



مجلة البحوث المحاسبية

[/https://abj.journals.ekb.eg](https://abj.journals.ekb.eg)
كلية التجارة – جامعة طنطا

العدد : الاول

مارس ٢٠٢٣

أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دليل تطبيقي

د/ مروة محمد ماهر بسيوني⁽²⁾
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة بنها

د/سامح محمد أمين النجار⁽¹⁾
مدرس بقسم المحاسبة
كلية التجارة - جامعة بنها

(1) E. mail: sameh4040@hotmail.com

(2) E. mail: marwamaher45@yahoo.com

ملخص البحث

الهدف: بيان أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

التصميم والمنهجية: اعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى (Content Analysis) في فحص التقارير المالية لعينة مكونة من (125) شركة مساهمة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة الزمنية من عام (2016) وحتى عام (2018)، بإجمالي عدد المشاهدات (375) مشاهدة، لاختبار الفروض البحثية التي تعكس أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين والتي يتم قياسها من خلال مقياس مركب يستند على أربعة متغيرات تتمثل في: الازدواجية (CEO Duality)، والخبرة (Experience)، والروابط السياسية (Political Connections)، والنوع (Gender Diversity)، وغموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) وفقاً لنموذج جونز المعدل (Modified Cross-Sectional Regression Jones Model)، على خطر انهيار أسعار الأسهم (Stock Price Crash risk) المتداولة في سوق الأوراق المالية المصرية باستخدام مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL).

وفي سبيل تحقيق الهدف من الدراسة فقد تم صياغة أربعة نماذج: الأول، لقياس أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية، والثاني لقياس أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم، بينما الثالث لقياس أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، أما الرابع والأخير لقياس أثر العلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم. **النتائج والتوصيات:** تشير نتائج الدراسة التطبيقية إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (الازدواجية والروابط السياسية) على غموض التقارير المالية، في حين ترتبط الخبرة بعلاقة سلبية ومعنوية بغموض التقارير المالية، بينما توصلت الدراسة إلى عدم وجود تأثير معنوي لنوع المدير التنفيذي (Gender) على غموض التقارير المالية.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (الازدواجية والروابط السياسية) على خطر انهيار أسعار الأسهم (معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم، وتقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى)، بينما ترتبط الخبرة بعلاقة سلبية ومعنوية بخطر انهيار أسعار الأسهم، في حين لا يوجد تأثير معنوي للتنوع على خطر انهيار أسعار الأسهم.

كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية (القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية) على خطر انهيار أسعار الأسهم.

وأخيراً فقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لنموذج العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم. **حدود الدراسة:** تتمثل حدود الدراسة الحالية في قيد موضوعي يتمثل في قياس أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، وقيد مكاني يتمثل في إجراء الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، وقيد زمني يتمثل في المدى الزمني للدراسة العملية من سنة (2016) وحتى سنة (2018).

وجدير بالذكر، أن النتائج قد تختلف نسبياً إذا ما اختلفت أساليب القياس المستخدمة أو الفترة الزمنية أو حجم العينة.

تطبيقات عملية: تم إخضاع الإطار النظري للدراسة للتطبيق العملي على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية بهدف استنتاج أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

الأصالة والإضافة: تسهم الدراسة الحالية في الفكر المحاسبي من خلال محاولة تخفيض الجدل حول طبيعة العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية وأثرها على خطر انهيار أسعار الأسهم، مع تقديم دليل تطبيقي من بيئة الأعمال المصرية، وهو ما قد يساعد الشركات في الحد من هيمنة المديرين التنفيذيين على مجالس إدارتها واتخاذ قرارات غير صائبة قد تضر بأدائها المالي وقيمتها السوقية، والقيام بممارسات انتهازية قد تؤثر سلباً على جودة التقارير المالية.

الكلمات المفتاحية:

الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين، غموض التقارير المالية، خطر انهيار أسعار الأسهم.

The Impact of The Relationship between CEOs Overconfidence and Financial Reporting Opacity on Stock Price Crash Risk of Companies Listed in the Egyptian Stock Exchange: An Applied Evidence

Abstract:

Purpose: Measuring the Impact of The Relationship between CEOs Overconfidence and Financial Reporting Opacity on Stock Price Crash Risk of Companies Listed in the Egyptian Stock Exchange: An Applied Evidence

Design and Methodology: The study relied on the content analysis approach to analyze the content of the financial statements for a sample of 125 non-financial joint stock companies listed in the Egyptian Stock Exchange during the period from (2016) to (2018), with a total of (375) views to test the study's hypotheses that reflect the impact of the relationship between CEOs overconfidence Which is measured by a composite scale based on four variables represented in: CEO Duality, Experience, Political Connections and Gender Diversity and financial reporting opacity measured by (Modified Cross-Sectional Regression Jones Model) on stock price crash risk of companies listed in the Egyptian Stock Exchange measured by (Negative Conditional Return Skewness (NCSKEW) and The down-to-up volatility (DUVOL) .

To achieve the purpose of the study, The current study developed 4 models: The first to measure the impact of CEOs overconfidence on financial reporting opacity, The second to measure the impact of CEOs overconfidence on stock price crash risk, while the third is to measure the impact of financial reporting opacity on stock price crash risk, Finally, the fourth model to measure the impact of the interactive relationship between CEOs overconfidence and financial reporting opacity on stock price crash risk .

Conclusions and Recommendations: The results of the current study concluded that CEOs overconfidence (CEO Duality and Political Connections) have a significant positive effect on financial reporting opacity, while experience have a significant negative relation with financial reporting opacity, Moreover, the gender diversity has no significant effect on financial reporting opacity.

The study found that CEOs overconfidence (CEO Duality and Political Connections) have a significant positive effect on stock price crash risk (Negative Conditional Return Skewness (NCSKEW) and the down-to-up volatility (DUVOL), While experience have a significant negative relation with stock price crash risk, Moreover, the gender diversity has no significant

effect on stock price crash risk. also, the study concluded a positive significant effect of financial reporting opacity through the absolute value of discretionary accruals on stock price crash risk.

Finally, the study found a positive and significant effect of the relationship Between CEOs overconfidence and financial reporting opacity on stock price crash risk

Study limitations: The study is limited by an objective constrain represented in measuring the impact of the relationship between CEOs overconfidence and financial reporting opacity on stock price crash risk, a spatial constrain represented in the practical study which conclude a sample of non-financial companies listed in the Egyptian Stock Exchange, and a time constrain represented in the time period of the study from the year (2016) to (2018) moreover, it known that the results may vary relatively if the period, the sample or the measuring methods used differ.

Practical Implications: The theoretical framework has been applied to a sample of non – financial companies listed in the Egyptian Stock Exchange to conclude the impact of the relationship between CEOs overconfidence and financial reporting opacity on stock price crash risk

Originality and value: This study contributes to accounting literature by trying to reduce the controversy about the the relationship between CEOs overconfidence and financial reporting opacity and its impact on stock price crash risk. Also, providing an applied evidence from the Egyptian business environment, which would help the companies to reduce the dominance of CEOs over Its boards of directors, taking incorrect decisions that harm its financial performance and market value, and making opportunistic practices that may negatively affect the quality of financial reports.

Key Words: CEOs Overconfidence, Financial Reporting Opacity, Stock Price Crash Risk.

١- المقدمة

يتوقف نجاح منشآت الأعمال في تحقيق أهدافها على مجالس إدارتها ومديريها التنفيذيين، ولذلك فإن تمتع هؤلاء المديرين بخبرات فنية ومهارات إدارية عالية يعد بمثابة حجر الأساس لنجاح الشركات في تحقيق أهدافها، وتعظيم قيمتها السوقية وتعزيز مركزها التنافسي، حيث يمكنهم تطبيق المعايير المحاسبية وبناء التقديرات المستقبلية بشكل أكثر واقعية، فضلاً عن تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تحسين مستوى شفافية المعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية، وتوفيرها للأطراف المختلفة من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة بالشكل الذي يمكنهم من ترشيد قراراتهم الاقتصادية (Bai et al., 2022).

وفي ذات السياق، فإن الإفصاح المحاسبى يلعب دوراً جوهرياً في تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات وتحقيق كفاءة سوق المال، وعلى الرغم من الإهتمام المتزايد في الفكر المحاسبى بتحسين جودة التقارير المالية، إلا أن الإفصاح مازال يعتمد على السياسة التي تتبعها إدارة الشركة وما تتخذه من قرارات للتحكم في نوعية المعلومات المفصح عنها ومستوى شفافيتها (Sun et al., 2022).

وجدير بالذكر، فإن نظرية الوكالة تفترض أن سياسة الإفصاح بالشركة تتأثر بدوافع الإدارة المرتبطة بعقود الحوافز الإدارية والأهداف الضريبية، وأهداف استقرار أسعار أسهمها في البورصة، وتعظيم القيمة السوقية، وتعزيز المركز التنافسي (Ria et al., 2020)، مما قد يولد لديها السلوك الانتهازي للتلاعب بالمعلومات المحاسبية، وتخفيض مستوى شفافية التقارير المالية وغموضها، بغرض تحقيق مكاسب شخصية على حساب الأطراف الأخرى من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، الأمر الذي يؤثر على سمعتها ويعرضها لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية (الصاوي، ٢٠٢٢).

٢- مشكلة البحث

تتوقف جودة عملية التقرير المالى على مستوى الإفصاح بالقوائم المالية وقابليتها للقراءة والفهم من قبل مستخدميها من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، وعلى الرغم من الدور الهام الذى تلعبه الإدارة في تعزيز المركز التنافسي للشركة وتعظيم قيمتها السوقية وأدائها المالى واستمرارها في النشاط، إلا أنها قد تلجأ للقيام ببعض الممارسات لإخفاء وحجب الأخبار

السيئة عن الأداء المالى الحقيقى للشركة، مما يؤثر سلباً على مستوى شفافية المعلومات المحاسبية، وبالتالي زيادة غموض التقارير المالية (Reyes et al., 2022).

وقد تعددت وجهات النظر حول مفهوم الغموض فمنهم من يرى أنه يعنى الغموض المحاسبى (Accounting Opacity) أو غموض الإفصاح (Disclosure Opacity) أو الإفصاح المشوش (Obfuscate Disclosure)، بينما يرى آخرون يرون أن المقصود به هو غموض الشركة (Firm Opacity)، فيما أطلق عليه البعض الغموض المالى (Financial Opacity)، وعلى الرغم من اختلاف المسميات إلا أنها تتفق فى مضمونها وهو عدم وضوح المحتوى المعلوماتى للقوائم المالية وصعوبة فهمها من قبل مستخدميها (Yin et al., 2022, Wang et al., 2022; Yeung & Lento, 2020).

وفى ذات السياق، فإن مفهوم الغموض أو الافتقار إلى الشفافية ينطوى على قدرة الإدارة على حجب المعلومات الهامة، سواء من خلال الإيجاز فى طريقة عرضها بالقوائم المالية أو من خلال إخفاء معلومات جوهرية أو استخدام جمل معقدة يصعب فهمها عن الأداء المالى، مما يؤثر على تماثل المعلومات وتوافرها لجميع المتعاملين فى سوق رأس المال، ومدى تفسير وفهم السوق واستيعابه لتلك المعلومات، الأمر الذى يخلق حالة من الارتباك والتخبط عند اتخاذ القرارات المختلفة لأصحاب المصالح المرتبطة بالشركة (Stenzel & Wagner, 2022).

وقد أشارت العديد من الدراسات (Chang & Lin, 2022; Kim et al., 2022; Bodaghi et al., 2021; Hemdan et al., 2021) إلى أن غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) والتعتيم المتعمد للمعلومات المحاسبية هو نتيجة لسياسة ممنهجة من قبل الإدارة ليس وليد الصدفة، حيث تستند فى القيام بذلك إلى نوعين من الدوافع أولهما يتعلق بخصائص الشركة مثل: قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، وضعف الأداء المالى، ودرجة المنافسة فى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة، وتنبؤات المحللين الماليين بشأن التدفقات النقدية المستقبلية، وثانيهما يتعلق بخصائص المديرين التنفيذيين وسماتهم الشخصية مثل: القدرات الإدارية التى يتمتعون بها والثقة المفرطة لديهم لنتيجة لمركزية اتخاذ القرار.

وجدير بالذكر، فقد أصبح من الضروري تطبيق العلوم السلوكية على العديد من القضايا المحاسبية الجدلية في سبيل الوصول إلى نموذج أكثر شمولاً لتفسير السلوك البشري عند اتخاذ القرار (Al Islami & Madyan, 2020)، حيث لم يعد ممكناً تجاهل دور السمات والقدرات الإدارية والتحيزات السلوكية والمعرفية للمديرين التنفيذيين في شرح وتفسير الأداء المالي للشركة خاصة مع التشكيك في السلوك العقلاني أو الرشيد للإدارة (He et al., 2019).

وفي ذات السياق، فقد توصلت دراسة (محمد، ٢٠٢١) إلى أن سلوك الإدارة عند اتخاذ القرار قد يتأثر بالتحيزات السلوكية لمتخذ القرار مثل: الثقة بالنفس المفرطة والانتهازية والتشاؤم أو التفاؤل وسياسة القطيع والتي يمكن أن تؤثر على السلوك العقلاني (Rational Behavior) أو الرشيد الاقتصادي لمتخذ القرار.

