية، يجادل بعض العلماء بأن المجالس الصغيرة تكون عادةً أكثر تنسيقًا وأسرع في اتخاذ القرارات وأقل عرضة لمشاكل "المستفيد المجاني" وأقل عرضة لمعارضة الابتكار (Dimitropoulos and Asteriou، 2010؛ Vafeas، 2000). علاوة على ذلك، من المتوقع أن تقوم المجالس الصغيرة بواجباتها بشكل أكثر فعالية مما يجعل من الصعب على الرؤساء التنفيذيين السيطرة عليها (Jensen، 1993). تكشف الدراسات أن الشركات ذات المجالس الصغيرة تشهد

مستوى عالٍ من الشفافية وبالتالي تقدم معلومات مالية عالية الجودة (على سبيل المثال Cho and Rui، 2009؛ Vafeas، 2000).

من ناحية أخرى، ووفقًا لنظرية القائمة على الموارد، يقترح العلماء (Gonz´alez and Garc´ıa-Meca، 2014؛ Wan Ismail et al.، 2010 أن المجالس الكبيرة أكثر عرضة لاستغلال خبرة وتجربة أعضاء المجلس، خاصة أولئك المستقلين والذين يمكنهم توفير رابط بيئي. وإن وجود مثل هؤلاء الأعضاء في المجالس الكبيرة سيؤدي إلى مراقبة أفضل لتصرفات الإدارة العليا وتعزيز شفافية المعلومات المالية وةالمحاسبية في النهاية (Kang and Kim، 2012). وهذا مدعوم بأدبيات سابقة وثقت تجريبيًا الدور الفعال للمجالس الكبيرة في تحسين جودة البيانات المالية من خلال تخفيف عدم التوافق في المعلومات بين المساهمين المسيطرين والإدارة (Kang and Kim، 2012؛ Wan Ismail et al.، 2010).

ومع ذلك، لم تحدد توجيهات حوكمة الشركات بوضوح العدد الأمثل لأعضاء لجنة المخاطر. ومع ذلك، فمن المنطقي أنه في وجود المزيد من الأعضاء في لجان المخاطر، سيتم مناقشة أفكار وتوصيات مختلفة حول كيفية تعامل الشركة مع المخاطر وستكون نتائج المناقشة أكثر إقناعًا. تظهر دراسة (Al-Hadi, 2016) أن الشركات التي لديها عدد كبير من أعضاء لجنة المخاطر مرتبطة بإفصاح أكبر عن مخاطر السوق.

وبما يتماشى مع وجهة النظر القائمة على الموارد، **يتوقع الباحثان** أن لجنة المخاطر ستكون أكثر قدرة على مراقبة سلوك حجب الأخبار السيئة الإدارية بشكل فعال وأن الشركات التي لديها لجان مخاطر كبيرة أقل عرضة لمخاطر الانهيار. **صيغت توقعاتنا في الفرضية التالية:**

الفرض الرابع: لا يوجد أثر معنوي لحجم لجنة المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30.

٤,٢ لجنة المخاطر وهيكل رأس المال ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

تُعتبر الملكية المؤسسية عاملًا مركزيًا يؤثر على كمية ونوعية المعلومات المالية التي توزعها الشركات، وتشير الدراسات القائمة إلى أن المستثمرين المؤسسيين الذين لديهم دوافع كبيرة لمراقبة تصرفات الإدارة يحسنون جودة الأرباح (Pucheta-Martínez and García-Meca، 2014؛ Velury and Jenkins، 2006)، ويعززون الأداء المؤسسي (Abdul Wahab et al.، 2007) والقيمة (David et al.، 2001؛ Salehi et al.، 2011) ، ويخفضون تكلفة تمويل الديون (Bhojraj and Sengupta، 2003؛ García-Meca et al.، 2015)، ويخففون عدم التوافق في المعلومات (Heflin and Shaw، 2000).

ولدى المستثمرين المؤسسيين حوافز قوية وخبرة ومهارة أكبر لمراقبة الإدارة بتكلفة أقل من المساهمين الأفراد (Shleifer&Vishny، 1986) لحماية استثماراتهم الضخمة في الشركات (Lin et al.، 2014؛ Velury and Jenkins، 2006).

وتشير الأدبيات السابقة أيضا إلى أن الشركات التي يمتلك المستثمرون المؤسسون فيها أكبر حصة مساهمين تشارك بشكل كبير في إدارة أرباح أقل (على سبيل المثال Bushee، 1998؛ Chung et al.، 2002؛ Farooq and El Jai، 2012؛ Hadani et al.، 2011؛ Jiambalvo et al.، 2002؛ Jiraporn and Gleason، 2007؛ Lin et al.، 2014).

ومع ذلك، لا يُعرف سوى القليل عن كيفية ارتباط مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالملكية المؤسسية (Tee، 2019؛ Tee et al.، 2018). في الأدبيات، هناك وجهتا نظر متنافستان - المراقبة مقابل المصادرة - فيما يتعلق بكيفية تأثير الملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

استنادًا إلى فرضية المراقبة النشطة، يتمتع المستثمرون المؤسسيون بحافز قوي للمراقبة بسبب حصتهم الكبيرة من المساهمين وحقوق التصويت الأعلى وآفاق الاستثمار طويلة الأجل (An and Zhang، 2013؛ Callen and Fang، 2013). ونتيجة لذلك، فإنهم يمنعون مديري الشركة من الانخراط في أنشطة حجب المعلومات واستخراج التدفقات النقدية للشركة من خلال أنشطة الإشراف، ومن المحتمل أن يحد المستثمرون المؤسسون مسبقًا من صلاحيات الإدارة للانخراط في التلاعب بالأرباح، والتي يمكن أن تفاقم عدم التوافق في المعلومات بين المساهمين والمديرين وتزيد من احتمالية حجب المديرين للأخبار السيئة للحفاظ على أسعار الأسهم وكسب منافع شخصية. وبالتالي، من المحتمل أن يؤدي المستثمرون المؤسسون إلى تخفيف أنشطة حجب الأخبار السيئة، لأنهم يستطيعون طلب المزيد من المعلومات لزيادة مستوى الشفافية الذي سيخفض في النهاية مخاطر الانهيار.

من ناحية أخرى، وتماشيا مع وجهة نظر المصادرة وفرضية التحالف الاستراتيجي، قد يؤدي المستثمرون المؤسسون إلى تفاقم ميل المديرين للانخراط في أنشطة حجب الأخبار السيئة ويزيدون من مخاطر الانهيار (An and Zhang، 2013؛ Callen and Fang، 2013). وذلك لأنهم أكثر تركيزًا على التداول للحصول على دخل حالي ولديهم دوافع أقل لتحمل تكاليف المراقبة. علاوة على ذلك، تدعي فرضية الفوائد الخاصة أن المستثمرين المؤسسيين يميلون إلى التصويت بشكل استراتيجي يصب في مصلحة مصالحهم الشخصية وليس مصالح المساهمين الآخرين (Gillan and Starks، 2000).

بينما الأدبيات التجريبية نادرة نسبيًا، هناك بعض الأدلة على كلتا وجهتي النظر المتعارضتين المذكورتين أعلاه. يظهر (Haghighat et al., 2015) أن هيكل رأس المال يقلل بشكل

سلبي من مخاطر الانهيار في الشركات مما يعني أن المراقبة المؤسسية تخفف من حجب المديرين للأخبار السيئة من خلال تحسين تدفق المعلومات الخاصة بالشركة إلى أسعار الأسهم الفردية.

ويفحص (Song & Park, 2018) تأثير هيكل رأس المال على مخاطر انهيار أسعار الأسهم الخاصة بالشركة في الشركات المدرجة في كوريا ويوثقان علاقة سلبية بين التملك الأعلى للمساهمين، عادة المؤسسات، وتتركز ملكية الشركات التابعة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، والتي تشير إلى حل عدم التوافق في المعلومات ومنع حجب الأخبار السيئة.

ويشير (Tee et al., 2018) إلى أن الملكية المؤسسية الأعلى يمكن أن تخفف الارتباط الإيجابي بين الشركات ذات الصلة سياسياً وحوادث انهيار أسعار الأسهم في ماليزيا. على وجه الخصوص، ويمكن للمستثمرين المؤسسيين المحليين فقط إضعاف الرابطة بين الشركات ذات الصلة سياسياً ومخاطر الانهيار، مما يشير إلى أنه بينما تعني الملكية المؤسسية مراقبة فعالة، يمكن لأنواع مختلفة من المستثمرين المؤسسيين إحداث نتائج مراقبة مختلفة.

