

أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية: دراسة تطبيقية

إعداد

د. أحمد سعيد عبد العظيم أحمد
مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة – جامعة قناة السويس
Ahmed_saied@commerce.suez.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية
كلية التجارة - جامعة مدينة السادات
المجلد السادس عشر - العدد الثاني - يونيو ٢٠٢٤

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

أحمد، أحمد سعيد عبد العظيم، (٢٠٢٤)، "أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية: دراسة تطبيقية"، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، كلية التجارة، جامعة مدينة السادات، ١٦ (٢)، ١٨١ - ٢٢٩.

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

ملخص البحث

تهدف الدراسة إلي قياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وقد أتمدت الدراسة علي مدخل تحليل المحتوى (Content Analysis) لفحص محتوى التقارير المالية وإيضاحاتها المتممة لعينة مكونة من (٦٨) شركات مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية والمدرجة ضمن مؤشر البورصة (EGX100) وذلك خلال الفترة من عام (٢٠١٨) وحتى عام (٢٠٢١)، بإجمالي مشاهدات (٢٧٢) مشاهدة، لإختبار أربع فروض بحثية تعكس الأثر التفاعلي للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، وفي سبيل ذلك تم صياغة أربع نماذج، الأول لقياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي سيولة الأسهم، الثاني لقياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي توقيت إصدار التقارير المالية، الثالث لقياس أثر سيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية، والرابع لقياس أثر كل من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية

وتشير نتائج الدراسة التطبيقية إلي وجود تأثير إيجابي معنوي بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم، كما توصلت الدراسة إلي تأثير سلبي معنوي بين هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية، ووجود تأثير سلبي معنوي بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، وأخيراً فقد توصلت الدراسة إلي وجود تأثير سلبي معنوي لكل من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية.

الكلمات المفتاحية: هيكل الملكية الأجنبية، سيولة الأسهم، توقيت إصدار التقارير المالية.

أولاً: مقدمة ومشكلة الدراسة:

يعد التوقيت المناسب خاصية مهمة للأسواق المالية الناشئة والمتقدمة ومن الأمور الجوهرية والضرورية لكونه أحد الخصائص الأساسية لملاءمة المعلومات المحاسبية (Sanjaya&Wirawati,2020; Falase et al.,2022)، إذ تمثل التقارير المالية المصدر الأساسي لإمداد مستخدمي التقارير المالية بالمعلومات التي تمكنهم من إتخاذ القرارات الفعالة، ويعمل إصدار التقارير المالية في التوقيت المناسب علي التقليل من حالات عدم التأكد، ويحد من عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمساهمين. وكلما إتسمت المعلومات بعدم حداثتها وتوقيتها السليم كلما قل فائدتها (Amsal et al.,2022)، ويساهم سرعة إصدار التقارير المالية في الحد من عمليات المضاربة والتخمين لدي المستثمرين.

ونتيجة للتوسع في النشاط الاقتصادي وزيادة حركة الإستثمارات الأجنبية في كل من الأسواق المحلية والعالمية زاد الإهتمام بهيكل الملكية، حيث يعد الأداء التي تسيطر علي وظائف الإدارة التنفيذية بهدف تخفيض تكاليف الوكالة المرتبطة بفصل الملكية عن الإدارة (AL Qirem et al.,2020) ويعتبر المستثمرون الأجانب سمة أساسية لأسواق رأس المال الحديثة خلال فترات العولمة. وتعد الملكية الأجنبية كإحدى أنماط هيكل الملكية التي تؤثر في مقدار سيولة الأسهم، نظراً لما يملكونه من خبرات وموارد وتجعلهم قادرين علي تقييم المعلومات بالشركات المحلية مقارنة بالمستثمرين المحليين (Kim et al., 2020) كما يؤدي المستثمرين الأجانب دوراً رئيسياً في تمويل الأسواق المالية من خلال إدارة حجم ضخم من الأصول وكذلك تعزيز وتطوير حوكمة الشركات نظراً لدورهم في مراقبة الإجراءات الإدارية كجزء من آلية حوكمة الشركات الداخلية (Shubita and Shubita, 2019).

كما تعتبر السيولة قضية مركزية في العديد من مجالات التمويل لأنها تشكل أحد المكونات الأساسية للأسواق المالية كما أنها تمثل عامل رئيسي محدد لإستمرارية السوق (Bousnina et al.,2022) وأوضحت دراسة (Sezgin Alp et al. 2022) أنه تظهر السيولة عندما يكون المتداولين لديهم القدرة علي شراء أو بيع أعداد كبيرة من الأسهم بسرعة دون تأثيرات كبيرة علي الأسعار، كما تمثل سيولة الأسهم أمراً أساسياً لكفاءة الأسواق المالية (Tuffley, 2021) بالإضافة إلي تأثيرها الإيجابي علي قيمة الشركة (Zhang et al., 2021) ودورها الجوهرية في الحد من المخاطر والتحوط وتسعير الأصول (Sterenczak, 2021).

وأكدت الدراسات التالية (Naufa & Lantara, 2018 ; Kim et al., 2020; Jun, 2021) علي تعزيز الملكية الأجنبية لأداء الشركات حيث يستطيع المستثمرين الأجانب التأثير في الرقابة علي الشركة عن طريق حقهم في التصويت أو من خلال قدرتهم علي بيع أسهمهم والخروج من سوق الأوراق المالية (Alp et al., 2022)، كما يكون لهم دوراً فعال في نشر معايير الحوكمة والممارسات الإدارية التي تحظى بالقبول العام بالشركات التي يتم فيها ضخ إستثمارهم مما يؤدي إلي زيادة قدرة الإدارة علي تخفيض المخاطر التي تواجه الشركة وتحسين مستويات السيولة والأداء (Shrivastav & Kalsie , 2021).

ويهتم المستثمرون الأجانب بالأمور المتعلقة بالشفافية والحوكمة نظراً لإمكانية تعرضهم لعدم تماثل المعلومات (Haug et al .,2023)، حيث يساعد المستثمرين الأجانب علي تعظيم بيئة المعلومات من خلال زيادة دوافع المحللين الماليين والمستثمرين المحليين وغيرهم من الفئات الأخرى المشاركة بالسوق (Li et al., 2022;Huang et al., 2020)، وفي هذا السياق أوضحت العديد من الدراسات السابقة (Al-Shboul & Ali ; Kunjal 2021; Vo and McMillan, 2022,2023) أن زيادة مستوي عدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في الأسواق المالية يعد أحد العوامل المؤثرة في سيولة الأسهم، والذي أصبح أكثر وضوحاً بعد التوسعات في الملكية الأجنبية والأزمات المحاسبية والمالية المتلاحقة في الشركات علي المستوي المحلي والعالمي، وقد أكدت تلك الأزمات والتوسعات علي أهمية إصدار التقارير المالية للشركات في التوقيت المناسب وأن التأخر في إصدار التقارير المالية يفقدها أهميتها بالنسبة للمستثمرين لإتخاذ قرارات رشيدة، حيث أنه من الضروري الكشف عن تلك التقارير المالية في الوقت المناسب من أجل الكشف عن الصورة الكاملة للشركة في الوقت المناسب (Ismail et al .,2022).

نظراً لأهمية البورصة المصرية كواحدة من أبرز الأسواق الناشئة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، فقد أصبح إستثمار الأموال في أسهم الشركات المصرية محور إهتمام المستثمرين الأجانب. وذلك بفضل الإصلاحات التي إعتدتها الحكومة المصرية لتعزيز البيئة الإستثمارية وحماية حقوق المستثمرين.

تلك الإصلاحات ساهمت في تحقيق إستقرار أكبر وشفافية أفضل في السوق، مما جعلها وجهة مغرية للمستثمرين الأجانب الذين يبحثون عن فرص نمو وعوائد جذابة. حيث تسعى مصر لطرح (٣٢) شركة من الشركات الحكومية في البورصة ضمن خطتها لتوسيع قاعدة الملكية وجذب إستثمارات أجنبية لسوق المال وذلك علي مدار عام يبدأ من الربع الأول من عام (٢٠٢٣) وحتى الربع الأول من عام (٢٠٢٤) وتحتاج مصر في الفترة الحالية إلي التوسعات في الملكية الأجنبية نظراً لأهميتها الإقتصادية والمالية والرقابية ودورها الفعال في تحسين توقيت إصدار التقارير المالية وكذلك رفع مستويات سيولة الأسهم في تلك الشركات، حيث يوفر التوقيت المناسب لإصدار التقارير المالية منصة تكفل بتحقيق الحماية للمستثمرين الأجانب والحد من المخاطر، وزيادة فعالية ونزاهة الأسواق المالية في الدول النامية، كما تساهم السيولة في تخفيض إدارة الشركات علي سداد توزيعات الأرباح وإعطاء الفرصة للشركات لتمويل أنشطتها من أسواق رؤوس الأموال الأجنبية، وتخفيض تكلفة رأس المال، وفهم التطور في أسواق رأس المال (Khan et al., 2022) ومؤشر جيد علي كفاءة البعد الإداري والمالي للشركات وبالتالي جذب الإستثمارات الأجنبية المباشرة، مما ينتج عنه ارتفاع حجم الطلب وزيادة في سعر السهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للشركة (Arkaania & Setiawati, 2023).

يتضح مما سبق وجود عدة دوافع للدراسة الحالية تبرز قيمتها المضافة من أهمها أن الدراسات المحاسبية السابقة لم تقدم أدلة قاطعة بشأن أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، لذلك فإن تحليل هذه العلاقة ببيئة الأعمال المصرية كأحد أكبر البيئات الإقتصادية نمو بالأسواق المالية الناشئة سوف يمكن من تفسير حجم التباين بشأن سيولة الأسهم بالشركات، فضلا عن تحديد تأثير التوسع في الملكية الأجنبية علي التوقيت المناسب لإصدار التقارير المالية وكذلك دورها في تنشيط سيولة الأسهم في البورصة، كما أن معظم الدراسات السابقة تمت في بيئات متقدمة تختلف في خصائصها عن بيئات الدول النامية مما قد يؤدي إلي صعوبة في تعميم نتائجها، وبالتالي تتمثل الفجوة البحثية في ندرة الدراسات المحاسبية في مجال أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، ومحاولة الوصول إلي دليل تطبيقي من الشركات المدرجة في البورصة المصرية حول قوة واتجاه هذه العلاقة وكذلك وجود أثر لها.

ثانياً: تساؤلات الدراسة :

واستناداً إلي ما سبق ومن أجل سد هذه الفجوة البحثية تتمثل مشكلة الدراسة في التساؤل الرئيس الآتي هل تؤثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية؟ وينبثق من هذا التساؤل الرئيسي الأسئلة الفرعية الآتية:

- ١- هل تؤثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي سيولة الأسهم؟
- ٢- هل تؤثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي توقيت إصدار التقارير المالية؟
- ٣- ماهي طبيعة العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية؟
- ٤- ماهو أثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي طبيعة العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية؟

ثالثاً: أهداف الدراسة:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة يتمثل الهدف الرئيسي الذي تسعى لتحقيقه الدراسة الحالية هو معرفة أثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي طبيعة العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير ويتفرع من الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

- ١- التعرف علي الإطار العلمي للملكية الأجنبية وأهميتها وإختبار إتجاه وقوة ودلالة تأثيرها علي سيولة الأسهم في ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى
- ٢- تحديد إتجاه وقوة ودلالة أثر هيكل الملكية الأجنبية علي توقيت إصدار التقارير في ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى
- ٣- إظهار إتجاه وقوة ودلالة أثر سيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية في ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى
- ٤- تقديم دليل تطبيقي حول أثر هيكل الملكية الأجنبية علي طبيعة العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية

٥- بيان مدي التوافق أو الإختلاف بين نتائج الدراسة التطبيقية مع الإطار النظري بالدراسات المحاسبية السابقة ذات العلاقة بمجال الدراسة.

رابعاً: أهمية الدراسة :

تكتسب هذه الدراسة أهميتها من خلال ماتدعم به في الجانب العلمي والجانب العملي وذلك علي النحو الآتي:

١- الأهمية العلمية: بالرغم من تزايد الإهتمام علي المستوي الدولي بالتوسعات في هيكل الملكية الأجنبية في الدول النامية ومنها مصر إلا أن تحليل علاقتها بكل من سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية مازال يتسم بالندرة في الأدب المحاسبي، ولذلك فإن الأهمية العلمية للدراسة الحالية تتمثل في كونها إمتداداً للأدبيات المحاسبية (Bousnina et al.,2022; Shen,2020; Aksoy,2021; Amsal et al .,2022)، حيث حاول الباحث تقديم تحليلاً نظرياً لأثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية في ضوء مجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، وهو ما يساهم في تفسير الإختلاف بين الشركات وماينتج عنه من تأثير علي سيولة الأسهم في الأسواق وكذلك التوقيت المناسب لإصدار التقارير المالية.

٢- الأهمية العملية: تتمثل في محاولة تقديم دليلاً عملياً من بيئة الأعمال المصرية كأحد الإقتصاديات الناشئة عن أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، وبالتالي فإنها تعتبر إمتداد للبحوث التطبيقية المرتبطة بالأسواق المالية، مما يمكن الأطراف ذوي العلاقة المرتبطة بالشركة من المستثمرين والمحللين الماليين ومراقبي الحسابات الإستفادة من نتائجها في ترشيد القرارات الإستثمارية، كما أنها تزيد من وعي الشركات المصرية بأهمية تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، وذلك من خلال إضافة أثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي تلك العلاقة حيث تمكن من تقديم مستويات متقدمة من الحوكمة للشركات وتدعيم شفافية المعلومات مع تعزيز مستويات السيولة في الأسواق الناشئة، كما يساعد توقيت إصدار التقارير المالية المستثمرين الأجانب من الحفاظ علي حجم إستثماراتهم المالية من خلال المراقبة الفعلية لأداء الإدارات وإتخاذ قرارات فعالة في أقرب وقت ممكن.

خامساً: منهج الدراسة:

يعتمد الباحث علي كل من المنهج الإستقرائي والإستنباطي بهدف إظهار مدي التوافق فيما بين الإطار النظري والتطبيقي للدراسة، حيث يتم إستخدام المنهج الإستقرائي في مراجعة وتحليل وتقييم الدراسات المحاسبية المتعلقة بمجال الدراسة بهدف التعرف علي ماتوصلت إليه من نتائج والإستفادة منها في صياغة الإطار النظري، والمنهج الإستنباطي لإختبار وتفسير طبيعة العلاقة بين هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، كما قام الباحث بدراسة تطبيقية مستخدماً أسلوب تحليل المحتوى (Content Analysis) في فحص التقارير المالية لعنية بلغت (٦٨) شركة من الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية والمدرجة في مؤشر (EGX100) خلال السنوات المالية من عام (٢٠١٨ حتى عام ٢٠٢١)، وذلك بغرض تطوير نماذج لقياس هذه العلاقات وإختبار فروض الدراسة، ثم تفسير النتائج وتوضيح إمكانية تعميمها بالواقع العملي.

سادساً: تقسيمات الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة وأهميتها وتحقيقاً لأهدافها، فقد قام الباحث بتقسيم الدراسة إلي القسم الأول ويمثل الخلفية النظرية للدراسة، وإستعرض القسم الثاني مراجعة الدراسات السابقة وتحديد الفجوه البحثية وتطوير فروض الدراسة، بينما قدم القسم الثالث منهجية الدراسة التطبيقية، فيما تناول القسم الرابع تحليل نتائج الدراسة وإختبار الفروض وأظهر القسم الخامس نتائج وتوصيات الدراسة والدراسات المستقبلية.

القسم الأول : الخلفية النظرية للدراسة

١- تقييم الملكية الأجنبية في ضوء الأدبيات المحاسبية

عرفت دراسة (Vo, 2018) الملكية الأجنبية Foreign Ownership بأنها عدد الأسهم المملوكة من جانب المستثمرين غير المحليين (الأجانب) إلي إجمالي عدد الأسهم المملوكة للشركة، أو هي تركيز ملكية الأسهم في يد مستثمر لا يحمل جنسية الدولة المستثمر فيها، أو مستثمر مقيم في دولة ما لحصة في مشروع

مقام في دولة أخرى، حيث ينطوي الاستثمار الأجنبي علي تحويل رأس المال من بلد إلي آخر لمواجهة نقص رأس المال وتقليل البطالة في تلك الدول (Alzoubi, 2016; Ben-Nasr et al., 2015; Guo et al., 2015 Mohd-Saleh & Omar, 2014).

وبينت الدراسات التالية (Shubita and Shubita, 2019; Waris & Haji, 2023 2020 Alabi,) أن الملكية الأجنبية تمكن من المشاركة في مجالات وأنشطة جديدة قد يصعب علي الاستثمار المحلي الإشتراك بها وبالتالي حدوث زيادة في حجم الخبرة الفنية، التدفقات النقدية الإستثمارية من العملة، والمعرفة التكنولوجية، حيث أن المستثمرين الأجانب لديهم القدرة العالية من الخبرة والمهارة التي تمكن الشركات المحلية نحو الإزدهار والتقدم في كافة الأسواق المحلية والعالمية، كما أن حجم الإستثمارات الأجنبية تكون كبيرة مقارنة بالإستثمارات المحلية وطويلة الأجل حيث أنه لا يعتمد علي العواطف والإشاعات بل يعتمد علي الأرقام والتحليلات المالية الدقيقة، وبالتالي اتخاذ قرارات إستثمارية من شأنها تعظيم قيمة الشركة وأدائها.

ومن ناحية أخرى إستنتجت الدراسات التالية (Dong et al., 2022; Hu, 2023 Panggabean & Maradina, 2023) أن المستثمر الأجنبي يحرص دائماً علي تحقيق الأرباح قصيرة الأجل وبالتالي إتخاذ قرارات تكفل تحقيق الأرباح السريعة مع السعي بصفة مستمره نحو تحقيق مصالحه الخاصة علي حساب مصالح باقي المساهمين، مع تحويل الصناعة المحلية إلي صناعة مملوكة إلي الأجانب علي المدى الطويل مما يكون له تأثير سلبي علي الإقتصاد القومي بصفة عامة ومستقبل الشركات الوطنية بصفة خاصة، ويكون لديهم حرص أكبر علي تحويل كافة العوائد المحلية إلي خارج مصر.

ويختلف حجم ملكية المستثمرين الأجانب داخل كل دولة وفقاً للظروف السياسية والإقتصادية ومن فترة لأخرى، حيث في دولة فيتنام تم تحديد الحد الأقصى للملكية الأجنبية بمقدار (٣٠%) لأي شركة عامة قبل يونيو (٢٠٠٩) وتم تحديد هذه النسبة بمقدار (٤٩%) بعد عام (٢٠١٥) لا تزيد عن ذلك (Tran et al., 2019) وتسببت هذه النسبة المنخفضة القلق لدي المستثمرين الأجانب بشأن القيود غير المباشرة الأخرى (مثل نظام سعر الصرف، وسياسة التحكم في رأس المال) عند الإستثمار في سوق الأسهم الفيتنامية، بالإضافة إلي قيود ملكية الدولة المركزة في العديد من الشركات العامة، حيث تحد المستويات المرتفعة من ملكية الدولة من مشاركة المستثمرين الأخرين (بما في ذلك المستثمرين الأجانب)، كلما ارتفع مستوى ملكية الدولة، كلما قل حجم الأسهم العامة القابلة للتداول المتاحة للمستثمرين النشطين.

كما أكدت مع الدراسات التالية (Falase et al., 2022; Waris & Haji, 2023 Mishra, 2019 Haldar & Haldar) علي أن المستثمرين الأجانب لهم القدرة علي تخفيض تكاليف الوكالة الناتجة عن تضارب المصالح بين المساهمين (الملاك) الإدارة، ولديهم مستويات مرتفعة من الرقابة الفعالة والحد من السلوك الإنتهازي للإدارة، وتكون أكثر حرصاً وسرعة علي إصدار التقارير المالية السنوية وتقديم المعلومات في الوقت المناسب للتغلب علي مشكلة عدم تناسق المعلومات بين المستثمرين والمديرين والأجانب والمحليين مما يمكنهم من تحقيق تأثير إيجابي علي قيمة الشركة وتوقيت إصدار التقارير المالية- ويعد الكشف عن المعلومات المالية في الوقت المناسب وسيلة مهمة لجذب إنتباه المستثمرين الأجانب (Falase et al., 2022; Basuony et al., 2016) حيث يساعد توقيت إصدار التقارير المالية للمستثمرين الأجانب في الحفاظ علي استثماراتهم من خلال مراقبة أداء الإدارة وإتخاذ قرارات فعالة في أقرب وقت ممكن

وعلي الرغم من تزايد أثر الملكية الأجنبية علي سيولة الأسهم في الأسواق المالية في الدول النامية، إلا أنه لا يوجد إتفاق بين الباحثين علي الإتجاه الذي تؤثر فيه الملكية الأجنبية علي أسواق الأسهم المحلية، حيث توصلت دراسة (Li, Y et al., 2022; Wei, 2010) إلي أن المستثمرين الأجانب يقدمون مستويات متقدمة من الحوكمة للشركات ويزيدون شفافية المعلومات، ويعززون مستويات السيولة في الأسواق الناشئة، وفي ذات السياق قدمت دراسة (Lee and Chung, 2018) أدلة داعمة علي أن الملكية الأجنبية تعمل علي تحسين السيولة في كل من البلاد المتقدمة والنامية لأن التداول النشط للمستثمرين الأجانب يجعل المعلومات أكثر كفاءة.

ومن ناحية أخرى إستنتجت دراسة (Deng et al., 2022) أن الملكية الأجنبية قد تقلل مستويات السيولة، إذا كان المستثمرين الأجانب يمتلكون جزءاً كبيراً من أسهم الشركة، حيث ينظر إليهم أنهم يمتلكون معلومات خاصة. لذلك قد يمثل تداولهم بمثابة تكاليف إختيار عكسية علي المشاركين الأخرين، مما يؤدي إلي زيادة الفجوة بين العرض والطلب، حيث قد تتسبب صفقات المستثمرين الأجانب في تكاليف إختيار عكسية كبيرة للمستثمرين غير المطلعين.

وفي ذات السياق أكدت دراسة (Alaoui et al. 2021) علي أن الملكية الأجنبية تزيد من درجة عدم تماثل المعلومات وبالتالي تقلل من السيولة، كما أنه قد يعاني المستثمرون الأجانب من نقص المعلومات، كما أن تكلفة المعلومات المتعلقة بالشركات المحلية يكون أكبر بالنسبة للمستثمرين المحليين عن المستثمرين الأجانب، ويكون العائق المتعلق بالمعلومات بالنسبة للمستثمرين الأجانب هو الإبلاغ عن المعلومات المتعلقة بالشركة المحلية باللغة المحلية.

كما توصلت دراسة (Sensoy, 2017) أنه بسبب عيوب المعلومات ، قد يلجأ المستثمرون الأجانب إلي الإعتدال علي تصرفات المستثمرين الآخرين وفقاً لأسلوب القطيع مما يقلل سيولة الأسهم إلا أن بينت دراسة (Lee and Chung,2018) أنه عند المستويات المنخفضة من الملكية الأجنبية يحدث تحسن للسيولة وفقاً لقدرة المستثمرين الأجانب وكفائتهم في إكتشاف الأسعار. ومع ذلك، عند المستويات الأعلى من الملكية الأجنبية تنخفض سيولة الأسهم بسبب الإختبار المعاكس الأعلى وفي ذات السياق بينت دراسة (Waris& Haji,2023) أن الشركات التي لديها ملكية أجنبية أو تطمح إلي جمع الأموال الأجنبية تكون أكثر حرصاً وسرعة علي إصدار التقارير المالية السنوية وتتحسن بها السيولة بمستويات مرتفعة. ويرى الباحث أن المستثمرين الأجانب يمثلون القوة الرئيسية الدافعة لسيولة الأسهم في الأسواق الناشئة مثل مصر ولديهم مستويات مرتفعة من الرقابة الفعالة والمعرفة والخبرة الإستراتيجية والحد من السلوك الإنتهازي للإدارة وتحسين تقييم المستحقات التقديرية، مما يجعلهم أكثر حرصاً وسرعة علي إصدار التقارير المالية السنوية، إلا أنه في أوقات الأزمات وتدهور الإستثمارات فقد يلجأ المستثمرين الأجانب إلي تصفية الأصول المالية في الأسواق المضطربة وإعادة توازن محافظهم المالية الدولية، وبالتالي يتسبب ذلك في عدوي الأزمة، مما يؤدي إلي إنخفاض مستويات السيولة بسرعة، كما يتوقف حجم تأثير الملكية الأجنبية علي أسواق المال الناشئة علي درجة الحرية والسهولة في تحويل رؤوس أموالهم إلي بلادهم الأصلية.

١-١-١ أنماط التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية : سياق من سوق الأوراق المالية المصري

أوضحت دراستنا (Shahwan et al.2023;Mahmoud et al., 2023) التوسعات هيكل الملكية الأجنبية في مصر يمكن أن يكون بأشكال مختلفة وتشمل مايلي:

- فتح فروع جديدة: قد تقوم الشركات الأجنبية بفتح فروع جديدة في مصر لتوسيع نطاق أعمالها وتقديم خدماتها ومنتجاتها في السوق المصري
- الإستثمار في المشروعات الجديدة: تقوم الشركات الأجنبية بالإستثمار المباشر في مصر من خلال إنشاء مشروعات جديد سواء في قطاعات الطاقة ، الصناعات التحويلية، السياحية، التكنولوجيا
- التوسع في المصانع الحالية: بعض الشركات الأجنبية تقوم بزيادة إستثماراتها في المصانع الحالية بمصر لزيادة الإنتاج أو تحسين البنية التحتية .
- الإستحواذ والاندماج: يمكن أن تتوسع الشركات الأجنبية من خلال الإستحواذ علي شركات محلية أو دمج أعمالها مع شركات مصرية موجودة بالفعل
- الإستثمار في العقارات أو العقارات التجارية: تستثمر الشركات الأجنبية في مشروعات العقارات السكنية والتجارية في مصر للإستفادة من النمو المستمر في هذا القطاع
- الإستثمار في القطاع المالي: تقوم الشركات الأجنبية بالإستثمار في البنوك والشركات المالية الأخرى في مصر لتوسيع خدماتها المالية.