ويلاحظ على الدراسات المحاسبية المعاصرة ذات العلاقة (Fu et al., 2022; Kim et al., 2022; Leng et al., 2021; عبدالرحيم، ٢٠٢٠، عبدالونيس، ٢٠٢٠) عند تحليلها واختبارها لتأثير الجوانب السلوكية والسمات الشخصية للمديرين التنفيذيين على قراراتهم قد ركزت على مفهومين أولهما: القدرة الإدارية (Manegerial Ability) ويشير إلى السمات والخصائص الإدارية مثل: السمعة والخبرة والمعرفة ونمط الإدارة، وثانيهما: الثقة الإدارية المفرطة (Manegerial OverConfidence) والتي تعتبر من أبرز التحيزات المعرفية والسلوكية التي تؤثر في سلوك المديرين وقراراتهم.

وقد توصلت دراسة (Ria et al., 2020) إلى أن المديرين التنفيذيين الذين لديهم ثقة مفرطة يعززون دائماً أي نجاحات للشركة لأنفسهم فقط، وعلى الجانب الآخر فإن أية قرارات غير صائبة وكذلك الأخطاء التي يرتكبونها وتثبت فشلهم ينسبوننها إلى عوامل أخرى خارجة عن إرادتهم.

وعقب حدوث الأزمة المالية العالمية وانهيار أسعار أسهم كبرى الشركات الأمريكية، فإن الأمر لم يقتصر على بورصتي نيويورك وناسداك (NYSE & NASDAQ) فحسب بل امتد تأثيره السلبي لباقي البورصات العالمية، ولذلك فقد توجهت الأنظار وأصبح هناك اهتماماً متزايداً من جانب المهنيين والأكاديميين على حد سواء لدراسة العوامل والمحددات التي تؤثر في سعر سهم الشركة المتداول في السوق والذي يمكن الاستناد إليه عند التنبؤ بالأسعار

المستقبلية لأغراض ترشيد قرارات المستثمرين، ومن ناحية أخرى التنبؤ باحتمالية حدوث هبوط حاد في سعر السهم، وهو ما تعارفت أدبيات المحاسبة والتمويل على تسميته بخطر انهيار سعر السهم (Stock Price Crash Risk).

وقد توصلت دراسة (الصاوي، ٢٠٢٢) إلى أن غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) يعتبر أحد الأسباب الرئيسية لخطر انهيار أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة، حيث أوضحت الدراسة أن التشويش المتعمد للتقارير المالية لجعل مستخدميها غير قادرين على فهمها وتفسيرها، يؤدي إلى عدم تماثل المعلومات بين أصحاب المصالح والإدارة، الأمر الذي يؤثر سلباً على سيولة أسهم الشركة وحجم تداولها، ونتيجة لاختلاف إدراكات المستثمرين حول الأداء المالي الحقيقي للشركة وقدرتها المستقبلية على الاستمرار في النشاط، فإن حدوث هبوط حاد في أسعار أسهم الشركة بالسوق يعتبر أمر حتمي لا مفر منه (Krishnamurti et al., 2021).

وقد تباينت نتائج الدراسات السابقة، حيث توصلت غالبيتها (Kaplan et al., 2022; sun et al., 2022; Bai et al., 2022; Hemdan et al., 2021; Bodaghi et al., 2020; Ria et al., 2020; سمعان، ٢٠٢٠) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية، في حين توصلت دراسة (Khajavi, 2021، عبدالونيس، ٢٠٢٠) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية.

وفي ذات السياق، فقد أكدت غالبية الأدبيات المحاسبية المعاصرة (Gu et al., 2022; Depoers et al., 2022; Zhang, 2022; Liu & Lei, 2021; Krishnamurti et al., 2021; Ali & Tauni, 2021; Benkraiem et al., 2021; Al Mamun et al., 2020) على وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية.

وفيما يتعلق بطبيعة العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد توصلت معظم الدراسات السابقة (Yin et al., 2022; Butar & Murniati, 2021; Baig et al., 2021; Cheng et al., 2020; Chae et al., 2020، الصاوي، ٢٠٢٢،

حسين، ٢٠٢٠) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، وعلى الجانب المقابل فقد توصلت دراسة (Saham, 2021; Pan et al., 2021) إلى عدم وجود تأثير معنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم. وبناءً عليه، فإنه يتضح وجود مبررات للدراسة الحالية من أهمها عدم اتفاق نتائج أدبيات الفكر المحاسبى ذات العلاقة على رأى موحد بشأن تأثير العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أنه لا يمكن تعميم نتائج الدراسات السابقة نظراً لأن غالبيتها قد أجريت فى أسواق مالية متقدمة تختلف بالطبع فى خصائصها وظروفها عن بيئة الأعمال المصرية.

وبالتالى فإن الفجوة البحثية تتمثل فى عدم وجود أية دراسات سابقة سواء أجنبية أو عربية تناولت تأثير العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، ومحاولة تقديم دليل عملى من البورصة المصرية لتوضيح الأثر والعلاقات التفاعلية بين المتغيرات البحثية للدراسة.

مما تقدم، تحاول الدراسة الحالية الإجابة على التساؤل الرئيسى التالى:

هل تؤثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم؟

وحتى يمكن الإجابة على هذا التساؤل فإنه ينبغى صياغة عدد من التساؤلات الفرعية كما يلى:

- هل تؤثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية؟
- هل تؤثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم؟
- هل يؤثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم؟
- ما هو الأثر التفاعلى للعلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

٣- أهداف البحث

فى ضوء مشكلة الدراسة وتساؤلاتها واشتقاق الفجوة البحثية لها، يتمثل الهدف الرئيسى فى قياس أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صياغة إطار نظرى مدعوماً بدليل تطبيقي، وينبثق منه الأهداف الفرعية التالية:

- أ. دراسة وتحليل ماهية الثقة المفرطة للمدير التنفيذى فى الأدب المحاسبى.
- ب. دراسة وتحليل الإطار المفاهيمى لغموض التقارير المالية.
- ج. دراسة وتحليل ماهية خطر انهيار أسعار الأسهم وأساليب قياسه فى الفكر المحاسبى.
- د. تقديم دليل عملى من بيئة الأعمال المصرية عن أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، فى ضوء وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية لضبط العلاقة بين المتغيرات البحثية.

٤- أهمية الدراسة

تستمد الدراسة أهميتها العلمية والعملية من عدة عوامل واعتبارات والتي يمكن بلورتها فى النقاط التالية:

أ. تعتبر الدراسة الحالية امتداداً للأدبيات المحاسبية المرتبطة بتحسين جودة التقرير المالى، حيث يعتبر غموض التقارير المالية وربطها بالجوانب السلوكية والسمات الشخصية للمديرين التنفيذيين من أبرز القضايا الجدلية التى حظيت باهتماماً متزايداً فى الفكر المحاسبى فى الآونة الأخيرة.

ب. تناولت الدراسة الحالية أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية (Sun et al. 2022; Bodaghi et al., 2021; Ria et al., 2020; Liang et al., 2020، سمعان، ٢٠٢٠، عبد الويس، ٢٠٢٠)، كمدخل للتنبؤ بخطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

ج. استعرضت الدراسة الحالية أهم نتائج الدراسات السابقة ذات العلاقة حول أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم (Fu et al., 2022; Qiao et al., 2022; Krishnamurti et al., 2021; Liu & Lei, 2021; Benkraiem et al., 2021; Al Mamun et al., 2020).

د. حاولت الدراسة الحالية بيان أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية (الحاكمة)، مع تقديم دليل تطبيقي من بيئة الأعمال المصرية.

هـ. تعتبر الدراسة الحالية بمثابة أداة إنذار لمجلس الإدارة والأطراف المرتبطة بالشركة من أصحاب المصالح بشأن التأثير السلبي لهيمنة المديرين التنفيذيين على سلطة اتخاذ القرار فضلاً عن القرارات غير الصائبة نتيجة لتفتهم المفرطة بأنفسهم على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة، إلا أن هذا الأمر لا يتوقف إلى هذا الحد بل قد يمتد لأسهم الشركة المتداولة بالبورصة ويتسبب في انهيارها.

٥- منهج البحث

تعتمد الدراسة على المنهج الإستقرائي من خلال مراجعة الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة، بهدف التعرف على أهم نتائجها وتوصياتها ومن ثم الاستفادة منها في صياغة الإطار النظري، والمنهج الاستنباطي لبيان أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، كما اعتمدت الدراسة العملية على استخدام مدخل تحليل المحتوى (Content Analysis) لفحص القوائم المالية وإيضاحاتها المتممة لعينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، بهدف تطوير نماذج كمية تعبر عن العلاقات التأثيرية والتفاعلية فيما بين المتغيرات البحثية.

٦- حدود البحث

أ. تتمثل حدود الدراسة في القيود المرتبطة بكيفية تحديد حجم العينة، والأساليب المناسبة لقياس المتغيرات البحثية، وكيفية استخدام الأساليب الإحصائية لقياس العلاقات فيما بين هذه المتغيرات.

ب. ركزت الدراسة على قياس أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

ج. أجريت الدراسة العملية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة الزمنية من سنة (2016) وحتى سنة (2018)، وجزير بالذكر أن نتائج الدراسة قد تختلف نسبياً إذا ما اختلف حجم العينة أو القطاعات المستهدفة أو الفترة الزمنية أو الأساليب الإحصائية المستخدمة في القياس (*).

(* لم تتناول الدراسة الحالية السنوات من (2019) وحتى (2021) بسبب جائحة كورونا (Covid-19) وتحقيق العديد من الشركات لخسائر غير عادية من شأنها التأثير سلباً على نتائج الدراسة وتصبح غير واقعية.

٧- تنظيم البحث

فى سبيل تحقيق الهدف الرئيسى للدراسة الحالية، وتحليل المشكلة البحثية بصورة علمية ومنطقية بغرض الوصول لنتائج قابلة للتطبيق فى بيئة الأعمال المصرية، فإنه يلزم تغطية الجوانب التالية:

١/٧ مراجعة الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة بمجال الدراسة.

٢/٧ عرض وتحليل الإطار المفاهيمى لغموض التقارير المالية فى الفكر المحاسبى.

٣/٧ عرض وتحليل ماهية الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وأثرها على غموض التقارير المالية.

٤/٧ عرض وتحليل ماهية خطر انهيار أسعار الأسهم فى الأدب المحاسبى.

٥/٧ تحليل أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

٦/٧ منهجية البحث وبناء النماذج الكمية.

٧/٧ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض البحثية.

٨/٧ النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية.

١/٧ مراجعة الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة بمجال الدراسة

يعتمد الإفصاح المحاسبى على سياسة الإدارة وما تتخذه من قرارات للتحكم فى نوعية المعلومات ومستوى شفافيتها بالتقارير المالية، ولذلك فإنه ينبغى مراعاة السمات الشخصية والجوانب السلوكية للمديرين التنفيذيين ودورها فى اتخاذ القرار (Ahmed & Jarboui, 2022)، وعلى الرغم من حرص الإدارة على تعظيم قيمة الشركة، إلا أنها قد تلجأ للقيام ببعض الممارسات لإخفاء وحجب الأخبار غير المواتية عن الأداء المالى للشركة، مما يعرضها لخطر انهيار أسعار أسهمها بسوق الأوراق المالية (Liu & Lei, 2021).

مما تقدم، يمكن استعراض أهم الأدبيات المحاسبية التى تناولت أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية للوصول لأدلة علمية على وجود هذا الأثر كمدخل للتنبؤ بخطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بالإضافة إلى

صياغة مجموعة من النماذج الكمية لاختبار الفروض البحثية والتحقق من مدى مطابقة نتائج الدراسة التطبيقية للإطار النظري، كما يلي:

١/١/٧ الأدبيات المحاسبية التي تناولت العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية

▪ استهدفت دراسة (Ria et al, 2020) تحليل العلاقة بين الثقة الإدارية وتعقد رقم الربح وقابلية التقارير المالية للقراءة وأثرها على خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة العملية على عينة من الشركات الاندونيسية المقيدة بالبورصة (GSX) في الفترة مابين عام (2014) وحتى عام (2017)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للعلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وقابلية التقارير المالية للقراءة على احتمالات تعرض شركات العينة لخطر انهيار أسعار أسهمها، حيث أشارت الدراسة إلى أن الثقة المفرطة للإدارة التنفيذية ترتبط بشكل جوهري بوجود تلاعبات بالفوائد المالية، وبالتالي فإن تنبؤات المحللين الماليين عن التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية تكون غير دقيقة نتيجة لاستنادها على مؤشرات مالية لا تتوافق مع الأداء المالي الحقيقي للشركة، وهذا بدوره يجعل التقارير المالية أكثر تعقيداً وغموضاً وتصبح مضللة لمستخدميها.