وفي سياق الولايات المتحدة، يجد (Zhang, 2013) علاقة سلبية (إيجابية) بين المستثمرين المؤسسيين المخلصين (العابرين) ومخاطر الانهيار.

في السياق نفسه، أفاد (Fang, 2013) أيضًا أن المؤسسات المخلصة تلعب دورًا في المراقبة في تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما تؤدي المؤسسات العابرة إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن الإبلاغ المالي غير الشفافية يفاقم هذا التأثير على مخاطر الانهيار، وتهدف هذه الفرضية إلى التحقق مما إذا كانت الملكية المؤسسية تضعف أو تقوي الارتباط بين لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية.

وتظهر هذه القرائن كلًا من تأثيرات التفاقم والتخفيف للمستثمرين المؤسسيين اعتمادًا على أفق استثماراتهم. ومع ذلك، لا يزال التأثير المعتدل للملكية المؤسسية على العلاقة

بين لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم سؤالًا تجريبيا ويخفف المراقبة المؤسسية من مخاطر انهيار أسعار الأسهم وبالتالي يخفف الارتباط السلبي بين لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. في ضوء هذه الحجة المتعلقة بالتأثير المحتمل للملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، **نقترح الفرضية القابلة للاختبار التالية:**

الفرض الخامس: لا يوجد أثر للجان المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المالية المدرجة في مؤشر EGX30. في ظل هيكل رأس المال كمتغير وسيط.

٣- الدراسة التطبيقية

١/٣ منهجية الدراسة والبيانات

١/١/٣ قياس المتغيرات

١/١/١/٣ قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم

استنادًا إلى أدبيات مخاطر الانهيار، تبني هذه الدراسة مقياسين لمخاطر انهيار محددة للشركة. لحساب مقاييس محددة للشركة لمخاطر الانهيار، نقدر العائدات الأسبوعية المحددة للشركة من الانحدار النموذجي الموسع للسوق التالي لكل شركة وسنة:

$$r_{i;t} = \alpha_j + \beta 1;j\ rm;t-2 + \beta 2;j\ rm;t-1 + \beta 3;j\ rm;t + \beta 4;j\ rm;t\text{þ}1 + \beta 5;j\ rm;t\text{þ}2 + \varepsilon i;t$$

حيث ri;t هو عائد الشركة j في الأسبوع t، و rm;t هو عائد السوق في الأسبوع t والذي يمثله العائد على مؤشر بورصة المركب (KLCI)، وتتضمن هذه الورقة المتغيرات المتقدمة والمتأخرة لعائد مؤشر السوق لتسمح بالإبهام التشويه السلبي الشرطي للعائد الأسبوعي للشركة (NCSKEW): يتوافق هذا المقياس مع دراسات (2016) Francis et al و (Kim et al., 2011) و (Kim and Zhang, 2016)، ويعكسه العزم الثالث السلبي للعائد الأسبوعي للشركة مقسوما على مكعب الانحراف المعياري للعائد الأسبوعي للشركة. بمعنى آخر، يعبر هذا المقياس عن ميل العائد الأسبوعي للشركة إلى الانحراف إلى الأسفل عن متوسطه بشكل كبير وغير متوقع. قيمة NCSKEW عالية تعني ارتفاع مخاطر الانهيار.

نسبة انهيار الأسعار (CR): يقيس هذا المقياس، المستوحى من دراسة (1979 Dimson)، عدد مرات انخفاض سعر السهم بنسبة ١٠٪ أو أكثر خلال أسبوع معين خلال السنة المالية. يُحسب

CR على أنه عدد مرات تحقيق عائد أسبوعي للشركة أقل من أو يساوي -١٠٪ مقسومًا على العدد الإجمالي للأسابيع في السنة المالية. قيمة CR عالية تعني ارتفاع مخاطر الانهيار.

ولضمان التوزيع التناسقي لعوائد الانهيار الأسبوعية، استخدمت الدراسة اللوغاريتم الطبيعي للعوائد المتبقية من نموذج السوق الموسع:

((NCSKEW ¼ −hnðn —— 1Þ3=2X w3 i. ðn —— 1Þðn —— 2Þ X w2 3=2

٢/١/١/٣ قياس مخاطر الانهيار

إلى جانب التشويه السلبي الشرطي للعائد الأسبوعي للبورصة المصرية، تستخدم هذه الدراسة مقياسًا ثانيًا لمخاطر الانهيار يعتمد على تقلبات السعر الهابطة لقياس احتمالية الانهيار، وهو مقياس تقلبات الهابطة إلى الصاعدة لاحتمالية الانهيار (DUVOL). وتستند هذه الدراسة إلى DUVOL لأنه لا يتضمن لحظات من الدرجة الثالثة، وبالتالي يكون أقل تأثرًا بعدد صغير من العوائد الأسبوعية المتطرفة (Chen et al.، 2001).

بالنسبة لكل شركة في البورصة المصرية على مدار السنة المالية ، نقسم العوائد الأسبوعية المحددة للشركة إلى مجموعتين فرعيتين: "أسابيع هابطة" عندما تكون العوائد أقل من المتوسط السنوي، و"أسابيع صاعدة" عندما تكون العوائد أعلى من المتوسط السنوي. ثم نحسب بشكل منفصل الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية المحددة للشركة لكل من هاتين المجموعتين الفرعيتين. وDUVOL هو اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري في الأسابيع "الهابطة" إلى الانحراف المعياري في الأسابيع "الصاعدة"، كما هو موضح في النموذج التالي:

DUVOLjt = ln(SD^downjt / SD^upjt

حيث:

-DUVOLjt هو DUVOL للشركة j في السنة المالية t.

SD^downjt هو الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للشركة j خلال الأسابيع "الهابطة" في السنة المالية t.

-SD^upjt هو الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للشركة j خلال الأسابيع "الصاعدة" في السنة المالية t.

قيمة DUVOL عالية تعني أن الانحراف المعياري لتقلبات الأسعار خلال الأسابيع "الهابطة" أكبر بكثير من الانحراف المعياري لتقلبات الأسعار خلال الأسابيع "الصاعدة"، مما يشير إلى احتمالية متزايدة لحدوث انهيار كبير في أسعار الأسهم.

(# DUVOLi;t ¼ log("ðnu — 1ÞXw2 .ðnd — 1ÞXw2)

٢/١/٣ قياس المتغيرات التجريبية:

يركز هذا البحث بشكل أساسي على متغيرين تجريبيين هما: وجود لجنة المخاطر وخصائصها.

• **وجود لجنة المخاطر** (RCEX): يمثل هذا المتغير ثنائي القيمة وجود أو عدم وجود لجنة مخاطر مستقلة في البورصة المصرية خلال السنة المالية، حيث يأخذ قيمة ١ إذا كانت الشركة تمتلك لجنة مخاطر منفصلة، وخلاف ذلك.

• **خصائص لجنة المخاطر**: لتحليل تأثير خصائص لجنة المخاطر على احتمالية الانهيار، **نستخدم المتغيرات التالية:**

O **استقلالية لجنة المخاطر (RCINDP):** ، يُصنف عضو لجنة المخاطر كعضو مستقل إذا لم يكن مسؤولًا تنفيذيًا في البورصة، وكان مستقلًا عن الإدارة والمستثمرين المسيطرين ولا يمثل ملكية مركزة أو ملكية عائلية للأسهم. وفي هذه الدراسة، واستنادًا إلى بحوث سابقة (Dana Al-

(Najjar , 2015؛ Ng et al. ،2013؛ Yeh et al. ،2011)، نستخدم نسبة أعضاء لجنة المخاطر المستقلين خلال السنة المالية لقياس استقلالية لجنة المخاطر.

O **تأهيل لجنة المخاطر (RCQUAL):** استنادًا إلى دراسة(Ali Khalil, 2017, Sharifah Nabihah, 2017)، نستخدم المؤهلات الأكاديمية (على سبيل المثال البكالوريوس / الماجستير / الدكتوراه) أو المهنية (على سبيل المثال محاسب قانوني معتمد / محلل مالي معتمد / جمعية المحاسبين القانونيين المعتمدين) في مجال التمويل / المحاسبة لتحديد مؤهلات أعضاء لجنة المخاطر. يمثل المتغير RCQUAL نسبة أعضاء لجنة المخاطر الحاصلين على مؤهلات في المجالات ذات الصلة بالتمويل/المحاسبة خلال السنة المالية.