١-٢-١ الملكية الأجنبية في ضوء محددات سوق الأوراق المالية المصري:

باستقراء الدراسات المحاسبية (Naeem et al.,2023; El Nahas, 2023) فإنه يمكن للباحث توضيح أهم العوامل المؤثر بالملكية الأجنبية في سوق الأوراق المالية المصري في النقاط التالية:

١-٢-١-١ ضعف التسهيلات المصرفية وإنخفاض سعر الفائدة في البنوك التجارية: أوضحت دراسة (Pham et al.,2023) إهتمام المستثمر الأجنبي بشكل أولي بالربح ولذلك فإن قرار الإستثمار يتوقف علي المقارنة بين حجم العوائد والمخاطر فكلما قلت المخاطر وأرتفع العائد أدي ذلك إلي تدفق المزيد من الإستثمارات الأجنبية ، وفي حالة إرتفاع المخاطر لابد أن يقابلها عوائد مرتفعة حتي تتمكن من جذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية.

١-٢-٢-١ حجم السوق المحلي: حيث كلما زاد حجم السوق المحلي زاد فرص المستثمرين من الإستفادة بوفورات الحجم الكبير، ويقاس حجم السوق المحلي بحجم السكان وحجم الإنتاج ، وبالتالي تتركز

الإستثمارات الأجنبية في البلاد التي يتمتع سكانها بارتفاع حجم الدخول المتاحة للإنفاق (et al., 2023).
(Boresli)
١-٢-٣ ارتفاع معدلات التضخم النقدي وزيادة مديونية الدولة للعالم الخارجي: أشارت دراسة (Hauget al., 2023) إلي أن المستثمرين يعتبرون التضخم النقدي يؤدي إلي ضياع قيمة إستثماراتهم وبالتالي إتساع وتيرة نمو التضخم مما يحد من حجم الإستثمارات الأجنبية، كما أن زيادة مديونية الدولة للعالم الخارجي يقيد حركة رأس المال الأجنبي بسبب ما تشكله من عبئاً ثقيلاً علي ميزان المدفوعات.
١-٢-٤ تكلفة عناصر الإنتاج وضعف الإستقرار السياسي والأمني: حيث أن عنصر العمل متدني الأجر من العوامل التي تكون محل جذب للإستثمارات الأجنبية المباشرة في أي دولة، كما أن الإستقرار السياسي وكذلك إستقرار التشريعات التي تحكم عمل الإستثمار الأجنبي المباشر من العوامل التي توضح مدى إهتمام الدولة المضيفة بجذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية من خلال تقديم مجموعة من الحوافز والتسهيلات الإجرائية والتي تكفل بزيادة حجم الإستثمار الأجنبي. (Ronoowah & Seetana., 2023).
١-٢-٥ معدلات النمو الإقتصادي والبنية التحتية للإقتصاد وسياسات تحرير التجارة والإصلاح: بينت دراسة (Pham et al., 2023) أن تحسين معدلات النمو الإقتصادي يعد عاملاً جذاباً قوياً للإستثمارات الأجنبية حيث أن المؤشرات الإقتصادية الكلية من تضخم وسعر صرف وعجز ميزان تجاري وعجز الموازنة العامة للدولة من أهم محددات تدفق الإستثمار الأجنبي المباشر.
١-٢-٦ الإستقصاء والتواصل: تلعب الحملات الإعلانية والمبادرات الترويجية دوراً مهماً في جذب المستثمرين الأجانب وتعزيز التوسع في هيكل الملكية الأجنبية، يمكن للهيئات الحكومية والهيئات التنظيمية والمؤسسات تعزيز مزايا الإستثمار في مصر والترويج للفرص المتاحة للمستثمرين الأجانب.

٢-١ عرض وتحليل سيولة الأسهم.

١-٢-١ سيولة الأسهم: الطبيعة والمفهوم Stock liquidity

بينت دراسة (Wang, 2022) أن سيولة الأسهم Stock liquidity تعتبر شرطاً جوهرياً وهاماً لتقدم ونمو الأسواق المالية الناشئة والمتقدمة، حيث يساهم ارتفاع مستويات سيولة الأسهم في جذب المستثمرين المحتملين وتعظيم قيمة المنشأة بالإضافة إلي خفض تكلفة رأس المال، كما عرفت دراسة (Jawad & Kotha, 2020)، بأنها تحويل الأسهم إلي نقدية أو العكس، وأشارت إلي أنه يمكن اعتبار الأسهم ذات سيولة إذا تمكنت الشركة من بيعها بسرعة، ونتيجة لذلك يتم شرائها بسرعة، وأن يكون تأثير عملية البيع أو الشراء ذو تأثير ضعيف أو منعدم.

وأوضحت دراسة (Andong et al., 2020) بأن سيولة الأسهم هي إمكانية تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة مع حدوث أثر ضئيل علي السعر بالإضافة إلي ذلك تحقق السيولة تعظيم لأنشطة التداول في الأجل القصير عن الأجل الطويل مع إعطاء المرونة للمستثمرين في بيع ممتلكاتهم وقت الطلب. وفي ذات السياق عرفت دراسة (Naik and Reddy, 2021) بأنها وجود مجموعة من المشترين والبائعين القادرين والراغبين علي تبادل كمية محددة من الأوراق المالية بالسعر المحدد مع عدم وجود أي تأخير في الزمن. ويترتب عليها مجموعة من المزايا كإتاحة الفرصة للشركات لتمويل أنشطتها من أسواق رؤوس الأموال الخارجية، تعظيم وزيادة عوائد الشركات وفهم التطور في سوق رأس المال، تشجيع الإدارة علي توزيعات الأرباح مع تعزيز إعلامية أسعار الأسهم، وتعد شرطاً هاماً لنمو الأسواق المالية وإجتذاب المستثمرين المهتمين بإستخدام المعلومات المتعلقة بالأرباح قصيرة الأجل في تداولاتهم (Stagliano et al, 2018; Arkaania & Setiawati, 2023; Utami et al., 2020; Hsu et al, 2018).

وعرفت دراسة (نصير، ٢٠٢٢) بأن سيولة الأسهم تتمثل بوجود بائعين ومشترين لديهم القدر نفسه من المعلومات حول القيمة الأساسية للأسهم، وبالتالي يكون لديهم القدرة علي بيع أو شراء الأسهم في أي وقت ودون تردد، بما يعكس علي عملية توازن العرض والطلب علي الأسهم وتحقيق الإستقرار السعري. كما بينت الدراسات التالية (Stagliano et al, 2018; Cheng et al., 2021; Iswanto & kefi, 2023) أن سيولة الأسهم تتأثر بالعديد من العوامل ومنها، مستوى الشفافية، سلوك المساهمين والمشاركين بالسوق، حجم تكلفة المعاملة، تجزئة الأسهم، الخصائص الحقيقية للأصول، طبيعة وهيكل السوق.

وفي ضوء ماسبق يمكن للباحث تعريف سيولة الأسهم بأنها "هي العملية التي تكفل لمالك الأسهم العادية المرونة لبيع ممتلكاته عند الحاجة مع إمكانية تداول الأوراق المالية بتكلفة منخفضة (العمولة، الفرق بين سعر الشراء والبيع) وحدث تأثير يكاد أن يكون منعدم علي السعر في ظل إنخفاض الفترة بين عرض

الأسهم للبيع والتنفيذ الفعلي للبيع، إرتكازاً علي أربعة محاور تتمثل في (كمية التداول وسرعة التداول، وتكاليف التداول، والتأثير علي السعر)، كما تعد وسيلة هامة لإدارة أموال الشركة وأداء أنشطتها حيث لها دور مؤثر في إرتفاع سعر الأسهم والقيمة السوقية للشركات وتعمل علي تقليل من تكلفة رأس المال.

٢-٢-١ أهمية ومستويات سيولة الأسهم

توصلت الدراسات التالية (Marks and Shang, 2021; Zhang et al., 2021 Shahzad et al., 2022) أن سيولة الأسهم تمكن من إرتفاع تصنيف الشركات وقيمتها وتحجب مخاطر عدم سداد الإلتزامات وتخفف من المخاطر المرتبطة بالإعتماد علي الديون قصيرة الأجل، مع إنخفاض تكلفة حقوق الملكية. وفي ذات السياق أكدت الدراسات (Uhunmwangho and Igbiosa, 2022; De Carvalho et al., 2021; Shuraki, 2021) علي أنها تعد عاملاً هاماً بنسبة للمستثمرين عند إتخاذ القرارات الإستثمارية، حيث يفضل المستثمرون الأسهم السائلة لإستثمار أموالهم لتفادي إرتفاع تكلفة التداول التي تزيد بإنخفاض سيولة الأصل، كما تعد مؤشراً هاماً علي كفاءة سوق الأسهم والتنبؤ بالحالة الإقتصادية المستقبلية، حيث إنخفاضها يمنع إكتشاف أسعار الأسهم وحدوث عدم الإستقرار وإرتفاع حجم المخاطر في سوق الأوراق المالية.

أما عن مستويات سيولة الأسهم فقد قسمتها الدراسات التالية (Al-Shboul & Ali Khan et 2023, al., 2022; Pham et al., 2020; المستوي الأول: وفيه لا يمكن إجراء عملية التداول تماماً، وتتعهد فيه سيولة الأسهم المستوي الثاني: يمكن فيه التأثير علي أسعار الأسهم وتظهر من خلال القدرة علي بيع أو شراء كميات محددة من الأسهم المستوي الثالث: يظهر فيه تأثير ضعيف علي سعر السهم، وإمكانية بيع وشراء كميات محددة من الأسهم المستوي الرابع: لا يحدث فيه تغيرات في السعر، وإمكانية بيع وشراء الأسهم المعروضة.

٣-٢-١ خصائص وسمات سيولة الأسهم

بينت بعض الدراسات (Karen et al., 2020; Bedowska-Sojka, 2021; Mohamed et al., 2020; Naik et al., 2020) أن سيولة الأسهم تركز علي مجموعة من السمات والخصائص والتي تتمثل في التالي :

- المرونة **flexibility**: حيث يوجد عدم توازن بين الطلب والعرض ويمكن معالجة عن طريق تغيير طفيف في أسعار الأسهم ، مما يخفف من تردد المتعاملين في بيعها أو شراؤها، ويعني ذلك سرعة رجوع أسعار الأسهم إلي قيمها الحقيقية والطبيعية بعد صدمة معاكسة .
- هامش السعر **price margin**: يتمثل في إمكانية البيع والشراء للورقة المالية مع حدوث إختلاف طفيف بين السعرين، مما يحد من المضاربات بالسوق
- إنخفاض تكاليف التداول **reduced trading costs**: مما يؤدي إلي إنخفاض المدي بين سعر البيع وسعر الشراء
- الإستمراريه **continuity**: تعني الإستمرار في توافر أوامر البيع والشراء علي الأوراق المالية وبالتالي تحقيق الإستقرار والتوازن النسبي في الأسعار
- إنخفاض المدي الزمني **decrease in time range**: إمكانية تنفيذ عمليات البيع والشراء في أقل فترة زمنية ممكنة مما يمكن علي تنفيذ الكمية المحددة من الورقة المالية بالسعر المعروض دون أي تأخير.
- الإتساع **expansion**: إمكانية شراء الأوراق المالية بكميات كبيرة والبيع بأقل تأثير ممكن علي السعر، وتتطلب سمة الإتساع إلي جانب الإستمرارية في أوامر البيع والشراء علي الأسهم مع وجود تلك الأوامر بكميات كبيرة ويتم تداولها بالأسعار السائدة بالسوق لذلك تعد سمة الإتساع اشمل من سمة العمق.

٤-٢-١ مقاييس سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية

أوضحت الدراسات التالية (Le and Gregoriou, 2022; Schwartz et al., 2020; Ye et al., 2021; Lee and Ryu, 2019) مقاييس متنوعة لسيولة الأسهم ومن هذه المقاييس ما يوضح الجدول التالي:

جدول رقم (١) مقاييس سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية

م	الصيغة الرياضية	كيفية القياس
1- معدل دوران السهم	$TURN_{i,t} = TVOL_{i,t} / Ni,t$ <p>حيث أن : $TURN_{i,t}$: معدل دوران الأسهم للشركة (i) في الفترة (t) $TVOL_{i,t}$: عدد الأسهم المتداولة للشركة (i) في الفترة (t) Ni,t: إجمالي عدد الأسهم القائمة للشركة (i) في الفترة (t)</p>	<p>عن طريق قياس كمية الأسهم المتداولة علي إجمالي الإسهام المصدرة لكل شركة، وكلما زاد هذا المعدل كلما أكد ذلك علي زيادة حجم السيولة بالشركة والعكس صحيح، وينصح دائماً شراء الأوراق المالية ذات معدلات الدوران المرتفعة مقارنة بغيرها من الشركات المنافسة التي تعمل في نفس القطاع.</p>
2- نسبة ضعف السيولة (Mbaneyle and Wang, 2022)	$ILLIQ_{iy} = \frac{1}{D_{iy}} \sum_{d=1}^{D_{iy}} \frac{ R_{iyd} }{VOLD_{iyd}}$ <p>حيث تمثل (ILLIQ_{iy}) نسبة ضعف السيولة للشركة في العام (y) وتمثل (D_{iy}) عدد الأيام التداول لسهم الشركة (i) في العام (y) وتمثل (R_{iyd}) القيمة المطلقة لعائد سهم الشركة (i) في اليوم (d) من العام (y)، و (VOLD_{iyd}) هي قيمة التداول لسهم الشركة (i) في اليوم (d) من العام (y)</p>	<p>ينتج عن طريق قسمة متوسط القيمة المطلقة للعوائد اليومية للأسهم علي قيمة التداول في ذلك اليوم حيث يعكس تأثير عمليات التداول علي السعر، كما زيادة هذه النسبة تعني أن السعر يتقلب بصورة كبيرة إستجابة لحجم التداول، ولذلك يعتبر السهم غير سائل. كما يعاب علي هذه النسبة التحيز في الحجم نظراً لوجود علاقة إيجابية بين حجم التداول والقيمة السوقية للأسهم، كما أن هذه النسبة لا تفرق بين تقلبات الأسعار الناتجة عن وصول معلومات حديثة للسوق والتقلبات الناتجة عن صدمة السيولة. (Schwartz et al., 2020)</p>
3- مدي السعر (Andong et al.)	$BAS_t = Ask_t - Bid_t / Ask_t$ <p>حيث أن Ask_t يمثل متوسط سعر الطلب خلال اليوم (t)، Bid_t هو متوسط سعر العرض في اليوم (t)، وكلما ارتفعت قيمة BAS_t كلما كان السهم أقل سيولة.</p>	<p>ويعبر عن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض للأوراق المالية، ويرجع السبب في إرتفاع مدي السعر إلي مشكلة الإختيار العكسي نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وبالتالي إنخفاض سيولة السهم</p>
4- نسبة سيولة تداول الأسهم	$LR = \frac{1}{D_{i,y}} \sum_{d=1}^{D_{i,y}} \frac{VOL_{idy}}{ R_{idy} }$ <p>تشير (LR) إلي نسبة السيولة، ويمثل (D_{i,y}) عدد الأيام التي يتم فيها التداول، ويمثل (VOL_{i,t}) كمية التداول اليومي لسهم الشركة، ويمثل (R_{i,dy}) القيمة المطلقة للعائد اليومي لسهم الشركة</p>	<p>تقاس من خلال متوسط حجم الأسهم المتداولة خلال فترة معينة إلي متوسط إتجاه السعر خلال نفس الفترة، حيث أن زيادة النسبة تعني توافر سيولة الأسهم. وتم الإعتماد علي هذه النسبة لقياس تأثير الإختلاف في المعلومات المتاحة للمستثمرين علي سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية.</p>
5- العائد إلي نسبة دوران الأسهم (Le and Gregoriou, 2022)	$RtoTR_{it} = \frac{1}{D_{it}} \sum_{d=1}^{D_{it}} \frac{ R_{itd} }{TR_{itd}}$ <p>يمثل (RtoTR_{it}) معدل العائد إلي نسبة دوران السهم، وتمثل (TR_{itd}) نسبة الأسهم المتداولة إلي المصدرة، و (D_{it}) تمثل عدد الأيام التي تتوافر فيها بيانات الشركة (i) في الشهر (t)</p>	<p>يتم حسابها من خلال قسمة متوسط العائد المطلق للسهم علي معدل دورانه ويعد هذا المقياس لمعالجة القصور الوارد في مقياس نسبة ضعف السيولة (ILLIQ) حيث يتجنب التحيز في الحجم كما يقيس تكرار عمليات التداول</p>

<p>متوسط إجمالي عدد الأسهم المتداولة أو إجمالي قيمة الأسهم المتداولة في فترة زمنية معينة. حيث بينت دراستنا (Alaoui et al., 2020 Khan et al., 2022; علي جانين، الأول متعلق بالوقت ويشير إلي انخفاض الوقت اللازم للتداول الأسهم، أما الثاني فهو متعلق بالعمق ويمثل تزايد الحجم الكلي للتداول في السوق، حيث يعكس حجم التداول سيولة الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات.</p>	$Q_t = \sum_{i=1}^{N_t} q_i$ <p>حيث تمثل (Q_t) إلي حجم التداول خلال فترة معينة وتبين عدد الأسهم في عملية التداول، وتظهر (N_t) عدد العمليات المتعلقة بالتداول بين الفترة (t) و $(t-1)$</p>	<p>٥- (تداولات الأسهم)</p>
-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------

المصدر: من إعداد الباحث

ويري الباحث أنه نظراً لتعدد مفهوم سيولة الأسهم فمن الصعب الحكم علي المقياس الأفضل لسيولة الأسهم إلا أن مقياساً معدل دوران الأسهم (**STOCK TURNOVER**) ونسبة ضعف السيولة (**ILLIQiy**) الأكثر تطبيقاً في الدراسات السابقة لقياس السيولة، نظراً لسهولة حسابها عن طريق كمية الأسهم المتداولة علي إجمالي الإسهام المصدرة لكل شركة للمقياس الأول وبأستخدام البيانات اليومية الخاصة بالعوائد وقيمة التداول للمقياس الثاني، فعلي الرغم من التشابه الكبير بين مقياس السيولة ومقياس نسبة ضعف السيولة في طريقة البناء إلا إنهما يختلفان في عدة محاور منها عدم إمتلاك مقياس (**ILLIQiy**) معلومات عن الفترات التي يظهر بها عوائد الأسهم، أو الفترات التي بها يوجد بها تداول، كما يعتمد علي قيمة التداول علي عكس مقياس السيولة (**LR**) الذي يعتمد علي حجم الأسهم. وسوف تقتصر الدراسة الحالية علي مقياس معدل دوران الأسهم في الجزء التطبيقي من الدراسة

١-٢-٥ العوامل المؤثرة علي سيولة الأسهم

تتمثل العوامل المؤثرة في حجم سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري فيما يلي:

١-٢-٥-١ حجم الشركة

بينت الدراسات التالية (Chen et al., 2020; Chowdhury & Rahman, 2019; El Nahas, 2023; Al-Shboul, 2023) حجم الشركة يمكن أن يلعب دوراً مهماً في تحديد مستوى سيولة أسهمها في السوق المالي. عموماً، الشركات ذات الحجم الكبير تميل إلى أن تكون لديها سيولة أكبر في أسهمها. هذا يعود جزئياً إلى الوفرة في الأسهم المتاحة للتداول، حيث تمتلك الشركات الكبيرة عدداً أكبر من الأسهم المتداولة في السوق. هذا بدوره يزيد من فرص المستثمرين لشراء وبيع الأسهم بسهولة، مما يؤدي إلى زيادة في سيولة الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تكون الشركات الكبيرة أكثر جاذبية للمستثمرين نظراً لمواردها واستقرارها المالي. هذا الإهتمام المتزايد من المستثمرين قد يزيد من التداول في أسهم الشركة، مما يسهم في زيادة سيولتها.

١-٢-٥-٢ جودة حوكمة الشركات

أوضحت الدراسات التالية (عفي، ٢٠١٥؛ الدليل المصري لحوكمة الشركات؛ Aldamen & Karmani and Ajina, 2012 ; Aldamen et al, 2020 ; Duncan 2012) يعتمد قياس سيولة الأسهم علي مقدار المعلومات التي تم الإفصاح عنها في القوائم والتقارير المالية، ولذلك يستوجب تطبيق حوكمة الشركات يكون له اثر علي سيولة الأسهم لإرتباطها بالإفصاح في التقارير التي تصدرها الشركات فالحوكمة الضعيفة تضعف قدرة المستثمرين في التغلب علي عدم تماثل المعلومات والذي يؤثر علي سلوك الأسهم بسبب قلة الثقة بالإدارة كما تساهم حوكمة الشركات الجيدة في تخفيض تكاليف الوكالة والحد من تعارض المصالح وتحسين أداء الأسهم وتدعيم ثقة المستثمرين المرتقبين والحاليين تجاهها.

١-٢-٥-٣ درجة الرافعة المالية:

أكدت الدراسات التالية (Guant et al 2018 ; Le and Gregoriou, 2022; Schwartz et al., 2020) علي ان العلاقة بين درجة الرافعة المالية وسيولة الأسهم يمكن تلخيصها كالتالي:

- تأثير درجة الرافعة المالية على سيولة الأسهم: إرتفاع درجة الرافعة المالية قد يؤدي إلى زيادة في المخاطر المالية للشركة نتيجة إعتماها على الديون. ذلك قد يؤثر سلباً على تقييم المستثمرين للشركة ويقلل من الثقة في قدرتها على سداد الديون بسهولة. هذا الأمر قد يقلل من الإهتمام بالإستثمار في أسهم الشركة وبالتالي يمكن أن يؤثر سلباً على سيولة الأسهم.
- تأثير سيولة الأسهم على درجة الرافعة المالية: سيولة الأسهم قد تكون مؤشراً على توجه المستثمرين للإستثمار في الشركة. إذا كان هناك إهتمام كبير بالأسهم وتداول نشط، قد يكون من الأسهل للشركة جذب تمويل خارجي بسعر منخفض (مثل قروض) لأن هناك ثقة بقدرتها على السداد. كما أنه من الممكن أن تتأثر هذه العلاقة بطبيعة الصناعة والظروف الإقتصادية وإدارة الشركة وسياستها المالية

١-٢-٥-٤ جودة المراجعة الخارجية

أوضحت الدراسات التالية (Soliman,2018; Qader& cek, 2023; Jassim&Ahmed, 2023) أن جودة المراجعة الخارجية تلعب دوراً أساسياً في بناء الثقة والشفافية في السوق المالي. يمكن أن تؤثر بشكل كبير على مستوى سيولة أسهم الشركة. عندما يكون هناك تدقيق مالي دقيق وفعال من قبل مراجع خارجي موثوق، يتزايد مستوى الثقة لدى المستثمرين والمتداولين. بفحص وتحليل البيانات المالية بدقة، يقوم المراجع الخارجي بالتحقق من صحة التقارير المالية والتأكد من توافقها مع المعايير المحاسبية. ولذلك فإن جودة المراجعة الخارجية تظهر تحسناً في نوعية المعلومات المالية المقدمة من الشركة. تلك البيانات الموثوقة والشفافة تعزز الثقة بين المستثمرين وتشجع على زيادة التداول في الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، جودة المراجعة الخارجية قد تسهم في تقليل حدوث التلاعب في البيانات المالية أو الأنشطة غير المشروعة. ذلك يقلل من المخاطر والشكوك التي قد تمنع المستثمرين عن الاستثمار في الأسهم، مما يساهم في زيادة الثقة وبالتالي تحفيز التداول وزيادة سيولة الأسهم.

١-٢-٥-٥ الإفصاح المحاسبي بالتقارير المالية

أوضحت دراستا (Al-Shboul,2023; Alves et al., 2015) أن زيادة مستوي الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية للشركات وتوفير المعلومات المناسبة للمستثمرين يمكن أن يقلل من مشكلة عدم تماثل المعلومات بينهم وبالتالي يمكن أن يؤدي هذا التحسين في الشفافية والمعلومات إلي تقليل التباين في تقييماتهم للشركة وأدائها المالي كما تعزز من درجة الإفصاح المحاسبي والمعلومات المتاحة للمستثمرين من فهمهم للفرص الإستثمارية وبناء الثقة في سوق المال وتعزيز الشفافية وزيادة نشاط التداول وعمليات الإستثمار مما ينعكس إيجابياً علي سيولة أسهم الشركات.

ويري الباحث أن حجم الشركة ودرجة الرافعة المالية وجودة حوكمة الشركات وجودة المراجعة الخارجية ومستوي الإفصاح المحاسبي يظهر تأثيرهم بشكل مجتمع على مستوى سيولة الأسهم، حيث أن الشركات ذات الحجم الكبير والرافعة المالية المعتدلة، إلى جانب نظم حوكمة قوية ومراجعة خارجية دقيقة، تظهر عادة سيولة أعلى في أسهمها. وهذا يرتبط بثقة المستثمرين وإهتمامهم بالشركة، مما يزيد من التداول ويحسن سيولة الأسهم .

٣-١ دور التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية في تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم و توقيت إصدار التقارير المالية.

١-٣-١ طبيعة وأهمية توقيت إصدار التقارير المالية.