▪ بينما استهدفت دراسة (عبد الويس، ٢٠٢٠) قياس أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية (IFRS) على العلاقة بين القدرة الادارية للمديرين التنفيذيين وتعقد التقارير المالية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام (2014) وحتى عام (2017)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على تعقد التقارير المالية، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لتبني معايير التقرير المالي الدولية على تعقد التقارير المالية، وأخيراً فقد توصلت الدراسة إلى أن تبني معايير التقرير المالي الدولية (IFRS) يحد من العلاقة بين القدرة الادارية وتعقد التقارير المالية.

▪ وتناولت دراسة (khajavi, 2021) اختبار تأثير الثقة الإدارية للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المقيدة في بورصة طهران للأوراق المالية (TSE) في الفترة من عام (2010) وحتى عام (2018)،

وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على مستوى غموض التقارير المالية، وقد أوضحت الدراسة أن مديري الشركات الكبرى والذين يمتلكون قدرات إدارية عالية يكونون أكثر حرصاً على مستقبل الشركة وتعرضها لمخاطر مالية تهدد استمراريته في النشاط، وبالتالي فإنهم قد يلجأون للقيام ببعض الممارسات دون أن تؤثر بشكل جوهري على شفافية المعلومات الواردة بالتقارير المالية.

■ كما استهدفت دراسة (sun et al., 2022) قياس أثر قوة المدير التنفيذي على قابلية القوائم المالية للقراءة، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لقوة المدير التنفيذي على قابلية القوائم المالية للقراءة والفهم من جانب أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، حيث أوضحت الدراسة أن حجر الزاوية لنجاح أي شركة يتوقف على وجود مدير تنفيذي يمتلك قدرات إدارية عالية وعلى الرغم من ذلك فإن الثقة المفرطة وهيمنة المدير التنفيذي قد ينتج عنها ممارسات انتهازية من شأنها عدم وضوح التقارير المالية وغموضها، وقد أكدت الدراسة على ضرورة دعم استقلالية مجالس إدارات الشركات والحد من هيمنة المديرين التنفيذيين عليها في ضوء تطبيق آليات حوكمة الشركات، مما يؤثر بالإيجاب على جودة عملية التقرير المالي ويحسن من الخصائص النوعية للمعلومات الواردة بالتقارير المالية ويزيد من مستوى شفافيتها.

■ مما تقدم، يمكن القول بأن دعم وتعزيز استقلالية مجالس الإدارات والحد من هيمنة المديرين التنفيذيين، يؤثر بشكل جوهري على مستوى الإفصاح والشفافية وبالتالي جودة التقارير المالية، مما ينعكس بالإيجاب على الأداء المالي والقيمة السوقية للشركة، يضاف إلى ذلك مساعدة أصحاب المصالح من المستثمرين والأطراف الأخرى المرتبطة بالشركة في ترشيد قراراتهم الإقتصادية.

٢/١/٧ الأدبيات المحاسبية التي تناولت الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وخطر انهيار أسعار الأسهم

■ استهدفت دراسة (Ali & Tauni, 2021) تحليل طبيعة العلاقة بين الثقة المفرطة للمدير التنفيذي وخطر انهيار سعر السهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من

الشركات المقيدة في بورصة شنغهاي للأوراق المالية (SSE) في الفترة من عام (2000) وحتى عام (2017)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين الثقة الإدارية المفرطة وخطر انهيار سعر السهم وبخاصة في حالة سيطرة المديرين التنفيذيين على مجالس الإدارات، مما يترتب عليه ضعف الرقابة عليهم وتسمح بالمزيد من الممارسات الانتهازية التي تؤدي لاحتمالات تعرض الشركات لخطر الفشل المالي، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط سلبية ومعنوية بين الملكية المؤسسية وخطر انهيار سعر السهم، حيث أشارت الدراسة إلى أن سيطرة كبار المساهمين على مجلس الإدارة بدافع المحافظة على أموالهم المستثمرة تزيد من فعالية الرقابة وتحد من السلوك الانتهازي للإدارة التنفيذية والتي تنتج من الثقة الزائدة لديها.

▪ بينما استهدفت دراسة (Liu & Lei, 2021) اختبار تأثير الثقة المفرطة للمدير التنفيذي على خطر انهيار سعر السهم، وقد أجريت الدراسة العملية على عينة من الشركات المقيدة في أسواق مالية عالمية، في الفترة من عام (1994) وحتى عام (2018)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين لشركات العينة على خطر انهيار أسعار أسهمها في البورصات العالمية، كما أكدت الدراسة على أن المديرين التنفيذيين الذين يمتلكون قدرات إدارية مرتفعة فإن مستوى الثقة لديهم يرتفع بالتبعية، مما يدفعهم إلى القيام بممارسات انتهازية لإدارة الأرباح من خلال إخفاء الأخبار السيئة عن الأداء المالي الحقيقي للشركة، كما أشارت الدراسة إلى أن التأثير المعنوي للثقة المفرطة للمدير التنفيذي على خطر انهيار أسعار الأسهم كان أكثر وضوحاً في الشركات التي تعاني من عدم تطبيق آليات الحوكمة وضعف مجالس إدارتها ونظم الرقابة الداخلية بها.

▪ كما استهدفت دراسة (Gu et al., 2022) تحليل طبيعة العلاقة بين الثقة المفرطة للمدير التنفيذي وخطر انهيار سعر السهم، وقد أجريت الدراسة العملية على عينة من الشركات المقيدة في بورصة بكين للأوراق المالية (SSE) في الفترة من عام (2010) وحتى عام (2018)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية للثقة المفرطة لدى المديرين التنفيذيين لشركات العينة واحتمالات تعرضها لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة في البورصة، حيث أشارت الدراسة إلى أنه على الرغم من الأثر الإيجابي

لتمتع مديري الشركات بمهارات وقدرات إدارية عالية على الأداء المالى للشركة إلا أن ثقتهم المفرطة بأنفسهم تجعلهم أحياناً يتخذون قرارات خاطئة من شأنها الإضرار بالمستثمرين وأصحاب المصالح، الأمر الذى يؤثر سلباً على مستقبلها واستمراريتها فى النشاط وعلى أسعار أسهمها المتداولة بالبورصة.

▪ بينما تناولت دراسة (Depoers et al., 2022) قياس أثر الثقة المفرطة للمدير التنفيذى على خطر انهيار سعر سهم الشركة، وقد أجريت الدراسة التطبيقية علي عينة من الشركات المقيدة ببورصة باريس للأوراق المالية (Euronext Paris) فى الفترة من عام (2007) وحتى عام (2016)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابى ومعنوى للثقة المفرطة للمدير التنفيذى على خطر انهيار أسعار أسهم شركات العينة وبخاصة التى تتسم بتركز هيكل الملكية المؤسسية، وقد أشارت الدراسة إلى أن سيطرة كبار المساهمين على مجلس الإدارة وسلطة اتخاذ القرار تزيد من احتمالات تعرض الشركات لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة بالبورصة، كما أوضحت الدراسة أن تنبؤات المحللين المالىين للأداء المالى للشركات من شأنها التخفيف من تكاليف الوكالة واحتمالات تعرضها لخطر الفشل المالى.

مما تقدم، يمكن القول بأن سيطرة كبار المساهمين على مجلس إدارة الشركة وسلطة اتخاذ القرار بها تزيد من احتمالات تعرض أسعار أسهمها المتداولة فى سوق الأوراق المالية لخطر الانهيار، وعلى الجانب الآخر فإن تنبؤات المحللين المالىين بالأداء المالى للشركات تساهم فى تخفيض مشاكل الوكالة بين إدارات الشركات والمستثمرين.

٣/١/٧ الأدبيات المحاسبية التى تناولت العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار سعر السهم

▪ استهدفت دراسة (Chae et al., 2020) اختبار العلاقة بين غموض التقارير المالية وجودة المراجعة وأثرها على خطر انهيار سعر السهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات اليابانية المقيدة فى بورصة طوكيو للأوراق المالية (TSE) فى الفترة من عام (2015) وحتى عام (2017)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابى ومعنوى لغموض التقارير المالية على خطر انهيار سعر السهم، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبى ومعنوى لجودة المراجعة على خطر انهيار سعر السهم، حيث أوضحت الدراسة أن الشركات التى تتم مراجعتها من قبل مكاتب المراجعة الأربع الكبار (BIG 4) تكون أقل عرضة لخطر

انهيار أسعار أسهمها المتداولة بسوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن جودة المراجعة تضمن جودة التقارير المالية، مما ينعكس بالإيجاب على الأداء المالي للشركات وسيولة أوراقها المالية المتداولة بالبورصة.

▪ بينما استهدفت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) تحليل أثر العلاقة بين غموض التقارير المالية والمسؤولية الاجتماعية وممارسات التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المصنفة بمؤشر البورصة المصرية للاستدامة في الفترة من عام (2012) وحتى عام (2018)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للعلاقة بين غموض التقارير المالية وممارسات التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للمسؤولية الاجتماعية على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، كما أكدت الدراسة على أن هذه النتائج ظهرت بوضوح في الشركات الملتزمة بتطبيق آليات الحوكمة.

▪ كما تناولت دراسة (Saham, 2021) تأثير شفافية البيانات المالية وتوقيت اصدار تقرير المراجعة على خطر انهيار سعر السهم، وقد أجريت الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المقيدة في بورصة إندونيسيا للأوراق المالية (IDX)، في الفترة الزمنية من عام (2011) وحتى عام (2015)، وقد توصلت الدراسة إلى أن الملكية المؤسسية وتوقيت اصدار تقرير المراجعة لهما تأثير إيجابي ومعنوي كبير على خطر انهيار سعر السهم، كما توصلت الدراسة إلى أن شفافية القوائم المالية ليس لها تأثير معنوي على خطر انهيار سعر السهم، ويشير ذلك إلى أن المستثمرين الإندونيسيين يميلون إلى التغاضي عن شفافية القوائم المالية عند اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم.

▪ بينما استهدفت دراسة (الصاوي، ٢٠٢٢) اختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية على خطر انهيار سعر السهم، وقد أجريت الدراسة العملية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية في الفترة من عام (2017) وحتى عام (2019)، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على احتمالات تعرض الشركة لخطر انهيار سعر سهمها في سوق الأوراق المالية، كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للأداء المالي والملكية المؤسسية على خطر انهيار

سعر السهم، وقد أوصت الدراسة بضرورة تطبيق آليات حوكمة الشركات وزيادة فعالية نظم الرقابة الداخلية لتخفيض تكاليف الوكالة، الأمر الذى من شأنه تحسين الأداء المالى وتعظيم قيمة الشركة ومركزها التنافسى فى السوق.

فى ضوء ما تقدم، يتضح وجود تباين فى نتائج أدبيات الفكر المحاسبى حول أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية، حيث أشارت بعض الدراسات إلى أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وتمتعهم بمهارات إدارية أمر ضرورى لنجاح أى شركة، إلا أن هيمنتهم على مجلس الإدارة قد يدفعهم للقيام بممارسات انتهازية وإخفاء الأخبار السيئة خاصة فى حالة تعارض المصالح مع الأطراف المختلفة ذات العلاقة، وبالتالي زيادة غموض التقارير المالية وعدم شفافيتها، الأمر الذى يؤثر بالسلب على قيمة الشركة ويزيد من احتمالات تعرض أسهمها لخطر الانهيار فى سوق الأوراق المالية.

٤/١/٧ الفجوة البحثية فى مجال العلاقة بين متغيرات الدراسة الحالية التى تتمثل فى الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم

فى ضوء ما توصلت إليه أدبيات المحاسبة المرتبطة بمجال الدراسة، يمكن استعراض

الفجوة البحثية ومدى مساهمة الدراسة الحالية فى تخفيضها كما يلى:

■ معظم الدراسات السابقة التى تناولت العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم تم تطبيقها على أسواق مالية متقدمة مثل: فرنسا، وأندونيسيا، والصين، والهند (Wang et al., 2022; Sun et al., 2022; Gu et al., 2022; Depoers et al., 2022; Zhang, 2022; Liu & Lei, 2021; Ali & Tauni, 2021 Leng et al., 2021; Balsam et al., 2021; Ria et al., 2020).

■ بالنسبة لبيئة الأعمال المصرية وفى حدود علم الباحثين، فقد ركزت غالبية الدراسات على تأثير غموض التقارير المالية على خطر انهيار سعر السهم (الصاوى، ٢٠٢٢، حسين، ٢٠٢٠، Saham, 2021)، دون التطرق لمتغير الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين، مما يتطلب معه ضرورة اختبار العلاقات التأثيرية بين متغيرات الدراسة بالتطبيق على

الشركات المقيدة في البورصة المصرية، والتي تعتبر أحد الأسواق الناشئة وتختلف في سماتها وخصائصها عن الأسواق المالية العالمية.