اجتماعات لجنة المخاطر (RCMT): يقيس هذا المتغير عدد اجتماعات لجنة المخاطر التي تعقد خلال السنة المالية. وافتراضنا هو أن عدد الاجتماعات المتكررة يعكس اهتمامًا أكبر بمراقبة المخاطر وإدارة المخاطر، وبالتالي قد يؤثر على احتمالية الانهيار.

٢/٣ متغيرات التحكم في الدراسة

استنادًا إلى الدراسات السابقة (; Kim et al., 2011; Hamm et al., 2012; Kim et al., 2014; Callen and Fang, 2013; Kim et al., 2019; Fu and Zhang, 2019; Cheng et al (2020)، أضفنا العديد من المتغيرات الإضافية للتحكم في العوامل الأخرى المحتملة التي تؤثر على احتمالية الانهيار. تشمل متغيرات التحكم الرئيسية لدينا:

- **التشويه السلبي للعائد الأسبوعي للبورصة المصرية:** يمثل ميل العائد الأسبوعي للشركة إلى الانحراف إلى الأسفل عن متوسطه بشكل كبير وغير متوقع. قيمة NCKEW عالية تعني ارتفاع مخاطر الانهيار.

- **معدل دوران الأسهم (TURN):** يقيس عدد المرات التي يتم بها تداول سهم الشركة خلال فترة معينة، ويرتبط بارتفاع مخاطر الانهيار نظرًا لزيادة عدم اليقين.
- **عائد البورصة الأسبوعي (RET):** يمثل العائد الذي يدره سهم الشركة خلال أسبوع معين.
- **تقلبات عائد البورصة الأسبوعي (SDRET):** يقيس مدى تقلب العائد الأسبوعي للشركة على مدار فترة معينة، حيث ترتبط التقلبات العالية بارتفاع مخاطر الانهيار.
- **حجم البورصة (SIZE):** يقاس عادة بقيمة السوق لأسهم الشركة، ويميل الارتفاع فيه إلى الارتباط بانخفاض احتمالية الانهيار.
- **نمو البورصة (MTB):** يقاس عادة بمعدل نمو الإيرادات أو الأرباح، ويميل الارتفاع فيه إلى الارتباط بانخفاض احتمالية الانهيار.
- **الملاءة المالية للبورصة (LEV):** تقاس بنسبة الديون إلى حقوق الملكية، ويميل الارتفاع فيها إلى الارتباط بارتفاع احتمالية الانهيار.
- **ربحية البورصة (ROE):** تقاس بعائد حقوق الملكية، ويميل الارتفاع فيها إلى الارتفاع بانخفاض احتمالية الانهيار.
- **عدد المحللين الذين يتابعون البورصة (ANA):** يمثل مؤشرًا على اهتمام المستثمرين بالشركة، والذي من المحتمل أن يساهم في انخفاض مخاطر الانهيار.

بينما تم استخراج بيانات متغيرات التحكم الأخرى من قاعدة بيانات DataStream، تم استخراج بيانات عدد المحللين الذين يتابعون الشركة من قاعدة بيانات I/B/E/S. نستخدم أيضًا درجة عامل تم تطويرها من خلال تحليل المكونات الرئيسية لأربع خصائص لمجلس الإدارة:

استقلالية مجلس الإدارة (BODIND)، حجم مجلس الإدارة (BODSIZE)، مؤهلات مجلس الإدارة (BODQUAL)، عدد أعضاء مجلس الإدارة الإناث (FEMAL). تُستخدم الدرجة كمتغير تحكم مجمع (BODFACTOR) لقياس فعالية مجلس الإدارة ككل. كما نقوم بالتحكم في استقلالية لجنة التدقيق (ACINDP) وحجم لجنة التدقيق (ACSIZE). من المرجح أن تراقب مجالس الإدارة ولجان التدقيق الفعالة سلوك الإدارة في حجب الأخبار السيئة.

بالإضافة إلى ذلك، تتحكم دراستنا في وجود مدير المخاطر (CROEX) وجودة التدقيق (AUDQUAL) حيث إن الشركات التي لديها مدير مخاطر وجودة تدقيق عالية أقل عرضة لمخاطر الانهيار. يتم استخراج بيانات BODFACTOR و ACINDP و ACSIZE و CROEX و AUDQUAL من التقارير السنوية للشركات العينة.

٣/٣ عينة الدراسة

تستند عينة الدراسة إلى البورصة المصرية بالتطبيق على مؤشر "EGX30"

- **بيانات حوادث المخاطر**: أي البيانات قبل عام واحد: من السنة المالية ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٩، بينما تأتي البيانات المتعلقة بالمتغيرات التجريبية والتحكمية من السنة المالية ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٨.
- **فترة الدراسة الإجمالية**: تمتد من عام ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٩. تبدأ فترة الدراسة لدينا بعام ٢٠٠٤.

جدول رقم (١)

جدول (١) توزيع العينة

السنة	No. of obs	النسبة
٢٠٠٤م	6.28	27
٢٠٠٥م	6.28	27
٢٠٠٦م	6.04	26
٢٠٠٧م	6.28	27
٢٠٠٨م	6.51	28
٢٠٠٩م	6.51	28
٢٠١٠م	6.51	28
٢٠١١م	6.51	28
٢٠١٢م	6.74	29
٢٠١٣م	7.21	31
٢٠١٤م	7.21	31
٢٠١٥م	6.98	30
٢٠١٦م	6.98	30
٢٠١٧م	6.98	30
٢٠١٨م	6.98	30
الإجمالي	100	430

٤/٣ مواصفات النماذج

فيما يتعلق بالغرض الرئيسي للدراسة، فإننا نستخدم **معادلة الانحدار** التالية لدراسة تأثير وجود RC وخصائص RC على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل:

CrashRiskitþ1ðNCSKEWitþ1 or DUVOLitþ1Þ¼ = α0 þ α1RCEXit þ α2NCSKEWitþ α3TURNitþ α4RETit þ α5SDRETitþ α6SIZEitþ α7MTBit þ α8LEVit þ α9ROEit þ α10ANAit þ α11BODFACTORit þ α12CROEXitþ α13AUDQUALit þ α14ACINDPit þ α15ACSIZEit þ YEAR þ εit

تفسير النموذج كما يلي:

- CrashRiskitP1: يمثل هذا المتغير مخاطر انهيار الأسهم.
- NCSkewitp1: يمثل هذا المتغير الانحراف غير المركزي للسهم.
- DuVolitP1: يمثل هذا المتغير تقلبات التداول اليومية للأسهم.
- RCexit: يمثل هذا المتغير فعالية لجنة المخاطر للأسهم.
- TurnIt: يمثل هذا المتغير دوران الأسهم.
- RetIT: يمثل هذا المتغير عائد السهم.
- SDreTit: يمثل هذا المتغير الانحراف المعياري لعوائد الأسهم.
- SizeIt: يمثل هذا المتغير حجم المخزون.
- mtBit: يمثل هذا المتغير نسبة السوق إلى الكتاب للسهم.
- LeVit: يمثل هذا المتغير الرافعة المالية للسهم.
- RoeIt: يمثل هذا المتغير العائد على حقوق المساهمين.

- AnaIt: يمثل هذا المتغير تغطية المحلل للأسهم.
- BodFactorIt: يمثل هذا المتغير عامل لوحة الأسهم.
- CroExit: يمثل هذا المتغير الملكية المشتركة للأسهم.
- AudQualit: يمثل هذا المتغير جودة تدقيق الأسهم.
- ACindPit: يمثل هذا المتغير تركيز صناعة المحاسبة/المالية للأسهم.
- ACSizeIt: يمثل هذا المتغير الحجم المحاسبي للسهم.
- YEAR: يمثل هذا المتغير سنة البيانات.