يساعد إعداد التقارير المالية في الوقت المناسب علي تخصيص الموارد بكفاءة حيث يمكن من الحد من عدم تماثل المعلومات، ويساعد علي تقليل مستوي التسريبات والشائعات في السوق، وذلك لتجنب فقدان ثقة المستثمرين في محتويات التقارير المالي وضعف صورة الشركة (Ogbodo, 2022) ، كما تعد خاصية التوقيت المناسب أحد الجوانب الرئيسية لجودة التقارير المالية وشفافيتها، إذ يعد توقيت إصدار التقارير المالية هو الجانب الأكثر أهمية في عملية التواصل الكفاء المرتبط بالإيجابيات الأخرى لإعداد التقارير المالية، حيث من الممكن تفقد المعلومات أهميتها وتصبح غير هامة لعملية إتخاذ القرارات وتظهر أهمية التوقيت المناسب للمعلومات في توافرها قبل أن تخسر قيمتها ومنفعتا حتى تكون عامل مؤثر في عملية إتخاذ القرارات (Irmalis et al.,2021)

حيث أوضحت دراسة (Kusumaningtyas & Triyanto, 2023) مفهوم توقيت إصدار التقارير المالية بأنه الوقت من تاريخ نهاية السنة المالية إلي وصول التقارير المالية لكافة مستخدميها، وفي ذات السياق عرفتها دراسة (Sanjaya & Wirawati,2020) هي الفترة التي تعقب إنتهاء السنة المالية وحتى وصول المعلومات المحاسبية لكافة مستخدميها حتي تمكنهم من إتخاذ قرارات فعالة. وفي ذات السياق أكد مجلس المبادئ المحاسبية الأمريكي أن توقيت إصدار التقارير المالية هو أحد الأهداف الرئيسية لعلم المحاسبة (Accounting Principles Board,1970)، وعرف مجلس معايير المحاسبة الدولية (International Accounting Standards Board) توقيت إصدار التقارير المالية (IASB, 2018) بأنه القدرة علي توفير المعلومات المحاسبية التي يحتاجها القارئون علي إتخاذ القرار في الوقت المناسب دون تأخير من أجل إتخاذ قرارات تكون أكثر فاعلية وذلك قبل أن تفقد تلك المعلومات قدرتها علي التأثير، ولذلك تلتزم الشركات بالإسراع في الإفصاح عن التقارير المالية عقب إنتهاء السنة المالية، حيث أن أي تأخير غير مسبب يقلل من أهمية المعلومات التي يحتويها التقرير المالي. بينما عرفته دراسة (Iswanto & Kefi,2023) بالفترة الزمنية من تاريخ نهاية السنة المالية وحتى ميعاد إستلام هيئة السوق المالية للتقرير أو نشر التقرير في الجرائد والصحف، أو حتي تاريخ إنعقاد الجمعية العمومية .

بينت دراستا (Aigienohuwa & Ogbodo, 2022 ; Iswanto & Kefi,2023) أنه يؤدي التأخير غير الضروري في إصدار التقارير المالية إلي رفع مستوي المخاطر التي تنطوي عليها قرارات الإستثمار نتيجة لذلك يجب علي الشركات الموازنة بين الفوائد النسبية للتقارير المبكرة مقابل دقة البيانات المالية. لتقديم المعلومات في الوقت المناسب قد يكون من الضروري الإبلاغ قبل معرفة جميع ميزات وخصائص المعاملة أو أي حدث أخر مما يضر بمصداقية البيانات. ومن ناحية أخرى إذا تأخر الإعلان عن التقارير المالية حتي يتم معرفة جميع الجوانب والأحداث، فقد تكون البيانات موثوقة بشكل كبير ، ولكنها لن تكون ذات فائدة كبيرة للمستخدمين الذين لجؤ إلي إتخاذ قرارات بدون تلك البيانات والمعلومات، حيث أن المعلومات المتأخرة ليست مناسبة لقرارات العمل وتكون ذات فائدة ضعيفة ،حيث أنه كلما كان توقيت التقارير المالية أقصر كلما كان أفضل وذات فائدة كبيرة لمستخدمي التقارير المالية.

كما قد قسمت الدراسات التالية وقت إصدار التقارير المالية (Falase et al.,2022; Iswanto & Kefi,2023) إلي ثلاث فترات تتمثل في الفترة الأولية، (Preliminary Lag) وهي الوقت الممتد من عقب إنتهاء السنة المالية حتي تتسلم هيئة البورصة المصرية للنتائج المبدئية لنتائج أعمال الشركة، أما عن فترة إصدار تقرير المراجعة (Audit Report Lag) وهي الوقت الممتد من تاريخ إنتهاء السنة المالية حتي يتم إصدار تقرير المراجعة وإنتهاء المراجع الخارجي من كافة أعمال المراجعة، وتتمثل فترة إصدار التقرير المالي السنوي (Reporting Lag) في الوقت من تاريخ إنتهاء السنة المالية وحتى يتم نشر التقرير المالي السنوي لهيئة البورصة المصرية .

ويري الباحث أن توقيت إصدار التقارير المالية له أهمية قصوي لقرارات المستثمرين بشكل خاص، حيث يحتاج المستثمرون إلي معلومات مالية عالية الجودة وموثوقة وتم مراجعتها من قبل مراجعين مستقلين من أجل تحديثها وإعادة النظر في توقعاتهم السابقة وإتخاذ قرارات إستثمارية سليمة للأحداث المستقبلية كما يساهم في تعزيز شفافية الشركات ومسائلتها الأمر الذي يمكن من تحسين سمعتها ومصداقيتها ، كما أن المعلومات المتأخرة تؤدي إلي تأثير سلبي علي القيم السوقية للشركات وإنخفاض مستويات المصداقية لدي المستثمرون في تلك المعلومات التي كانوا بحاجة إليها في أسرع وقت ممكن وأن الشركة قد تواجه مشاكل أو تخفي أخبار سيئة مما يؤدي إلي إنخفاض أسعار الأسهم وزيادة تكلفة رأس المال.

١-٣-٢ محددات توقيت إصدار التقارير المالية

ركزت الدراسات السابقة علي محددات تأخير التقارير المالية مثل، حجم الشركة، وخصائص الشركة، وخصائص حوكمة الشركات، وحجم مكتب المراجعة، ونوع رأي المراجع ، نوع الصناعة علي سبيل المثال، بينت دراسة (Laksmana et al., 2020) أنه توقيت عملية المراجعة هو العامل الأكثر تأثيراً في توقيت إصدار التقارير المالية ، كما قسمت دراسة (رميلي، ٢٠٢٠) تلك المحددات إلي محددات ترتبط بالأداء المهني لمراجع الحسابات وهي العوامل التي تعوق المراجع علي إتمام مهام عملية المراجعة وإصدار تقرير عملية المراجعة، علي سبيل المثال نوع رأي المراجع، وجود أمور غير عادية ، حجم مكتب المراجعة، وقد تكون محددات ترتبط بالشركة مثل نوع الصناعة، عمر وحجم الشركة ، والوضع المالي. وأكدت دراسة (Gligoric et al. (2019 ان التأخير في إصدار التقارير المالية وتسليم تقرير المراجعة

سيوثر علي قيمة المعلومات التي يستخدمها المستثمرون لتقييم استثماراتهم إستناداً علي عينه بلغت (400) تقرير مالي من بورصة بلغراد للأوراق المالية خلال عام (2017).

وفي ذات السياق تناولت بعض الدراسات (Kusumaningtyas; Iswanto & Triyanto, 2023) وإستقلال شركات المراجعة (Big 4) كمحدد لتوقيت إصدار التقارير المالية لتلبية إحتياجات مستخدمي التقارير المالية الخارجيين. وكما توصلت تلك الدراسات علي أن جودة المراجعة تعدد أحد محددات توقيت إصدار التقارير المالية حيث أن بزيادة جودة المراجعة تقل فترة إصدار التقارير المالية، وأن الشركات ذات الحجم الكبيرة تقدم مستويات متقدم من جودة المراجعة عن غيرها من الشركات الصغيرة، كما أن الشركات التي خضعت للمراجعة بواسطة (Big 4) تقدم تقارير مالية أقل في توقيت النشر.

وبإستخدام عينه بلغت (30) شركة مدرجة بالبورصة المصرية تناولت دراسة (Ezat & El-Masry, 2018) العوامل التي تؤثر علي توقيت إصدار التقارير المالية علي الإنترنت للشركات المصرية، وتوصلت إلي وجود علاقة معنوية بين السيولة، وهيكل الملكية، ونوع الصناعة، وحجم الشركة والتسجيل في البورصة وتوقيت إصدار التقارير المالية. حيث تقل فترة تأخير إصدار التقارير المالية المنشورة علي المواقع الإلكترونية للشركات التي تمتلك مستويات عالية من السيولة، والشركات التي تتميز بضخامة الحجم، وكذلك الشركات التي تعمل في قطاع الخدمات وبالأخص شركات الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات.

ومن ناحية أقرت دراسة (Özcan.,2019) إن التأخر في الإفصاح عن التقارير المالية يقلل بشكل كبير من كفاءة الأسواق المالية كما توصلت تلك الدراسة إلي وجود تأثير سلبي للرافعة المالية و حجم الشركة ومستويات أدائها علي توقيت إصدار التقارير المالية إلا أن عمر الشركة وإستقلالية مجلس الإدارة والربحية يرتبط بعلاقة إيجابية مع توقيت إصدار التقارير المالية وذلك علي عينه من (90) شركة صناعية في بورصة إسطنبول خلال الفترة من (2017 - 2014). وفي ذات السياق وجدت دراسة (Waris & Haji, 2023) وجود علاقة سلبية بين (إستقلالية مجلس الإدارة، وخبرة مجلس الإدارة، تنوع مجلس الإدارة) وتوقيت إصدار التقارير المالية، إلا ان إختبرت دراسة (Al-Juaidi & Al-Afifi., 2019) أثر مجموعة من العوامل علي توقيت إصدار التقارير المالية، وتوصلت إلي وجود علاقة معنوية بين عمر الشركة، وتوقيت تقرير المراجع، ونوع القطاع، وتوقيت إصدار التقارير المالية، بينما لا يؤثر حجم الشركة وتناوب المراجع، نوع تقرير المراجعة، علي توقيت إصدار التقارير المالية وذلك علي عينه بلغت (180) شركة مدرجة ببورصة عمان.

وبإستخدام عينه بلغت (663) شركة ماليزية في عام (2015) وتمثل مايقرب من (75 %) من إجمالي الشركات الماليزية، تناولت دراسة (Ismail et al., 2022) أثر فترة عمل المراجع والتخصص الصناعي لعملية المراجعة علي توقيت إصدار التقارير المالية، توصلت الدراسة إلي أن مدة عمل المراجع مرتبطة بشكل إيجابي بتوقيت إصدار التقارير المالية، وبالتالي فترة مراجعة أقصر، كما أقرت أن التخصص الصناعي لعملية المراجعة مرتبط بطول فترة عملية المراجعة بسبب كبر حجم العملاء المتعامل معهم، حيث أنه يمكن تحسين توقيت إصدار التقارير من خلال الإحتفاظ بمراجع الحسابات لفترة أطول وإختيار متخصص من خارج الصناعة.

وفقاً لدراسة (Alshrif et al., 2016)، تم تقييم تأثير الإستقلالية والنشاط والكفاءة للجنة المراجعة، بالإضافة إلى جودة تقرير المراجعة، على الوقت الذي يُصدر فيه التقرير المالي السنوي. تمت الدراسة على عينه تضم (92) شركة في قطاع الصناعة في إندونيسيا خلال الفترة من عام 2010 إلى عام 2014، أظهرت النتائج أن إستقلالية لجنة المراجعة ونشاطها تأثيرهما بشكل سلبي على توقيت إصدار التقرير المالي. بينما لم يتم التوصل إلى دليل يثبت تأثير اختصاص لجنة المراجعة الخارجية على توقيت إصدار التقرير المالي السنوي، وأشارت الدراسة إلى أن جودة المراجعة الخارجية تساهم في تعزيز الارتباط بين إستقلالية لجنة المراجعة ونشاطها وتوقيت إصدار التقرير المالي في الوقت المناسب.

ويري الباحث أنه تؤدي شركات المراجعة دوراً هاماً في ضمان إصدار التقارير المالية في الوقت المناسب وبدقة حيث أن إختيار شركة المراجعة يمكن أن يؤثر علي توقيت إصدار التقارير المالية ولذلك ينبغي علي الشركات أن تنتظر بعناية فائقة في سمعة شركات المراجعة قبل إختيارها لمراجعة بياناتها، كما يعتقد الباحث أنه يمكن وضع إطار زمني محدد لضمان إصدار التقارير المالية في الوقت المناسب من خلال التشجيع علي إعتقاد أفضل الممارسات في إصدار التقارير المالية مثل الإصدار الفوري والدقيق الذي

ينطوي علي تعزيز الشفافية والمساءلة، أو من خلال إنفاذ اللوائح التي من خلالها تلتزم الشركات بالكشف عن المعلومات المالية ضمن إطار زمني محدد لضمان إصدار التقارير المالية في الوقت المناسب، أو عن طريق إختيار شركات حسنة السمعة لها تاريخ من الإبلاغ المالي الدقيق وفي الوقت المناسب، أو من خلال تقديم حوافز للشركات التي تتبع أفضل الممارسات في إصدار التقارير المالية، مثل الإعفاءات الضريبية أو غيرها من المنافع.

أما عن دور التوسع في هيكل الملكية الأجنبية في تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، فقد أوضحت بعض الدراسات (Al-Shboul,2023; Iswanto& Kefi,2023) أن هيكل الملكية الأجنبية يؤثر بشكل مباشر علي تدفق المعلومات ونشاط التداول في سوق الأسهم، وهو ما يجعله جزءاً مهماً من البيئة المالية للشركة، كما تشجع الملكية الأجنبية المتنوعة علي تبادل المعلومات وزيادة تداول الأسهم، حيث يسهم المستثمرون الأجانب في توسيع قاعدة المشترين والبائعين وبالتالي تزداد السيولة، بالإضافة إلي ذلك يؤثر توقيت إصدار التقارير المالية علي تفاعل المستثمرين وبالتالي علي سيولة الأسهم، فعندما يتم إصدار التقارير المالية في أوقات مناسبة ومنظمة، يحصل المستثمرون علي معلومات دقيقة ومحدثة تسهم في إتخاذ قرارات فعالة، كما يزيد التوقيت المناسب من ثقة المستثمرين ويقلل من حاجز عدم اليقين (Sanjaya & Wirawati,2020)، ومع العمل بجدول زمني محدد يمنح المستثمرين الثقة في توفير المعلومات في وقتها المناسب ويسهم في تقليل التذبذبات غير المبررة في أسعار الأسهم، مما يؤدي إلي زيادة عمليات التداول وتحسين سيولة الأسهم.

ويري الباحث وبالإتفاق مع (Alabi, 2020 ;Waris& Haji,2023) أن التوسع في هيكل الملكية الأجنبية يظهر دوراً هاماً في تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، حيث يشجع علي تبادل المعلومات ويزيد من نشاط التداول فمع تواجد الملكية الأجنبية المتنوعة وتوقيت منتظم لإصدار التقارير المالية تزداد الشفافية في أعمال الشركة وأدنها هذا يجعل المستثمرين أكثر عرضة لتوجيه إستثماراتهم نحو أماكن تقديم المعلومات بشكل منظم ودقيق، ويخلق بيئة تجمع بين الشفافية، الثقة، التفاعل الديناميكي مما يعزز من نشاط السوق ويحقق إستفادة أفضل للمستثمرين المحليين والأجانب.

القسم الثاني: الأدبيات السابقة واشتقاق فروض البحث (العرض والتحليل والتقييم)

٢-١ الأدبيات السابقة التي تناولت العلاقة بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم
هدفت دراسة (Lee& Ryu,2019) إلي التعرف علي العلاقة بين الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم وأثر هذه العلاقة علي سيولة الصرف الأجنبي (FX) وإستنتجت ثلاث نتائج رئيسية، أولهما تناقص إنتشار العرض والطلب وتأثر سعر التداول مع ظهور الملكية الأجنبية، ثانياً تقل الملكية الأجنبية جنباً إلي جنب مع انخفاض سيولة العملات الأجنبية، ثالثاً تزداد سيولة الأسهم بشكل مستمر جنباً إلي جنب مع الملكية الأجنبية في ظل انخفاض سيولة العملات الأجنبية وذلك لعينه شملت جميع الأسهم المدرجة في بورصة كوريا (KRX) من يناير ٢٠٠٤ إلي ديسمبر ٢٠١٣.

وبإستخدام بيانات تم جمعها عن المستثمرين الأجانب في الصين من (٣٣) ولاية بين عامي (٢٠٠٨ - ٢٠١٨) إستنتجت دراسة (Li, Y et al., 2022) أن الملكية الأجنبية تقلل من عدم اليقين بشأن سيولة الأسهم حيث يقدم المستثمرون الأجانب ممارسات حوكمة جيدة ومستويات متقدمة من المسؤولية الإجتماعية للشركات الصينية المدرجة. وبينت دراسة (Aip, et al (2022) أن إرتفاع سيولة الأسهم يزيد من مخاطر إنهيار أسعار الأسهم إلا إنه بتوافر الملكية الأجنبية تنعدم مخاطر إنهيار أسعار الأسهم وذلك بالتطبيق علي عينة من الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول خلال الفترة من (٢٠٠٩ - ٢٠١٩) ويتفق مع ذلك دراسة (Lee & Chung,2018; Biswas, 2020).

وفي ذات السياق إستنتجت دراسة (Bousnina et al.,2022) أن زيادة الملكية الأجنبية تعمل علي تحسين سيولة الأسهم حيث أن الشركات ذات مستويات مرتفعة من الملكية الأجنبية تولد فروق أسعار أقل بين العرض والطلب، وقدّر أفضل علي إستيعاب الأسهم مع مقدار أكبر من حجم التداول وذلك علي عينة من (٣١٨) ملاحظة من الشركات التونسية خلال الفترة من (٢٠١٢-٢٠١٧)، كما قدمت دراسة (Lee and Chung,2018) دليلاً علي أن المستثمرين الأجانب علي الرغم من أنهم يزيدون من مخاطر الإختيار العكسي، إلا أنهم يمكنهم تقليل تكاليف التداول من خلال تعزيز المنافسة في عملية إكتشاف الأسعار وبالتالي تحسين سيولة السوق. وأوضحت دراسة (Dang et al., 2023) أن الملكية الأجنبية ترتبط إرتباطاً إيجابياً

بسيولة الأسهم وسلبياً بتزامن أسعار الأسهم كما أن شفافية المعلومات ذات مستويات مرتفعة تظهر مع الملكية الأجنبية وذلك عينة من بيانات (٤٠) دولة خلال الفترة بين (٢٠٠٠ - ٢٠١٦). وإعتبرت دراسة (Shubita and Shubita, 2019) الملكية الأجنبية آلية حاسمة في تعزيز وتطوير حوكمة الشركات نظراً لدور المستثمرين الأجانب في مراقبة الإجراءات الإدارية كجزء من آليات حوكمة الشركات الداخلية مما يعزز التأثير الإيجابي لها علي سيولة الأسهم، وإتفق مع ذلك دراسة (Berglund, 2020) التي أكدت بأن ممارسات حوكمة الشركات الجيدة ضرورية لضمان سيولة الأسواق. في المقابل إستنتجت دراسة (Wang, et al., 2022) أن الملكية الأجنبية لها تأثير سلبي علي سيولة الأسهم وذلك علي عينة من الشركات الصينية خلال الفترة من (٢٠١٠ - ٢٠١٨)، وفي ذات السياق أكدت دراسة (Deng et al., 2022) وجود ارتباط سلبي قوي بين الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم العالمية وذلك لعينه من (٣٩) دولة منها (٢١) دولة متقدمة و(١٨) دولة نامية وذلك خلال الفترة من (٢٠٠٠ - ٢٠١٤) ويتفق مع ذلك دراسة (Rhee & Wang, 2019) وذلك علي عينة من الشركات الإندونيسية خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٧) بنسبة ملكية أجنبية بلغت (٧٠%) من قيمة التداول الحر لسوق الأسهم الإندونيسية، وفي ذات السياق توصلت دراسة (Alaoui Alaoui et al. 2021) أن الملكية الأجنبية كان لها تأثير سلبي علي سيولة الأسهم خلال فترة إنتشار فيروس كورونا COVID-19.

وبدراسة فترة ما قبل ومابعد الأزمة المالية العالمية لعام (٢٠٠٨) استنتجت دراسة (Tran et al, 2018) أن الملكية الأجنبية لها تأثير سلبي علي سيولة الأسهم للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية بدوله فيتنام وهو ما يتعارض مع النتائج الواردة المتعلقة بالسيولة في الأسواق الأكثر تقدماً وذلك علي عينة من (٦١٩) شركة خلال الفترة من الربع الثالث لعام (٢٠٠٧) وحتى الربع الرابع لعام (٢٠١٣) وتمثلت القيود علي الملكية الأجنبية أن تصل نسبة الملكية الأجنبية قبل عام ٢٠٠٩ بحد أقصى (٣٠%) ومن عام (٢٠٠٩ - ٢٠١٥) حد أقصى (٤٩%). ويتفق مع ذلك دراسة (Deng et al, 2018) التي أكدت علي وجود ارتباط سلبي قوي بين الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم العالمية، وذلك علي عينة من (٣٩) دولة من عام (٢٠٠٠) إلي (٢٠١٥).

ويري الباحث أن العلاقة بين الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم هي موضوع معقد يتأثر بعدة عوامل (بناء علي إستقراء الدراسات السابقة) التي تؤثر على هذه العلاقة:

- **حجم السوق وتداول الأسهم:** في الأسواق الكبيرة وذات التداول النشط، من الممكن أن تكون سيولة الأسهم أعلى. عندما يكون هناك العديد من المستثمرين الذين يشترون ويبيعون الأسهم بانتظام، يمكن أن يكون لذلك تأثير إيجابي على السيولة. (Wang, et al., 2022; Rhee & Wang, 2019)
- **تركيب الملكية الأجنبية:** إذا كان هناك نسبة كبيرة من الملكية الأجنبية في الشركات المدرجة، قد يؤثر ذلك على السيولة. المستثمرون الأجانب قد يكونون أكثر عرضة للتداول بسرعة والمشاركة في التحركات القصيرة الأجل، مما يمكن أن يزيد من السيولة. ومن الجدير بالذكر أن الإستثمار الأجنبي قد يزيد من الدخول والخروج السريع للأموال، وبالتالي يؤثر على السيولة. (Deng et al, 2018; Alaoui et al., 2021)
- **توزيع الأموال والأرباح:** عندما تكون الشركات مستعدة لتوزيع الأموال والأرباح على المستثمرين بانتظام، فإن ذلك يمكن أن يشجع على مزيد من التداول وبالتالي زيادة السيولة. الأموال التي تتدفق من تلك التوزيعات قد تعزز من إمكانية المستثمرين بالمشاركة في صفقات أخرى (Shubita and Shubita, 2019; Dang et al., 2023; Biswas, 2020).
- **السياسة التنظيمية:** السياسات التنظيمية المحلية والدولية تؤثر على مدى سهولة مشاركة المستثمرين الأجانب في سوق الأسهم. إذا كانت القوانين واللوائح تسمح بمشاركة مستثمرين أجانب بسهولة، قد يزيد ذلك من التداول وبالتالي السيولة. (Alp, et al 2022; Li, Y., et al., 2022).
- **التطورات الاقتصادية والسياسية:** التغيرات في الظروف الاقتصادية والسياسية المحلية والعالمية يمكن أن تؤثر على قرارات المستثمرين، سواء المحليين أو الأجانب. وتحسن الاقتصاد قد يزيد من الثقة والإستثمار في السوق، مما يؤدي إلى زيادة السيولة. (Berglund, 2020; Tran et al, 2018).
- **تقلبات السوق وعوامل الجذب:** إذا كانت هناك تقلبات كبيرة في السوق أو عوامل جذب مؤقتة مثل الإكتتابات العامة الأولية (Lee & Ryu, 2019; Li, Y., et al., 2022) فإن هذه العوامل يمكن أن تؤثر بشكل كبير على تصرف المستثمرين. في مثل هذه الحالات، قد يكون لديهم ميزة أو فرصة لتحقيق أرباح

كبيرة إذا استطاعوا استغلال هذه الفرص بشكل صحيح، بناء علي ماسبق ، يمكن إشتقاق الفرض الأول علي النحو التالي "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الاسهم"

٢-٢ الأدبيات السابقة التي تناولت العلاقة بين التوسع في هيكل الملكية الاجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية

إستهدفت دراسة (Alsmady,2018) قياس أثر خصائص مجلس الإدارة ونوع الملكية علي توقيت إصدار التقارير المالية (TFRs) وإستنتجت الدراسة وجود تأثير سلبي للملكية غير الأجنبية علي توقيت إصدار التقارير المالية بينما يوجد تأثير إيجابي للملكية الأجنبية علي توقيت إصدار التقارير المالية وذلك لعينه مكونه من (68) تقريراً سنوياً للشركات المدرجة في بورصة عمان (ASE) للفترة ما بين (2011 إلي 2015). وإستنتجت دراسة (Haldar & Mishra, 2019) أن الملكية الأجنبية لها تأثير إيجابي علي توقيت إصدار التقارير المالية كما أوضحت أن متوسط إعداد ونشر التقارير المالية السنوية للشركات تستغرق (83.7) يوماً كحد أدني والحد الأقصى لها هو (211,7) يوماً وذلك علي عينه من (50) شركة من شركات الأدوية في الهند خلال الفترة من (2015- 2017)

وفي ذات السياق توصلت دراسة (سليم، ٢٠١٩) إلي أن الحوكمة الجيدة يمكن تؤدي دوراً هاماً في تحسين جودة التقارير المالية من خلال الإلتزام بنشر التقارير المالية في التوقيت المناسب، كما بلغت متوسط الفترة التي يتم نشر التقارير المالية في الشركات المصرية (٧٢) يوماً وذلك علي عينه من (١١٢) شركة خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠١٧)

واهتمت دراسة (Alabi, 2020) بقياس تأثير أليات حوكمة الشركات علي توقيت إصدار التقارير المالية لشركات التأمين، وتوصلت إلي وجود أثر إيجابي للعوامل التالية (الملكية الأجنبية، إستقلالية مجلس الإدارة، درجة جهد لجان المراجعة، نوع شركة المراجعة، الملكية المؤسسية) علي توقيت إصدار التقارير المالية، حيث تقلل تلك العوامل من التأخير المرتبط بإعداد التقارير المالية لشركات التأمين المدرجة في نيجيريا وذلك علي عينه بلغت (25) شركة تأمين مدرجة بالبورصة النيجيرية خلال الفترة من (2012- 2018) وأوصت بضرورة بذل العناية الواجبه في إختيار المراجع الخارجي وزيادة مستويات الملكية الأجنبية والمؤسسية بتلك الشركات.

وباستخدام أسلوب العينات إستنتجت دراسة (Falase, et al.,2022) وجود تأثير إيجابي لهيكل الملكية علي توقيت إصدار التقارير المالية وتأخر تقرير المراجع، حيث إفترضت أن المستثمرين الأجانب يجبرون الشركات علي الإفصاح عن مزيد من المعلومات مع توجيه الإدارة إلي أنشطة تمكنهم من تعظيم القيمة وذلك علي عينه من (20) شركة مدرجة في سوق الأسهم النيجيرية خلال الفترة من (2011) إلي (2020)، بينما توصلت دراسة (Waris & Haji,2023) إلي وجود علاقة إيجابية بين (الملكية المؤسسية، الملكية الأجنبية، الملكية العائلية) وتوقيت إصدار التقارير المالية، كما أن عدد إجتماعات مجلس الإدارة يقلل من تأخير إصدار التقارير المالية ويزيد من جودة المراجعة، وذلك علي عينه من (100) شركة مدرجة ببورصة باكستان خلال الفترة من (2017- 2013).