■ من أبرز ما يميز الدراسة الحالية وأهم نقاط قوتها هو تقديم دليل تطبيقي على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، لقياس تأثير العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

٢/٧ عرض وتحليل الإطار المفاهيمي لغموض التقارير المالية في الفكر المحاسبى

يلعب الإفصاح المحاسبى دوراً هاماً في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتحقيق كفاءة سوق رأس المال، وعلى الرغم من الإهتمام المتزايد بتحسين جودة القوائم والتقارير المالية إلا أن الإفصاح المحاسبى مازال يعتمد على السياسة المتبعة من قبل إدارة الشركة وما تتخذه من قرارات تتحكم بواسطتها في مستوى شفافية التقارير المالية والمعلومات الواردة بها (Sun et al., 2022).

وتفترض نظرية الوكالة أن سياسة الإفصاح تتأثر بدوافع الإدارة الخاصة وعقود الحوافز الإدارية والممارسات الضريبية وأهداف تعزيز المركز التنافسى والحفاظ على قيمة الشركة واستقرار أسعار أسهمها المتداولة في البورصة (Ria et al., 2020)، مما قد يولد السلوك الانتهازى لإدارات الشركات للتلاعب بالمعلومات المحاسبية بما يؤدي إلى عدم شفافية التقارير المالية وغموضها بهدف تحقيق مكاسب شخصية على حساب الأطراف المختلفة من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة (الصاوى، ٢٠٢٢).

مما تقدم، فإنه يمكن عرض وتحليل مفهوم غموض التقرير المالى فى الفكر المحاسبى، تمهيداً لاختبار تأثير الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين عليه، وذلك على النحو التالى:

١/٢/٧ مفهوم غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity)

تناولت العديد من أدبيات المحاسبة غموض التقارير المالية خاصة بعد انهيار كبرى الشركات العالمية، والتي يرجع السبب الرئيسى فيها إلى عدم شفافية المعلومات المحاسبية، وقد تعددت وجهات النظر حول الغموض فمنهم من رأى أنه يعنى غموض الإفصاح (Disclosure Opacity) أو الغموض المحاسبى (Accounting Opacity)، وآخرون يرون أن المقصود به هو الغموض المالى (Financial Opacity)، بينما أطلق عليه البعض

غموض الشركة (Firm Opacity)، وعلى الرغم من تعدد المسميات إلا أنها تتفق في مضمونها وهو عدم وضوح المعلومات وصعوبة فهمها من قبل مستخدميها، مما يؤدي إلى حالة من التخبط في اتخاذ القرارات لأصحاب المصالح المرتبطة بالشركة (Baig et al., 2021; Chae et al., 2020، عبدالونيس، ٢٠٢٠).

وينشأ غموض التقرير المالي (Financial Reporting Opacity) من محاولة الإدارة التنفيذية التحكم في المعلومات المتاحة لديها لتوجيه مستخدميها بما يخدم أهدافهم ومصالحهم الخاصة، وقد أشارت دراسة (عزام وزلط، ٢٠٢٢) إلى أن غموض التقرير المالي يقصد به نقص المعلومات وعدم كفايتها مما يصعب معه قدرة المستثمرين والأطراف الأخرى من مستخدمي التقارير المالية على تقييم الأداء الفعلي والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة، وبالتالي فإن هذه المعلومات تصبح مضللة لمستخدميها وغير ملائمة لاتخاذ القرار.

وفي ذات السياق، فقد توصلت دراسة (Janahi et al., 2021) إلى أن غموض التقرير المالي يقصد به عدم شفافية المعلومات الواردة بالقوائم المالية (Non-Transparent)، مما يؤدي إلى عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة من ناحية ومستخدمي هذه القوائم من المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح من ناحية أخرى، الأمر الذي من شأنه التأثير سلباً على كفاءة سوق رأس المال وعلى أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة.

وقد أشارت دراسة (الصاوي، ٢٠٢٢) إلى أن غموض التقرير المالي عبارة عن استراتيجية للإفصاح المحاسبي مصممة من قبل إدارة الشركة، تستند على السلوك الانتهازي من خلال السلطة التقديرية الممنوحة لهم بما يمكنهم من التأثير المتعمد على سياسة إعداد القوائم والتقارير المالية وإدارة أنشطة الإفصاح.

وتستخدم إدارة الشركة عدة وسائل للقيام بذلك منها: التحكم في محتوى المعلومات وكميتها وإدارتها بشكل انتهازي، والتلاعب بنتائج الأداء المالي وتعمد الإدارة لإخفاء الأخبار غير المواتية وحجبها أو القيام بتشويش في المعلومات المفصح عنها عن عمد من خلال اللغة المستخدمة أو طريقة العرض (Balsam et al., 2021).

وجدير بالذكر، فقد أشارت دراسة (Yin et al., 2022) إلى أن غموض التقارير عبارة عن استراتيجية أو سياسة للإفصاح من قبل الإدارة تعتمد فيها على إخفاء الأخبار غير المواتية

وعدم الإفصاح عن المعلومات الفعلية عن الأداء المالي للشركة، بغرض المحافظة على القيمة السوقية للشركة وكذلك عدم التأثير السلبي على التدفقات النقدية المستقبلية واحتمالية تعرض الشركة لخطر انهيار سعر سهمها المتداول في البورصة.

ويقصد بغموض الشركة (Firm Opacity) هو ميل الإدارة للحد من الإفصاح عن المعلومات الملائمة لمستخدمي التقارير المالية، بغرض تشتيت انتباههم وصعوبة فهمهم وتفسيرهم للمعلومات الواردة بها، والتي من شأنها تقييم الأداء الفعلي للشركة والوضع الحقيقي لها (AL Balooshi et al., 2020).

وفي ذات الشأن، فقد أشارت دراسة (الصاوي، ٢٠٢٢) إلى أن الغموض المحاسبي (Accounting Opacity) ينشأ من الممارسات الإدارية المتعمدة للتلاعب بالنتائج المحاسبية بغرض إخفاء الأخبار السيئة مما يجعل التقارير المالية المنشورة لا تتسم بالشفافية وتصبح مضللة لمستخدميها، ويرجع السبب في ذلك إلى الحوافز الإدارية مثل: عقود مكافآت الإدارة عن الأداء المالي، والحفاظ على سمعتها، والمخاوف من تعثر الشركة واحتمالية تعرضها للإفلاس.

وبالنسبة لمفهوم غموض الإفصاح (Disclosure Opacity) فإنه لا يختلف كثيراً عن المفهوم السابق، ويقصد به افتقار القوائم والتقارير المالية إلى الشفافية بشكل متعمد للتعتيم وإخفاء الأخبار غير المواتية مما يؤثر سلباً على قدرة الأطراف الخارجية المرتبطة بالشركة ومستخدمي التقارير على تقييم الأداء الفعلي بشكل دقيق نتيجة للمعلومات المضللة بتلك التقارير (Stenzel & Wagner, 2022).

في ضوء ما سبق، فإنه يمكن تعريف غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) بأنه التشويش أو التعتيم المتعمد للمعلومات المحاسبية بحيث يصعب على مستخدمي التقارير المالية من أصحاب المصالح فهمها وتفسيرها والوقوف على الوضع الحقيقي للشركة، ويتم ذلك بناءً على سياسة ممنهجة من قبل إدارة الشركة بغرض إخفاء الأخبار السيئة عنها، لتجنب تكاليف التقاضي والتأثير السلبي على سمعة الإدارة، خاصة إذا كانت مرتبطة بعقود مكافآت عن الأداء المالي، فضلاً عن تجنب ردود الفعل السلبية للسوق واحتمالية تعرضها للتعثر المالي وانهيار أسعار أسهمها المتداولة بسوق الأوراق المالية.

٢/٢/٧ دوافع غموض التقرير المالي

تساهم جودة عملية التقرير المالي في تحسين مستوى الإفصاح بالتقارير الماليه وقابليتها للقراءة والفهم من قبل المستثمرين في أسواق المال وأصحاب المصالح الأخرى المرتبطة بالشركة، وعلى الرغم من الدور الهام الذى تلعبه الإدارة في تعظيم قيمة الشركة وأدائها المالي، إلا أنها تلجأ أحياناً للقيام ببعض الممارسات التى من شأنها التأثير سلباً على مستوى شفافية المعلومات المحاسبية، وبالتالي زيادة غموض التقارير المالية، بهدف إخفاء وحجب الأخبار السيئة عن الشركة التى تهدد مستقبلها واستمرارها فى النشاط، وبالتالي يمكن القول بأن غموض التقارير المالية يرجع إلى عدة دوافع من أهمها:

أ- دوافع مرتبطة بخصائص المديرين:

وتعتمد هذه الدوافع على ترسيخ نظرية القوة الإدارية (Entrenchment managerial power) والسلطة الممنوحة للمديرين التنفيذيين فى اتخاذ القرارات التى تؤثر مباشرة على سياسات الإفصاح بالشركات وإعداد التقارير المالية لها (Al Islami & Madyan, 2020). أشارت دراسة (Bai et al., 2022) إلى أن هيكل الملكية الإدارية وقوة المديرين التنفيذيين يعد سبباً هاماً لغموض التقارير المالية، حيث تساهم مشاكل الوكالة وتعارض المصالح بشكل رئيسى فى زيادة مستوى الغموض، من خلال قيام الإدارة بممارسات انتهازية لإخفاء الأخبار السيئة وغير المواتية عن الأداء المالي للشركة، مما يترتب عليه زيادة فجوة عدم تماثل المعلومات وتخفيض مستوى جودة التقارير المالية.

وفى ذات السياق، فإن الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين والجوانب السلوكية لهم تؤثر على مستوى غموض التقارير المالية، حيث يتسم هؤلاء المديرين بأنهم أقل تحفظاً وأكثر تفاؤلاً، ويميلون إلى تخفيض احتمالات حدوث الأمور غير المواتية فى غير صالح الشركة، كما يميلون إلى المبالغة فى تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، لجذب انتباه المستثمرين واستقرار أسعار أسهم الشركة بالبورصة، الأمر الذى يدفعهم للقيام بممارسات انتهازية خاصة فى حالة اختلاف نتائج الأداء المالي الفعلى عن المتوقع (Salehi et al., 2020).

ب- دوافع مرتبطة بخصائص الشركة

تتعدد الدوافع المرتبطة بخصائص الشركة مثل: (حجم الشركة، وعمر الشركة، والربحية، والسيولة، والرافعة المالية، وهيكل الملكية ونوع الصناعة)، وقد توصلت دراسة (Saham, 2021) إلى أن التنبؤات المستقبلية للمحللين الماليين تخلق ضغط على المديرين التنفيذيين لتحقيقها، مما يزيد دوافعهم لممارسة سياسات انتهازيه تؤدي إلى غموض المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية للشركة.

وتشكل المنافسة في سوق العمل وقطاع الصناعة عامل ضغط على المديرين التنفيذيين لإظهار التقارير المالية بشكل يرضى المستثمرين ويخدم مصالحهم، إلا أن الإفصاح عن بعض المعلومات الهامة عن الشركة قد يضر بها ويمكن استخدامها بشكل سيء من قبل منافسيها، ولذلك تفضل الإدارة عدم الإفصاح عنها حفاظاً على مستقبل الشركة وسيولة أسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية (Baig et al., 2021).

في ضوء ما تقدم، فإن غموض التقارير المالية والتعتميد المتعمد للمعلومات ليس وليد الصدفة، إنما نتيجة لسياسة ممنهجة من قبل إدارة الشركة تستند إلى عدد من الدوافع سواء التي تتعلق بخصائص الشركة مثل: ضعف الأداء المالي، وتنبؤات المحللين الماليين بشأن التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية، وقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، ودرجة المنافسة في القطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو التي تتعلق بخصائص المديرين وسماتهم الشخصية مثل: القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين والنقطة المفردة لديهم لنتيجة لمركزية اتخاذ القرار.

٣/٢/٧ مبررات غموض التقارير المالية

على الرغم من التأثير السلبي لغموض التقارير المالية على متخذي القرار من المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى، إلا أن الإدارة قد تلجأ لها أحياناً للحفاظ على الشركة وتجنب تعرضها لأية مخاطر مالية من شأنها تهديد مستقبلها واستمراريتها في بيئة الأعمال.

وفي ذات السياق، فقد أشارت أدبيات المحاسبة (، Stenzel & Wagner, 2022; Ria et al., 2020; Baig et al., 2021; عزام وزلط، ٢٠٢٢، الصاوي، ٢٠٢٢، عبد

الونيس، ٢٠٢٠) إلى وجود عدة مبررات لغموض التقارير المالية تفسر دوافع الإدارة وتتمثل فيما يلي:

أ- التحفظ المحاسبى (Accounting Conservatism)

يتطلب التحفظ المحاسبى الإفصاح عن الأخبار السيئة فى التوقيت المناسب أكثر من الأخبار الجيدة، مما يستوجب على الإدارة تقديم تفسيرات حول مستقبل الشركة خاصة فى حالة وجود خسائر متتالية، حيث تسعى الإدارة لاتخاذ قرارات واعية تؤثر على قابلية القوائم المالية للقراءة والفهم من قبل متخذى القرار.

ب- تجنب الدعاوى القضائية وتكاليف التقاضى (Litigation)

تحاول إدارات الشركات التى تتعرض لدعاوى قضائية حماية نفسها من أخطار التقاضى عن طريق القيام بإفصاحات تحذيرية بالقوائم المالية، وكتابة تقارير دورية بحيث تكون قابلة للفهم من قبل مستخدميها، وتبين مواطن الخلل بالشركة وضعف الأداء المالى بها، واحتمالات تعرضها لخسائر مستقبلية قد تهدد استمراريتها فى النشاط.