يُستدل على مخاطر الانهيار بواسطة NCSKEW أو DUVOL. يُمثل RCEX وجود لجنة مخاطر مستقلة، و RCFACTOR هو تحليل عوامل لخصائص لجنة المخاطر (RC) فيما يتعلق بالاستقلالية والمؤهلات والحجم (RCINDP و RCQUAL و/أو RCSIZE). نستبدل RCFACTOR بكل من RCINDP و RCQUAL و RCSIZE لفحص التأثير الفردي لخصائص لجنة المخاطر على مخاطر الانهيار المستقبلية. للمساعدة في ضمان عدم تأثر العلاقة بين لجان المخاطر ومخاطر الانهيار المستقبلية بعوامل أخرى، نضمن مجموعة من المتغيرات التحكمية التي وجد البحث السابق أنها لها تأثير محتمل على مخاطر الانهيار.

نظرًا للطبيعة غير المتوازنة للوحة البيانات حيث تكون ملاحظات الشركة-السنة موحدة نسبيًا عبر السنوات، نستخدم نهج الانحدار بأقل مربعات معممة صالحة (FGLS). مرة أخرى، باتباع طريقة التأخير السابق، نستخدم متغيرات تابعة قبل عام واحد لمعالجة التباين الداخلي في نماذج الانحدار، لذلك يتم قياس متغيرات مخاطر الانهيار في السنة t-1، بينما يتم قياس المتغيرات المستقلة والتحكمية في السنة t. التباين الداخلي هو مصدر قلق شائع في هذا النوع من الدراسات التي قد تنبع من السببية العكسية أو التزامنية والغموض غير المرئي. من

الممكن أن يؤثر مخاطر الانهيار المرتبط بشركة ما على سلوك المستثمرين وبالتالي يؤدي إلى تغييرات في هيكل ملكية الشركة.

لعلاج مثل هذه المشكلة التباين الداخلي في معادلات الانحدار، نتبع الدراسات السابقة (على سبيل المثال، Callen and Fang، 2013)، ونستخدم القيمة الحالية للمتغيرات المستقلة والتحكمية لتخفيف أي قلق بشأن السببية العكسية. بالإضافة إلى ذلك، نستخدم تأثيرات سنة ثابتة في نهج الانحدار FGLS للسيطرة على الغموض غير المرئي. علاوة على ذلك، نقدم انحراف العائد السلبي الحالي (NCSKEWt) كمتغير تحكم لالتقاط استمرارية اللحظة الثالثة لعوائد الأسهم المحددة للشركة (Kim et al.، 2011a). تجدر الإشارة إلى أن الشركات التي تمتلك خصائص لجنة مخاطر فردية فقط هي المؤهلة للانضمام إلى تحليل الانحدار باستخدام المعادلة (٥). تستند تحليلات المعادلة (٤) إلى العينة الكاملة المكونة من ٤٣٠ ملاحظة للشركة-السنة، بينما تستند تحليلات المعادلة (٥) إلى عينة فرعية لجان المخاطر التي تتكون من ٢٥٦ ملاحظة للشركة-السنة. من الواضح أن بعض شركات العينة تشكل لجنة مخاطر مستقلة دون مراعاة الخصائص المميزة لأعضاء مجلس الإدارة. يتركز اهتمامنا الرئيسي على تأثير لجان المخاطر على مخاطر الانهيار المستقبلية كما هو موضح بواسطة المعاملات، والتي نتوقع أن تكون سلبية وذات دلالة إحصائية، $\alpha 1$ و $\beta 1$.

جدول (٢) الإحصائيات الوصفية ومصفوفة الارتباط

Panel A: Summary statistics (N5 430)						
ϕ_1	—0.259 1.112	—0.893 —0.198 0.433			—4.458	**4.152 1.945**
DUVOL$_{\phi 1}$ —0.195 0.833	—0.734	—0.193	1		—2.956	**1**
RCINDP$_t$ 0.415 0.394	0	0.50	0.75		0	**1**
RCQUAL$_t$ 0.220 0.269	0	0	0.33		0	**1**
RCSIZE$_t$ 2.416 2.357	0	3	4		0	**10**
RCFACTOR$_t$ —0.000 1.541	—1.682	0.358 73.050	1.345 87.250		—1.682	**3.147 98.160**
DEDOWN$_t$ (%) 60.203 23.247	45.750	63.725	81.120		0	**95.320**
TRAOWN$_t$ (%)	9.078	12.469	0.920	4.255	11.120	0	**71.370**
NCSKEW$_t$	—0.260	1.109	—0.903	—0.204	0.433	—4.458	**4.152**

$TURN_t$	**0.002**	**0.063**	**—0.006**	**0.000**	**0.007**	**—0.593**	**0.503**
RET_t SDRET $_t$	—0.040	0.250 0.019	—0.167	—0.043	0.079 0.042	—0.935	**1.389 0.118**
$SIZE_t$ (log)	15.832	2.285	13.995	15.357	17.924	11.873	**20.507**
MTB_t	0.361	0.533	0.104	0.169	0.339	0.018	**5.210**
LEV_t (%)	11.096	15.238	0.20	7.235	13.90	0	**74.690**
ROE_t (%)	10.642	19.987	5.820	10.955	**16.090**	**—261.520 184.220**	
ANA_t (log)	1.258	1.209	0	1.099	2.564	0	**3.332**
$BODIND_t$	0.514	0.121	0.417	0.50	0.60	0.222	**1**
$BODSIZE_t$	8.067	2.210	6	8	9	3	**14**
$BODQUAL_t$	0.354	0.183	0.250	0.333	0.444	0	**1**
FEMA	0.122	0.1	0	0.111	0.2	0	**0.50**

L_t		17			0		
BODF ACTOR$_t$	0.000	**1.147**	**—0.859**	**—0.104**	**0.698**	**—2.347**	**4.116**
CROEX$_t$	0.286	0.452	0	0	1	0	**1**
AUDQUAL$_t$	0.900	0.300	1	1	1	0	**1**
ACINDP	0.841	0.162	0.667	0.800	1	0.333	**1**
ACSIZE	3.595	0.860	3	3	4	2	**7**
						(*continued*)	

Variables		**A**	**B**	**C**	**D**	**E**	**F**	**G**	**H**
	I	**J**	**K**	L	M	N	O	P	Q
	R	S	T	U					
Panel B: Pearson correlation matrix (*N* 5 430)									
RCEX	C	*0.10*	0.09	1					
RCINDP	D	*0.11*	0.09	*0.87*	1				
RCQUAL	E	0.06	0.02	*0.67*	*0.70*	1			
RCSIZE	F	*0.12*	*0.10*	*0.84*	*0.75*	*0.59*	1		
NCSKEW	G	0.04	0.04	*0.13*	*0.12*	0.07	*0.12*	1	
RET	H	0.07	0.05	—0.00	0.01	0.045	0.03	—*0.56*	1

SDRET	I	—*0.12*	—*0.12*	—*0.28*	—*0.37*	—*0.28*	—*0.34*	—*0.29*	*0.18*	1		
TURN	J	0.06	0.05	—0.02	—0.04	—0.05	—0.01	—0.09	*0.12*	*0.23*	1	
MTB	K	0.09	0.08	0.05	0.05	0.07	*0.15*	—0.01	*0.12*	—0.01	0.03	1
ROE	L	0.02	0.00	0.05	*0.12*	*0.13*	*0.11*	—0.04	*0.18*	−0.07	0.04	0.19
LEV	M	0.07	0.09	—*0.14*	—*0.28*	—*0.22*	—*0.15*	0.09	—*0.11*	*0.19*	0.00	—*0.19*
SIZE	N	0.08	*0.10*	*0.33*	*0.37*	*0.22*	*0.41*	0.04	0.06	—*0.51*	0.00	—*0.38*
ANA	O	*0.10*	*0.12*	*0.45*	*0.49*	*0.35*	*0.57*	0.09	0.05	—*0.45*	—0.02	0.04
BODFACT	P	—0.01	—0.01	—0.03	0.08	*0.21*	—0.03	0.00	0.02	—0.02	—0.04	—0.01
CROEX	Q	0.06	0.09	*0.41*	*0.37*	*0.16*	*0.31*	0.07	—0.03	—*0.18*	—0.02	—*0.21*
AUDQUAL	R	0.09	0.07	*0.29*	*0.25*	*0.21*	*0.27*	0.06	—0.03	—*0.17*	0.02	—0.08
INSOWN	S	0.01	0.01	*0.24*	*0.24*	*0.13*	*0.17*	—0.02	0.07	—*0.29*	—0.03	0.01
ACINDP	T	—0.00	0.01	—0.00	*0.15*	*0.13*	0.09	—0.00	0.00	—0.09	—0.04	—0.01
ACSIZE	U	*0.12*	*0.12*	*0.29*	*0.31*	*0.24*	*0.40*	*0.13*	—0.00	—*0.21*	—0.03	*0.19*