وعلي الجانب الاخر أظهرت دراسة (binti et al.,2017) بعدم وجود علاقة بين الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية أو تأخر تقرير المراجع وذلك علي عينه من (288) شركة مدرجة في بورصة ماليزيا لمدة ثلاثة سنوات (2007-2009) وفي ذات السياق حددت دراسة (Panggabean & Maradina,2023) أثر كلا من (جودة المراجعة، وخصائص المراجعة والملكية الأجنبية) علي توقيت إصدار التقارير المالية وإستنتجت أن جودة المراجعة تؤثر علي توقيت إصدار التقارير المالية، بينما لا يؤثر حجم لجنة المراجعة وتكرار إجتماعات لجنة المراجعة والملكية الأجنبية علي توقيت إصدار التقارير المالية وذلك علي عينه من (60) شركة خلال فترة خمس سنوات

ويري الباحث أن العلاقة بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية- في ضوء الدراسات السابقة - تتأثر بمجموعة من العوامل وهي كالتالي:

- **التوقعات والإعلانات الهامة:** توقيت إصدار التقارير المالية المهمة مثل التقارير السنوية أو الربع سنوية قد يتزامن مع إعلانات أو أحداث هامة تتعلق بالشركة أو الاقتصاد. قد تقوم الشركات بضبط توقيت إصدار التقارير بناءً على هذه الأحداث لتجنب تأثيرها السلبي أو الإيجابي على أداء السهم وتداولات السوق) ; (Falase, et al.,2022 Alsmady,2018)

- الأبخار العالمية والسياسة الاقتصادية: توقيت إصدار التقارير المالية قد يتأثر بالأخبار العالمية والتطورات الاقتصادية والسياسية التي قد تؤثر على الأسواق المالية. بعض الشركات قد تنتظر تحسن الأوضاع العالمية قبل إصدار تقاريرها لتجنب تأثير سلبي على سعر أسهمها. (Panggabean & binti et al., 2017; Maradina, 2023)
- توقعات المستثمرين: توقيت إصدار التقارير المالية قد يؤثر على توقعات المستثمرين بشأن أداء الشركة وقيمة الأسهم. إذا كان هناك توقيت مناسب وتوازن بين توقعات المستثمرين والمعلومات المتاحة، فقد يتم تقليل تأثير التقلبات الكبيرة في السعر. (Falase, et al., 2022)
- متطلبات الشركات والمضطربين الزمنيين: الشركات قد تكون ملزمة قانونيًا بتقديم تقارير مالية في فترات زمنية معينة، مثل التقارير السنوية والربع سنوية. وبالتالي، يجب على الشركات العمل على توقيت إصدار التقارير بناءً على هذه المتطلبات (Waris & Haji, 2023; Alabi, 2020)
- التحسن الاقتصادي والنمو: بعض الشركات قد تنتظر حتى تحقيق تحسن اقتصادي ملموس قبل إصدار التقارير المالية، مما يساعد في جذب المزيد من المستثمرين ويعكس تحسن أداء الشركة. (Mishra, 2019; Haldar & سليم, 2019)
- السياق الصناعي والمنافسة: توقيت إصدار التقارير المالية قد يتأثر بالسياق الصناعي والمنافسة. قد يكون هناك تنافس على جذب اهتمام المستثمرين، ولذلك قد تقوم الشركات بضبط توقيتها بناءً على حركة المنافسة. (Waris & Haji, 2023) وبناءً على ماسبق، يمكن اشتقاق الفرض الثاني علي النحو التالي "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية"

٢-٣ الأدبيات التي تناولت العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية .

حللت دراسة (Surachyati et al., 2019) أثر العوامل التالية (سيولة الأسهم ورأي المراجع وسمعة مكتب المراجعة والرافعة المالية والربحية) علي توقيت إصدار التقارير المالية، وتوصلت إلي وجود أثر إيجابي لكلاً من سيولة الأسهم ورأي المراجع والربحية علي توقيت إصدار التقارير المالية، بينما متغير الرافعة المالية وحجم الشركة وسمعة مكتب المراجعة ليس لهم تأثير كبير علي توقيت إصدار التقارير المالية، بينما إستهدفت دراسة (Mappadang et al, 2021) إلي تحديد أثر الأداء المالي والربحية وحجم الشركة والسيولة والرافعة المالية علي توقيت إصدار التقارير المالية، وإستنتجت الدراسة وجود تأثير إيجابي لكلاً من الربحية وحجم الشركة والسيولة والرافعة علي توقيت إصدار التقارير المالية وذلك عينه من (30) شركة صناعية مدرجة ببورصة إندونيسيا وذلك خلال الفترة (2019 – 2016). وفي ذات السياق إستنتجت دراسة (Cheng et al., 2021) أن التأخير في إصدار التقارير المالية في حالة تضمن أسعار الأسهم أخبار سيئة قد يؤدي ذلك إلي عدم تناسق الأرباح، ومع توافر سيولة الأسهم يتناقص عدم تناسق الأرباح بل وقد يختفي مع زيادة سيولة الأسهم، وذلك علي عينه بلغت (168541) ملاحظة خلال الفترة من عام (1963 وحتى عام 2015)، إلا أن إكتشفت دراسة (Sassi et al., 2021) تأثير التبنّي الإلزامي للغة التقارير المالية (XBRL) علي سيولة الأسهم لعينه من (980) شركة تابعة لـ (13) دولة خلال الفترة من (2000-2016) وتوصلت الدراسة إلي أن التبنّي الإلزامي لـ (XBRL) يعزز سيولة أسهم الشركات ويحسن ثقة المستثمرين، بالإضافة إلي أن التأثير الإلزامي لـ (XBRL) يكون أكثر وضوحاً في البلاد التي تعتمد علي القانون المدني عن القانون العام. وإستنتجت دراسة (Uhunmwangho and Igbiosa, 2022)، أن إنخفاض مستويات السيولة يمنع إكتشاف أسعار الأسهم مما يؤدي بدوره إلي تقلبات حادة في أسعار الأسهم وإرتفاع حجم المخاطر وعدم إستقرار السوق وبالتالي حدوث تأخر في إصدار التقارير المالية. وتوصلت دراسة (Majeed & Yan, 2022) إلي أن زيادة قابلية القوائم المالية للمقارنة وتوقيتها المناسب يحسن من شفافية المعلومات ويزيد من سيولة الأسهم، كما تعزز الملكية المؤسسية تأثير القابلية للمقارنة علي سيولة الأسهم، وأن التوقيت المناسب يقلل من عدم تناسق المعلومات ويسهل علي المستثمرين إتخاذ القرارات الإستثمارية. وباستخدام عينه من (145) شركة من الشركات النيجيرية خلال الفترة من (2010-2019) تحققت دراسة (Aigienohuwa et al, 2022) من العلاقة بين السيولة وتوقيت إصدار التقارير المالية وتوصلت الدراسة إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين سيولة الأسهم وحسن توقيت إصدار التقارير المالية.

و علي الجانب الأخر حددت دراسة (Arkaania & Setiawati, 2023) تأثير عمر الشركة، حجم الشركة، سيولة الأسهم، الربحية، علي توقيت تقديم التقارير المالية للشركة خلال فترة (Covid-19)، وتوصلت الدراسة إلي أن عمر الشركة، وسيولة الأسهم، والربحية لا تؤثر علي تقديم التقارير المالية في الوقت المناسب، كما يؤثر حجم الشركة بشكل كبير علي تقديم البيانات المالية في الوقت المناسب وذلك علي عينه بلغت (117) شركة مدرجة في بورصة إندونيسيا خلال الفترة من (2019 - 2021) وفي ذات السياق وباستخدام الإنحدار اللوجستي فحصت دراسة (Amsal et al., 2022) أثر سيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية، وإستنتجت أن الربحية والسيولة والرافعة المالية ليس لها أي تأثير علي توقيت إصدار التقارير المالية وذلك علي عينة (26) شركة من شركات صناعات الأغذية والمشروبات المدرجة ببورصة إندونيسيا خلال الفترة (2014-2019) وهذا يتفق مع الدراسات التالية (Mappadang et al, 2021; Sufiyati, 2017)

ويري الباحث أن العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية - بناء علي الدراسات السابقة - تتأثر بمجموعة من العوامل وهي:

- **جدول الإفصاح والإلتزامات التنظيمية:** الشركات تكون ملزمة بالإلتزام بمواعيد محددة لإصدار التقارير المالية وفقاً لمتطلبات السلطات التنظيمية. توقيت إصدار التقارير يجب أن يكون متسقاً مع هذه الجداول لضمان الإمتثال للقوانين المالية. (Cheng et al., 2021; Majeed & Yan, 2022)
- **توقعات المستثمرين:** توقيت إصدار التقارير المالية يمكن أن يؤثر في توقعات المستثمرين بشأن أداء الشركة. عندما تقدم الشركات تقاريرها في الوقت المناسب وبشكل منتظم، يمكن أن تزيد من ثقة المستثمرين والتوجه نحو الشركة. (Amsal et al., 2022; Mappadang et al, 2021)
- **تقلبات السوق والمخاطرة:** إصدار التقارير المالية في فترات تقلبات السوق قد يزيد من مستوى المخاطرة والتقلبات في أسعار الأسهم. بعض الشركات قد تفضل توقيت إصدار تقاريرها خلال فترات إستقرار السوق لتقليل التأثير السلبي المحتمل على أسعارها. (Uhunmwangho; Arkaania & Setiawati, 2023) (and Igbinsa, 2022)
- **التفسير والتحليل:** توقيت إصدار التقارير المالية قد يؤثر على القدرة على تحليل البيانات المالية وفهماها. على سبيل المثال، قد يكون من المفيد للمستثمرين إصدار تقارير في فترات توفر وقت كافٍ لتحليل البيانات بدقة. (Surachyati et al., 2019; Sassi et al., 2021)
- **تداول الأخبار والمعلومات:** قد يتسبب توقيت إصدار التقارير المالية في زيادة تداول الأخبار والمعلومات حول الشركة. هذا قد يؤثر على حجم التداول والسيولة في السوق (Mappadang et al, 2021) ; (Aigienohuwa et al, 2022).
- **توقعات الأداء المستقبلي:** إذا كان هناك تباين كبير بين أداء الشركة المنشور في التقارير وتوقعات الأداء المستقبلي، فإن ذلك قد يؤثر على سيولة السوق. المستثمرون قد يكونون حذرين في التداول إذا كان هناك تباين كبير بين هذه العوامل (Cheng et al., 2021). **بناء علي ماسبق، يمكن إستنتاج الفرض الثالث "توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية"**

٢-٤ الأدبيات السابقة التي تناولت أثر هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية

وتحفظت دراسة (Aksoy et al, 2021) من أثار هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة ولغة إعداد التقارير (XBRL) علي توقيت إعداد التقارير المالية السنوية، وإستنتجت الدراسة أن الشركات التي لا تقدم التقارير المالية في الوقت المناسب فتجد صعوبة في جذب رأس المال طويل الأجل عن طريق المستثمرين، كما أن لغة التقارير المالية (XBRL) تساعد الشركات علي أتمتة عملية إعداد التقارير ومعالجة المعلومات وبالتالي تعزيز الرقابة الداخلية علي التقارير المالية، وتؤثر الملكية الأجنبية إيجابياً علي توقيت إصدار التقارير المالية نظراً لتملكهم مهارات متطورة لتحليل المعلومات المالية مما يمكنهم من الضغط علي الشركات للإفصاح عن المعلومات المالية في الوقت المناسب، والشركات التي لديها مستثمرون أجانب تمتلك مستويات عالية من الشفافية وتباين أقل في المعلومات وذلك علي عينه من (187) شركة غير مالية مدرجة في بورصة أسطنبول خلال الفترة (2010-2018).

وبإستخدام أسلوب الإنحدار الخطي المتعدد حددت دراسة (kefi & Iswanto 2023) أثر العوامل التالية (حجم الشركة، الرافعة المالية، الربحية، سيولة الأسهم، ونظام الرقابة الداخلية ICS) علي توقيت إصدار

التقارير المالية، وتوصلت الدراسة أن الربحية وسيولة الأسهم، والرافعة المالية لهما تأثير إيجابي علي توقيت إصدار التقارير المالية فيما لا يؤثر حجم الشركة علي توقيت إصدار التقارير المالية، وذلك علي عينه من (٨٤) شركة مدرجة ببورصة إندونيسيا (IDX). وإستنتجت دراسة (Amihud and levi,2019) أنه بزيادة سيولة الأسهم تنخفض تكاليف رأس المال المستخدمة لتقييم فرص لإستثمار المحتملة مما يكون عاملاً جذب للإستثمارات الأجنبية المباشرة ويزيد بشكل فعال من مجموعة مشاريع صافي القيمة الحالية الموجبة (NPV) وفي ذات السياق بينت دراسة (Abdulla and Ebrahim, 2020) أن الشركات ذات المستويات المرتفعة من السيولة تمتلك قيود مالية أقل مما يؤثر علي قراراتها المالية وتوقيت إصدار تقريرها المالية وذلك علي عينه من الشركات السعودية وذلك خلال الفترة من (2018 – 2007) ويرى الباحث أن العلاقة بين أثر هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية- بناء علي الدراسات السابقة – تتأثر بمجموعة من العوامل وهي :-

1. متطلبات الإفصاح المالي وتوقعات المستثمرين والسوق قوانين ولوائح الإفصاح المالي تلعب دوراً كبيراً في تحديد توقيت إصدار التقارير المالية. في بعض الدول، تكون هناك مهلة زمنية محددة لإصدار تقارير مالية محددة بعد نهاية الفترة المالية، وهذا يمكن أن يؤثر علي توقيت الإفصاح بغض النظر عن هيكل الملكية الأجنبية. و إذا كان هناك إهتمام متزايد بالشركة وتوقعات إيجابية، قد يكون هناك ضغط لإصدار التقارير في وقت مبكر لتلبية تلك التوقعات. (Mappadang et al ,2021)
2. الحاجة إلي تمويل الشركة وتوقيتات الجمعيات العمومية للمساهمين: في البعض من الحالات، يتعين علي الشركات عقد جمعيات عمومية للمساهمين لمناقشة تقاريرها المالية. هذا قد يؤدي إلى تحديد توقيت إصدار التقارير المالية بناءً علي جدول الجمعيات العمومية. وإذا كانت الشركة بحاجة إلى تمويل إضافي أو تعديلات في هيكل رأس المال، فقد يؤثر هذا علي توقيت إصدار التقارير المالية لجذب المستثمرين . (Amihud and levi,2019; Aigienohuwa et al ,2022)
3. التفاعل مع المستثمرين الأجانب و إحتياجات الإدارة للشركة: التوقيت الذي تختاره الإدارة لإصدار التقارير المالية قد يتأثر بتوجهات الشركة وخططها للمستقبل. إذا كان لديهم خطط إستراتيجية للنمو أو التوسع الدولي، فقد يؤثر ذلك علي توقيت الإفصاح المالي. كما إذا كانت هناك علاقات قوية بين الشركة والمستثمرين الأجانب، قد يؤدي ذلك إلى تضخيم أهمية إصدار التقارير المالية في أوقات تتناسب مع توقعات هؤلاء المستثمرين. (Aksoy et al ,2021 ; kefi & Iswanto 2023)
4. مستوى الشفافية والإفصاح و السياسات الداخلية للشركة: التزام الشركات بتوفير معلومات دقيقة وشفافة قد يؤثر بشكل كبير علي جاذبية الأسهم للمستثمرين الأجانب والمحليين علي حد سواء. إذا كانت الشركة تقدم معلومات مالية وإفصاحات منتظمة وشفافة، فقد يكون لذلك تأثير إيجابي علي السيولة وقد تحدد الشركة سياسات داخلية تتعلق بالتقارير المالية وتوقيت إصدارها استناداً إلى إحتياجاتها الخاصة وأهدافها المستقبلية. (Aksoy et al ,2021; Cheng et al .,2021)
5. التوقيت الاقتصادي والسياسي والتغيرات القانونية والتنظيمية: التطورات الاقتصادية والسياسية المحلية والعالمية يمكن أن تؤثر علي إهتمام المستثمرين وبالتالي علي السيولة. فعلى سبيل المثال، تقلبات السوق وتغيرات في السياسات الاقتصادية قد تؤدي إلى تقلبات في سيولة الأسهم كما أن التغيرات في اللوائح المالية والتنظيمات الحكومية قد تؤثر علي التوقيت المطلوب لإصدار التقارير المالية (Amihud and levi,2019; Mappadang et al ,2021) ، بناء علي ماسبق يمكن إشتقاق الفرض الرابع " يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لهيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية

٢-٥ الفجوة البحثية للدراسة في مجال العلاقة بين المتغيرات البحثية والتي تتمثل في الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية.

وفقاً لما توصلت إليها الدراسات المحاسبية السابقة يمكن إبراز أهم مايميز الدراسة الحالية ومدى دعمها للأدب المحاسبي لتقليل الفجوة البحثية كما يلي :

- علي الرغم وجود العديد من الدراسات المحاسبية التي تناولت العلاقة بين الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم، إلا أن إستنتاجات تلك الدراسات كانت متباينة فيما بينها، حيث توصلت دراسة كل من (et al., 2023)

(Bousnina et al., 2022 ; Biswas, 2020 ; Dang علي سيولة الأسهم ، بينما توصلت دراسة كل من (Deng et al., 2022 ; Wang, et al., 2022) إلي وجود علاقة تأثير موجبة للملكية الأجنبية وجود علاقة تأثير سالبة للملكية الأجنبية علي سيولة الأسهم .

- تمت معظم الدراسات التي تناولت العلاقة بين الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية في بيئات أجنبية وعلي أسواق مالية متقدمة مثل كوريا (Lee & Ryu, 2019) ودولة إندونيسيا (kefi & Iswanto 2023) ودولة الهند (Haldar & Mishra, 2019) ودولة تركيا (Aksoy et al , 2021) ودولة إنجلترا (Aksoy et al , 2021) ودولة كوريا (Li, Y., et al., 2022) وهناك دراسة تمت علي (١٣) عدة دول (فنزويلا- فرنسا- باكستان- إنجلترا- نيجيريا- الهند- البرازيل- الولايات المتحدة الأمريكية- الصين) (Sassi et al., 2021)، مما يتطلب معه أهمية إختبار هذه العلاقة في بيئة الأعمال المصرية والتي تختلف في طبيعتها عن تلك البيئات المتقدمة.

- معظم الدراسات الأجنبية قد ركزت علي إختبار العلاقة بين الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم، وكذلك إختبار العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، ولذلك توصل الباحث إلي عدم وجود دراسات عربية أو أجنبية تربط بصورة مباشرة بين أثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية - ولذلك يعد قياس هذا الأثر يمكن من تحديد أثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية في سوق الأوراق المالية

- بالإضافة إلي ذلك - في حدود علم الباحث - وجود ندرة في الدراسات التطبيقية ذات الأساليب العلمية المتعلقة بطبيعة هذه العلاقة، ولذلك تقدم هذه الدراسة دليل تطبيقي من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية عن أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، وهذا ما يميزها عن الدراسات السابقة ذات العلاقة بمجال البحث.

٣- القسم الثالث: منهجية الدراسة التطبيقية

تناول الباحث من خلال الجانب النظري للبحث في القسم الأول والثاني تأصيلاً علمياً للإطار النظري لموضوع البحث، وذلك من خلال ما تم تناوله من أن التوسع في هيكل الملكية الأجنبية يمكن أن يساهم في زيادة التدفقات المالية والإستثمارات الأجنبية المباشرة وهو يمكن أن يكون إشارة إيجابية للإقتصاد وفي الوقت نفسه يجب مراعاة التوازن بين الفوائد الإقتصادية وحماية الأمان الوطني ومصالح القطاع المحلي. كما أن سيولة الأسهم فهي تساهم في خلق بيئة تداول نشطة وفعالة، مما يتيح للمستثمرين شراء وبيع الأصول بسهولة، كما تعمل علي تقليل توقف دورة رأس المال وتعزز من توجيه الإستثمارات نحو الفرص الأكثر جدوي ويمكن للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية أن يؤثر علي سيولة الأسهم من خلال عدة طرق منها زيادة التنوع في الأسهم المتداولة وتأثيرات علي الأسعار وزيادة حجم التداول وتنوع قاعدة المستثمرين، ويؤدي وجود مستثمرين أجانب بملكية الشركة إلي زيادة الضغط لتوفير المزيد من المعلومات المالية بشكل أكثر تفصيلاً وبسرعة أكبر وهذا قد يتطلب من الشركة تقديم التقارير المالية بشكل منتظم وفي وقت أقرب إلي نهاية الفترة المالية مما يسبب في زيادة الضغوط علي الشركات لتحسين توقيت وجودة إصدار التقارير المالية لضمان تلبية إحتياجات المستثمرين المحليين والأجانب علي حد سواء، وتتحقق قيمة البحث العلمي من خلال ربط الجوانب النظرية بالجوانب العملية بحيث يكتمل موضوع البحث ويحقق أهدافه، وفي ضوء ما سبق واستكمالاً للفائدة المرجوة من البحث يري الباحث ضرورة التأكد من صحة ما تم التوصل إليه من خلال الدراسة النظرية بالإضافة لإختبار فروض البحث وذلك من خلال الإتجاه للواقع العملي وإجراء دراسة تطبيقية علي عينة من شركات المساهمة المسجلة في البورصة المصرية في عدة قطاعات إقتصادية مختلفة، وحتى تحقق الدراسة التطبيقية الهدف منها فلا بد من تناول منهجية الدراسة التطبيقية والنماذج الكمية التي تعبر عن فروض البحث، وذلك من خلال تناول النقاط التالية

٣-١ هدف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلي تقديم دليل تطبيقي من بيئة الأعمال المصرية حول أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، وذلك لعينة من الشركات المسجلة في البورصة المصرية والمدرجة في مؤشر (EGX100) خلال السنوات المالية من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠٢١، ولتحقيق هدف الدراسة التطبيقية قام الباحث بما يلي:

أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير
د. أحمد سعيد عبد العظيم أحمد

- قياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على كل من سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية.
 - قياس أثر سيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية.
 - قياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية.
- ٢-٣ مجتمع وعينة الدراسة
- يتمثل مجتمع الدراسة في شركات المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية والمدرجة في مؤشر (EGX100) (*)، وذلك خلال سلسلة زمنية من السنوات من عام ٢٠١٨م حتي عام ٢٠٢١م (**).
- وقام الباحث بإختيار عينة من شركات المساهمة المدرجة في مؤشر (EGX100) والموزعة على عدد من القطاعات الإقتصادية المختلفة وفقاً لمدى إستيفاء الشركات لمجموعة من المحددات والضوابط حددها الباحث والتي يجب أخذها في الإعتبار عند تعميم نتائج الدراسة وهي: (*)
- 1- أن تكون أسهم تلك الشركات مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية ضمن مؤشر البورصة (EGX100)، وتكون خاضعة للتداول داخل المؤشر طوال سنوات الدراسة.
 - 2- إستبعاد شركات القطاع الخدمات المالية (قطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية) لما لهما من خصائص تميز طبيعة عملهما، بالإضافة إلى إختلاف المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها هذه المؤسسات والتي يلزمها بها البنك المركزي (**).
 - 3- أن تكون الشركة قد مضى على قيدها في البورصة أكثر من أربعة سنوات وهي مدة الدراسة، وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الاندماج أو التوقف خلال فترة الدراسة.
 - 4- أن تتوفر التقارير المالية السنوية للشركة بانتظام، والإفصاح عنها بالعملة المصرية (الجنيه المصري)، وأن تتوفر فيها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة.
- وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار عدد (٦٨) شركة تكون (٢٧٢) مشاهدة لتمثل عينة الدراسة موزعة على عدد من القطاعات المختلفة، ويوضح الجدول التالي إجراءات تطبيق محددات وضوابط عينة الدراسة على مجتمع الدراسة، وذلك كما يلي (***):

(*) إختيار الباحث مجتمع الدراسة وهو الشركات المدرجة ضمن مؤشر EGX 100 متساوي الأوزان بإعتبارها أنشط الشركات الموجودة داخل سوق الأوراق المالية المصرية، حيث إنه يتكون من الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30 وهي الشركات الأنشط وفقاً رأس المال السوقي المرجح، بالإضافة الي الشركات المدرجة في مؤشر EGX 70 بإعتبارها أنشط الشركات وفقاً لحجم التداول، يقيس مؤشر EGX100 أداء أعلى ١٠٠ شركة من حيث السيولة والنشاط، وتحصل كل شركة مدرجة بمؤشر EGX100 على نفس الوزن النسبي وهو ١% في أول أيام المراجعة الدورية، مما يعد مؤشر EGX 100 ممثل جيداً لمختلف القطاعات.

(**) يراجع جداول الشركات المدرجة في السوق الرئيسي للسنوات (٢٠١٨ - ٢٠٢١) على موقع البورصة المصرية على شبكة الإنترنت (تاريخ زيارة الموقع ٢٠٢٣/٨/١) من خلال الرابط التالي:

https://www.egx.com.eg/ar/Disclosure_Reports.aspx

(*) أن قابلية نتائج الدراسة التطبيقية للتعميم مشروطة بضوابط ومحددات إختيار عينة الدراسة ، حيث أن الاعتماد على ضوابط أخرى ستؤدي إلى عينة مختلفة من الشركات يمكن في بعض الأحوال أن يؤدي إلى نتائج مختلفة.