ج- التشويش الإدارى (Management Obfuscation)

يلجأ المديرون التنفيذيون فى حالة الأخبار السيئة إلى كتابة تقارير طويلة بعبارات وجمل كبيرة يصعب فهمها، مما يشنت مستخدمى القوائم المالية ويزيد من عدم مقدرتهم على اتخاذ قرارات رشيدة، نتيجة لتعدد وغموض المعلومات الواردة بتلك القوائم وارتفاع تكاليف تحليلها، وبالتالي تتخفف استجابة السوق وردود الأفعال تجاه تلك الشركات.

د- التوجيه الخاطى (Misdirection)

وهنا تقوم الإدارة بتوجيه المستثمرين وأصحاب المصالح لاتخاذ قرارات معينة، من خلال التركيز على الإفصاح عن المعلومات التى تعكس الجوانب الإيجابية المتعلقة بالأداء المالى والتنبؤات المالية المستقبلية للشركة، وتجنباً لمشاكل الوكالة فإن الإدارة لا تغفل الإفصاح عن الأخبار غير المواتية، حيث يتم تضمينها بالتقارير المالية ولكن بشكل معقد ويتسم بالغموض وعدم الفهم.

هـ - الإسناد (Attribution)

ويقصد به أن الإدارة تقوم بإسناد الأخبار السيئة عن الأداء المالى للشركة وقيمتها السوقية لظروف وأحداث خارجية غير مرتبطة بأدائها فى إدارة موارد الشركة، وبالتالي فإن الإدارة تتصل من المسؤولية وتلقى العبء على أطراف أخرى، وعلى العكس من ذلك، فإن أية أخبار جيدة تعتبر نتائج شخصية وتنسب إلى المديرين التنفيذيين ومدى تمتعهم بخبرات ومهارات فنية وإدارية.

٤/٢/٧ طرق قياس غموض التقارير المالية فى الفكر المحاسبى

باستقراء أدبيات المحاسبة الحديثة ذات العلاقة فإنه يوجد أربعة بدائل أو طرق يمكن من خلالها قياس غموض التقارير المالية، ويمكن تناولها بشئ من التوضيح على النحو التالى:

- البديل الأول: قياس مستوى غموض التقارير المالية من خلال جودة المراجعة

(Audit Quality)

أشارت دراسة (Butar & Murniati, 2021) إلى أن جودة التقارير المالية تعتمد بشكل كبير على جودة عملية المراجعة، مما يعد مؤشراً على مستوى غموض التقارير المالية، حيث أوضحت الدراسة أن القوائم المالية التى يتم مراجعتها من قبل أحد مكاتب المراجعة الأربع الكبار (BIG4) تعتبر أكثر جودة من القوائم المالية التى تتم مراجعتها بواسطة المكاتب الأخرى، وبالتالي فقد تم قياس غموض التقارير المالية (FROpacity) من خلال اعتبار جودة المراجعة (AQ) متغير وهمى (Dummy Variable) يأخذ القيمة (1) إذا تم مراجعة القوائم المالية بواسطة أحد مكاتب المراجعة الأربع الكبار (BIG4)، وبالتالي ينخفض مستوى الغموض لها، ويأخذ القيمة (0) فيما عدا ذلك، وهنا تنخفض مستوى الشفافية أو بمعنى آخر يرتفع مستوى الغموض لهذه التقارير.

- البديل الثانى: قياس مستوى غموض التقارير المالية من خلال التنبؤات المالية للمحللين الماليين

أشارت دراسة (Baig, 2021) إلى أنه يمكن قياس مستوى غموض التقارير المالية من خلال حساب الانحراف المعيارى لتنبؤات المحللين الماليين (Analysts' Forecasts) بالأرباح المستقبلية للشركة كما بالمعادلة التالية:

$$FROpacity_{i,t} = \frac{\hat{\sigma}_i}{\sqrt{N}}$$

حيث أن:

- (FROpacity): تمثل غموض التقارير المالية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- $(\hat{\sigma}_i)$: عبارة عن الوسط الحسابي والانحراف المعياري لتنبؤات المحللين الماليين بأرباح الشركة (i) في نهاية الفترة التالية (t+1).
- (N): عبارة عن عدد المحللين الماليين الذين يغطون الشركة مع الأخذ في الاعتبار ضرورة ألا يقل عدد المحللين عن ثلاث واستبعاد دون ذلك.

وقد أوضحت الدراسة أنه كلما انخفض الانحراف المعياري كلما انخفض التباين بين آراء المحللين الماليين، وبالتالي ترتفع شفافية المعلومات أو بمعنى آخر ينخفض مستوى غموض التقارير المالية.

- **البديل الثالث: قياس غموض التقارير المالية من خلال تقارير البورصة عن جودة الإفصاح بالشركة**

تعتمد هذه الطريقة في تحديد مستوى غموض التقارير المالية على ما تصدره البورصات المالية من تقارير بشأن مستوى الإفصاح للشركات المقيدة بها، ومنها على سبيل المثال: ما تقوم به بورصة (Shenzhen Stock Exchange) بالصين منذ عام (2001) حيث تقوم بتقييم جميع الشركات المقيدة من حيث جودة المعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية من خلال تصنيفهم إلى أربع فئات رئيسية وهي: (ممتاز، جيد، مؤهل، غير مؤهل)، وبالتالي فإنه يمكن الحصول على مثل هذه المعلومات من الموقع الإلكتروني للبورصة ويتم إنشاء مؤشر للغموض (OPSCORE) يأخذ قيمة تتراوح من (1:4)، بحيث تكون القيمة (1) إذا كان مستوى تقرير الإفصاح ممتاز، والقيمة (4) إذا كان غير مؤهل (Liang et al., 2020).

- **البديل الرابع: قياس غموض التقارير المالية من خلال القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية**

تماشياً مع أدبيات الفكر المحاسبي ذات العلاقة (Sun et al., 2022; Baig, 2021;)، وفي سبيل قياس غموض التقارير المالية فإن الدراسة الحالية قد اعتمدت على مقياس (Butar & Murniati, 2021; Chae et al., 2020; Cheng et al., 2020) وفي سبيل قياس غموض التقارير المالية فإن الدراسة الحالية قد اعتمدت على مقياس (٢٠٢٢)

بديل وهو: المجموع المتحرك لثلاث فترات زمنية من القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية الناتجة من استخدام نموذج جونز المعدل.

واستكمالاً لما سبق، فقد أشارت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) إلى أن الزيادة في قيمة الاستحقاقات الاختيارية تشير إلى وجود ممارسات انتهازية للتلاعب بالقوائم المالية والأرباح المدرجة بها، وغالباً فإن الاستحقاقات الاختيارية الإيجابية الكبيرة التي تقوم بها ادارت الشركات يتبعها استحقاقات اختيارية سلبية كبيرة وليس تدفقات نقدية إيجابية.

يضاف إلى ما سبق، أن تلاعب الشركات بالأرباح المفصح عنها لا يكون مرتبط بنفس السنة فقط وإنما تسبقها ممارسات قد تمتد إلى ثلاث سنوات لتاريخ اكتشافها، وهذا ما يبرر الاعتماد على المجموع المتحرك لثلاث فترات زمنية من القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية، فضلاً على أن وجود مثل هذه الاستحقاقات يعد مؤشراً على غموض التقارير المالية (Ria et al., 2020).

٣/٧ عرض وتحليل ماهية الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وأثرها على غموض التقارير

المالية

يتوقف نجاح المنشآت في تحقيق أهدافها بشكل كبير على مجالس إدارتها ومديريها التنفيذيين، ولذلك فإن تمتع هؤلاء المديرين بقدرات إدارية عالية يعد بمثابة حجر الأساس لنجاحها في تحقيق أهدافها وتعزيز مركزها التنافسي وتعظيم قيمتها السوقية، حيث يمكنهم فهم وتطبيق المعايير المحاسبية وبناء التقديرات المستقبلية بشكل أكثر مصداقية فضلاً عن تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تحسين مستوى الإفصاح والشفافية بالتقارير المالية وتوفير المعلومات الملائمة للأطراف المختلفة من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة (Bai et al., 2022). في ضوء ما سبق، فإنه يمكن عرض ماهية الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين في أدبيات المحاسبة، تمهيداً لاختبار تأثيرها على غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم بالبورصة، وذلك على النحو التالي:

١/٣/٧ مفهوم الثقة الإدارية المفرطة:

نظراً للدور الحيوى الذى يلعبه المديرين التنفيذيين فقد تناولت العديد من أدبيات الفكر المحاسبى مدى تأثير الجوانب السلوكية لهؤلاء المديرين على فعالية اتخاذ القرارات وصياغة الاستراتيجيات المستقبلية والخطط التشغيلية والسياسات المالية لشركاتهم.

وتعد الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين واحدة من التحيزات السلوكية التى تتحكم فى عملية اتخاذ القرارات، وتتمثل فى كونهم يؤمنون بشدة فى تقديراتهم الشخصية لقيمة الأصول المالية للشركة أكثر من تقدير المديرين الآخرين لها (Ali & Tauni, 2021).

وفى ذات السياق، فقد أشارت دراسة (عبد الرحيم، ٢٠٢٠) إلى أن الثقة الإدارية المفرطة يقصد بها مبالغة المديرين التنفيذيين فى تقدير احتمال وقوع الأحداث، بالإضافة إلى التفاؤل فى تقييمهم لإمكانياتهم وقدراتهم.

وجدير بالذكر، فإن المديرين ذوى الثقة المفرطة عادة ما يكون لديهم منظور إيجابى حول العوائد المستقبلية والمخاطر التى قد تواجهها الشركة، ويعتقدون أنهم يمتلكون معلومات خاصة لا تتوافر لدى غيرهم، ويبالغون فى تكامل معلوماتهم، مما يترتب عليه المبالغة فى تقدير التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية لشركاتهم (سمعان، ٢٠٢٠).

وتعتبر الثقة الإدارية سلاحاً ذو حدين، فعلى الرغم من أن المبالغة فى الثقة بالنفس لدى المديرين التنفيذيين تساهم فى تعزيز الابتكار والإقدام فى القرارات الاستراتيجية المتعلقة بمستقبل الشركة، إلا أن المبالغة فى التنبؤات المالية وتقدير العوائد المستقبلية والمخاطر المالية والتهوين من عدم تأثير الأحداث السياسية والقانونية فى البيئة المحيطة بالشركة يهدد استمراريتهما فى النشاط (Chang & Lin, 2022).

وقد أكدت دراسة (Depoers et al., 2022) على أن المدير الذى يتمتع بثقة مفرطة ينظر له على أنه مدير المبالغة فى تقدير تأثير الأحداث المواتية على العوائد المستقبلية، والاستهانة بتقدير حدوث المخاطر المستقبلية وتأثيرها السلبى على الأداء المالى للشركة.

٢/٣/٧ أساليب قياس الثقة الإدارية المفرطة فى الأدب المحاسبى

تناولت الأدبيات المحاسبية المعاصرة ذات العلاقة عدة بدائل لقياس الثقة الإدارية المفرطة، ويمكن استعراضها لتحديد أنسبها للتطبيق فى بيئة الأعمال المصرية وذلك على النحو التالى:

▪ البديل الأول:

ويعتمد هذا البديل في قياس الثقة المفرطة للمدير التنفيذي على الاختلاف بين توقعات المديرين والأرباح الفعلية، فإذا كان عدد المرات التي تحقق بها ربح أقل من المتوقع من قبل المديرين تتعدى عدد المرات التي تحقق بها ربح أعلى من المتوقع ففي هذه الحالة يعتبر المدير التنفيذي (Executive Manager) ذو ثقة مفرطة (Overconfidence) ويأخذ هذا المتغير القيمة (1) والقيمة (0) بخلاف ذلك (Leng et al., 2021).

▪ البديل الثاني:

وهنا يمكن قياس الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين من خلال الخصائص الشخصية لهم (Zare, 2020)، وخيارات الأسهم التي يمارسونها (Aktas & Petmezas, 2019)، والتغطية الإعلامية (Salehi et al., 2020) ورفع سقف التوقعات من قبل هؤلاء المديرين تجاة الأرباح المتوقعة والأرباح الفعلية (Ria et al., 2020)، وكذلك الحوافز الإدارية والمكافآت المرتبطة بالأداء المالي للإدارة (Buchholz et al., 2018)، وأنشطة الاستثمار والتمويل الخاصة بالشركة (Al_ Mamun et al., 2020).

وفي ذات السياق، فقد أوضحت الدراسات السابقة أن قياس الثقة الإدارية المفرطة على أساس خيارات شراء الأسهم، وحوافز ومكافآت الإدارة، وأخطاء التنبؤ بالأرباح، وأنشطة الاستثمار والتمويل تؤدي إلى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح المرتبطة بالشركة من المستثمرين وغيرهم، وبالتالي فإن الاعتماد على المعلومات التي توفرها الخصائص الشخصية كمقياس للثقة الإدارية المفرطة تكون أكثر موضوعية (Fu et al., 2022).