SDRET	I	—*0.12*	—*0.12*	—*0.28*	—*0.37*	—*0.28*	—*0.34*	—*0.29*	*0.18*	1		
TURN	J	0.06	0.05	—0.02	—0.04	—0.05	—0.01	—0.09	*0.12*	*0.23*	1	
MTB	K	0.09	0.08	0.05	0.05	0.07	*0.15*	—0.01	*0.12*	—0.01	0.03	1
ROE	L	0.02	0.00	0.05	*0.12*	*0.13*	*0.11*	—0.04	*0.18*	−0.07	0.04	0.19
LEV	M	0.07	0.09	—*0.14*	—*0.28*	—*0.22*	—*0.15*	0.09	—*0.11*	*0.19*	0.00	—*0.19*
SIZE	N	0.08	*0.10*	*0.33*	*0.37*	*0.22*	*0.41*	0.04	0.06	—*0.51*	0.00	—*0.38*
ANA	O	*0.10*	*0.12*	*0.45*	*0.49*	*0.35*	*0.57*	0.09	0.05	—*0.45*	—0.02	0.04
BODFACT	P	—0.01	—0.01	—0.03	0.08	*0.21*	—0.03	0.00	0.02	—0.02	—0.04	—0.01
CROEX	Q	0.06	0.09	*0.41*	*0.37*	*0.16*	*0.31*	0.07	—0.03	—*0.18*	—0.02	—*0.21*
AUDQUAL	R	0.09	0.07	*0.29*	*0.25*	*0.21*	*0.27*	0.06	—0.03	—*0.17*	0.02	—0.08
INSOWN	S	0.01	0.01	*0.24*	*0.24*	*0.13*	*0.17*	—0.02	0.07	—*0.29*	—0.03	0.01
ACINDP	T	—0.00	0.01	—0.00	*0.15*	*0.13*	0.09	—0.00	0.00	—0.09	—0.04	—0.01
ACSIZE	U	*0.12*	*0.12*	*0.29*	*0.31*	*0.24*	*0.40*	*0.13*	—0.00	—*0.21*	—0.03	*0.19*

Intercept	1.380 (1.56)	0.590 (0.86)	—	—
$RCEX_t$	0.121 (1.03)	0.043 (0.48)		
	0.095 (1.59)	0.039 (0.90)		
$TURN_t$	2.678 (0.86)	1.893 (0.85)	—	—
RET_t	0.788*** (2.45)	0.541** (2.23)		
$SDRET_t$	5.450 (1.34)	6.406** (2.09)	—	—
$SIZE_t$	0.045 (0.95)	0.020 (0.55)		
MTB_t	0.437** (2.20)	0.283* (1.87)		
LEV_t	0.012*** (2.57)	0.011*** (2.89)		
ROE_t	0.004 (0.63)	0.005 (0.99)	—	—
ANA_t	0.095 (1.40)	0.053 (1.00)	—	—
$BODFACTOR_t$	0.038 (0.84)	0.016 (0.45)	—	—
$CROEX_t$	0.149 (1.23)	0.185** (1.96)		
$AUDQUAL_t$	0.260 (1.37)	0.126 (0.86)		
ACINDP	0.165 (0.57)	0.153 (0.68)		
ACSIZE	0.121** (2.06)	0.104** (2.24)		
Year fixed effect	Yes	Yes		
Wald χ^2	83.81	88.13		
Prob > χ^2	0.000	0.000		
N	430	430		

Panel B. FGLS regression results on RC characteristics and future crash risk ($NCSKEW_{\phi 1}$ and $DUVOL_{\phi 1}$)

$NCSKEW_{\phi 1}$	$DUVOL_{\phi 1}$	$NCSKEW_{\phi 1}$	$DUVOL_{\phi 1}$	$NCSKEW_{\phi 1}$	$DUVOL_{\phi 1}$
$NCSKEW_{\phi 1}$	$DUVOL_{\phi 1}$ Variables	(1)	(2)	(3)	
(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Intercept	1.813 (1.53)	0.322 (0.34)	0.767 (0.64)	0.257 (0.27)	1.735 (1.39)	0.268 (
0.26)	1.876 (1.61)	0.543 (0.56)				
$RCINDP_t$	0.313 (1.12)	0.231 (1.04)				
$RCQUAL_t$	—0.721*** (—3.13)	—0.554*** (—3.00)				
$RCSIZE_t$	—0.003 (—0.08)	—0.002 (—0.05)				

(*continued*)

Panel B. FGLS regression results on RC characteristics and future crash risk ($NCSKEW_{t+1}$ and $DUVOL_{t+1}$)

Variables	(1) $NCSKEW_{t+1}$	(1) $DUVOL_{t+1}$	(2) $NCSKEW_{t+1}$	(2) $DUVOL_{t+1}$	(3) $NCSKEW_{t+1}$	(3) $DUVOL_{t+1}$	(4) $NCSKEW_{t+1}$	(4) $DUVOL_{t+1}$
$RCFACTOR_t$	0.142* (1.71)		0.111* (1.69)					
$NCSKEW_t$	0.074 (1.03)	0.029 (0.52)	0.052 (0.74)	0.019 (0.35)	0.078 (1.07)	0.032 (0.57)	0.074 (1.04)	0.034 (0.61)
$TURN_t$	4.039 (0.88)	0.524 (0.15)	3.358 (0.462)	—	0.306 (0.09)	3.875 (0.84)	0.540 (0.15)	3.848 (0.84)
RET_t	0.429 (1.07)	0.316 (1.03)	0.500 (1.27)	0.368 (1.23)	0.420 (1.05)	0.288 (0.94)	0.468 (1.18)	0.315 (1.03)
$SDRET_t$	4.444 (0.83)	10.059** (2.22)	11.438** (2.27)		13.644*** (2.90)	—	6.406 (1.27)	10.934** (2.41)
$SIZE_t$	0.064 (1.01)	0.009 (0.18)	0.038 (0.61)	0.022 (0.44)	0.074 (1.10)	0.002 (0.04)	0.085 (1.37)	0.012 (0.23)
MTB_t	0.473* (1.92)	0.230 (1.19)	0.393 (1.60)	0.173 (0.90)	0.482* (1.88)	0.230 (1.15)	0.507** (2.07)	0.255 (1.32)
LEV_t	0.008 (1.01)	0.012* (1.89)	0.004 (0.60)	0.008 (1.38)	0.005 (0.71)	0.010 (1.63)	0.003 (0.36)	0.007 (1.11)
ROE_t	0.003 (0.35)	0.003 (0.34)	0.003 (0.30)	0.001 (0.19)	0.003 (0.30)	0.002 (0.22)	0.003 (0.30)	0.001 (0.09)
ANA_t	0.083 (1.03)	0.025 (0.40)	0.073 (0.92)	0.018 (0.29)	0.096 (1.19)	0.032 (0.51)	0.094 (1.18)	0.031 (0.50)
$BODFACTOR_t$	0.031 (0.54)	0.019 (0.39)	0.045 (0.74)	0.070 (1.46)	0.024 (0.42)	0.024 (0.51)	0.000 (0.01)	0.039 (0.81)
$CROEX_t$	0.171 (1.26)	0.167 (1.57)	0.144 (1.09)	0.160 (1.56)	0.174 (1.25)	0.170 (1.56)	0.128 (0.93)	0.148 (1.39)
$AUDQUAL_t$	0.448 (1.25)	0.275 (1.01)	0.394 (1.09)	0.252 (0.92)	0.384 (1.07)	0.232 (0.86)	0.372 (1.03)	0.229 (0.83)
ACINDP	0.140 (0.42)	0.173 (0.65)	0.352 (1.12)	0.377 (1.49)	0.259 (0.76)	0.253 (0.92)	0.480 (1.39)	0.445 (1.61)

ACSIZE	0.067 (1.02)	0.048 (0.91)	0.059 (0.92)	0.042 (0.83)	0.073 (1.10)	0.050 (0.96)	0.072 (1.10)	0.050 (0.95)				
Year fix.effect		Yes		Yes		Yes		Yes		Yes	Yes	Yes
	Yes Wald χ^2	47.86	48.84	57.28	58.54	46.14	47.81	49.87	51.20			
Prob > χ^2	0.015	0.012	0.001	0.000	0.022	0.014	0.009	0.007				
N	256	256	256	256	256	256	256	256				

يرى (Villiers et al, 2022) أن امتلاك أعضاء لجنة المخاطر لمؤهلات أعلى وتجربة عمل أغنى يجعلهم يدركون إدارة المخاطر بشكل أفضل. فيما يتعلق بالآثار الاقتصادية، نجد أن زيادة انحراف معياري واحد في RCQUAL يؤدي إلى انخفاض بنسبة ٧٥٪ تقريبًا في NCSKEW قبل عام واحد حول قيمتها المتوسطة، وأن القيمة المقابلة لـ DUVOL كمقياس لمخاطر الانهيار هي ٧٦٪ ، وهي تشير النتيجة إلى أن العلاقة بين RCQUAL ومخاطر الانهيار ليست ذات دلالة إحصائية كبيرة فحسب بل ذات دلالة اقتصادية كبيرة أيضًا.