(**) تنقيد البنوك المصرية والمؤسسات المالية الأخرى بتعليمات البنك المركزي والتي من شأنها أن تؤثر على مستوى السيولة النقدية، وهذه التعليمات إحدى أدوات السياسة النقدية للبنك المركزي للتدخل في السوق عبر سحب أو زيادة السيولة من البنوك، وكانت هناك سلسلة من القرارات النقدية للبنك المركزي في الأونة الأخيرة نظرا للظروف المالية الحالية للبلاد أخرها قرار البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي النقدي الذي تلتزم البنوك بالاحتفاظ به لدى المركزي إلى ١٨% بدلا من ١٤%، وللإطلاع على قرارات البنك المركزي المرتبطة بالسياسة النقدية للبنوك يمكن الرجوع للرابط التالي على الموقع الإلكتروني للبنك المركزي (تاريخ الزيارة ٢٠٢٣/٧/٢٢):

<https://www.cbe.org.eg/ar/MonetaryPolicy/Pages/MonetaryPolicyReport.aspx>

(**) يوضح الملحق رقم (١) أسماء الشركات محل التطبيق والقطاع الذي تنتمي إليه.

أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير
د. أحمد سعيد عبد العظيم أحمد

جدول رقم (٢) : إجراءات تطبيق محددات وضوابط عينة الدراسة على مجتمع الدراسة

عدد المشاهدات	عدد الشركات	إجراءات تطبيق محددات وضوابط عينة الدراسة على مجتمع الدراسة	
٤٠٠	١٠٠	إجمالي الشركات المدرجة ضمن مؤشر (EGX 100) كل عام	
٤٠	١٠	تطبيق الشرط الأول	(-) إستبعاد شركات خرجت من المؤشر في إحدى سنوات الدراسة
٧٦	١٩	تطبيق الشرط الثاني	(-) إستبعاد شركات القطاع الخدمات المالية (قطاع البنوك، و قطاع الخدمات المالية غير المصرفية)
٤	١	تطبيق الشرط الثالث	(-) إستبعاد الشركات المدرجة حديثاً في البورصة (لم يمر على إدراجها بالبورصة أكثر من ٤ سنوات)
٨	٢	تطبيق الشرط الرابع	(-) إستبعاد الشركات التي تقوم بإصدار التقارير المالية بعملة أجنبية، والشركات التي لا تتوفر لها بيانات كافية لحساب متغيرات الدراسة
٢٧٢	٦٨	شركات العينة (إجمالي المشاهدات)	

(* الجدول من إعداد الباحث

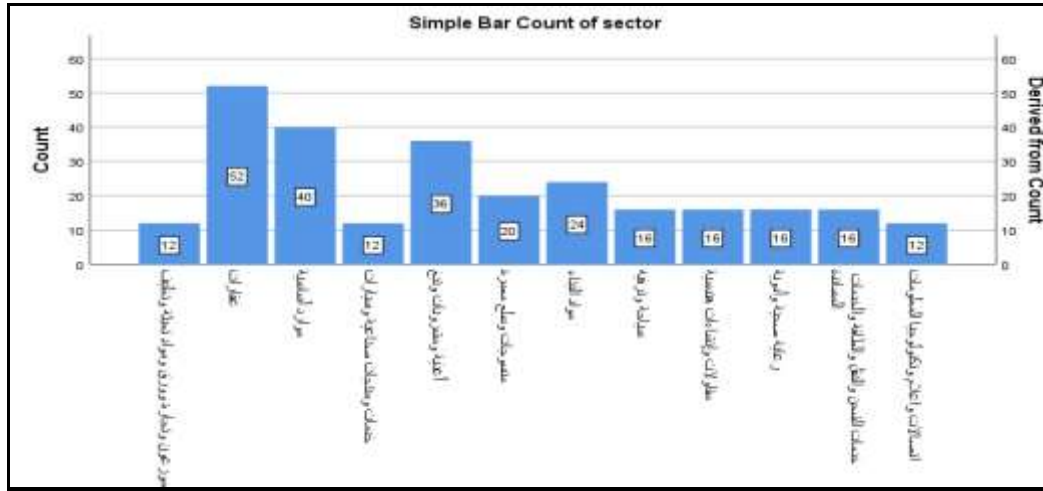
وفي ضوء الجدول السابق يمكن للباحث تحديد شركات العينة ونسبة كل قطاع من القطاعات المكونة للعينة كما يلي:

جدول رقم (٣) : القطاعات المكونة للعينة وعدد المشاهدات

م	اسم القطاع	عدد شركات العينة	المشاهدات (٤ سنوات)	النسبة المئوية على أساس حجم العينة
1	موزعون وتجارة وورق ومواد تعبئة وتغليف	٣	١٢	٤,٤ %
2	عقارات	١٣	٥٢	١٩,١ %
3	موارد أساسية	١٠	٤٠	١٤,٧ %
4	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٣	١٢	٤,٤ %
5	أغذية ومشروبات وتبغ	٩	٣٦	١٣,٢ %
6	منسوجات وسلع معمرة	٥	٢٠	٧,٤ %
7	مواد البناء	٦	٢٤	٨,٨ %
8	سياحة وترفيه	٤	١٦	٥,٩ %
9	مقاولات وإنشاءات هندسية	٤	١٦	٥,٩ %
10	رعاية صحية وأدوية	٤	١٦	٥,٩ %
11	خدمات الشحن والنقل والطاقة والخدمات المساندة	٤	١٦	٥,٩ %
12	اتصالات واعلام وتكنولوجيا المعلومات	٣	١٢	٤,٤ %
	الإجمالي	٦٨	٢٧٢	١٠٠ %

الجدول: من إعداد الباحث

ويمكن توضيح عينة الدراسة وفق القطاعات بحسب المشاهدات من خلال الشكل التالي:



شكل (١): القطاعات المكونة للعينة وعدد المشاهدات

٣-٣ أسلوب ومصادر الحصول على البيانات

إعتمدت الدراسة التطبيقية على أسلوب تفريغ المحتوى الكمي للمعلومات المالية الذي يعتمد على فحص وتحليل محتوى التقارير المالية والإيضاحات المتممة لها خلال الفترة الزمنية والتي تمثل نطاق الدراسة، وتم الحصول على البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة من مصادر عدة أهمها مواقع شركات العينة على شبكة الانترنت، موقع البورصة المصرية (<https://egx.com.eg>)، موقع معلومات مباشر مصر (<https://www.mubasher.info/markets/EGX>)، موقع شركة (<https://sa.investing.com>)، موقع شركة (<http://www.reuters.com/finance>).

٣-٤ متغيرات الدراسة وطرق قياسها

تتمثل متغيرات الدراسة في متغيرات مستقلة ومتغيرات تابعة ومتغيرات رقابية، كما يلي:

٣-٤-١ المتغير المستقل: هيكل الملكية الأجنبية (FOROWNER)

يعتمد الباحث عند قياسه لنسبة الملكية الأجنبية في هيكل ملكية الشركة على نسبة عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمرون الأجانب إلى إجمالي عدد الأسهم للشركة، وهو مقياس أنتهجه غالبية الدراسات السابقة (الكابي ٢٠٢٢؛ Osemene et al. 2018؛ Tessema et al. 2018؛ Falase et al.,2022؛ Waris& Haji,2023)

٣-٤-٢ المتغير الوسيط: سيولة الأسهم (SLIQ)

تم قياس سيولة الأسهم لشركات العينة في سوق الأوراق المالية من خلال معدل دوران الأسهم ويعبر عنه بنسبة حجم تداول الأسهم إلى إجمالي عدد الأسهم لكل شركة علي حدة ، ويتضح ذلك بالمعادلة التالية :

$$TURN_{i,t} = TVOL_{i,t} / Ni,t$$

حيث أن:

- $TURN_{i,t}$: معدل دوران الأسهم للشركة (i) في الفترة (t)

- $TVOL_{i,t}$: عدد الأسهم المتداولة للشركة (i) في الفترة (t)

- Ni,t : إجمالي عدد الأسهم القائمة للشركة (i) في الفترة (t)

تم استخدام معدل دوران الأسهم (Stock Turnover Rate) كمقياس لقياس سيولة أسهم الشركة المتداولة في السوق. يرتبط هذا المقياس بشكل طردي مع حجم تداول الأسهم، مما يعني أن زيادة معدل دوران الأسهم المتداولة في السوق تشير إلى زيادة في مستوى السيولة بالسوق. ولاحظ أنه يجب مراعاة أن حجم تداول الأسهم يمكن أن يتأثر بمعلومات الشركة، وكذلك بسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية بشكل عام (prommin et al.2014؛ النجار ٢٠٢١؛ نصير، ٢٠٢٢).

٣-٤-٣ المتغير التابع: توقيت إصدار التقارير المالية (RL)

اعتمد الباحث في قياس توقيت إصدار التقارير المالية، على مقياس فترة إصدار التقرير المالي السنوي (Reporting Lag) والذي يمثل الفترة الممتدة من تاريخ انتهاء السنة المالية حتى تاريخ نشر التقرير المالي السنوي لهيئة الأوراق المالية، حيث يُعد المقياس الأكثر انتشارًا في الدراسات السابقة وذلك قياسًا على دراسات (Al Daoud et al.,2015; Kamaruding et al.,2018; Jarboui,2016; Haldar & Mishra, 2019; Falase, et al. 2022; Waris & Haji,2023). وقد تم تطبيقه في بيئة الأعمال المصرية قياسًا على دراسات (يوسف، ٢٠١٥؛ سليم، ٢٠١٩؛ عزازي، ٢٠١٩؛ متولى، ٢٠٢١). وقام الباحث بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لقيم هذا المتغير حتى تتماشى مع طبيعية باقى متغيرات الدراسة وذلك عند إجراء اختبارات إثبات صحة الفروض (الإرتباط والأنحدار).

٣-٤-٤ المتغيرات الرقابية: (Control Variables)

يعتمد الباحث على بعض المتغيرات الرقابية، والتي قد يكون لها تأثير على المتغيرات التابعة للدراسة (سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية) والتي سبق توضيحها في الجزء النظري، ومن ثم وجب إدراجها كمتغيرات رقابية وذلك لضمان تحديد أثرها عند قياس أثر التوسع في هيكل الملكية على سيولة الأسهم وأثر كل من التوسع في هيكل الملكية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية. وقام الباحث بتحديد أهم ما استقرت عليه الدراسات السابقة في تحديدها للعوامل المؤثرة على سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، ومن أهم هذه المتغيرات:

جدول (٤): طرق قياس المتغيرات الرقابية

الدراسات السابقة	التعريف الإجرائي (طريقة القياس)	مميزات الإدخال كمتغير رقابي	المتغيرات الرقابية
Chen et al., 2020; Chowdhury & Rahman, 2019; El Nahas , 2023; Al-Shboul,2023; Wang & Yen, 2020	يفاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام.	توصلت الأدلة التطبيقية للعديد من الدراسات إلى أن سيولة الأسهم وتوقيت إصدار	حجم الشركة (FSIZE)
Guant et al 2018 ; Le and Gregoriou, 2022; Schwartz et al., 2020 ; Santos & Nugrahanti, 2022	تقاس الرافعة المالية بنسبة إجمالي الديون (الإلتزامات المتداولة و الإلتزامات طويلة الأجل) إلى حقوق الملكية.	اصدار التقارير المالية يتأثر كل منهما بشكل جوهري بحجم الشركة، والرافعة المالية للشركة، وجودة حوكمة الشركات، وجودة المراجعة الخارجية، وأن هناك تفاوت في إتجاه هذه العلاقة (إيجابية -	الرافعة المالية (LEV)
(عقفي، ٢٠١٥) الدليل المصري لحوكمة الشركات Aldamen & Duncan (2012,P57). Aldamen et al. (2020 p1681). Karmani and Ajina, 2012	يمكن للباحث قياس جودة حوكمة الشركات بالإعتماد على متغير تجميعي تتراوح قيمته من (١ إلى ١٠) حسب مدى توافر بعض خصائص جودة الحوكمة، وهي حجم مجلس الإدارة (يوجد توافق مع النظام الأساسي للشركة)، إستقلالية غالبية أعضاء مجلس الإدارة (أكثر من نصف أعضاء المجلس وفقا للأصدار الأخير لقواعد الحوكمة في مصر)، عدم ازدواجية منصب المدير التنفيذي (عدم الجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب)، وجود لجنة مراجعة داخلية مستقلة، الإفصاح عن تقرير لجنة المراجعة الداخلية، وتوافر الخبرات المالية والمحاسبية في مجلس الإدارة (على الأقل عضو واحد)، ودورية اجتماعات مجلس الإدارة (لا يقل عن (٤) مرات سنويًا وفقا لقواعد الحوكمة والتي تنص على أن اللجنة يجب أن تتعقد مرة على الأقل كل ٣ أشهر)، ووجود تنوع في مجلس الإدارة (وجود عضو نسائي على الأقل)، مراجعة القوائم المالية لدى مكتب مراجعة ينتمى إلى أحد مكاتب (BIG4)، توكيد على مدى تطبيق الحوكمة (وجود تقرير مراجع	وجودة المراجعة الخارجية، وأن هناك تفاوت في إتجاه هذه العلاقة (إيجابية -	جودة حوكمة الشركات (CGQ)

Soliman,2018 ; Qader& cek 2023; Jassim&Ahmed 2023	حسابات عن حوكمة الشركة)،	جودة المراجعة الخارجية (AUDIT.Q)
	إعتمد الباحث عند قياسه لجودة المراجعة الخارجية على مدى إرتباط مكتب المراجعة بأحد المكاتب الكبرى (BIG4) بحيث يأخذ المتغير القيمة (1) في حالة إذا كان مكتب المراجعة للشركة من مكاتب المراجعة الكبرى (BIG4) أو يرتبط بها، والقيمة (0) بخلاف ذلك.	

(* الجدول من إعداد الباحث.

٣-٤-٥ نماذج الدراسة

في ضوء فروض الدراسة قام الباحث بتطوير أربع نماذج من خلالها يتم قياس أثر التوسع في هيكل الملكية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية في وجود بعض المتغيرات الرقابية (الحاكمة) التي حددها الباحث والتي من شأنها ضبط العلاقة فيما بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة، وذلك كما يلي:

(أ) **النموذج الأول:** نموذج لإختبار أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على سيولة الأسهم، ويمكن صياغته بالمعادلة التالية:

$$SLIQ = \beta_0 + \beta_1(FOROWNER) + \beta_2(FSIZE) + \beta_3(LEV) + \beta_4(CGQ) + \beta_5 AUDIT.Q + \epsilon it \quad \text{معادلة (1)}$$

(ب) **النموذج الثاني:** نموذج لإختبار أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية، ويمكن صياغته بالمعادلة التالية:

$$RL = \beta_0 + \beta_1(FOROWNER) + \beta_2(FSIZE) + \beta_3(LEV) + \beta_4(CGQ) + \beta_5 AUDIT.Q + \epsilon it \quad \text{معادلة (2)}$$

(ج) **النموذج الثالث:** نموذج لإختبار أثر سيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية، ويمكن صياغته بالمعادلة التالية:

$$RL = \beta_0 + \beta_1(SLIQ) + \beta_2(FSIZE) + \beta_3(LEV) + \beta_4(CGQ) + \beta_5 AUDIT.Q + \epsilon it \quad \text{معادلة (3)}$$

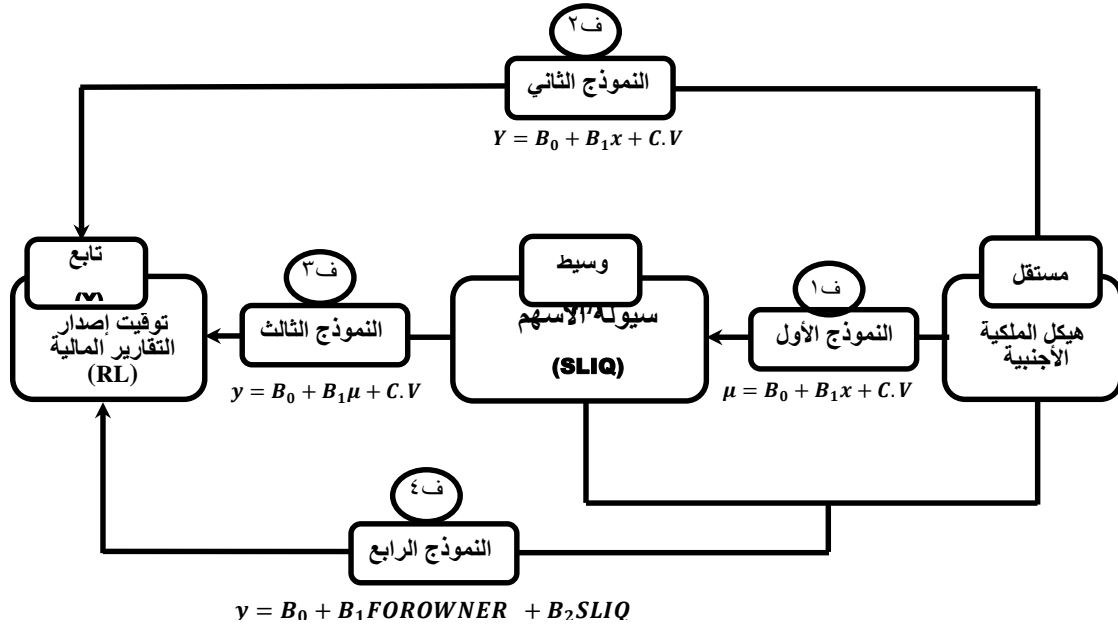
(د) **النموذج الرابع:** نموذج لإختبار أثر كل من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية.

$$RL = \beta_0 + (\beta_1(SLIQ) + \beta_2(FOROWNER)) + \beta_3(FSIZE) + \beta_4(LEV) + \beta_5(CGQ) + \beta_6 AUDIT.Q + \epsilon it \quad \text{معادلة (4)}$$

حيث: **FOROWNER** تمثل التوسع في هيكل الملكية الأجنبية، **SLIQ** هو سيولة الأسهم، **RL** توقيت إصدار التقارير المالية، **FSIZE** هو حجم الشركة، **LEV** درجة الرفع المالي، **CGQ** جودة حوكمة الشركات، **AUDIT.Q** يمثل جودة المراجعة الخارجية.

ويمكن توضيح نماذج الدراسة من خلال الشكل التالي (*):

(* الشكل من إعداد الباحث في ضوء فروض البحث



شكل (٢): نماذج الدراسة

٣-٥ الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات

قام الباحث بتطبيق بعض الأساليب الإحصائية الواردة بمجموعة البرامج الإحصائية للعلوم الاجتماعية [Statistical Package for Social Science (SPSS)] (الإصدار ٢٥)) وقد تطلبت طبيعة البيانات تحديد الخطوات والأساليب الإحصائية، والتي تتمثل فيما يلي:

- تحديد مدى صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي من خلال اختبار مدى تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي باستخدام اختبار (Kolmogorov - Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk)، وقياس القدرة التفسيرية لنماذج الدراسة من خلال اختبار التداخل الخطي (Multi-Collinearity) والإرتباط الذاتي بين المتغيرات المفسرة من خلال اختبار (Durbin Watson Test).
- توصيف المتغيرات الكمية للدراسة من خلال أساليب الإحصاء الوصفي وأهمها الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، وأعلى قيمة وأقل قيمة والجداول التقاطعية.
- اختبار فروض الدراسة من خلال أساليب الإحصاء الاستدلالي وأهمها تحليل الإرتباط (Correlation analysis)، وتحليل الانحدار (Regression Model) بنوعيه البسيط والمتعدد، مع التركيز على معامل التحديد (R Square).
- استخدام طريقة (Baron and Kenny 1986) لتحليل فرض الوساطة وذلك لإثبات الدور الوسيط لسيولة الأسهم على العلاقة بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية.

٤- القسم الرابع: التحليل الإحصائي للبيانات ومناقشة اختبار فروض الدراسة

يتناول الباحث نتائج التحليل الإحصائي للبيانات وذلك من خلال التأكد من صلاحية البيانات وجودة نماذج الدراسة التطبيقية، ثم تحليل نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، وكذلك تحليل نتائج اختبار فروض الدراسة ومقارنة هذه النتائج مع نتائج الدراسات السابقة، وذلك كما يلي:

٤-١ صلاحية البيانات وجودة نماذج الدراسة التطبيقية

للتحقق من صلاحية البيانات ومدى جودة النماذج المرتبطة بفروض الدراسة قام الباحث بما يلي:

٤-١-١ تحديد تبعية البيانات للتوزيع الطبيعي (Normal Distribution Test):

قام الباحث باستخدام إختبار (Kolmogorov-Smirnov) وإختبار (Shapiro-Wilk) للتأكد من أن نمط التوزيع الذي تسلكه بيانات الدراسة هو توزيع طبيعي وذلك بالنسبة لمتغيرات الدراسة المتصلة، وذلك لتحديد نوع الإختبارات التي سيستخدمها الباحث في التحليل الإحصائي للبيانات مابين إختبارات الإحصاء المعلمي وإختبارات الإحصاء اللامعلمي، والجدول التالي يوضح قيم الإختبارات والقيمة الإحتمالية (P-value) لكل متغير أمام كل إختبار:

جدول (٥) نتائج إختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة المتصلة للتوزيع الطبيعي.

متغيرات الدراسة	FOROWNER	Kolmogorov-Smirnov Statistic		Shapiro-Wilk Statistic	
		Value	P-value	Value	P-value
هيكل الملكية الأجنبية	FOROWNER	٠,١٠٤	٠,٠٠٠	٠,٨٦٤	٠,٠٠٠
سيولة الأسهم	SLIQ	٠,٢١٥	٠,٠٠٠	٠,٧٧٠	٠,٠٠٠
توقيت إصدار التقارير المالية	RL	٠,١٧٨	٠,٠٠٠	٠,٨٠٤	٠,٠٠٠
حجم الشركة	FSIZE	٠,٠٣٧	٠,٢٠٠	٠,٩٨٩	٠,٠٤٠
الرافعة المالية	LEV	٠,٣٣٩	٠,٠٠٠	٠,٣٣٩	٠,٠٠٠
جودة حوكمة الشركات	CGQ	٠,١٧٥	٠,٠٠٠	٠,٨٧٧	٠,٠٠٠

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي، وعدد المشاهدات (٢٧٢) مشاهدة، ومعنوية الإختبارات عند (٠,٠٥)

يتضح من الجدول (٥) أن القيمة الإحتمالية (P-value) لاختبار (Kolmogorov-Smirnov) واختبار (Shapiro-Wilk) أقل من (٠,٠٥) لمعظم المتغيرات، وبناءً على ذلك فإن النمط الذي تسلكه بيانات متغيرات الدراسة المتصلة لا يتبع التوزيع الطبيعي، ومن ثم قبول الفرض العدمي بأن تلك البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، وفي محاولة من الباحث للتغلب على مشكلة عدم تبعية بيانات متغيرات الدراسة المتصلة للتوزيع الطبيعي فقد تم إعادة إجراء الإختبارات بعد استخدام دالة اللوغاريتم (natural logarithm function) إلا أن نتائج إعادة الإختبار لم تأتي بجديد، حيث أن النمط الذي تسلكه بيانات معظم المتغيرات ما زال لا يتبع التوزيع الطبيعي، وجدير بالذكر فإن هذه المشكلة يمكن التغاضي عنها وذلك نظراً لكبر حجم مشاهدات عينة الدراسة المتاحة للتحليل الإحصائي والذي بلغت (٢٧٢) مشاهدة بحيث يكون هذا الشرط غير ذي تأثير على صحة النماذج التطبيقية للدراسة (سليمان، ٢٠٠٧؛ Verbeek, 2014)، والجدير بالذكر أن البيانات الخاصة بجودة المراجعة الخارجية لا يخضع لشروط إختبار التوزيع الطبيعي فهو متغير غير متصل (وهمي) (Dummy Variable) ذات قيم ثنائية.

٤-١-٢ إختبار علاقة التداخل الخطي المتعدد والإرتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة المفسرة:

أختبر الباحث مدى وجود مشكلة التداخل الخطي المتعدد بين متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة والرقابية) من خلال إختبار (Multi-Collinearity Test) والذي من خلاله يتم حساب معامل تضخم التباين (VIF)، ومعامل التباين المسموح به (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المفسرة التي تؤثر في المتغير التابع لنماذج الدراسة، ويرى أصحاب الخبرة في المجال الإحصائي (Kutner et al, 2005) أنه كلما كانت قيمة معامل (VIF) أقل من (١٠)، وقيمة معامل (Tolerance) أقل الواحد الصحيح فإن ذلك يعد مبرراً كافياً للحكم على أن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطي، بالإضافة إلى التحقق من خلو متغيرات النماذج من مشكلة الإرتباط الذاتي بإستخدام إختبار (Durbin Watson Test) ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير
د. أحمد سعيد عبد العظيم أحمد

جدول (٦): نتائج إختبارات التداخل الخطي والارتباط الذاتي

نماذج الدراسة								المتغيرات المستقلة والرقابية	المتغير التابع
النموذج الأول		النموذج الثاني		النموذج الثالث		النموذج الرابع			
توقيت إصدار التقارير المالية				سيول الأسهم					
Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF		
٠,٤٧٠	٢,١٢٩	--	--	٠,٨١٣	١,٢٣٠	٠,٨١٣	١,٢٣٠	هيكل الملكية الأجنبية	مستقل
٠,٤٨٨	٢,٠٥٠	٠,٨٤٤	١,١٨٥	--	--	--	--	سيولة الأسهم	وسيط
٠,٨٥٦	١,١٦٨	٠,٨٧٢	١,١٤٧	٠,٨٥٨	١,١٦٦	٠,٨٥٨	١,١٦٦	حجم الشركة	متغيرات رقابية
٠,٨٧٦	١,١٤١	٠,٨٧٦	١,١٤١	٠,٨٧٦	١,١٤١	٠,٨٧٦	١,١٤١	الرافعة المالية	
٠,٩٤٨	١,٠٥٥	٠,٩٦١	١,٠٤١	٠,٩٤٨	١,٠٥٥	٠,٩٤٨	١,٠٥٥	جودة حوكمة الشركات	
٠,٨٠٦	١,٢٤١	٠,٨٢٦	١,٢١٠	٠,٨٢٧	١,٢٠٨	٠,٨٢٧	١,٢٠٨	جودة المراجعة الخارجية	
١,٣١١		١,٣١٩		١,١٢٢		٠,٩٧٨		Durbin Watson Test	

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي، وعدد المشاهدات (٢٧٢) مشاهدة

يتضح من الجدول (٦) مايلي:

■ أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات المفسرة لنماذج الدراسة أقل من (١٠)، وقيمة معامل (Tolerance) أقل الواحد الصحيح، وهذا يعني أن هذه المتغيرات لا تعاني من مشكلة التداخل أو الأزواج الخطي فالارتباط بينها ليس له دلالة إحصائية وضعيف جداً، الأمر الذي يدل على قوة النماذج التطبيقية المستخدمة لتحقيق هدف الدراسة.