▪ البديل الثالث:

أشارت دراسة (Benkraiem et al., 2021) إلى أنه يمكن قياس الثقة المفرطة للمدير التنفيذي من خلال إنشاء مقياس مركب يستند على أربعة مؤشرات مرتبطة بأنشطة التمويل والاستثمار لشركة ما خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فإنه يمكن تعريف المدير التنفيذي (Chief Executive Manager) على أنه (Overconfidence) إذا كانت تتوافر فيه ثلاثة على الأقل من الأربعة مؤشرات، وهنا يأخذ القيمة (1)، والقيمة (0) بخلاف ذلك، وتتمثل المؤشرات الأربعة للمقياس فيما يلي:

- أ- إذا كان فائض الاستثمار (وهو عبارة عن البواقي فى معادلة انحدار معدل نمو إجمالى الأصول على معدل نمو المبيعات) أكبر من وسيط قطاع الصناعة.
- ب- إذا كانت قيمة صافي الاستحواذ فى الأصول (قيمة الأصول المستحوذ عليها - الأصول التى تم جردها) أكبر من وسيط قطاع الصناعة.
- ج- إذا كان معدل الديون لحقوق الملكية (الديون طويله الأجل على إجمالى القيمة السوقية لحقوق الملكية) أكبر من وسيط قطاع الصناعة.
- د- إذا كانت نسبة توزيع أرباح الشركه تساوى (0).

▪ البديل الرابع:

وهنا يتم قياس الثقة الإدارية المفرطة من خلال إنشاء مقياس مركب (CEO-OC INDEX) يستند على أربعة متغيرات وهمية (Dummy Variables) تتمثل فى: ازدواجية المدير التنفيذى والخبرة والروابط السياسية والنوع، فى سبيل الحكم على المدير التنفيذى (Chef Executive Manager) على أنه (Overconfidence).

ويعتبر البديل الرابع أنسب البدائل للتطبيق فى بيئة الأعمال المصرية بصفة عامة والدراسة الحالية بصفة خاصة، ويرجع السبب فى ذلك إلى نقطتين أساسيتين أولهما: أنه يعتبر مقياس واقعى مقارنة بالبدائل الأخرى، أما ثانيهما هو إمكانية الحصول على البيانات اللازمة للمقياس سواء من الموقع الإلكتروني للشركة أو من موقع البورصة أو المواقع الإلكترونية المرتبطة بالأسواق المالية.

مما تقدم، فإنه يمكن قياس الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين من خلال الاعتماد على البديل الرابع، والذى سيتم تناوله بشئ من التوضيح فى الجانب التطبيقى من الدراسة الحالية.

٣/٣/٧ أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية

تعتبر المبالغة فى الثقة بالنفس من أكثر الجوانب الإدارية التى تناولها الأدب المحاسبى، حيث أشارت دراسة (Kaplan et al., 2022) إلى أنها تعنى مبالغة الأشخاص فى تقدير مدى صحة قراراتهم وآرائهم وتوجهاتهم، وبالتالي فهم يرون أنفسهم السبب الرئيسى لأى نجاح، وعلى الجانب الآخر فإن الفشل فى الأداء من خلال اتخاذ قرارات خاطئة وغير صائبة يرجع لعوامل أخرى خارجة عن إرادتهم.

وقد توصلت دراسة (sun et al., 2022) إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على قابلية القوائم المالية المنشورة للقراءة والفهم من قبل أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، حيث أوضحت أن الثقة المفرطة وهيمنة المديرين التنفيذيين قد ينتج عنها ممارسات انتهازية من شأنها تخفيض مستوى شفافية المعلومات المحاسبية الواردة بتلك القوائم.

وفي ذات السياق، فقد أكدت دراسة (Ria et al, 2020) على وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة الإدارية المفرطة على قابلية التقارير المالية للقراءة، حيث أوضحت الدراسة أن الثقة المفرطة للإدارة ترتبط بشكل جوهري بوجود تلاعبات بالتقارير المالية، وبالتالي فإن تتبؤات المحللين الماليين عن التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية تكون غير دقيقة، نتيجة لاستنادها على مؤشرات مالية لا تتوافق مع الأداء المالي الحقيقي للشركة، وهذا بدوره يجعل التقارير المالية أكثر تعقيداً وغموضاً وتصبح مضللة لمستخدميها.

وعلى الجانب الآخر، فقد اتفقت دراستي (khajavi, 2021، عبدالونيس، ٢٠٢٠) على وجود تأثير سلبي ومعنوي للثقة الإدارية المفرطة على غموض التقارير المالية، حيث أوضحت الدراسة أن مديري الشركات الكبرى الذين يتمتعون بقدرات إدارية عالية يكونوا أكثر حرصاً على استقرار الشركة وعدم تعرضها لمخاطر مالية من شأنها تهديد استمراريتها في النشاط، ومن هذا المنطلق فإنهم قد يلجأون للقيام ببعض الممارسات بما لا يؤثر على شفافية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية.

في ضوء ما سبق، يمكن القول بأن الالتزام بتطبيق مبادئ حوكمة الشركات ودعم استقلالية مجالس الإدارات والحد من هيمنة الإدارة التنفيذية، يؤثر بشكل جوهري على مستوى الإفصاح بالتقارير المالية وبالتالي شفافيتها، مما يعكس بالإيجاب على القيمة السوقية للشركة وأدائها المالي، ومن ناحية أخرى مساعدة مستخدمي التقارير المالية من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة في ترشيد قراراتهم الإقتصادية.

مما تقدم، يمكن صياغة الفرض الأول للدراسة الحالية كما يلي:

يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية.

٤/٧ عرض وتحليل ماهية خطر انهيار أسعار الأسهم في الأدب المحاسبي

يعتبر خطر انهيار أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة من المخاطر الهامة بالنسبة لكل من المستثمرين والشركات على حد سواء، وترجع أهميته في تأثيره على اتخاذ المستثمرين لقراراتهم الاقتصادية، ومن ناحية أخرى فإن حدوث مثل هذا الخطر يؤثر على كيفية أو طريقة إدارة الشركة لإدارة مخاطرها (عبدالمجيد، ٢٠٢١)، وبعد حدوث الأزمة المالية وما ترتب عليها من انهيارات مالية لكبرى الشركات العالمية، توجهت الأنظار وأصبح هناك اهتماماً متزايداً للتعرف على مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم في البورصة وعلاقتها بتحديد القيمة السوقية للشركة، وعلى مستوى الشركات فإنه يعتبر محدداً رئيسياً لقيمة العوائد المتوقعة في القطاع الذى تنتمى إليه الشركة، بينما على مستوى السوق فإن هذا الخطر يفسر جزءاً كبيراً من التغير فى حقوق الملكية (حسين، ٢٠٢٠).

١/٤/٧ مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم

من خلال مراجعة واستقراء الأدبيات المحاسبية التى تناولت موضوع خطر انهيار أسعار الأسهم، فإنه ينبغى أولاً التأكيد على أن هناك اختلافاً بين خطر انهيار سعر السهم وخطر انهيار السوق ككل، حيث ينشأ الأخير عن انهيار سعر سهم شركة ما ثم تنتقل العدوى إلى باقى أسهم الشركات الأخرى المقيدة بالسوق (McCarthy & Hillenbrand, 2021). وفى سياق متصل، قدمت الدراسات السابقة العديد من المفاهيم المتشابهة ومنها ما أشارت إليه دراسة (Depoers et al., 2022) بأنه: "احتمالية حدوث انخفاض شديد فى سعر سهم الشركة بشكل مفاجئ وبصورة غير متكررة"، ويتفق هذا المفهوم إلى حد كبير مع ما توصلت إليه دراسة (عبد المجيد، ٢٠٢١) بأنه: "احتمال حدوث هبوط حاد فى القيمة السوقية لسهم الشركة، ويمكن تحديده من خلال الالتواء السالب أو الانحراف فى توزيعات العوائد على السهم خلال فترة زمنية من التداول فى السوق".

وفى ذات السياق، فقد عرفته دراسة (Moradi et al., 2021) بأنه "التدهور الشديد فى القيمة السوقية لأسهم الشركة، والذى يؤدي بدوره إلى هبوط حاد فى قيمة الشركة، وبالتالي انخفاض ثروة الملاك"، بينما أشارت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) إلى أن خطر انهيار سعر سهم الشركة بأنه: "تلك الظاهرة التى يحدث فيها التواء أو انحراف سالب لعوائد سهم شركة ما بشكل

متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، مما يؤدي إلى ارتفاع احتمالات حدوث هبوط حاد في سعر سهم الشركة في سوق المال في المستقبل القريب".

واستكمالاً لهذه المفاهيم والتعريفات، فقد أوضحت دراسة (Fu et al., 2022) أن خطر انهيار أسعار الأسهم هو "حدث غير عادي، وفيه يرتفع الانحراف المعياري لعوائد سهم شركة ما عن متوسط العوائد لنفس السهم وذلك خلال فترة زمنية معينة"، ويحدث ذلك عادة نتيجة لحجب أو إخفاء الأخبار السيئة عن الأداء المالي للشركة والإفصاح عنها دفعة واحدة وبشكل مفاجئ للمستثمرين والمتعاملين في السوق وهذا ما أشارت إليه دراسة (الصاوي، ٢٠٢٢) بأنه "حدث عوائد سلبية لسهم الشركة بشكل مفاجئ وبقيم كبيرة".

وتأكيداً على ما سبق، فقد أكدت دراسة (Sezgin et al., 2022) على أن "خطر انهيار سعر السهم يعد من أهم وأكبر المخاطر التي تواجهها الشركة، ولذلك فإن وجود قيم سلبية شاذة في توزيع عوائد سهم الشركة، يعد مؤشراً لحدوث هذا الخطر".

في ضوء ما تقدم، يمكن القول بأن مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم يشير إلى هبوط حاد وبشكل مفاجئ وغير متكرر في القيمة السوقية لسهم الشركة في السوق، ويعتبر وجود انحراف أو التواء سالب (قيم سلبية شاذة) في توزيع عوائد سهم الشركة مؤشراً لحدوثه، مع التأكيد بأن الخطر هنا يتعلق بسهم شركة معينة وليس المقصود منه انهيار السوق كله أو بمعنى آخر انهيار أسعار كافة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية.

٢/٤/٧ محددات انهيار أسعار الأسهم

قدم الأدب المحاسبي العديد من الدراسات السابقة في مجال خطر انهيار أسعار أسهم الشركات بسوق الأوراق المالية، والتي تناولت بالشرح والتحليل ماهية المحددات التي تؤثر بشكل جوهري على احتمالات حدوث مثل هذا الخطر وتهديد استمرارية الشركة في مزاولتها نشاطها، يمكن حصر هذه المحددات وتصنيفها إلى أربع مجموعات كما يتضح بالجدول التالي:

جدول رقم (1)
محددات إتهيار أسعار الأسهم

المحددات	الدراسات السابقة	الأثر على خطر إتهيار أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية
أولاً: محدّات مرتبطة بالتقارير المالية وإفصاحات الشركات		
تبني معايير التقرير المالي الدولية (IFRS)	Cho et al, 2021; Bauer & Pittman, 2021.	يساهم تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي (IFRS) في تحسين مستوى الإفصاح للتقارير المالية، مما يحد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة، وبالتالي تجنب احتمالات تعرض الشركة لخطر إتهيار أسعار أسهمها في البورصة.
عموض التقارير المالية	الصاوي، ٢٠٢٢، Chae & Fujitani, 2020	إن حجب وإخفاء الأخبار السيئة والتعميم عليها من قبل المديرين التنفيذيين لتجنب تكاليف الوكالة، يؤدي إلى ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح، وتصيح التقارير المالية غامضة ولا تتسم بالشفافية، مما يضر باستخدامها ويعرض الشركة لخطر إتهيار أسهمها بسوق الأوراق المالية.
قابلية القوائم المالية للمقارنة	Yin et al., 2022	تعتبر التقارير المالية وما تحتويه من معلومات أداة مهمة لأصحاب المصالح عند اتخاذ قراراتهم، وبالتالي فإن شفافية التقارير تساعد المحللين الماليين في تقييم الشركة ومقارنتها بمنافسيها، وكذلك تقييمها على مدار فترات زمنية مختلفة.
ممارسات إدارة الأرباح	Kuang, 2022 Zhong & Li, 2021.	ضعف الرقابة على إدارة الشركة وعدم تطبيق آليات الحوكمة قد يدفعها للقيام بممارسات انتهازية لتحقيق مصالح شخصية على حساب الأطراف الأخرى من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، ويترتب على ذلك الإضرار بالمستثمرين ويزيد من احتمالات تعرض الشركة لخطر إتهيار أسعار أسهمها في البورصة.
التحفظ المحاسبي	Waqas & Siddiqui, 2021	يتطلب تطبيق التحفظ المحاسبي من المديرين التنفيذيين سرعة الاعتراف بالأخبار السيئة والخسائر المحتملة، وهذا الأمر يتعارض مع مصالح الإدارة ودوافعها للمبالغة في قدراتها والأداء المالي للشركة، ومن هذا المنطلق فإن الشركات ذات المستوى المرتفع من التحفظ ستكون أقل عرضة لخطر إتهيار أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية.
المسؤولية الاجتماعية	Zhou et al., 2021	يعتبر الإفصاح عن أنشطة المسؤولية الاجتماعية أحد أدوات الإفصاح الاختياري التي تريد الشركات من خلالها التأكيد على كفاءة الأداء المالي ومستوى جودة وشفافية التقارير المالية، وبالتالي تحسين سمعة الشركة وتعظيم قيمتها السوقية وتخفيض احتمالات إتهيار أسعار أسهمها في البورصة.
التجنب الضريبي	Bilicka et al., 2022; Garg et al., 2020	وفقاً لنظرية الوكالة فإن الإدارة يمكن أن تستخدم ممارسات التجنب الضريبي (Tax Avoidance) والوفورات الناتجة عنها بشكل انتهازي، ويمكن من خلالها تحويل جزء من ثروة الملاك إليها (Rent Extraction)، ويتطلب ذلك تخفيض مستوى الشفافية والإفصاح بالتقارير المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع خطر إتهيار أسعار أسهم الشركة بالبورصة.
ثانياً: محدّات مرتبطة بخصائص مجلس الإدارة		
الثقة الإدارية المفرطة	Gu et al., 2022	على الرغم من الأثر الإيجابي لتمتددي الشركات بمهارات وقرارات إدارية عالية، إلا أن الثقة المفرطة لديهم تدفعهم للقيام بممارسات انتهازية وإخفاء الأخبار السيئة عن الأداء المالي الحقيقي للشركة، وبالتالي الإضرار بالمستثمرين وأصحاب المصالح، الأمر الذي يعرض الشركة لخطر إتهيار أسعار أسهمها في السوق.