بينما تعرض العمودان ٥ و ٦ النتائج الخاصة بـRCSIZE، فإن العلاقة بين RCFACTOR ومخاطر انهيار سعر الأسهم المستقبلية موضحة في العمودين ٧ و ٨. معاملات RCSIZE المقدرة سلبية ولكنها غير دالة إحصائيًا. وبالتالي، فإن فرضية H2c لدينا غير مثبتة، وتتعارض النتيجة مع مفهوم نظرية الاعتماد على الموارد بأن لجنة المخاطر الكبيرة تسهل تراكم مهارات إدارة المخاطر والخبرة والروابط الخارجية لأفراد مختلفين، والتي بدورها قد تخفف من مخاطر الانهيار.

ويمكن تبرير النتيجة غير الدالة بالحجج المتنافسة بشأن فعالية المجالس الكبيرة مقارنة بالمجالس الصغيرة (أي الآثار الجانبية لحجم لجنة المجلس). ومع ذلك، عندما نقوم بتجميع السمات الثلاث للجنة المخاطر في عامل مركب واحد، نجد معاملات سلبية ودالة إحصائيًا لـ RCFACTOR عبر مقياسين لمخاطر الانهيار (٠,١٤٢ و ٠,١١١ على التوالي، كلاهما دالة عند $p < 0.10$). تشير النتيجة إلى أن الشركات التي لديها لجان مخاطر فعالة تظهر مخاطر انهيار سعر أسهم أقل، وهو ما يتماشى مع توقعاتنا. بشكل عام، نسجل دعمًا لسمات لجنة المخاطر المجمعة التي تقلل من احتمالية مخاطر الانهيار.

في الجدول ٣، نقدم متغيرين تفاعليين RCEXINSOWN و RCFACTORINSOWN لاختبار ما إذا كان مستوى هيكل رأس المال يؤثر على تأثير وجود لجنة المخاطر وخصائص لجنة

المخاطر على مخاطر انهيار سعر الأسهم المستقبلية. كما هو موضح في العمودين ٣ و ٧ من الجدول ٣، فإن RCFACTOR لا تزال سلبية ودالة إحصائيًا لمقياسين لمخاطر الانهيار بعد تقديم الملكية المؤسسية كمتغير تعديل منفصل (٠,١٦٣ و ٠,١٢٥، كلاهما دالة عند $p < 0.10$). تعزز المعاملات السلبية والدالة إحصائيًا لـ RCFACTOR حجتنا السابقة حول قدرة سمات لجنة المخاطر على تقليل احتمالية مخاطر الانهيار. يظهر الجدول ٤ أيضًا أنه بينما المعاملات المقدرة لـ RCEXINSOWN إيجابية وغير دالة إحصائيًا لمقياسين لمخاطر الانهيار في العمودين ٢ و ٦، فإن المعاملات المقدرة على RCFACTORINSOWN سلبية ودالة إحصائيًا لمقياسين لمخاطر الانهيار في العمودين ٤ و ٨ (٠,٠١١ و ٠,٠٠٨ ، دالة عند $p < 0.01$ و $p < 0.05$ على التوالي). وبالتالي، فإن فرضية H3 لدينا غير مثبتة لمتغير التفاعل السابق (RCEXINSOWN)، بينما يتم إثبات H3 لمتغير التفاعل الأخير (RCFACTORINSOWN). يبدو أن هيكل رأس المال ليس لها تأثير معتدل على العلاقة بين لجنة المخاطر المستقلة ومخاطر الانهيار حيث يتم متابعة السمات المميزة لأعضاء المجلس في العديد من لجان المخاطر في الشركة.

في المقابل، تمارس الملكية المؤسسية تأثيرًا معتدلًا مكملًا على العلاقة العكسية بين خصائص لجنة المخاطر (المركبة) ومخاطر الانهيار، أي تعزيز العلاقة بين سمات لجنة المخاطر ومخاطر الانهيار.

Variables	1 6	2 7	3 8	4	5		
Intercept	1.349 (1.52)	1.147 (1.28)	1.900 (1.63)	3.396*** (2.59)	0.571 (		
0.83)	0.467 (0.67)	0.537 —	1.621 (1.52)	— —	— —	—	—
$RCEX_t$	0.121 (1.04)	0.288 (0.72)			0.043 (0.47)	—	—
	0.136 (0.46)						
$RCFACTOR_t$			0.163* (1.87)	0.612* (1.88)			—
			0.125* (1.81)	0.452* (1.81)			
$INSOWN_t$	0.002 (0.74)	0.005 (1.27)	0.003 (0.69)	0.012* (1.73)	0.001 (—	—	—
0.36)	0.002 (0.70)	0.002 (0.57)	0.009* (1.69)				
$RCEX_t$ 3 $INSOWN_t$		0.006 (1.07)					
		0.003 (0.63)					
$RCFACT_t$ 3 $INSOWN_t$				—0.011*** (—2.48)			
				—0.008** (—2.40)			

0.777** (2.42)	0.778** (2.43)	0.452 (1.14)	0.315 (0.80)	0.539** (2.22)	0.535**	
			(2.21)	0.310 (1.02)		
0.053 (1.08)	0.049 (1.00)	0.106 (1.54)	0.121* (1.76)	0.023 (0.61)	0.020	
			(0.53)	0.024 (0.43)		

جدول (٣) نتائج انحدارFGLS على لجنة المخاطر، وهيكل رأس المال، ومخاطر الأعطال المستقبلية.

$NCSKEW_t$	**0.093 (1.56)**	**0.092 (1.55)**	**0.070 (0.98)**	**0.038 (0.52)**	**0.039 (0.89)**	**0.037 (0.86)**	**0.035 (0.63)**	**0.009 (0.15)**
$TURN_t$ **RET**	— 2.910 (— 0.93)	— 3.473 (— 1.10)	— 3.550 (— 0.77)	—5.553 (—1.23)	—1.953 (—0.87)	—2.133 (—0.95)	— 0.461 (— 0.13)	**— 1.678 (— 0.49) 0.210 (0.69)**
t $SDRET_t$ $SIZE_t$	— 5.432 (— 1.33)	— 4.568 (— 1.10)	— 9.205* (— 1.81)	—4.263 (—0.75)	— 6.449** (— 2.10)	—6.082** (— 1.95) —11.950** (—2.53)		**— 9.364** (— 1.98) 0.041 (0.73)**
MTB_t	0.442** (2.22)	0.423** (2.13)	0.545** (2.19)	0.650*** (2.60)	0.285* (1.88)	0.273* (1.79)	0.281 (1.43)	**0.391** (1.96)**
LEV_t	0.011** (2.30)	0.011** (2.19)	0.001 (0.09)	0.008 (0.95)	0.010*** (2.75)	0.010*** (2.72)	0.006 (0.88)	**0.011* (1.70)**
ROE_t **ANA**	— 0.003 (— 0.45)	— 0.003 (— 0.40)	— 0.002 (— 0.24)	—0.003 (—0.34)	—0.005 (—0.87)	—0.005 (—0.84)	— 0.000 (— 0.06)	**— 0.003 (— 0.41)**
t	—	—	—	—0.121	—0.538	—0.046	—	—