■ أن قيمة (D-W) المحسوبة من خلال (Durbin Watson Test) بلغت (٠,٩٧٨)، (١,١٢٢)، (١,٣١٩)، (١,٣١١) بالنسبة للنماذج الأربعة علي الترتيب، وهي بذلك تقع ضمن المدى المثالي وهو الذي يقترب من الواحد الصحيح، مما يدل على عدم وجود مشكلة للإرتباط الذاتي بين البواقي في النماذج تؤثر على صحة النتائج. (Kim, H. (2022)

وفي ضوء ما سبق يتضح للباحث أن المتغيرات المفسرة في نماذج الدراسة لا تعاني من مشكلة التداخل الخطي وعدم وجود مشكلة للإرتباط الذاتي بين بواقي النموذج، وبالتالي قوة نماذج الدراسة وزيادة قدرتها التفسيرية لتحقيق هدف الدراسة.

٤-٢ الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يظهر الجدول التالي نتائج توصيف متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة (panel data)، كما يلي:

جدول رقم (٧) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	الرمز في التحليل الإحصائي	المشاهدات	المتوسط	الانحراف المعياري	أقصى قيمة	أقل قيمة	التباين
هيكل الملكية الأجنبية	FOROWNER	٢٧٢	٠,٠٤٩	٠,٠٣٨	٠,٢٤	٠,٠٠١	٠,٠٠١
سيولة الأسهم	SLIQ	٢٧٢	٠,٠٣	٠,٠٣١	٠,١٩٩	٠,٠٠٠	٠,٠٠١
توقيت إصدار التقارير المالية	RL	٢٧٢	٧٠,٧٠	٧,١٥٥	٩٠	٢٠	٥١,١٩
حجم الشركة	FSIZE	٢٧٢	٢١,٣٨	١,٤٦٧	٢٥,١١	١٦,٨٢	٢,١٥٣
الرافعة المالية	LEV	٢٧٢	٠,٥٨	٠,٩٧٥	٩,٣٩٣	٠,٠٠١	٠,٩٥١
جودة حوكمة الشركات	CGQ	٢٧٢	٨,١٠٣	١,٧٣٤	١٠	٤	٣,٠٠٨
جودة المراجعة الخارجية	AUDITQ	٢٧٢					

المصدر: الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي، وعدد المشاهدات (٢٧٢) مشاهدة

يتضح للباحث من الجدول (٧) النتائج التالية:

1- بالنسبة لمتغير هيكل الملكية الأجنبية فقد بلغ متوسط الملكية الأجنبية في هيكل الملكية (نسبة أسهم المستثمرين الأجانب إلى إجمالي أسهم الشركة) لشركات العينة ما قيمته (٠,٠٤٩) بنسبة (٤,٩%)، وبإنحراف معياري بلغ (٠,٠٣٨)، وتقع قيم هذا المتغير بين القيمتين (٠,٢٤) وهي الحد الأقصى، (٠,٠٠١) وهي تمثل الحد الأدنى، وهو ما يشير إلى تفاوت شركات العينة في هيكل الملكية الأجنبية، والجدول التالي يوضح تحليل قام به الباحث لمقارنة نتائج هيكل الملكية الأجنبية وفقا للدراسة الحالية مع نتائج دراسات سابقة بعضها في البيئة المصرية والبعض الآخر في بيئات متقدمة وذلك كما يلي:

جدول (٨): مقارنة نتائج هيكل الملكية الأجنبية للدراسة الحالية مع نتائج الدراسات السابقة

دراسات تمت في بيئات أخرى				دراسات تمت في البيئة المصرية			
الدراسة	فترة الدراسة	المشاهدات	نسبة الملكية الأجنبية	نسبة الملكية الأجنبية	المشاهدات	فترة الدراسة	الدراسة
Falase et al, 2022	2011-2020	110	0.033	٠,٠٣٥	١٢٦	-٢٠١٤ ٢٠١٨	عبد اللطيف ٢٠٢٠
Yong et al, 2022	2008-2018	258	0.034	٠,٠٢	٣٢٥	-٢٠١٦ ٢٠٢٠	الجوهري & سليمان (٢٠٢١)
Li, Y., et al., 2022	2008-2018	277	0.039	٠,٠٢٢	٢١٤	-٢٠١٤ ٢٠١٩	حسان ٢٠٢٣
Dang et al, 2023	2000-2016	400	0.042	٠,٠٥٧٤	١٧٤	-٢٠١٧ ٢٠١٨	مصطفى وأخرون(٢٠٢٣)

ويتضح من جدول (٨) وجود تقارب نتائج هيكل الملكية الأجنبية وفقا للدراسة الحالية مع نتائج غالبية الدراسات السابقة، مع الأخذ في الاعتبار وجود دراسات سابقة اختلفت في نتائجها عن ذلك منها دراسة (Pham et al., 2023)، ودراسة (Ronoowah & Seetana, 2023) والتي أظهرت نسبة هيكل الملكية الأجنبية بقيمة (٠,٣٩)، (٠,٤٤) على الترتيب، ويرجع الباحث عدم إتفاق هذه الدراسات حول هيكل الملكية الأجنبية ووجود بعض الإختلافات إلى إختلاف طبيعة الواقع الإقتصادي للبيئة التي تم التطبيق فيها، علاوة على الإختلافات في حجم العينة والفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة.

2- بالنسبة لمقياس سيولة الأسهم، فقد أظهرت نتائج الإحصاء الوصفي بالجدول (٧) أن متوسط سيولة الأسهم والمعبر عنها من خلال معدل دوران الأسهم قيمة (٠,٠٣) بانحراف معياري (٠,٠٣١)، كما بلغت أكبر قيمة (Max.) للمتغير (٠,١٩٩) وأقل قيمة (Min) للمتغير (٠,٠٠٠)، وقد جاءت تلك النتائج متوافقة إلى حد كبير مع بعض الأدبيات المحاسبية التي اهتمت بسيولة الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية (نصير، ٢٠٢٢؛ Cheng et al., 2021; Naik and Reddy, 2021; Khan Ali & Al-Shboul, 2023; Iswanto & kefi, 2023 دراسة (النجار، ٢٠٢١) حيث بلغ متوسط معدل دوران الأسهم (STOCK TURNOVER) (1.16208) لعينه مكونه من (١١٩) شركة خلال الفترة من (٢٠١٦) وحتى عام (٢٠١٨)

3- بالنسبة لمتغير توقيت إصدار التقارير المالية، والمقاس من خلال مدى تأخر إصدار التقارير المالية من خلال حساب الفترة الممتدة من تاريخ انتهاء السنة المالية حتى تاريخ نشر التقرير المالي السنوي لهيئة الأوراق المالية، فقد بلغ في المتوسط (٧٠,٧) بانحراف معياري (٧,١٥) وبحد أدنى وأقصى على الترتيب بلغ (٢٠)، (٩٠)، بمعنى أن شركات العينة تصدر تقاريرها المالية في المتوسط على مدار سنوات الدراسة خلال (٧٠) يوم من تاريخ إنتهاء السنة المالية حتى تاريخ نشر التقرير المالي السنوي لهيئة الأوراق المالية، وجاءت هذه النسبة متوافقة إلى حد ما مع بعض الدراسات التي تمت في البيئة المصرية حيث توصلت دراسة (متولي، ٢٠٢١) التي طبقت في الفترة المالية من (٢٠١٦ - ٢٠١٨) على عينة من الشركات بلغ عددها (٣٠) شركة إلى أن متوسط أيام إصدار شركات المساهمة لتقاريرها المالية خلال (٧٤) يوم وكذلك دراسة (سليم، ٢٠١٩)، وعلى المستوى الدولي توصلت دراسة (Indrarini et al, 2020) التي طبقت على عينة من الشركات من خلال إجمالي مشاهدات بلغت

أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير
د. أحمد سعيد عبد العظيم أحمد

(68,962) مشاهدة خلال الفترة من عام (١٩٩٢) إلى (٢٠١٤) أن متوسط أيام إصدار شركات المساهمة لتقاريرها المالية (٤٣) يوم، ويتفق الباحث مع مذهبته إليه دراسة (متولى، ٢٠٢١) عند تفسيرها لتأخر إصدار الشركات لتقاريرها المالية أن التأخر في إصدار الشركات للتقارير المالية ربما يعود إلى الظروف المالية التي كانت تشهدها البلاد وإنتشار جائحة كورونا خلال السنوات المالية (٢٠١٩، ٢٠٢٠) الأمر الذي يؤثر على عمل مكاتب المراجعة.

4- بالنسبة للمتغيرات الرقابية أظهرت نتائج الجدول (٧) على أن متوسط حجم شركات العينة (٢١.٣٨) مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وبلغ الحد الأقصى (٢٥,١١)، والحد الأدنى (١٦,٨٢)، ليعكس ذلك التفاوت بين شركات العينة في حجم الأصول، كما بلغت درجة الرافعة المالية لعينة الدراسة (٠,٥٨) بإنحراف معياري (٢,٢١)، وقيم تقع بين (٩,٣٩٣)، (٠,٠٠١)، وتعتبر الرافعة المالية عن مديونية الشركة بالنسبة لحقوق الملكية، وفيما يخص جودة حوكمة الشركات أكدت نتائج الجدول على أن شركات العينة تلتزم بتطبيق حوكمة الشركات بمتوسط عام بلغ (٨,١٠٣) وفقاً لمكونات طريقة القياس المكونة من (١٠) عناصر بنسبة تزيد عن (٨٠%)، وأخيراً أكدت نتائج الجدول (٧) فيما يخص متغير جودة المراجعة الخارجية أن شركات العينة تلتزم بالمراجعة لدى إحدى مكاتب المراجعة الكبرى (BIG4) بنسبة (٣٠,٩%) لتمثل هذه النسبة حجم وجودة مكتب المراجعة ومن ثم جودة المراجعة الخارجية.

٤-٣ تحليل ومناقشة نتائج اختبار الفروض

يتم إختبار مدى صحة فروض الدراسة من خلال تحليل نتائج مصفوفة الارتباط (إختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة)، وتحليل نتائج الإنحدار بنوعيه البسيط (بدون إدخال المتغيرات الرقابية) والمتعدد (بعد إدخال المتغيرات الرقابية)، وذلك كما يلي:

٤-٣-١ تحليل نتائج مصفوفة الارتباط (إختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة) جدول رقم (٩) نتائج تحليل مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

متغيرات الدراسة	توقيت إصدار التقارير المالية	هيكل الملكية الأجنبية	سيولة الأسهم	حجم الشركة	الرافعة المالية	جودة حوكمة الشركات	جودة المراجعة الخارجية
توقيت إصدار التقارير المالية	١						
هيكل الملكية الأجنبية	**٠,٦١٦-	١					
سيولة الأسهم	**٠,٧٦١-	**٠,٧٠٦	١				
حجم الشركة	٠,٠٨٣	٠,٠٠٤	٠,١٠٣	١			
الرافعة المالية	٠,٠١٣-	٠,٠١١	٠,٠١١-	**٠,٣٢-	١		
جودة حوكمة الشركات	٠,٠٩١-	**٠,١٩٩	**٠,١٥٨	٠,٠٢٤	٠,٠٠٦-	١	
جودة المراجعة الخارجية	**٠,١٤٢-	**٠,٣٨٤	**٠,٣٧٧	٠,١١٧-	٠,١٠٢-	*٠,١٥٣	١
	٠,٠١٩	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٥٤	٠,٠٩٣	٠,٠١١	

(**) تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية ٠,٠١، (*) تشير إلى معنوية معامل الارتباط عند مستوى معنوية ٠,٠١، عدد المشاهدات (٢٧٢)، الارتباط (2-tailed) ونوعه المعامل (Pearson Correlation) * الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي

يتضح للباحث من الجدول (٩) النتائج الآتية:

- وجود علاقة ارتباط إيجابية معنوية عند مستوى (٠,٠١) بين هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الأول للدراسة، حيث أن معامل الارتباط موجب بقيمة (٠,٧٠٦) ومستوي المعنوية (sig) أقل من (٠,٠١)، ويدل ذلك على أنه كلما توسعت الشركة في هيكل الملكية الأجنبية كلما أدى ذلك إلى تحسن سيولة الأسهم في السوق، وتفسير تلك العلاقة هو تحقيق الشركات منفعة من عمليات التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية من خلال عدة طرق. أولاً، يشجع وجود المستثمرين الأجانب علي

زيادة الإهتمام بالشركة مما يزيد من الطلب علي شراء الأسهم المتداولة لديها ، هذا بدوره يؤدي إلي زيادة حجم التداول في السوق وتحسين السيولة ، أي القدرة علي شراء أو بيع الأسهم بسرعة وبسعر عادل، **ثانيا** ، بنجم عن توسيع الملكية الأجنبية توسيع قاعدة المستثمرين ، حيث يتداول المستثمرين الأجانب جانباً إلي جنب مع المستثمرين المحليين ، وهذا يزيد من عمق السوق ويعزز فرص التداول ، مما يعكس إيجابياً علي سيولة الأسهم - **بالإضافة إلي** تحظي الشركة بمزيد من الإنتباه والشهرة عند جذب المستثمرين الأجانب مما يمكن أن يعزز من الإعلان والتواجد في وسائل والساحة الإقتصادية ، هذا بدوره يزيد من الوعي بالشركة ويزيد من فرص التداول وبالتالي تحسين السيولة .

■ **وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية عند مستوى (٠,٠١) بين هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية مما يدعم صحة الفرض الثاني للدراسة،** حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-٠,٦١٦) ومستوي المعنوية (**sig**) أقل من (٠,٠١)، ويدل ذلك على أنه كلما توسعت الشركة في هيكل ملكيتها الأجنبية كلما أدى ذلك إلى الحد من تأخر إصدار التقارير المالية للشركة وإصدارها في التوقيت المناسب، **وتفسير تلك العلاقة هو** أن عندما تتوسع الشركة في هيكل ملكيتها الأجنبية يصبح من الضروري توجيه جهود إضافية لضمان أن التقارير المالية تعد بشكل دقيق وفي الوقت المحدد، تلك الجهود تتضمن تنسيق التعاون بين مختلف الأطراف المشاركة وضمان التوافق مع القوانين المحلية والدولية للمحاسبة والإفصاح كما تؤدي ضغوط السوق والتداول إلي تقليل الوقت الخاص بتقديم المعلومات المالية نتيجة لزيادة الإهتمام بالشفافية ومتطلبات التقارير المحددة وتحسين العمليات الداخلية ، وتقليل التأثيرات السلبية المحتملة، وهو مايسهم في ضمان أن عملية إصدار التقارير المالية تتم بدقة وفي الوقت المناسب للمحافظة علي ثقة المستثمرين والتوافق مع المعايير المحلية والدولية ، **وهو مايتفق مع** ماتوصلت إليه العديد من الدراسات السابقة (Alsmady,2018; Falase, Alabi, 2020 ; Panggabean& Maradina,2023) . ويختلف مع دراسة (Waris& Haji,2023 et al.,2022).

■ **وجود علاقة إرتباط سلبية معنوية عند مستوى (٠,٠١) بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية مما يدعم صحة الفرض الثالث للدراسة،** حيث أن معامل الإرتباط سالب بقيمة (-٠,٧٦١) ومستوي المعنوية (**sig**) أقل من (٠,٠١)، ويدل ذلك على أنه كلما زادت سيولة الأسهم للشركة كلما أدى ذلك إلى الحد من تأخر إصدار الشركة لتقاريرها المالية، **وتتماشى تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (Cheng et al.,2021; Uhunmwangho and Igbiosa,2022; Arkaania& Setiawati, 2023)** إلى أن سيولة أسهم الشركة تساهم في إنشاء بيئة تجارية نشطة حيث يتداول المستثمرون بشكل مستمر ، وبما أن المستثمرون يتابعون بعناية أداء الشركة ، فإنها تكون ملزمة بتوفير معلومات مالية دقيقة وشفافة للحفاظ علي ثقة المستثمرين ، هذا الضغط الطبيعي يعني أن الشركة ستعمل علي تخفيض تأخير إصدار تقارير المالية لضمان توفير المعلومات المحاسبية بما يتناسب مع توقعات المستثمرين - **بالإضافة إلي** ذلك تنشأ ضغوط تسويقية مع زيادة سيولة الأسهم ، عندما يتزايد حجم التداول ، يصبح تأثير تقديم تقارير مالية دقيقة وفي الوقت المناسب أكثر قوة علي أسعار الأسهم ، وبما أن الشركات تهدف للحفاظ علي قيمة أسهمها وتجنب تقلبات السعر الكبيرة ، فإنها تكون أكثر استعداداً لتقديم تقارير المالية في الجداول الزمنية المحددة - كما أن المتطلبات التنظيمية تلعب دوراً هاماً في كثير من الأسواق المالية ، يتطلب القانون واللوائح تقديم تقارير مالية دورية وفقاً لجدول زمنية محددة ، مع زيادة سيولة الأسهم والإهتمام المتزايد بأداء الشركة ، وتكون الشركة أكثر حرصاً علي الإمتثال لهذه المتطلب لتجنب عواقب تنظيمة محتملة ، وبالتالي تعزز سيولة الأسهم من الإلتزام والشفافية في تقديم التقارير المالية بسبب تزايد إهتمام المستثمرين وضغوط السوق والمتطلبات التنظيمية المتزايدة .

■ **بالنسبة للمتغيرات الرقابية والتي يتم أخذها في الإعتبار عند قياس أثر التوسع في هيكل الملكية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية،** أكدت نتائج الجدول (٩) على عدم معنوية العلاقة بين حجم الشركة وكل من سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، بينما أكدت النتائج على إرتباط الراجعة المالية بعلاقة سالبة غير معنوية مع سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، كما إرتبطت جودة حوكمة الشركات وجودة المراجعة الخارجية بعلاقة سالبة معنوية مع توقيت إصدار التقارير المالية

وبعلاقة موجبة معنوية مع سيولة الأسهم، وجاءت هذه النتائج متوافقة مع غالبية الدراسات السابقة التي أدخلت هذه المتغيرات كمتغيرات رقابية.

وفي ضوء إشارات معاملات الارتباط التي أظهرتها نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات الدراسة باستخدام مصفوفة الارتباط، يتضح للباحث إتساق تلك النتائج مع ما تتوقعه الدراسة الحالية حيث وجود مؤشرات مبدئية على احتمالية ظهور تأثير بين متغيرات الدراسة، وهو ما يمثل أساساً مناسباً لاختبار فروض الدراسة إحصائياً من خلال تحليل نماذج الانحدار بنوعها البسيط ومتعدد المتغيرات.

٤-٣-٢ تحليل الانحدار بين متغيرات الدراسة

لقياس أثر التوسع في هيكل الملكية على كل من سيولة الشركة وتوقيت إصدار التقارير المالية قام الباحث بتحليل الانحدار البسيط بين المتغيرات قبل إدخال المتغيرات الرقابية وهي (حجم الشركة، الرافعة المالية للشركة، جودة حوكمة الشركات، جودة المراجعة الخارجية)، وإعادة الانحدار في ظل إدخال المتغيرات الرقابية في العلاقة، ويعرض الجدول التالي نتائج تحليل الانحدار كما يلي:

٤-٣-١ تحليل الانحدار بين متغيرات الفرض الأول

لقياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على سيولة الأسهم قام الباحث بتحليل الانحدار البسيط والمتعدد، ويعرض الجدول التالي نتائج الانحدار كما يلي :

جدول (١٠): نتائج تحليل الانحدار بين متغيرات الفرض الأول

نموذج إختبار مدى صحة الفرض الأول للدراسة (أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على سيولة الأسهم)							المتغيرات المستقلة في النموذج (مستقلة ورقابية)
التحليل الإضافي: نموذج الانحدار بعد إدخال المتغيرات الرقابية			التحليل الأساسي: نموذج الانحدار بدون إدخال المتغيرات الرقابية			نوع التحليل	
Sig.	قيمة T	قيمة B	Sig.	قيمة T	قيمة B	العلاقة المستهدفة	
٠,٤٨٢	٠,٧٠٤-	٠,٠١٦-	٠,٤٧٦	٠,٧١٣	٠,٠٠٢	B ₀	المقدار الثابت
٠,٠٠٠	١٣,٩٤٣	٠,٥٣٤	٠,٠٠٠	١٦,٣٧	٠,٥٧٠	FOROWNER	التوسع في هيكل الملكية الأجنبية
٠,٤٦٥	٠,٧٣٢	٠,٠٠١	--	--	--	FISIZE	حجم الشركة
٠,٩٠٥	٠,١١٩	٠,٠٠٠٠١	--	--	--	LEV	الرافعة المالية
٠,٨٨٦	٠,١٤٤	٠,٠٠١	--	--	--	CGQ	جودة حوكمة الشركات
٠,٠٠٨	٢,٦٦٩	٠,٠٠٨	--	--	--	AUDITQ	جودة المراجعة
معامل التحديد R ² = ٠,٥١٢			معامل التحديد R ² = ٠,٤٩٨			القيمة التفسيرية (R ²)	
قيمة F = ٥٥,٨٧			قيمة F = ٢٦٨,٠٢			قيمة F	
مستوى (SIG.) = ٠,٠٠٠			مستوى (SIG.) = ٠,٠٠٠			المعنوية الكلية للنموذج	

الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي، قيمة المشاهدات (٢٧٢) مشاهدة

بالنظر لكل نموذج بشكل مستقل يتضح للباحث من الجدول (١٠) النتائج التالية:

- معنوية النموذج (المعنوية الكلية) من خلال تحليل التباين (ANOVA) لكل نموذج، حيث بلغت مستوى المعنوية (٠,٠٠٠)، وهي أقل من (٠,٠٥) مما يدل على ارتفاع معنوية النماذج المستخدمة لإختبار الفرض الأول وصلاحيته لتحقيق هدف الدراسة.
- بلغت القيمة التفسيرية للنموذج (R²) قيمة (٠,٤٩٨)، والتي تحسنت بعد إدخال المتغيرات الرقابية وبلغت (٠,٥١٢)، وهي تشير إلى أن (٥١,٢%) من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (سيولة الأسهم) يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المفسرة (التوسع في هيكل الملكية الأجنبية)

أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير
د. أحمد سعيد عبد العظيم أحمد

والمتغيرات الرقابية)، وباقي النسبة ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير أو لعدم إدراج متغيرات أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج ويكون لها تأثير على العلاقة

▪ وجود أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0,01) للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية على سيولة الأسهم في ظل التحليل الثنائي وفي ظل وجود المتغيرات الرقابية، حيث أن معامل الانحدار موجب بقيمة (0,570)، (0,534)، للتحليل الأساسي والإضافي على الترتيب، والقيمة الاحتمالية (P-value) في النموذجين (0,000) وهي أقل من (0,01)، وتتفق النتيجة السابقة مع ما إنتهت إليه نتائج الأدلة التطبيقية للعديد من الدراسات منها دراسة (Li, Y., et al., 2022) والتي طبقت على الشركات المسجلة في البيئة الصينية خلال الفترة (2008-2018) ودراسة (Bousnina al.,2022) والتي طبقت على الشركات المسجلة في البيئة التونسية بإجمالي عدد (318) مشاهدة خلال الفترة من (2012 - 2017) ، بينما اختلفت مع نتائج دراسة (Wang, ., 2022 et al., 2022) التي توصلت إلى أن الملكية الأجنبية لها تأثير سلبي على سيولة الأسهم. ، وتأسيساً على ماسبق يمكن للباحث قبول صحة الفرض الأول للدراسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية على سيولة الأسهم، الأمر الذي يمكن معه تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات هذا الفرض من خلال تمثيله بالمعادلة التالية:

$$SLIQ = - 0.016 + 0.534 (FOROWNER) + 0.001 (FSIZE) + 0.00001 (LEV) + 0.001 (CGQ) + 0.008 AUDIT.Q$$

حيث: *FOROWNER* تمثل التوسع في هيكل الملكية الأجنبية، *SLIQ* هو سيولة الأسهم، *FSIZE* هو حجم الشركة، *LEV* درجة الرفع المالي، *CGQ* جودة حوكمة الشركات، *AUDIT.Q* يمثل جودة المراجعة الخارجية.