تعتبر الروابط السياسية للمديرين التنفيذيين وأعضاء مجلس الإدارة من أهم العلاقات التي يمكن الاستفادة منها وتحقيق وفورات ومكاسب غير عادية للشركة، حيث ان العلاقات بأشخاص ذوي نفوذ بالدولة تساعد الشركة في الحصول على التمويل اللازم وتحقيق مزايا تنافسية قوية عن طريق الاندماج أو الاستحواذ أو المنافع الضريبية، مما يعزز القيمة السوقية للشركة وأدائها المالي، وبالتالي تخفيض احتمالات خطر انهيار أسعار الأسهم بالبورصة.	Tee & MaJid, 2021	الروابط السياسية
يعتبر المحدد الأساسي لنجاح أي منشأة في تحقيق أهدافها هو وجود مديرين تنفيذيين ذوي قدرات إدارية عالية بمجالس إدارتها، وبالتالي فإن هؤلاء المديرين يسعون إلى الاستغلال الأمثل لموارد الشركة وتخفيض تكاليف الوكالة وتحسين جودة التقارير المالية، ومن ثم تخفيض احتمالات خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية.	Fu et al., 2022; Krishnamurti et al., 2021، ملجى، ٢٠١٩.	الفترة الإدارية للمدير التنفيذي
تساهم الملكية الأجنبية في امداد الشركات المحلية بالتكنولوجيا المتقدمة والمعرفة الإدارية والاستثمارات اللازمة لدعم تنافسيتها وإتاحة المجال أمامها للمنافسة في السوق العالمية، كما أن تركيز الملكية في يد كبار المساهمين تحد من السلوك الانتهازي للإدارة، وهذا كله ينعكس بالإيجاب على الأداء المالي للشركة ويخفض احتمالات خطر انهيار أسعار أسهمها بالبورصة.	Sezgin et al., 2022	تركز هيكل الملكية
ثالثاً: محددات مرتبطة بتطبيق آليات حوكمة الشركات		
عندما تتم عملية المراجعة للشركة من قبل إحدى شركات المراجعة الاربعة الكبار (BIG 4) فإن هذا يعتبر مؤشراً على جودة التقارير المالية وارتفاع مستوى شفافيتها، وبالتالي تخفيض تكاليف الوكالة وزيادة الرقابة على الادارة مما يقلل من احتمالات تعرض الشركة لخطر انهيار أسعار أسهمها في السوق.	Yeung & Lento, 2020.	جودة المراجعة
يساهم قوة نظام الرقابة الداخلية في الحد من السلوك الانتهازي للإدارة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات، مما ينعكس بالإيجاب على مستوى الإفصاح بالتقارير المالية، وبالتالي انخفاض خطر انهيار أسهم الشركة بالبورصة.	Gong et al., 2021	نظام الرقابة الداخلية
يساهم تطبيق آليات الحوكمة على تحسين مستوى الإفصاح والشفافية للتقارير المالية المنشورة، وبالتالي فإن تطبيقها يعد مؤشراً على جودة تلك التقارير مما يعزز من قيمة الشركة ويخفض من احتمالات تعرضها لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة في سوق الأوراق المالية.	Li et al.2022	جودة الإفصاح المحاسبي
تعتبر لجنة المراجعة أحد الآليات الهامة لرقابة تصرفات الإدارة وممارساتها الانتهازية وتخفيض تكاليف الوكالة وضمان جودة التقارير المالية المنشورة لأصحاب المصالح، وبالتالي تخفيض خطر انهيار أسعار أسهم الشركة بسوق الأوراق المالية.	Tamami, 2022	لجنة المراجعة
رابعاً: محددات مرتبطة بسوق رأس المال		
تخوف المديرين من ردود الفعل السلبية نتيجة للإفصاح عن الأخبار السيئة من جانب المستثمرين والمتعاملين في السوق، يدفعهم إلى إخفائها تجنباً لإقدام المستثمرين لبيع أسهم الشركة مما يؤثر سلباً على سيولة أسهمها ويعرضها لخطر الانهيار في سوق الأوراق المالية.	Sezgin et al., 2022	سيولة السهم
يعتبر حجم التداول مؤشراً على خطر انهيار أسعار أسهم الشركة بالبورصة، ولذلك فإن إدارات الشركات تتجنب الإفصاح عن الأخبار السيئة وتلجأ للقيام بممارسات انتهازية من شأنها التأثير على قرارات المستثمرين وتوجيههم بالشكل الذي لا يضر بالشركة ويهدد استمرارها ويعرضها لخطر انهيار أسهمها بالبورصة.	Cui et al., 2022	حجم التداول

في ضوء الجدول السابق، يتضح أن هناك عدة محددات لخطر انهيار أسعار الأسهم من بينها الثقة المفرطة للمدير التنفيذي وغموض التقارير المالية، والتي تمثل الفجوة البحثية للدراسة الحالية ومحور اهتمامها في إيجاد العلاقات التفاعلية وطبيعتها، وبيان مدى اتفاق أو اختلاف نتائج التطبيق للدراسات الأجنبية مع نتائج التطبيق على بيئة الأعمال المصرية.

٣/٤/٧ أسباب خطر انهيار أسعار الأسهم

قدمت أدبيات المحاسبة ذات العلاقة مجموعة من الأسباب التي تعتبر بمثابة تفسيرات لتعرض الشركات لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة بالبورصة، ومن أهمها ما يلي:

أ- خطر التخلف عن السداد (Default Risks)

أشارت دراسة (Hu et al., 2022) إلى أن عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية وتخلفها عن السداد يجعلها أكثر عرضة لخطر التخلف عن السداد، وتجنباً لتكاليف الوكالة والتقاضى من قبل أصحاب المصالح تضطر الإدارة الإفصاح عن الأخبار السيئة المرتبطة بالأداء المالي للشركة، مما يؤثر بالسلب على سيولة أسهم الشركة ويزيد من احتمالات تعرضها لخطر انهيار أسعارها بالبورصة.

وعلى الجانب الآخر، ومن منطلق الحفاظ على الشركة وبقائها في بيئة الأعمال، قد تلجأ الإدارة للقيام ببعض الممارسات التي من شأنها إخفاء الأخبار السيئة من خلال المبالغة في الأخبار الجيدة عن الأداء المالي ومستقبل الشركة، إلا أنه سرعان ما يتم اكتشافه من قبل أصحاب المصالح ويجعل انهيار أسهم الشركة المتداولة بوتيرة أسرع مقارنة بالإفصاح عن الأخبار السيئة، بل ويمتد الأمر أحياناً إلى تعثر الشركة مالياً، وتصفيتها وشهر إفلاسها نتيجة فقد الثقة بين المستثمرين والإدارة التنفيذية (الصاوي، ٢٠٢٢).

ب- حجب الأخبار السيئة (Bad News Hoard)

تلجأ الإدارة إلى منع وحجب الأخبار غير المواتية عن المستثمرين وأصحاب المصالح لأطول فترة ممكنة، للحفاظ على سمعتهم ومصالحهم الشخصية مثل الحوافز والمكافآت الإدارية وخيارات الأسهم التي ترتبط بالأداء المالي وصافي الدخل (حسين، ٢٠٢٠، مليجي، ٢٠١٩).
وجدير بالذكر، أن هذا الحجب لا يستمر إلى الأبد، بل تتراكم الأخبار السيئة وغير المواتية حتى تصل إلى درجة لاتستطيع الإدارة حجبها والتي تسمى بنقطة التحول (Tipping point)،

وهنا يتم الإفصاح عن تلك الأخبار دفعة واحدة، مما يؤدي إلى بيع جماعي لسهم الشركة، وبالتالي يحدث انخفاض حاد في سيولة ذلك السهم، مما يترتب عليه انهياره في سوق الأوراق المالية (Moradi et al., 2021).

ج- تأثير ردود أفعال المستثمرين (Volatility Feedback Effects)

تعتبر ردود أفعال المستثمرين تجاه التقلبات في أسعار الأسهم سبباً جوهرياً لخطر انهيارها في البورصة، حيث أن التقلبات المستمرة والكبيرة في الأسعار تدفع المستثمرين إلى إعادة تقييم السوق وزيادة علاوة تحمل الخطر (العائد الأعلى قيمة من معدل العائد الخالي من المخاطر ومتوقع تحقيقه من الاستثمار)، الأمر الذي من شأنه ارتفاع تأثير الأخبار السلبية في مقابل الأخبار الجيدة، وبالتالي يحدث التواءاً سلبياً في عوائد أسهم الشركات (Pan et al., 2021).

د- الاختلاف في معتقدات المستثمرين (Heterogeneity of Investors' Beliefs)

أشارت دراسة (McCarthy & Hillenbrand, 2021) إلى أن الاختلاف في معتقدات المستثمرين في سوق المال يعتبر أحد الأسباب الرئيسية لحدوث خطر انهيار سعر السهم المتداول بالبورصة، وقد صنفت الدراسة المستثمرين وفقاً لمعتقداتهم ووجهات نظرهم تجاه الاستثمار في الأسهم إلى أولاً: المستثمر المتفائل (Optimistic Investor)، ثانياً: المستثمر المتشائم (Pessimistic Investor)، وثالثاً وأخيراً: المستثمر المرجح للسوق (Arbitrage Investor)، حيث أوضحت الدراسة أن المعلومات المستخدمة في تقييم أسعار الأسهم تختلف أهميتها من فئة لأخرى.

وفي ذات السياق، فقد أشارت دراسة (Honget al., 2022) إلى أن المستثمر المتشائم يعطى تقييماً أقل لسعر السهم في الفترة الأولى من التداول، مما يجعل عملية التداول مقتصرة على المستثمر المتفائل والمرجح للسوق، وبهذا يكون سعر السهم انعكاساً لتقييم المستثمر المتفائل، وبالنسبة للفترة التالية من التداول على الأسهم يكون هناك احتمالين أولهما: حصول المستثمر المتفائل على أخبار جيدة وهنا تكون امتداداً للفترة الأولى، وثانيهما: حصول المستثمر المتفائل على أخبار سلبية، فيقوم ببيع أسهمه والخروج من السوق، وبهذا يصبح

الطرف المشتري هو المستثمر المتشائم، و يسمى في هذه الحالة بالمستثمر الهامشي (Marginal Buyer).

وقد أشارت إحدى الدراسات إلى أن سعر السهم المقدم من المستثمر المتشائم يساهم في الكشف عن المعلومات التي تم اخفائها في الفترة الأولى من التداول، مع العلم أن السعر الذي يعرضه المستثمر المتفائل سيكون أقل من من قيمة السهم في الفترة الأولى من التداول، وفي حالة عدم قبول المستثمر المتشائم بهذا السعر فإن ذلك يعتبر بمثابة انذار للمستثمر المرجح بكمية الاخبار السلبية، والذي يكون سبباً لخروجه أيضاً من السوق، مما يعد مؤشراً لتعرض الشركة لخطر انهيار أسهمها المتداولة في السوق (McCarthy & Hillenbrand, 2021).

٤/٤/٧ أساليب قياس خطر انهيار سعر السهم في الأدب المحاسبي

تناولت الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة والمهتمة بقياس خطر انهيار سعر سهم الشركة في البورصة والتنبؤ به أربعة مقاييس يمكن من خلالها قياس هذا الخطر، وتعتمد هذه المقاييس على العوائد الأسبوعية لأسهم الشركة بدلاً من العوائد اليومية لسببين وهما (Krishnamurti et al., 2021):

الأول: تجنب مشكلة سيولة الأسهم وضعف تداولها في السوق.