$NCSKEW_t$	**0.093**	**0.092**	**0.070**	**0.038**	**0.039**	**0.037**	**0.035**	**0.009**
	(1.56)	**(1.55)**	**(0.98)**	**(0.52)**	**(0.89)**	**(0.86)**	**(0.63)**	**(0.15)**
$BODFACTOR_t$	0.098	0.083	0.106	(—1.49)	(—1.01)	(—0.85)	0.039	**0.060**
$CROEX_t$	(—	(—	(—	0.103	—0.016	—0.018	(—	**(—**
	1.43)	1.20)	1.29)	(0.77)	(—0.46)	(—0.51)	0.61)	**0.95)**
	—	—	0.125				0.147	**0.068**
	0.039	0.046	(0.91)				(1.38)	**(1.39)**
	(—	(—						**0.119**
	0.87)	1.00)						**(1.13)**
$AUDQUAL_t$	0.294	0.340*	0.350	0.373	0.134	0.153	0.215	**0.231**
	(1.52)	(1.68)	(0.98)	(0.97)	(0.91)	(1.01)	(0.79)	**(0.82)**
ACINDP	0.133	0.149	0.452	0.360	0.140	0.145	0.436	**0.349**
	(0.46)	(0.52)	(1.29)	(1.04)	(0.62)	(0.64)	(1.55)	**(1.26)**
ACSIZE	0.119**	0.115**	0.064	0.047	0.103**	0.101**	0.045	**0.029**
	(2.02)	(1.97)	(0.96)	(0.71)	(2.21)	(2.16)	(0.84)	**(0.54)**
Year fixed effect	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	**Yes**
Wald χ^2	83.47	85.66	50.21	59.20	88.24	88.94	51.75	**59.73**
Prob > χ^2	0.000	0.000	0.011	0.002	0.000	0.000	0.008	**0.002**
N	430	430	256	256	430	430	256	**256**

Note(s): The definitions of the variables are in Appendix 1. *z*-statistics are in parentheses.

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

اختبار المتانة: مواصفات الانحدار لفترة نافذة أطول

اختبرت الدراسة تأثير متغيرات لجنة المخاطر وهيكل رأس المال على مخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية لفترة نافذة لمدة عام واحد. في هذا التحليل، نفحص ما إذا كانت متغيرات لجنة المخاطر والملكية المؤسسية يمكنها التنبؤ بمخاطر الانهيار لمدة عامين قبل الحدوث للتحقق من نتائجنا الرئيسية وتخفيف أي مخاوف أخرى بشأن قضايا السببية العكسية والتزامنية.

على وجه التحديد، استخدمنا تأخير لمدة عام واحد (t-1) لمتغيرات لجنة المخاطر، INSOWN، والتفاعلات بين INSOWN ومتغيرات لجنة المخاطر وأعدنا تشغيل الانحدارات من الجدولين ٣ و ٤. تشير النتائج غير المُدرجة في جداول إلى أن النتائج الرئيسية تظل ثابتة بعد توسيع نافذة التنبؤ إلى عامين قبل الحدوث. على سبيل المثال، المعاملات المقدرة على RCQUAL هي ٠,٤٨٥ ($p < 0.05$) و ٠,٥٤٣ ($p < 0.01$) لتدابير NCSKEW و DUVOL لمخاطر الانهيار، على التوالي. المعاملات المقدرة على RCFACTOR هي ٠,١٦٥ و ٠,١٥٤ وكلاهما دالة عند $p < 0.05$ لتدابير NCSKEW و DUVOL لمخاطر الانهيار، على التوالي.

من حيث التأثير المعتدل لـ INSOWN، فإن المعاملات المقدرة على RCFACTORINSOWN هي ٠,٠٣٤ و ٠,٠٢٣ وكلاهما دالة عند $p < 0.01$ لتدابير NCSKEW و DUVOL لمخاطر الانهيار، على التوالي. تشير هذه النتائج إلى أن المتغيرات التفسيرية التي تهمنا (أي RCQUAL، RCFACTOR و RCFACTORINSOWN) لديها القدرة على التنبؤ بمخاطر الانهيار لمدة عامين قبل الحدوث.

٤- النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

١/٤ نتائج الدراسة:

١. التحليل التراجعي له تأثيراً سلبياً ذو دلالة إحصائية يرتبط فقط بمؤهلات لجنة المخاطر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٢. كما أن الشركات التي لديها لجان مخاطر فعالة تظهر مخاطر أقل لانهيار أسعار الأسهم، ووجد الباحثان أيضًا أن الشركات التي لديها مستوى مرتفع من الملكية المؤسسية ولجان مخاطر فعالة أقل عرضة لمخاطر الانهيار.

٣. لا يوجد تأثير لهيكل رأس المال على العلاقة بين لجنة المخاطر ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية.

٤. أن التأثير التعديلي التكميلي للملكية المؤسسية على الرابط بين لجنة المخاطر مخاطر الانهيار من المرجح أن يكون مدفوعًا بملكية مؤسسية مخصصة.

٢/٤ توصيات الدراسة:

١. يجب على الشركات تعزيز بناء نظم الرقابة الداخلية وبذل جيود مشتركة لخلق بيئة جيدة للإفصاح عن المعلومات ومنع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك لتفعيل تكلفة التمويل بحقوق الملكية وتكلفة التمويل بالديون للشركات المدرجة وتحسين الكفاءة التمويلية لسوق رأس المال المصري.

٢. ضرورة إجراء المزيد من الدراسات والبحوث التي تتناول أثر خطر انهيار أسعار الأسهم على هيكل رأس المال في ظل متغيرات أخرى وسيطة أو معدلة باستخدام مقاييس أخرى لهذه المتغيرات.

٣. ضرورة اهتمام إدارات الشركات المدرجة في البورصة المصرية بالقيام بتنفيذ الإجراءات والآليات المناسبة التي تضمن منع أو الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم لتلك

الشركات كالحفاظ بشكل دائم ومستمر على مستوى مرتفع من جودة آليات حوكمة الشركات وخاصة بهيكل الملكية لما له من تأثير على تكلفة راس المال.

٤. ضرورة استخدام الباحثين لأكثر من مقياس لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، بهدف تعزيز ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، حيث أن اختلاف المقياس المستخدم لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم قد يؤدى إلى اختلاف نتائج الدراسة.

٣/٤ التوجهات البحثية المستقبلية:

يوصي الباحث في ضوء نتائج وتوصيات الدراسة، بالأبحاث التالية:

١. أثر تكلفة رأس المال كمتغير وسيط على العلاقة بين لجنة المخاطر وانهيار أسعار الأسهم في البورصة المصرية.

٢. أثر إدارة المخاطر على التنبؤ بالأداء المالي لأسهم البنوك التجارية المدرجة في البورصة المصرية في ظل الإفصاح والشفافية كمتغير وسيط.

٣. أثر الالتزام بتطبيق معايير الحوكمة على الحد من انهيار أسعار أسهم الشركات المدرجة في مؤشر EGX70 باستخدام أسلوب التنقيب في البيانات.

الخاتمة

أظهرت الدراسة أن لجان المخاطر الفعالة (كما تظهره العامل المركب لخصائص لجنة المخاطر ولجنة المخاطر المؤهلة) يمكنها منع سلوك حجب الأخبار السيئة الإدارية بشكل عام أو، بشكل أكثر تحديدًا، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما نجد أن الشركات ذات المستوى المرتفع من الملكية المؤسسية ولجان المخاطر الفعالة أقل عرضة لمخاطر الانهيار، تشير النتائج الإضافية إلى أن التأثير المعتدل للملكية المؤسسية على العلاقة بين لجنة المخاطر ومخاطر الانهيار من المرجح أن يكون مدفوعًا بملكية مؤسسية مخصصة.

في ختام هذه الدراسة في أن هذه الدراسة تحمل بعض الآثار العملية:

أولاً، تدعم نتائج الدراسة متطلبات الهيئات التنظيمية بأن الشركات العامة يجب أن تشارك أعضاء مؤهلين في لجان مجلس الإدارة بما في ذلك لجنة المخاطر. يعد تقليل احتمالية مخاطر انهيار أسعار الأسهم أمرًا حاسمًا من منظور إدارة المخاطر للشركات العامة بشكل عام وعلى وجه الخصوص بالنسبة للبورصة لذلك، فإن مجرد تشكيل لجان مخاطر بأعضاء غير مؤهلين للامتثال للمتطلبات التنظيمية لا تلبي الغرض الأساسي لإدارة مخاطر الشركة وحماية مصالح جميع أصحاب المصلحة. وبالتالي، فإن تشكيل لجان مخاطر فعالة بأعضاء مؤهلين أمر ضروري للشركات.