٤-٣-٢ تحليل الانحدار بين متغيرات الفرض الثاني

لقياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية قام الباحث بتحليل الانحدار البسيط والمتعدد، ويعرض الجدول التالي نتائج الانحدار كما يلي :

جدول (١١): نتائج تحليل الانحدار بين متغيرات الفرض الثاني

نموذج إختبار مدى صحة الفرض الثاني للدراسة (أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية)						المتغيرات المستقلة في النموذج (مستقلة ورقابية)
التحليل الإضافي: نموذج الانحدار بعد إدخال المتغيرات الرقابية			التحليل الأساسي: نموذج الانحدار بدون إدخال المتغيرات الرقابية			
أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية في ظل وجود المتغيرات الرقابية			أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية			العلاقة المستهدفة
Sig.	قيمة T	قيمة B	Sig.	قيمة T	قيمة B	الرمز
0,000	٤٣,٠١٤	٤,٣٢٨	0,000	٤٤٣,٦٩	٤,٣٥١	B ₀
0,000	١٢,٤٧-	-	0,000	١٢,٨٤-	-	FOROWNER
0,9٤٧	0,0٦٦	0,000	--	--	--	FSIZE
0,٨٦٥	0,١٧٠	0,001	--	--	--	LEV
0,٦١٩	0,٤٩٨	0,002	--	--	--	CGQ
0,0٣٧	٢,٠٩٣	0,0٣٠	--	--	--	AUDITQ
معامل التحديد R ² = 0,٣٩٠			معامل التحديد R ² = 0,٣٧٩			القيمة التفسيرية (R ²)
قيمة F = ٣٤,٠٦			قيمة F = ١٦٤,٩٣			قيمة F
مستوى (SIG.) = 0,000			مستوى (SIG.) = 0,000			المعنوية الكلية للنموذج

الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي، قيمة المشاهدات (٢٧٢) مشاهدة

بالنظر لكل نموذج بشكل مستقل يتضح للباحث من الجدول (١١) النتائج التالية:

- معنوية النموذج (المعنوية الكلية) من خلال تحليل التباين (ANOVA) لكل نموذج، حيث بلغت مستوى المعنوية (٠,٠٠٠)، وهي أقل من (٠,٠٥)، مما يدل على ارتفاع معنوية النماذج المستخدمة لإختبار الفرض الثاني وصلاحيتها لتحقيق هدف الدراسة.
- بلغت القيمة التفسيرية للنموذج (R²) قيمة (٠,٣٧٩)، والتي تحسنت بعد إدخال المتغيرات الرقابية وبلغت (٠,٣٩٠)، وهي تشير إلى أن (٣٩,٠%) من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (توقيت إصدار التقارير المالية) يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المفسرة (التوسع في هيكل الملكية والمتغيرات الرقابية)، وباقي النسبة ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير أو لعدم إدراج متغيرات أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج ويكون لها تأثير على العلاقة
- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (٠,٠١) للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية في ظل التحليل الثنائي وفي ظل وجود المتغيرات الرقابية، حيث أن معامل الانحدار سالب بقيمة (-٢,٠١٤)، (-٢,١٦٧) للتحليل الأساسي والإضافي على الترتيب، والقيمة الإحصائية (P-value) في النموذجين (٠,٠٠٠) وهي أقل من (٠,٠١)، وتتفق النتيجة السابقة مع ما إنتهت إليه نتائج الأدلة التطبيقية للعديد من الدراسات منها دراسة (Waris & Haji, 2023) والتي طبقت على الشركات المسجلة في باكستان خلال الفترة من (2017-2013) ودراسة (Falase et al., 2022) والتي طبقت على (٢٠) شركة مدرجة في سوق الأسهم النيجيرية خلال الفترة من (2011-2020)، بينما اختلفت مع نتائج دراسة (Panggabean & Maradina, 2023) التي توصلت إلى أن بعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية، وتأسيساً على ما سبق يمكن للباحث قبول صحة الفرض الثاني للدراسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية على توقيت إصدار التقارير المالية، الأمر الذي يمكن معه تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات هذا الفرض من خلال تمثيله بالمعادلة التالية:

$$RL = 4.32 - 2.16(FOROWNER) + 0.000(FSIZE) + 0.001(LEV) + 0.002(CGQ) + 0.03AUDIT.Q$$

حيث: **FOROWNER** تمثل التوسع في هيكل الملكية الأجنبية، **RL** هو توقيت إصدار التقارير المالية، **FSIZE** هو حجم الشركة، **LEV** درجة الرفع المالي، **CGQ** جودة حوكمة الشركات، **AUDIT.Q** يمثل جودة المراجعة الخارجية.

٤-٣-٣ تحليل الانحدار بين متغيرات الفرض الثالث

لقياس أثر سيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية قام الباحث بتحليل الانحدار البسيط والمتعدد، ويعرض الجدول التالي نتائج الانحدار كما يلي:

جدول (١٢): نتائج تحليل الانحدار بين متغيرات الفرض الثالث

نموذج إختبار مدى صحة الفرض الثالث للدراسة (أثر سيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية)						المتغيرات المستقلة في النموذج (مستقلة ورقابية)
التحليل الإضافي: نموذج الانحدار بعد إدخال المتغيرات الرقابية)			التحليل الأساسي: نموذج الانحدار بدون إدخال المتغيرات الرقابية)			
أثر سيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية في ظل وجود المتغيرات الرقابية			أثر سيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية			العلاقة المستهدفة
Sig.	قيمة T	قيمة B	Sig.	قيمة T	قيمة B	الرمز
٠,٠٠٠	٥٢,٩٦	٤,٢٤٢	٠,٠٠٠	٦٣٣,٢٦	٤,٣٤٣	B ₀
٠,٠٠٠	-	٣,٣٣-	٠,٠٠٠	١٩,٢٩-	-	SLIQ
٠,٢٥٤	١,١٤٣	٠,٠٠٤	--	--	--	FISIZE

٠,٧٧٨	٠,٢٨٢	٠,٠٠١	--	--	--	LEV	الرافعة المالية
٠,٧٥٧	٠,٣٠٩	٠,٠٠١	--	--	--	CGQ	جودة حوكمة الشركات
٠,٠٠٠	٤,٠٨	٠,٠٤٧	--	--	--	AUDITQ	جودة المراجعة
معامل التحديد $R^2 = ٠,٦٠٦$			معامل التحديد $R^2 = ٠,٥٨٠$			القيمة التفسيرية (R^2)	
قيمة $F = ٨١,٩٢$			قيمة $F = ٣٧٢,٤٥$			قيمة F	
مستوى (SIG.) = ٠,٠٠٠			مستوى (SIG.) = ٠,٠٠٠			المعنوية الكلية للنموذج	

الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي، قيمة المشاهدات (٢٧٢) مشاهدة بالنظر لكل نموذج بشكل مستقل يتضح للباحث من الجدول (١٢) النتائج التالية:

- معنوية النموذج (المعنوية الكلية) من خلال تحليل التباين (ANOVA) لكل نموذج، حيث بلغت مستوى المعنوية (٠,٠٠٠)، وهي أقل من (٠,٠٥) مما يدل على ارتفاع معنوية النماذج المستخدمة لإختبار الفرض الثالث وصلاحيتها لتحقيق هدف الدراسة.
- بلغت القيمة التفسيرية للنموذج (R^2) قيمة (٠,٥٨٠)، والتي تحسنت بعد إدخال المتغيرات الرقابية وبلغت (٠,٦٠٦)، وهي تشير إلى أن (٦٠,٦%) من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (توقيت إصدار التقارير المالية) يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المفسرة (سيولة الأسهم والمتغيرات الرقابية)، وباقي النسبة ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير أو لعدم إدراج متغيرات أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج ويكون لها تأثير على العلاقة
- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (٠,٠١) لسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية في ظل التحليل الثنائي وفي ظل وجود المتغيرات الرقابية، حيث أن معامل الإنحدار سالب بقيمة (-٣,٠٨٦)، (-٣,٣٣) للتحليل الأساسي والإضافي على الترتيب، والقيمة الإحتمالية (P-value) في النموذجين (٠,٠٠٠) وهي أقل من (٠,٠١)، وتتفق النتيجة السابقة مع ما إنتهت إليه نتائج الأدلة التطبيقية للعديد من الدراسات منها دراسة (Majeed & Yan, 2022) والتي طبقت على (١٤٥) من الشركات المسجلة في نيجيريا خلال الفترة (2010-2019)، وكذلك دراسة (Aigienohuwa et al, 2022) ودراسة (Cheng et al., 2021) والتي طبقت خلال الفترة من (١٩٦٣-٢٠١٥) بينما اختلفت مع نتائج دراسة (Arkaania & Setiawati, 2023) التي توصلت إلى أن عدم وجود أي تأثير لسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية، وتأسيساً على ماسبق يمكن للباحث قبول صحة الفرض الثالث للدراسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية لسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية، الأمر الذي يمكن معه تقدير نموذج الإنحدار المعبر عن متغيرات هذا الفرض من خلال تمثيله بالمعادلة التالية:

$$RL = 4.24 - 3.33(SLIQ) + 0.004(FSIZE) + 0.001(LEV) + 0.001(CGQ) + 0.047AUDIT.Q$$

حيث: $SLIQ$ تمثل سيولة الأسهم، RL هو توقيت إصدار التقارير المالية، $FSIZE$ هو حجم الشركة، LEV درجة الرفع المالي، CGQ جودة حوكمة الشركات، $AUDIT.Q$ يمثل جودة المراجعة الخارجية

٤-٣-٤ تحليل الإنحدار بين متغيرات الفرض الرابع
لقياس أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية قام الباحث بتحليل الإنحدار البسيط والمتعدد، ويعرض الجدول التالي نتائج الإنحدار كما يلي :

جدول (١٣): نتائج تحليل الإندثار بين متغيرات الفرض الرابع

نموذج إختبار مدى صحة الفرض الرابع للدراسة (أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية)						نوع التحليل	المتغيرات المستقلة في النموذج (مستقلة ورقابية)
التحليل الإضافي: نموذج الإندثار بعد إدخال المتغيرات الرقابية			التحليل الأساسي: نموذج الإندثار بدون إدخال المتغيرات الرقابية				
أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية في ظل وجود المتغيرات الرقابية			أثر التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية			العلاقة المستهدفة	
Sig.	قيمة T	قيمة B	Sig.	قيمة T	قيمة B	الرمز	
٠,٠٠٠	٥٤,١٧٥	٤,٢٨٤	٠,٠٠٠	٥٤٦,٢٦٩	٤,٣٥٥	B ₀	المقدار الثابت
٠,٠٠٠	٣,٦٩٥-	-	٠,٠٠٥	٢,٨٤٢-	-	FOROWNER	التوسع في هيكل الملكية الأجنبية
٠,٠٠٠	١٢,٩٠-	-	٠,٠٠٠	١١,٨٤٤-	-	SLIQ	سيولة الأسهم
٠,٥٠٨	٠,٦٦٢	٠,٠٠٢	--	--	--	FISIZE	حجم الشركة
٠,٧٥٦	٠,٣١١	٠,٠٠٢	--	--	--	LEV	الرافعة المالية
٠,٤٥٥	٠,٧٤٨	٠,٠٠٢	--	--	--	CGQ	جودة حوكمة الشركات
٠,٠٠٠	٤,٧١٤	٠,٠٥٤	--	--	--	AUDITQ	جودة المراجعة
معامل التحديد R ² = ٠,٦٢٦			معامل التحديد R ² = ٠,٥٩٢			القيمة التفسيرية (R ²)	
قيمة F = ٧٣,٧٩			قيمة F = ١٩٥,١٤			قيمة F	
مستوى (SIG.) = ٠,٠٠٠			مستوى (SIG.) = ٠,٠٠٠			المعنوية الكلية للنموذج	

الجدول من إعداد الباحث بالإعتماد على مخرجات التحليل الإحصائي، قيمة المشاهدات (٢٧٢) مشاهدة

بالنظر لكل نموذج بشكل مستقل يتضح للباحث من الجدول (١٣) النتائج التالية:

- معنوية النموذج (المعنوية الكلية) من خلال تحليل التباين (ANOVA) لكل نموذج، حيث بلغت مستوى المعنوية (٠,٠٠٠)، وهي أقل من (٠,٠٥) مما يدل على إرتفاع معنوية النماذج المستخدمة لإختبار الفرض الرابع وصلاحيتها لتحقيق هدف الدراسة.
- بلغت القيمة التفسيرية للنموذج (R²) قيمة (٠,٥٩٢)، والتي تحسنت بعد إدخال المتغيرات الرقابية وبلغت (٠,٦٢٦)، وهي تشير إلى أن (٦٢,٦%) من إجمالي التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (توقيت إصدار التقارير المالية) يمكن تفسيرها من خلال المتغيرات المفسرة (التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم والمتغيرات الرقابية)، وباقي النسبة ترجع إلى الخطأ العشوائي في التقدير أو لعدم إدراج متغيرات أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج ويكون لها تأثير على العلاقة.
- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (٠,٠١) لكل من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية قبل إدخال المتغيرات الرقابية وفي ظل وجود المتغيرات الرقابية، حيث أن معاملات الإندثار سالبة لكل من التحليل الأساسي والإضافي، والقيمة الإحتمالية (P-value) في النموذجين (٠,٠٠٠) وهي أقل من (٠,٠١)، وتتفق النتيجة السابقة مع ما انتهت إليه نتائج الأدلة التطبيقية للعديد من الدراسات منها دراسة (Abdulla and Ebrahim, 2020) والتي طبقت على الشركات المسجلة في البيئة السعودية خلال الفترة (2007-2018) وكذلك دراسة (kefi & Iswanto 2023) والتي طبقت علي ذلك علي عينه من (84) شركة مدرجة ببورصة إندونيسيا (IDX) بينما اختلفت مع نتائج دراسة (Kaharuddin & Yusuf, 2022) التي توصلت إلى أن عدم وجود أثر لكلاً من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية، وتأسيساً على ماسبق يمكن للباحث قبول صحة الفرض الرابع للدراسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية، الأمر الذي يمكن معه تقدير نموذج الإندثار المعبر عن متغيرات هذا الفرض من خلال تمثيله بالمعادلة التالية:

$$RL = 4.28 - 0.66(FOROWNER) - 2.81(SLIQ) + 0.002(FSIZE) + 0.002(LEV) + 0.002(CGQ) + 0.054AUDIT.Q$$

حيث: $FOROWNER$ التوسع في هيكل الملكية الأجنبية، $SLIQ$ تمثل سيولة الأسهم، RL هو توقيت إصدار التقارير المالية، $FSIZE$ هو حجم الشركة، LEV درجة الرفع المالي، CGQ جودة حوكمة الشركات، $AUDIT.Q$ يمثل جودة المراجعة الخارجية.

وللتأكيد على نتائج الفرض الرابع وإختبار توسط سيولة الأسهم على العلاقة بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية قام الباحث من خلال طريقة (Baron and Kenny) والتي تعد من الأساليب الرائدة في اختبارات الوساطة. (Baron & Kenny (1986)

وفقاً لتحليل طريقة Baron and Kenny لإختبار فرضيات الوساطة يوجد مساران إلى المتغير التابع (توقيت إصدار التقارير المالية) وهما أن يؤثر المتغير المستقل (التوسع في هيكل الملكية الأجنبية) معنوياً على المتغير الوسيط وهو سيولة الأسهم (وهو ماتم إثباته عند إختبار الفرض الأول) وأن يؤثر أيضاً معنوياً على المتغير التابع توقيت إصدار التقارير المالية (وهو ماتم إثباته عند إختبار الفرض الثاني). في ضوء ما تقدم يقوم الباحث بالخطوات التالية للتحقق من شروط الوساطة تطبيقاً لطريقة (Baron and Kenny) على النحو التالي:

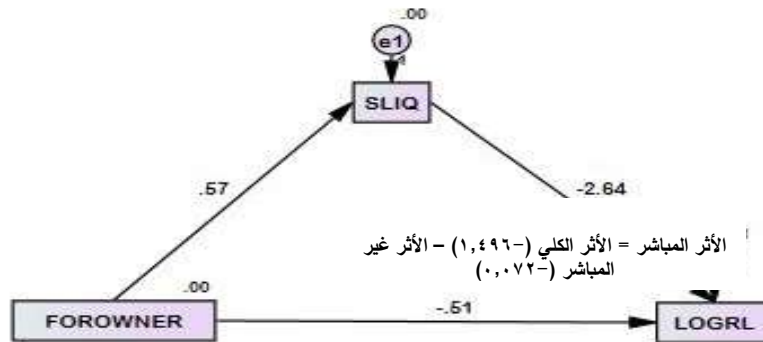
١- الخطوة الأولى: التحقق من الشرط الأول، وهو وجود تأثير معنوي للمتغير المستقل (التوسع في هيكل الملكية الأجنبية) على المتغير الوسيط (سيولة الأسهم)، وهو ماتم تحققه عند إختبار الفرض الأول للدراسة.

٢- الخطوة الثانية: التحقق من الشرط الثاني، وهو وجود تأثير معنوي للمتغير المستقل (التوسع في هيكل الملكية الأجنبية) على المتغير التابع (توقيت إصدار التقارير المالية)، وهو ماتم تحققه عند إختبار الفرض الثاني للدراسة، وهو يمثل التأثير الكلي، والذي بلغ قيمته (-٠.١٤٤).

٣- الخطوة الثالثة: التحقق من الشرط الثالث وهو وجود تأثير معنوي للمتغير الوسيط (سيولة الأسهم) على المتغير التابع (توقيت إصدار التقارير المالية) في ظل وجود المتغير المستقل (التوسع في هيكل الملكية الأجنبية) بإعتباره متغير التحكم في معادلة الإنحدار المتعدد، وهو ماتم تحققه عند إختبار الفرض الرابع للدراسة.

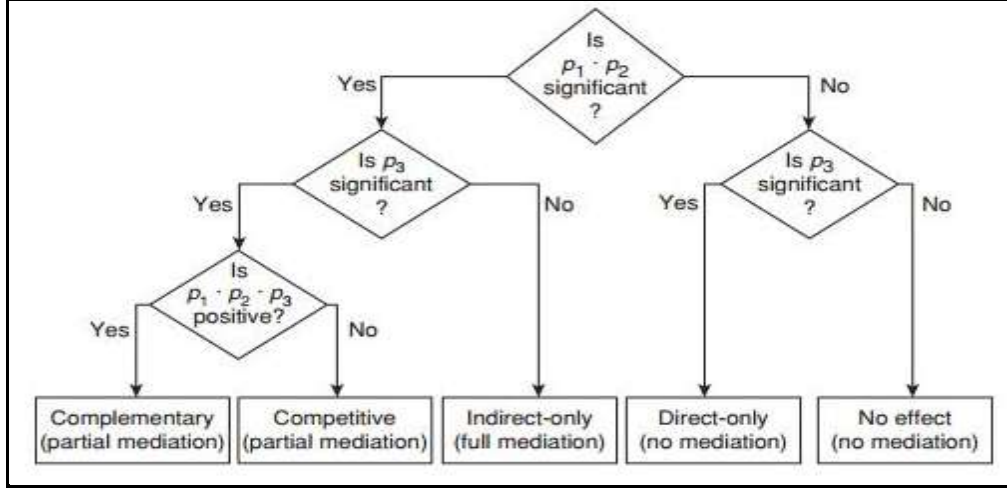
وتتحقق الوساطة هنا عندما يكون التأثير المباشر للمتغير المستقل (التوسع في هيكل الملكية الأجنبية) والذي يمثل معامل الإنحدار (-٠.٥١١) في النموذج الرابع (جدول ١٣) أقرب إلى الصفر من التأثير الكلي في النموذج الثاني (جدول ١١) وهي القيمة (-٠.١٤٤)، وبالتالي وجود أثر لكلاً من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية، وأن سيولة الأسهم يمكن أن تؤثر في العلاقة بين التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية.

ويوضح الشكل التالي قيم تحليلات المسارات بين متغيرات الدراسة وفقاً لبرنامج (Amos) والتي أظهرت نفس النتائج التي إنتهى إليه الباحث، كما يلي:



شكل (٣): تحليلات المسارات بين متغيرات الدراسة وفقاً لبرنامج (Amos)

وباستخدام الشكل التالي الذي أعدته إحدى الدراسات في الإحصاء (Hair et al,2017) ووفقاً لقيم المسارات يتضح للباحث أن تأكيد النتائج الإحصائية، وأن وساطة سيولة الأسهم في تأثيرها على علاقة التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية وساطة جزئية مكملة في نفس الإتجاه وهو الحد من تأخر إصدار التقارير المالية وإصدارها في التوقيت المناسب، وذلك كما يلي:



شكل (٤): شروط إختيارات الوساطة وكيفية تحديد نوعها
مع ملاحظة أن (p1) يمثل معامل الانحدار في معادلة أثر المتغير المستقل على المتغير الوسيط، و(p2) يمثل معامل الانحدار في معادلة أثر المتغير الوسيط على التابع، و(p3) يمثل معامل الانحدار في معادلة أثر المتغير المستقل على التابع والشكل نقلًا عن: (Hair et al,2017)

وينتهي الباحث من التحليل الإحصائي للبيانات ومناقشة نتائج فروض الدراسة بدليلاً تفسيرياً وقرينة عملية من واقع بيانات بعض شركات المساهمة المدرجة في البورصة المصرية على وجود أثر إيجابي للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية على سيولة الأسهم حيث عندما تزيد الشركة من جاذبيتها للمستثمرين الأجانب وتفتح الباب لهم للمشاركة في ملكيتها يمكن أن يحدث تحسن في سيولة الأسهم، هذا يحدث نتيجة زيادة التداول والطلب على الأسهم، مما يعزز من الحركة والتداولات في السوق، كما أن المستثمرين الأجانب يمكن أن يجلبوا معهم خبراتهم ورؤي جديدة، وبالتالي يزيد من التنوع في السوق وقاعدة المستثمرين ، مما يؤدي في النهاية إلي زيادة في سيولة الأسهم ، ووجود أثر سلبي لكل من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية. فمع زيادة التداول وإهتمام المستثمرين، يمكن أن يزيد الضغط على الشركة لتقديم المعلومات المالية بشكل منظم وفي وقت أسرع ، ومع ذلك تحقيق توازن بين تقديم المعلومات الدقيقة والمتواصلة وبين تلبية متطلبات السوق والمستثمرين كما أن توسيع الملكية الأجنبية قد يزيد من أهمية عملية جمع وتجهيز المعلومات المالية بالإضافة إلي التحديات الثقافية واللغوية التي قد تظهر مع مستثمرين أجانب مما يقلل فترة إصدار التقارير المالية

القسم الخامس : النتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية

أولاً: النتائج

تتمثل أهم النتائج فيما يلي :

- 1- يمثل المستثمرين الأجانب القوة الرئيسية الدافعة لسيولة الأسهم في الأسواق الناشئة مثل مصر ولديهم مستويات مرتفعة من الرقابة الفعالة والمعرفة والخبرة الإستراتيجية والحد من السلوك الإنتهازي للإدارة وتحسين تقييم المستحقات التقديرية، مما يجعلهم أكثر حرصاً وسرعة علي إصدار التقارير المالية السنوية، إلا أنه في أوقات الأزمات وتدهور الإستثمارات فقد يلجأ المستثمرين الأجانب إلي تصفية الأصول المالية في الأسواق المضطربة وإعادة توازن محافظهم المالية الدولية ، وبالتالي يتسبب ذلك في عدوي الأزمة، مما يؤدي إلي إنخفاض مستويات السيولة بسرعة ، كما يتوقف حجم تأثير الملكية الأجنبية علي أسواق المال الناشئة علي درجة الحرية والسهولة في تحويل رؤوس أموالهم إلي بلادهم الأصلية

- 2- توقيت إصدار التقارير المالية له أهمية قصوي لقرارات المستثمرين الأجانب بشكل خاص، حيث يحتاج المستثمرون الأجانب إلي معلومات مالية عالية الجودة وموثوقة وتم مراجعتها من قبل مراجعين مستقلين من أجل تحديثها وإعادة النظر في توقعاتهم السابقة وإتخاذ قرارات إستثمارية سليمة للأحداث المستقبلية كما يساهم في تعزيز شفافية الشركات ومسائلتها الأمر الذي يمكن من تحسين سمعتها ومصداقيتها، كما أن المعلومات المتأخرة تؤدي إلي تأثير سلبي علي القيم السوقية للشركات و إنخفاض مستويات المصدقية لدي المستثمرون الأجانب والمحليين في تلك المعلومات التي كانوا بحاجة إليها في أسرع وقت ممكن وأن الشركة قد تواجه مشاكل أو تخفي أخبار سيئة مما يؤدي إلي إنخفاض أسعار الأسهم وزيادة تكلفة رأس المال
- 3- درجة سيولة الأسهم تحدد كفاءة الأسواق المالية ويعد عدم تماثل المعلومات مؤشراً لضعف سيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية وإعطاء الفرصة للشركات لتمويل أنشطتها من أسواق رؤوس الأموال الأجنبية، وتخفيض تكلفة رأس المال ، وفهم التطور في أسواق رأس المال .
- 4- العلاقة بين أثر هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم علي توقيت إصدار التقارير المالية تتأثر بمجموعة من العوامل تتمثل في (متطلبات الإفصاح المالي وتوقعات المستثمرين – الحاجة إلي تمويل الشركة وتوقيات الجمعيات العمومية للمساهمين – التفاعل مع المستثمرين الأجانب وإحتياجات إدارة الشركة – مستوى الشفافية والإفصاح والسياسات الداخلية للشركة – التوقيت الإقتصادي والسياسي والتغيرات القانونية والتنظيمية)
- 5- وجود علاقة إرتباط إيجابية معنوية عند مستوى (٠,٠١) بين هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم، مما يدعم صحة الفرض الأول للدراسة، حيث أن معامل الإرتباط موجب بقيمة (٠,٧٠٦) ومستوي المعنوية (sig) أقل من (٠,٠١)، ويدل ذلك على أنه كلما توسعت الشركة في هيكل المليكة الأجنبية كلما أدى ذلك إلى تحسن سيولة الأسهم في السوق، ويتفق ذلك مع دراستا (Li, Y et al., 2022; Bousnina et al., 2022) (ويختلف ذلك مع ما توصلت إليه دراسة (Wang et al., 2022) وتفسير تلك العلاقة هو تحقيق الشركات منفعة من عمليات التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية من خلال عدة طرق. أولاً، يشجع وجود المستثمرين الأجانب علي زيادة الإهتمام بالشركة مما يزيد من الطلب علي شراء الأسهم المتداولة لديها، هذا بدوره يؤدي إلي زيادة حجم التداول في السوق وتحسين السيولة، أي القدرة علي شراء أو بيع الأسهم بسرعة وبسعر عادل، ثانياً، ينجم عن توسيع الملكية الاجنبية توسيع قاعدة المستثمرين ، حيث يتداول المستثمرين الأجانب جانباً إلي جنب مع المستثمرين المحليين، وهذا يزيد من عمق السوق ويعزز فرص التداول، مما ينعكس إيجابياً علي سيولة الأسهم -بالإضافة إلي تحطي الشركة بمزيد من الإنتباه والشهرة عند جذب المستثمرين الأجانب مما يمكن أن يعزز من الإعلان والتواجد في وسائل والساحة الإقتصادية، هذا بدوره يزيد من الوعي بالشركة ويزيد من فرص التداول وبالتالي تحسين السيولة .
- 6- وجود علاقة ارتباط سلبية معنوية عند مستوى (٠,٠١) بين هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية مما يدعم صحة الفرض الثاني للدراسة، حيث أن معامل الارتباط سالب بقيمة (-٠,٦١٦) ومستوي المعنوية (sig) أقل من (٠,٠١)، ويدل ذلك على أنه كلما توسعت الشركة في هيكل ملكيتها الأجنبية كلما أدى ذلك إلى الحد من تأخر إصدار التقارير المالية للشركة وإصدارها في التوقيت المناسب، وتفسير تلك العلاقة هو أن عندما تتوسع الشركة في هيكل ملكيتها الأجنبية يصبح من الضروري توجية جهود إضافية لضمان أن التقارير المالية تعد بشكل دقيق وفي الوقت المحدد، تلك الجهود تتضمن تنسيق التعاون بين مختلف الأطراف المشاركة وضمان التوافق مع القوانين المحلية والدولية للمحاسبة والإفصاح كما تؤدي ضغوط السوق والتداول إلي تقليل الوقت الخاص بتقديم المعلومات المالية نتيجة لزيادة الإهتمام بالشفافية ومتطلبات التقارير المحددة وتحسين العمليات الداخلية، وتقليل التأثيرات السلبية المحتملة، وهو مايسهم في ضمان أن عملية إصدار التقارير المالية تتم بدقة وفي الوقت المناسب للمحافظة علي ثقة المستثمرين والتوافق مع المعايير المحلية والدولية، وهو مايتفق مع ماتوصلت إليه العديد من الدراسات السابقة (Falase, Waris& Haji,2023 et al.,2022 Alabi, 2020 ; Alsmady,2018). ويختلف مع دراسة (Panggabean& Maradina,2023)