ثانيًا، في المقابل، يجب على المنظمين أيضًا فرض متطلبات أشد صرامة لتوظيف أعضاء مستقلين حقًا في لجان المخاطر. كما قد يفكرون في ضم مديرات مؤهلات من الإناث في لجان المخاطر. إنه لأمر يصب في مصلحة الشركات وأصحاب المصلحة الاقتصادية عدم تجنيد مديرين تابعين لأحزاب سياسية وكذلك أي شخص لديه أي نوع من المصالح المالية في الشركة.

ثالثًا، قد يقوم المساهمون والمستثمرون المحتملون بتضمين معلومات حول لجنة المخاطر والملكية المؤسسية في تقييمهم للتنبؤ بمخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية للشركات قبل اتخاذ أي قرار استثماري. يجب أن تظل أدوات الحوكمة الداخلية والخارجية قائمة للمساهمة في عملية مراقبة المخاطر بجودة أفضل، خاصة منع مخاطر الانهيار.

أخيرًا، تشير نتائجنا حول المستثمرين المؤسسيين المخصصين إلى أن الشركات تفكر في أفق استثمار المستثمرين المؤسسيين قبل تبني أي استراتيجية لجذب المستثمرين المؤسسيين. يحتاج صانعو السياسات والهيئات التنظيمية والمستثمرون وأصحاب المصلحة الآخرون إلى أن يكونوا على دراية بالفئات المختلفة للمستثمرين المؤسسيين بالإضافة إلى دوافعهم الاستثمارية المتنوعة.

المصادر والمراجع

Al-Hadi, A., Hasan, M. M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. Corporate Governance: An International Review, 24(2), 145-170.

Ames, D. A., Hines, C. S., & Sankara, J. (2018). Board risk committees: Insurer financial strength ratings and performance. Journal of Accounting and Public Policy, 37(2), 130-145.

An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. Journal of Corporate Finance, 21, 1-15.

Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2016). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. European Financial Management, 22(5), 916-956.

Andreou, P. C., Louca, C., & Petrou, A. P. (2017). CEO age and stock price crash risk. Review of Finance, 21(3), 1287-1325.

Barakat, A., & Hussainey, K. (2013). Bank governance, regulation, supervision, and risk reporting: Evidence from operational risk disclosures in European banks. International Review of Financial Analysis, 30, 254-273.

Battaglia, F., Gallo, A., & Graziano,. E. (2014). Strong boards, risk committee and bank performance: evidence from India and China. Corporate Governance in Emerging Markets: Theories, Practices and Cases, 79-105.

Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. The journal of Business, 76(3), 455-475.

Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees. (1999). Report and recommendations of the Blue Ribbon Committee on improving the effectiveness of corporate audit committees. The Business Lawyer, 1067-1095..

Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. Accounting review, 305-333.

Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism?. Journal of Banking & Finance, 37(8), 3047-3063.

Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. Journal of Banking & Finance, 60, 181-194..

Carcillo, J.V. and Neal, T.L. (2003), "Audit and disclosure committee independence: selecting financially distressed companies", Corporate Governance: An International Review, Vol. 11 No. 4, pp. 289-299.

Chang, X., Chen, Y. and Zolotoy, L. (2016), "Stock liquidity and stock price collapse risk", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 52 No. 4, pp. 1605-1637.

Chen, E. T., & Nowland, J. (2010). Optimal board monitoring in family-owned companies: Evidence from Asia. Corporate Governance: An International Review, 18(1), 3-17.

Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. Journal of financial Economics, 61(3), 345-381.

Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. Journal of financial Economics, 61(3), 345-381.

Dana, A. N. (2015). **The effect of institutional ownership on firm performance: Evidence from Jordanian listed firms**. International Journal of Economics and Finance, 7(12), 97-105.

Heflin, F., & Shaw, K. W. (2000). Blockholder ownership and market liquidity. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 35(4), 621-633.Hines, C.S. and Peters, J.F. (2015), "Voluntary risk management committee formation: determinants and .

Hines, C. S., & Peters, G. F. (2015). Voluntary risk management committee formation: Determinants and short-term outcomes. Journal of Accounting and Public Policy, 34(3), 267-290.

How, J., Verhoeven, P., & Wahab, E. A. A. (2014). Institutional investors, political connections and analyst following in Malaysia. Economic Modelling, 43, 158-167.

Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. Journal of financial Economics, 94(1), 67-86.

Haini, H. (2020). Examining the relationship between finance, institutions and economic growth: evidence from the ASEAN economies. Economic Change and Restructuring, 53(4), 519-542.

Halim, E. H., Mustika, G., Sari, R. N., Anugerah, R., & Mohd-Sanusi, Z. (2017). Corporate governance practices and financial performance: The mediating effect of risk management committee at manufacturing firms. Journal of International Studies, 10(4).

Han, S., Kang, T., & Rees, L. (2013). The association between institutional ownership and audit properties. Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics, 20(2), 199-222.

Jensen, M.S. (1993), "The Modern Industrial Revolution, its Exodus, and the Failure of Internal Control Systems," The Financial Journal, Volume One. 48 No. 3, pp. 831-880.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In Corporate governance (pp. 77-132). Gower.

Jiambalvo, J., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2002). Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. Contemporary accounting research, 19(1), 117-145.

Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. Journal of financial Economics, 79(2), 257-292.

Jiraporn, P., & Gleason, K. C. (2007). Capital structure, shareholder rights, and corporate governance. Journal of Financial Research, 30(1), 21-33..

Jolliffe, I. T. (2002). Principal component analysis for special types of data (pp. 338-372). Springer New York.

Khalil, Ali, and Mona Maghraby. "The determinants of internet risk disclosure: empirical study of Egyptian listed companies." Managerial Auditing Journal 32.8 (2017): 746-767.

Kang, S. A., & Kim, Y. S. (2012). Effect of corporate governance on real activity-based earnings management: Evidence from Korea. Journal of Business Economics and Management, 13(1), 29-52..

Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. Journal of financial economics, 101(3), 713-730.

Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. Journal of financial Economics, 100(3), 639-662.

Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm–level evidence. Contemporary accounting research, 33(1), 412-441.

Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. Contemporary Accounting Research, 33(4), 1720-1749.

Koh, P. S. (2007). Institutional investor type, earnings management and benchmark beaters. Journal of Accounting and Public Policy, 26(3), 267-299.

Kumar, M. D. (2023). A Study on Forecast Analysis for Assets and Liabilities Management in Bank Negara Malaysia. Journal of Management & Educational Research Innovation, 1(3), 34-49.

Mahat, F., Shari, A., & Dahir, A. M. (2020). An Analysis of the Relationship Between Equity and Composite Index in Bursa Malaysia. Indian-Pacific Journal of Accounting and Finance, 4(1), 4-14.

Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. Journal of political economy, 106(6), 1113-1155.

LEE, K. T., OOI, C. A., & HOOY, C. W. (2019). Corporate Diversification, Board Diversity and Stock-price Crash Risk: Evidence from Publicly Listed Firms in Malaysia. International Journal of Economics & Management, 13(2)..

Lin, F., Wu, C. M., Fang, T. Y., & Wun, J. C. (2014). The relations among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation. Economic Modelling, 37, 164-174..

Al Mamun, M., Balachandran, B., & Duong, H. N. (2020). Powerful CEOs and stock price crash risk. Journal of Corporate Finance, 62, 101582.

Menon, J. (2017). Government-linked companies: Impact on the Malaysian economy. Policy Ideas, 45, 1-26.

Minton, B. A., Taillard, J. P., & Williamson, R. (2014). Financial expertise of the board, risk taking, and performance: Evidence from bank holding companies. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 49(2), 351-380.

Muhmad, S. N., Hashim, H. A., & Che Haat, M. H. (2016). Developing a corporate governance reporting score for the malaysian banKing sector. Management & Accounting Review (MAR), 15(2), 1-22.

Ng, T. H., Chong, L. L., & Ismail, H. (2012). Is the risk management committee only a procedural compliance? An insight into managing risk taking among insurance companies in Malaysia. The Journal of Risk Finance, 14(1), 71-86.