- 7- وجود علاقة ارتباط سلبية معنوية عند مستوى (0,01) بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية مما يدعم صحة الفرض الثالث للدراسة، حيث أن معامل الارتباط سالب بقيمة (-0,761) ومستوى المعنوية (sig) أقل من (0,01)، ويدل ذلك على أنه كلما زادت سيولة الأسهم للشركة كلما أدى ذلك إلى الحد من تأخر إصدار الشركة لتقاريرها المالية، وتتماشى تلك النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات (Cheng et al., 2021; Uhumwangho and Igbiosa, 2022; Arkaania & Setiawati, 2023)، إلى أن سيولة أسهم الشركة تساهم في إنشاء بيئة تجارية نشطة حيث يتداول المستثمرون بشكل مستمر، وبما أن المستثمرون يتابعون بعناية أداء الشركة، فإنها تكون ملزمة بتوفير معلومات مالية دقيقة وشفافة للحفاظ على ثقة المستثمرين، هذا الضغط الطبيعي يعني أن الشركة ستعمل على تخفيض تأخير إصدار تقارير المالية لضمان توفير المعلومات المحاسبية بما يتناسب مع توقعات المستثمرين.
- 8- وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية (0,01) لكل من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية، حيث أن معاملات الانحدار سالبة لكل من التحليل الأساسي والإضافي، والقيمة الاحتمالية (P-value) في النموذجين (0,000) وهى أقل من (0,01)، وتتفق النتيجة السابقة مع ما إنتهت إليه نتائج الأدلة التطبيقية للعديد من الدراسات منها دراسة (Abdulla and Ebrahim, 2020) والتي طبقت على الشركات المسجلة في البيئة السعودية خلال الفترة (2007-2018) وكذلك دراسة (kefi & Iswanto 2023) والتي طبقت على ذلك على عينة من (84) شركة مدرجة ببورصة إندونيسيا (IDX) بينما اختلفت مع نتائج دراسة (Kaharuddin & Yusuf, 2022) التي توصلت إلى أن عدم وجود أثر لكل من التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية، وتأسيساً على ما سبق يمكن للباحث قبول صحة الفرض الرابع للدراسة بوجود أثر ذو دلالة إحصائية للتوسع في هيكل الملكية الأجنبية وسيولة الأسهم على توقيت إصدار التقارير المالية.
- 9- عدم معنوية العلاقة بين حجم الشركة (FSIZE) وكلاً من سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، بينما أكدت النتائج على ارتباط الرافعة المالية (LEV) بعلاقة سالبة غير معنوية مع سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية، كما ارتبطت جودة حوكمة الشركات (CGO) وجودة المراجعة الخارجية (AUDIT.Q) بعلاقة سالبة معنوية مع توقيت إصدار التقارير المالية وبالعلاقة موجبة معنوية مع سيولة الأسهم، وجاءت هذه النتائج متوافقة مع غالبية الدراسات السابقة التي أدخلت هذه المتغيرات كمتغيرات رقابية.
- 10- تعد وساطة سيولة الأسهم في تأثيرها على علاقة التوسع في هيكل الملكية الأجنبية وتوقيت إصدار التقارير المالية وساطة جزئية مكملة في نفس الاتجاه وهو الحد من تأخر إصدار التقارير المالية وإصدارها في التوقيت المناسب
- ثانياً : التوصيات**
- في ضوء النتائج التي توصلت إليها كل من الدراسة النظرية والتطبيقية، يوصي الباحث بما يلي :
- 1- ضرورة بذل الشركات المدرجة في البورصة المصرية المزيد من الجهود للتواصل مع المستثمرين الأجانب مع تقديم معلومات مالية واضحة ومتجددة بشكل منتظم مع توجية الجهات الرقابية والحكومية بتطوير إستراتيجيات تكفل جذب المزيد من الإستثمارات الأجنبية وتشجع المستثمرين الأجانب علي المشاركة في السوق المحلي مع مراجعة القواعد والمعايير المحاسبية للحد من العوائق التي تواجههم وتكفل التأخر والتلاعب في التقارير المالية .
 - 2- تفعيل عمليات الرقابة علي عمليات التداول الداخلي وتخفيض المتاجرة بالمعلومات الداخلية لتحسين سيولة الأسهم في ضوء الإستفادة من تكنولوجيا المعلومات لتوفير أفضل المعلومات المحدثة وجذب أكبر للمستثمرين وتخفيض عدم تماثل المعلومات
 - 3- إلزام الهيئة العامة للرقابة المالية والبورصة المصرية الشركات المتداول أسهمها بإعداد نماذج لعلاقات المستثمرين الأجانب والمحليين ونشرة علي مواقع الشركات مع تطوير هيكل إفصاح الشركات مع توجيه مزيد من الإهتمام للممارسات المرتبطة بالتلاعب في التقارير المالية وفترات إصدارها.
 - 4- تنويع قاعدة المستثمرين الأجانب لتقليل التأثير المحتمل لتقلبات السوق المحلي مع تقديم خدمات مالية ومنتجات تلبي إحتياجات المستثمرين الأجانب وتوفر لهم فرص إستثمار أكثر تنوعاً بالإضافة إلي تحسينات

في هيكل الشركات لتكون أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب مع تقديم برامج تثقيفية للمستثمرين المحليين والأجانب لفهمهم للأسواق المالية وتحسين قراراتهم .

ثالثاً: الدراسات المستقبلية

تقترح الدراسة الحالية بعض مجالات البحث المستقبلية وهي :

- أثر استخدام تكنولوجيا سلاسل الكتل (Blockchain) علي تفعيل العلاقة بين سيولة الأسهم وتوقيت إصدار التقارير المالية .
- تحليل العلاقة بين تكلفة التمويل بالملكية وسيولة الأسهم وإنعكاسها علي تأخر التقرير المالية : دراسة تطبيقية علي مجموعة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .
- اثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي ممارسات التجنب الضريبي وإنعكاسه علي إستمرارية الشركات : دراسة تطبيقية
- تأثير التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي العلاقة بين مستوي الاحتفاظ بالنقدية وجودة التقرير المالي : دليل تطبيقي من البيئة المصرية
- قياس أثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي خطر إنهيار أسعار الأسهم وسياسة التوزيعات النقدية في ضوء تطبيق معايير التقارير المالي الدولية(IFRS) : دراسة تطبيقية .
- اثر التوسعات في هيكل الملكية الأجنبية علي العلاقة بين القدرة الإدارية وجودة الأرباح – بالتطبيق علي الشركات المدرجة بالبورصة المصرية .

المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- سليمان، أسامة ربيع أمين، (٢٠٠٧) "التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS الجزء الأول مهارات أساسية اختبارات الفروض الإحصائية (المعلمية – اللامعلمية)"، مكتبة الأنجلو المصرية، القاهرة، ١١٥-١٩٧.
- صالح، أبو الحمد مصطفى. (٢٠٢١). أثر تغطية المحللين الماليين على إدارة الأرباح وسيولة الأسهم في البيئة المصرية. *مجلة البحوث المالية والتجارية*، ٣ع ، ١١٨٩-١٢٣٩
- عفيفي، هلال عبد الفتاح.(٢٠١٥)، أثر حوكمة مجلس الإدارة على الاحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية، *المجلة المصرية للدراسات التجارية*، كلية التجارة، جامعة المنصورة، المجلد التاسع والثلاثون، العدد الرابع، ١١٨-٥١.
- النجار، سامح محمد أمين.(٢٠٢١) " قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين علي سياسة التوزيعات النقدية وسيولة الأسهم : دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٢(١) ج ٢ ، ص ص ٧٤٥ – ٨٣٠
- نصير، عبدالناصر عبداللطيف محمد.(٢٠٢٢). أثر الإفصاح عن التقرير المتكامل على سيولة الأسهم بالتطبيق على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية . *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، مج ٦، ٢٤ ، ١٣٧-١٩٥.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- Abdulla, Y. and Ebrahim, R. (2020), Stock liquidity and capital structure: evidence from Saudi listed firms, *International Journal of Monetary Economics and Finance*, Vol.13(2), pp.111-129.
- Aigienohuwa, O. O., & Ogbodo, O.(2022), Financial Reporting Timeliness of Quoted Companies in Nigeria Liquidity and .*Research Journal of Management Practice*| ISSN, 2782, 7674.

- Aksoy, M., Yilmaz, M. K., Topcu, N., & Uysal, Ö. (2021). The impact of ownership structure, board attributes and XBRL mandate on timeliness of financial reporting: evidence from Turkey. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(4), 706-731.
- Alabi, A. T. (2020). *Corporate Governance Mechanisms and Financial Reporting Timeliness: Evidence from Listed Insurance Companies in Nigeria* (Doctoral dissertation, Kwara State University (Nigeria)).
- Alaoui Mdaghri, A., Raghbi, A., Thanh, C.N. and Oubdi, L. (2021), "Stock market liquidity, the great lockdown and the COVID-19 global pandemic nexus in MENA countries", *Review of Behavioral Finance*, Vol. 13 No. 1, pp. 51-68.
- Aldamen, H., & Duncan, K. (2012). Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediated debt?. *Accounting & Finance*, 52, 49-76.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., & McNamara, R. (2020). Corporate governance and family firm performance during the Global Financial Crisis. *Accounting & Finance*, 60(2), 1673-1701.
- Ali Taher, F. N., & Al-Shboul, M. (2023). Dividend policy, its asymmetric behavior and stock liquidity. *Journal of Economic Studies*, 50(3), 578-600.
- Al-Juaidi, O., & Al-Afifi, A. A. (2019). The factors affecting timeliness of corporate financial reporting: empirical evidence from the Palestinian and Amman stock exchange. *International Journal of Management Sciences and Business Research*.
- Alp, O. S., Canbaloglu, B., & Gurgun, G. (2022). Stock liquidity, stock price crash risk, and foreign ownership. *Borsa Istanbul Review*, 22(3), 477-486.
- Alsmady, A. A. (2018). The effect of board of directors' characteristics and ownership type on the timeliness of financial reports. *International Journal of Business and Management*, 13(6), 276-287.
- Amihud, Y., Levi, S., (2019), The effect of stock liquidity on the firm's investment and production, *The Review of Financial Studies*, pp 1094-1147.
- Amsal I., Nur K, Muzakir (2022), TIMELINESS OF FINANCIAL REPORTING IN INDONESIA STOCK EXCHANGE, *journal of business and economics*, Volume 15 No 2, pp 241 -251
- Andong, W., Robert, H., Mark, R., Sijia, Z. and Andros, G. (2020). Stock liquidity and return distribution: Evidence from the London stock exchange, *Journal of Finance Research Letters*, 16(4): 1-5
- Arkaania, A. L., & Setiawati, E. The Effect of Company Age, Company Size, Liquidity, and Profability on The Timeliness of Submission of Financial Statements during the COVID-19 Period. *American Journal of Sciences and Engineering Research*, Volume 6, Issue 1, pp 38- 48.
- B., Mohsen, S. and Anis, S. (2020). Stock extreme illiquidity and the cost of capital, *Journal of Banking and Finance*, 11(2): 1-21
- Boresli, N. S., Haron, R., & Hassan, R. (2023). Corporate governance and foreign ownership in the Islamic capital market of Kuwait. *Asian Economic and Financial Review*, 13(1), 1-17.

- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 1173-1182.
- Bedowska-Sojka, B., (2021), "Is liquidity wasted? The zero>Returns on the Warsaw Stock Exchange", *Annals of Operations Research*, 297:37–51.
- Bencivelli, L., & Pisicoli, B. (2022). Foreign investors and target firms' financial structure. *International Economics*, 169, 230-251.
- Berglund, T. (2020), "Liquidity and corporate governance", *Journal of Risk and Financial Management*, Vol. 13 No. 3, p. 54.
- Biswas, P.K. (2020), "Corporate governance and stock liquidity: evidence from a speculative market", *Accounting Research Journal*, Vol. 33 No. 2, pp. 323-341.
- Bousnina, A., Gana, M. R., & Dakhlaoui, M. (2022). Foreign ownership and liquidity: evidence from a frontier market. *EuroMed Journal of Business*, (ahead-of-print).
- Cheng, J., Fang, J., & Myers, L. A. (2021). The Lack of Timeliness with Which Stock Price Incorporates Bad News and the Earnings-return Asymmetry between Negative and Positive Returns: Evidence from Stock Liquidity. Available at SSRN 3275226.
- Dang, T. L., Vo, T. T. A., Vo, X. V., & Nguyen, L. T. M. (2023). Does foreign institutional ownership matter for stock price synchronicity? *International Evidence. Journal of Multinational Financial Management*, 100783.
- De Carvalho, Gabriel A.; Ribeiro, Joao E. and Correia, Laise F., (2021), "The Effect Of The Introduction of Market Makers on Stock Liquidity Evidence from The Brazilian Stock Market", *Revista Ambiente Contabil*, 13(2):165 – 180.
- Deng, B., Li, Z., & Li, Y. (2018). Foreign institutional ownership and liquidity commonality around the world. *Journal of Corporate Finance*, 51, 20-49.
- Dong, G., Kokko, A., & Zhou, H. (2022). Innovation and export performance of emerging market enterprises: The roles of state and foreign ownership in China. *International Business Review*, 31(6), 102025.
- El Nahas, K. E. D. (2023). Examining the effect of ownership structure on firm financial performance in Egypt evidence from an emerging market", *Investment Management and Financial Innovations*, (Doctoral dissertation, Cardiff Metropolitan University).
- Falase K., Okonkwo O., and, Jerome A. (2022) Effect of Board Attributes and Ownership Structure on Financial Reporting Timeliness of Listed Consumer Goods in Nigeria, *International Journal of Scientific and Management Research*,5,pp 117-137
- Haldar, P. K., & Mishra, L. (2019). Timeliness of financial reporting and corporate governance: a study of Indian pharmaceutical industries. *Amity Journal of Corporate Governance*, 1(2), 22-39..
- Hu, T. (2023). Intangible Assets and Foreign Ownership in International Joint Ventures: The Roles of Intra-Industry Environments and Inter-Industry Structures.

- Haug, A. A., Nguyen, A. T., & Owen, P. D. (2023). Do the determinants of foreign direct investment have a reverse and symmetric impact on foreign direct divestment? *Empirical Economics*, 64(2), 659-680.
- Ismail, W. A. W., Hashim, M. H., Tjahjadi, B., & Kamarudin, I. R. (2022). Timeliness of Financial Reporting: The Examination of Auditor Tenure and Industry Specialization. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 12(1), 385–395 .
- Iswanto, A. C., & Kefi, B. S. (2023). Study of the Timeliness of Annual Financial Reporting for Public Companies on the Indonesia Stock Exchange during the Covid-19 Pandemic. *Asian Journal of Economics, Business and Accounting*, 23(3), 31-38.
- Jassim, A. S. A., & Ahmed, M. D. Q. M. (2023). Implications of achieving the quality of financial reports on the opinion of the external auditor) An applied study on a sample of Iraqi local organizations. *World Bulletin of Management and Law*, 20, 1-14.
- Jawed, M. S., & Kotha, K. K. (2020). "Stock liquidity and firm value: evidence from a policy experiment in india". *International Review of Finance*, 20(1), 215-224.
- Kaharuddin, K., & Yusuf, M. (2022, December). The Impact of Liquidity Risk Optimization on the Stability of Islamic Commercial Banks in Indonesia. In *Proceeding of the International Conference on Economics and Business (Vol. 1, No. 2, pp. 671-688)*.
- Karen, M., Walid, S., Xindong, Z. and Yiye, L. (2020). Political institution, stock market liquidity and firm dividend policy: some international evidence, *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, (16): 1-20.
- Khan, J., Rehman, S. U., & Khan, I. (2022). "Impact of board attributes on stock liquidity: evidence from Pakistani panel data". *Journal of Accounting in Emerging Economies*. Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2021-0207>
- Kim, H. (2022). A finite sample correction for the panel Durbin–Watson test. *Applied Economics*, 54(28), 3197- 3205.
- Kusumaningtyas, A. W., & Triyanto, D. N. (2023). The Influence of XBRL, Independent Commissioner, Management Ownership, and Operation Complexity on Timeliness of Financial Reporting: Evidence from Indonesian Energy Sector.
- Kutner, Micheal H. et al. [2005], "Applied Linear Statistical Models", 5th Edition, McGraw Hil/Irwin, New York.
- Le, H. and Gregoriou, A., (2022), "Liquidity and Asset Pricing: Evidence from a New Free-Float-Adjusted Price Impact Ratio", *Journal of Economic*, 49(4): 751-771.
- Lee, J. and Chung, K.H. (2018), "Foreign ownership and stock market liquidity", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 54, pp. 311-325.
- Lee, J., & Ryu, D. (2019). How does FX liquidity affect the relationship between foreign ownership and stock liquidity?. *Emerging Markets Review*, 39, 101-119.

- Li, Y., Han, M., Faff, R., & Zhang, H. (2022). Foreign ownership and stock liquidity uncertainty. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 81, 101673.
- Mahmoud, E., Ghars El-Din, M., & A Abadeer, A. (2023). The Implications of Foreign Direct Investment on Economic Development in Egypt. *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية*, 37(1), 49-74.
- Majeed, M. A., & Yan, C. (2022). Financial statement comparability and stock liquidity: evidence from China. *Applied Economics*, 54(47), 5497-5514.
- Mappadang, A., Wijaya, A. M., & Mappadang, L. J. (2021). Financial performance, company size on the timeliness of financial reporting. *Annals of Management and Organization Research*, 2(4), 225-235.
- Marks, Joseph M. and Shang, C., (2021), "Does Stock Liquidity affect Corporate Debt Maturity Structure?", *The Quarterly Journal of Finance*, 11(1): 1-53.
- Mohamed, B., Mohsen, S. and Anis, S. (2020). Stock extreme illiquidity and the cost of capital, *Journal of Banking and Finance*, 11(2): 1-21.
- Mustika, I., Nabella, S. D., & Mulyadi, M. (2022). "Data-processing training uses an SPSS application for Ibn Sina University management students.". *International Journal of Engagement and Empowerment*, 2(2), 179-183.
- Naeem, A. M. A., Sakr, A., & Etab, M. (2023). The Relationship Between Capital Structure and Earnings Management While Moderating Size In Egyptian Stock Market. *Webology*, 20(1).
- Naik, P. and Reddy, Y. V., (2021), "Stock Market Liquidity: A Literature Review", *SAGE Open*, January-March: 1-15.
- Özcan, A. (2019). The investigation of factors affecting timeliness of financial statements: Evidence from Turkey. *Mehmet Akif Ersoy Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 6(2), 485-495.
- Panggabean, Y., & Maradina, J. (2023). PENGARUH KUALITAS AUDIT, KARAKTERISTIK KOMITE AUDIT, DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP TIMELINESS LAPORAN KEUANGAN: Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Revenue: Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 3(2), 603-618.
- Pham, S. L., Do, A. D., Van Trinh, M., Ha, D. L., & Tran, X. P. (2023). Determinants of Foreign Investors' Home Bias in the Vietnamese Stock Market. *The Economics and Finance Letters*, 10(1), 1-12.
- Pham, C.H., Le,H.D., Dang.H.Q., Ta,P.T., Nguyen,C.M. and Tu,U.B.(2020),"Investor Protection ,Stock Liquidity, and Firm Value ",*Academy of Accounting and Financial Studies Journal*,24 (3),1-12.
- Qader, K. S., & Cek, K. (2023). Analysis of the Impact of External Auditors' Autonomy on Financial Accounting Information Quality Case Study Commercial Banks in Northern Iraq. *Sustainability*, 15(12), 9578.
- Rhee, S. G., & Wang, J. (2019). Foreign institutional ownership and stock market liquidity: Evidence from Indonesia. *Journal of Banking & Finance*, 33(7), 1312-1324.
- Ronoowah, R. K., & Seetana, B. (2023). Determinants of corporate governance disclosure: evidence from an emerging market. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 13(1), 135-166

- Sassi, W., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2021). The impact of mandatory adoption of XBRL on firm's stock liquidity: a cross-country study. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(2), 299-324.
- Schwartz, Robert A.; Francioni, R.; Nuti, G. and Weber, P., (2020), "Market Liquidity: An Elusive Variable", *Journal of Portfolio Management*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3598640:1-29>.
- Shahwan, T. H., M Qamhawi, E., & Aqlan, A. R. (2023). Impact of the ownership structure on the financial performance of banks listed on the Egyptian Stock Exchange. *مجلة جامعة الإسكندرية للعلوم الإدارية*, 60(2), 135-172.
- Shahzad, U.; Liu, J. and Luo, F., (2022), "Stock Liquidity and Corporate Trade Credit Strategies: Evidence from China", *Journal of Business Economics and Management*, 23 (1): 40-59.
- Shubita, R. and Shubita, M. (2019), "The impact of foreign ownership on corporate governance:
- Shuraki, Mojtaba G., (2021), "Investigating the Relationship between Corporate Risk-Taking and stock Liquidity with Firm Value", *Journal of Asset Management and Financing*, 9(1): 23-40.
- Sterenczak, S., (2021), "Conditional Stock Liquidity Premium: Is Warsaw Stock Exchange Different?", *Studies in Economics and Finance*, 38 (1): 67-85.
- Sufiyati, S. (2017). The Impact of Corporate Attributes on the Timeliness of Financial Reporting in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Economic Perspectives*, 11(1).
- Surachyati, E., Abubakar, E., & Daulay, M. (2019). Analysis of Factors That Affect the Timeliness of Submission of the Financial Statements on Transportation Companies in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Research and Review*, 6(1), 190-201.
- Tran, L. T. H., Hoang, T. T. P., & 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*, 37, 114-133.
- Tuffley, D., (2021), "The Need for Liquidity in Financial Markets", *ECODATE*, 35(1):1-6.
- Uhunmwangho, M. and Igbiosa, Sunday O., (2022), "Financial Liquidities and African Stock Markets", *Journal of Academic Research in Economics*, 14(1): 95-108.
- Verbeek, Marno (2014), "A Guide to Modern Econometrics", 4th Edition, John Wiley & Sons, available online at: <https://www.academia.edu>.
- Vo, X. V. (2018), Foreign Ownership and Corporate Cash Holdings in Emerging Markets, *International Review of Finance*, 18(2): 297-303.
- Basuony, M. A., Mohamed, E. K., Hussain, M. M., & Marie, O. K. (2016). Board characteristics, ownership structure and audit report lag in the Middle East. *International Journal of Corporate Governance*, 7(2), 180-205.
- Wang, J., Zheng, C., & Chen, Q. (2022, July). The Impact of Foreign Ownership on Chinese Stock Liquidity. In 2022 2nd International Conference on Enterprise Management and Economic Development (ICEMED 2022) (pp. 557-562). Atlantis Press.

- Wang, L. H. (2022). "Ownership Structure and Stock Liquidity: A Taiwan Study". *Journal of Mathematical Finance*, 12(2), 325-339
- Waris, M., & Haji Din, B. (2023). Impact of corporate governance and ownership concentrations on timelines of financial reporting in Pakistan. *Cogent Business & Management*, 10(1), 2164995
- Ye, J.; Zhang, H.; Cao, C.; Wei, F. and Namunyak, M., (2021), "Boardroom Gender Diversity on Stock Liquidity: Empirical Evidence from Chinese A-share Market", *Emerging Markets Finance and Trade*, 57(11): 3236-3253.
- Zhang, Q.; Choudhry, T.; Kuo, J-M. and Liu, X., (2021), "Does Liquidity Drive Stock Market Returns? The Role of Investor Risk Aversion", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57:929–958.
- Zhang, Q.; Choudhry, T.; Kuo, J-M. and Liu, X., (2021), "Does Liquidity Drive Stock Market Returns? The Role of Investor Risk Aversion", *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57:929–958.

The Impact of Foreign Ownership Structure Expansion on Activating the Relationship between Stock Liquidity and Financial Reporting Timing: An Emprical Study

Dr. Ahmed Saeed Abdel Azim Ahmed
Teacher in the Accounting & Auditing Department
Faculty of Commerce - Suez Canal University
Ahmed_saeed@commerce.suez.edu.eg

Abstract

The study aims to measure the impact of foreign ownership structure expansion on enhancing the relationship between stock liquidity and the timing of financial reporting for companies listed on the Egyptian Stock Exchange. The study utilized a content analysis approach to examine the content of financial reports and their supplementary explanations for a sample of (68) non-financial joint-stock companies listed on the Egyptian Stock Exchange and included in the (EGX100) index. This analysis covered the period from 2018 to 2021, with a total of 272 observations, to test four research hypotheses reflecting the interactive effect of foreign ownership structure expansion on activating the relationship between stock liquidity and financial reporting timing. To achieve this, four models were formulated: the first to measure the impact of foreign ownership structure expansion on stock liquidity, the second to measure its impact on the timing of financial reporting, the third to measure the impact of stock liquidity on the timing of financial reporting, and the fourth to test the combined effect of foreign ownership structure expansion and stock liquidity on financial reporting timing. The results of the empirical study indicate a significant positive impact of foreign ownership structure expansion on stock liquidity. The study also found a significant negative impact of foreign ownership structure on the timing of financial reporting, a significant negative impact of stock liquidity on the timing of financial reporting, and finally, a significant negative combined effect of foreign ownership structure expansion and stock liquidity on financial reporting timing.

Keywords: Foreign Ownership Structure, Stock Liquidity, Timing of Financial Reporting.