الثاني: ضمان أن تعكس هذه المقاييس العوامل الخاصة بالشركة وليس العوامل الناتجة من تحركات السوق الواسعة.

مع الأخذ في الاعتبار، أن المقاييس الأربعة لا يمكن استخدام أي منها بدون نموذج السوق الموسع (Expanded Market Model) والذي يعتبر بمثابة نقطة البداية لقياس خطر انهيار سعر السهم، وبالتالي فإنه لا يمكن القياس بدونه (Yin et al., 2022)، وسوف يتم تناوله بشئ من التوضيح في الجانب التطبيقي للدراسة الحالية عند قياس خطر انهيار سعر السهم (Stock Price Crash Risk).

ثم تأتي الخطوة التالية، وهنا يتم قياس خطر انهيار سعر السهم بإحدى الطرق أو الأساليب التالية:

المقياس الأول: Crash_dummy

أشارت دراسة (حسين، ٢٠٢٠) إلى أن بعض الدراسات السابقة ذات العلاقة (Habib et al., 2018; Bhargava et al., 2017; Li et al., 2017; Chang et al., 2017; Park & jung, 2017) اعتمدت على هذا المقياس كمقياس مبدئي لتحديد احتمالية حدوث خطر انهيار لسعر سهم الشركة في المستقبل، وهو مقياس تصنيف ثنائي (Binary Scale) حيث يتم ترميزه بـ (1) في حالة ظهور عوائد أسبوعية تنخفض قيمتها بمقدار (3.09) انحرافات معيارية عن متوسط قيمتها في عام معين، وتأخذ القيمة (0) فيما عدا ذلك، مع الأخذ في الاعتبار أن القيمة (3.09) تم اختيارها بحيث تشير إلى حدوث أمر غير طبيعي كانه انخفاض حاد بعوائد السهم خلال السنة التالية بنسبة (0.1%)، مما يشير إلى احتمالية حدوث خطر انهيار لسعر سهم الشركة بالمستقبل (Krishnamurti et al., 2021).

المقياس الثاني: Sigma_Extra

اعتمدت دراسة (Bradshaw et al., 2010; Andreou et al., 2017) على هذا المقياس كمقياس بديل لخطر انهيار سعر السهم، حيث يتم حساب الانحراف المعياري للفروق بين العوائد الأسبوعية ومتوسط عوائد السهم على مدار الفترة الزمنية محل القياس، وكلما زادت قيمة الانحراف المعياري كلما كان ذلك مؤشراً على احتمال حدوث خطر انهيار سعر السهم والعكس صحيح، ويأخذ المقياس الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{Extra_sigma}_{i,t} = -\text{MIN}[(W_{i,t} - \text{MEAN}_t) / \sigma_t]$$

حيث أن:

$W_{i,t}$: تمثل المشاهدات (العوائد الأسبوعية) لسهم الشركة (i).

MEAN_t : تمثل متوسط المشاهدات (العوائد الأسبوعية) لسهم الشركة (i) في الفترة الزمنية (t).

المقياس الثالث: Negative Conditional Return Skewness (NCSKEW)

وتعتمد منهجية هذه الطريقة على تحديد مقدار الالتواء في قيمة العوائد لسهم الشركة (i) في الفترة الزمنية (t)، ويقصد بالالتواء عدم التماثل في توزيع هذه العوائد على مدار فترة زمنية

معينة، وقد أشارت دراسة (Liang et al., 2020) إلى أنه كلما ارتفعت قيمة معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية فإن هذا يعتبر مؤشراً على احتمال حدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل القريب.

المقياس الرابع: (DUVOL) The Down-to-Up Volatility

ويسمى هذا المقياس بطريقة التقلب من أعلى إلى أسفل (DUVOL)، وهنا يتم تقسيم العوائد الأسبوعية لسهم الشركة إلى مجموعتين: المجموعة الأولى وهي المجموعة المنخفضة (down)، وهي عبارة عن مجموعة المشاهدات (العوائد الأسبوعية) التي تتخفف عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية محل القياس، بينما المجموعة الثانية فهي تمثل المجموعة المرتفعة (up)، وهي عبارة عن مجموعة المشاهدات (العوائد الأسبوعية) التي ترتفع عن نفس المتوسط (Krishnamurti et al., 2021).

وتشير القيم المرتفعة لهذا المقياس إلى ارتفاع احتمال حدوث خطر انهيار لسعر سهم الشركة في سوق الأوراق المالية (حميدة، ٢٠٢١).

في ضوء ما تقدم، وتماشياً مع أدبيات الفكر المحاسبى (Zhang, 2022; Fu et al., 2022; Krishnamurti et al., 2021; Leng et al., 2021; Liang et al., 2020; عبد المجيد، ٢٠٢١، حسين، ٢٠٢٠، مليجي، ٢٠١٩) فإن الدراسة الحالية سوف تعتمد في قياسها لخطر انهيار سعر السهم على المقياسين الأخيرين (NCSKEW & DUVOL)، وسوف يتم تناولهما بشئ من التوضيح في الجانب التطبيقي من الدراسة الحالية. ٥/٧ تحليل أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

١/٥/٧ أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم

أشارت دراسة (Liu & Lei, 2021) إلى أن تمتع المديرين التنفيذيين بقدرات إدارية قد يترتب عليه بالتبعية ارتفاع مستوى الثقة لديهم، وهذا يفسر قيامهم بممارسات انتهازية لإدارة الأرباح في حالة وجود أخبار سيئة وغير موثوقة عن الأداء المالي ومستقبل الشركة، وخاصة في حالة عدم استقلالية مجالس الإدارات وعدم تطبيقها لآليات حوكمة الشركات وضعف نظم الرقابة الداخلية بها.

وفى ذات السياق، فإنه على الرغم من التأثير الإيجابي للمديرين التنفيذيين على قيمة الشركة، إلا أن الثقة المفرطة لدى المديرين التنفيذيين قد تؤثر سلباً على تقديراتهم الشخصية وقراراتهم الاستثمارية والتدفقات النقدية المستقبلية، مما ينعكس سلباً على الأداء المالى للشركة وسيولة أسهمها المتداولة فى سوق الأوراق المالية (Gu et al., 2022).

وتعتمد النماذج الرياضية فى تفسير خطر انهيار أسعار أسهم الشركات على فرضية أن الحوافز الإدارية أحد الأسباب الجوهرية للتعنتيم على الأخبار غير المواتية وإخفائها، فمع تراكم هذه الأخبار السيئة وإخفائها حتى تصل إلى ذروتها والتي تسمى بنقطة التحول وعندها لا تستطيع إدارة الشركة الاستمرار فى حجب تلك المعلومات، وهنا تقرر الإفصاح عنها دفعة واحدة للمستثمرين وكافة مستخدمى التقارير المالية من الأطراف ذات العلاقة، مما يترتب عليه انخفاض حاد ومفاجئ فى أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة (الصاوى، ٢٠٢٢).

وجدير بالذكر، فإن سيطرة كبار المساهمين على مجلس إدارات الشركات وسلطة اتخاذ القرار بها تزيد من احتمالات تعرضها لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة فى سوق الأوراق المالية، ومن ناحية أخرى فإن تنبؤات المحللين الماليين بالأداء المالى للشركات تساهم فى تخفيض تكاليف الوكالة بين إدارات الشركات والمستثمرين، كما أنها تساهم فى تخفيض احتمالات تعرضها لخطر التعثر المالى (Depoers et al., 2022).

مما تقدم، يمكن القول بأن سيطرة كبار المساهمين على مجالس إدارات الشركات وسلطة اتخاذ القرار بها تزيد من احتمالات تعرضها لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة فى سوق الأوراق المالية، وعلى الجانب الآخر فإن تنبؤات المحللين الماليين للأداء المالى للشركات تساهم فى تخفيض مشاكل الوكالة بين إدارات الشركات والمستثمرين.

مما سبق، وفى ضوء ما تم استقراؤه من أدبيات المحاسبة فإنه يمكن القول بأن غالبية الدراسات السابقة قد اتفقت (Zang, 2022; Gu et al., 2022; Depoers et al., 2022; Fu et al., 2022; Ali & Tauni, 2021; Benkraiem et al., 2021; Liu & Lei, 2021; Al Mamun et al., 2020) على وجود تأثير إيجابى ومعنوى للثقة الإدارية المفرطة على خطر انهيار أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة، وبخاصة فى حالة

سيطرة المديرين التنفيذيين على اتخاذ القرارات بمجالس إدارات الشركات، مما يترتب عليه ضعف الرقابة على تصرفاتهم.

فى ضوء ما تقدم، يمكن صياغة الفرض الثانى للدراسة الحالية كما يلى:
يوجد تأثير إيجابى ومعنوى للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم

٢/٥/٧ أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم

أشارت دراسة (الصاوى، ٢٠٢٢) إلى أن ما تتخذه إدارة الشركة من قرارات وما تتبعه من سياسات للإفصاح يعتبر مؤشراً لغموض التقارير المالية، حيث إنها تستطيع التحكم فى نوعية المعلومات المحاسبية المفصح عنها بالتقارير المالية ومن ثم تحديد مستوى شفافيتها. وينطوى غموض التقارير المالية على قدرة إدارات الشركات على حجب أو إخفاء المعلومات الهامة سواء عن طريق إخفاء معلومات جوهرية أو من خلال الإيجاز فى طريقة العرض، مما يؤثر على توافر المعلومات وعدم تماثلها لجميع المتعاملين فى سوق رأس المال، وكذلك مدى فهم وتفسير السوق واستيعابه لهذه المعلومات، وبالتالي تضليل مستخدمى التقارير المالية وعدم كفاءة السوق (Stenzel & Wagner, 2022).

وفى ذات السياق، فقد أوضحت دراسة (Yin et al., 2022) أن خطر انهيار أسعار الأسهم ينشأ نتيجة عدم التماثل فى آراء المستثمرين فى سوق رأس المال من ناحية، ومن ناحية أخرى فإن تحركات الأسعار الكبيرة تؤدى إلى قيام المستثمرين بإعادة تقييم تقلبات السوق وبالتالي زيادة العلاوات المطلوبة لتحمل المخاطر، والتي من شأنها تخفيض أسعار توازن الأسهم ومن ثم تعزيز التأثير السلبى للأخبار غير المواتية عن الأداء المالى، مما يؤدى فى النهاية إلى تعرض الشركة لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة بالبورصة.

مما سبق، وفى ضوء الدراسات السابقة (الصاوى، ٢٠٢٢، حسين، ٢٠٢٠، Chae et al., 2020; Cheng et al., 2020; Yeung & Lento, 2020) فإنه يمكن القول بأن غالبيتها قد اتفقت على وجود تأثير إيجابى ومعنوى لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أكدت هذه الدراسات على أن تأثير غموض التقارير المالية على أسعار الأسهم سيكون فى اتجاه الهبوط أكثر منه فى اتجاه الصعود، وبمعنى آخر فإن غموض

الشركة أو غموض الإفصاح لا يتنبأ بعوائد الأسهم في حد ذاتها ولكنه يرتبط على وجه التحديد بخطر انهيار أسعار الأسهم، ومن ناحية أخرى، فإن غموض التقارير المالية والافتقار إلى الشفافية يساعد الأطراف الداخلية على الاستيلاء على موارد الشركة، مما يزيد من احتمالات حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية.

في ضوء ما تقدم، يمكن صياغة الفرض الثالث للدراسة الحالية كما يلي:

يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

٣/٥/٧ أثر العلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير

المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم

أشارت دراسة (Krishnamurti et al., 2021) إلى أن وجود مشاكل وكالة بين المستثمرين وإدارة الشركة تدفع الأخيرة لتحقيق مصالحها الخاصة من خلال القيام بممارسات انتهائية من شأنها تخفيض مستوى الإفصاح والشفافية للمعلومات الواردة بالقوائم والتقارير المالية، بحيث يصعب على مستخدميها فهمها وتفسيرها، وهذا بدوره قد يعرض الشركة لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة بالبورصة، نتيجة لاختلاف إدراكات المستثمرين في السوق حول الأداء المالي الحقيقي للشركة ومدى قدرتها المستقبلية على الاستمرارية في النشاط.

وفي ذات السياق، فقد خلصت دراسة (Chae et al., 2020) إلى وجود تأثير معنوي لغموض الإفصاح بالتقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أوضحت أنه من المرجح حدوث انهيار أو انخفاض حاد ومفاجئ في أسعار الأسهم بالشركات التي لديها مشاكل وكالة، كما أن مديري الشركات يميلون إلى عدم تماثل المعلومات بغرض تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب باقى المستثمرين، وقد أكدت الدراسة على أن تطبيق آليات حوكمة الشركات يحد من الممارسات الانتهازية للإدارة، وبالتالي تحسين جودة المحتوى المعلوماتي للقوائم والتقارير المالية.

وجدير بالذكر، فقد أكدت غالبية الدراسات (Fu et al., 2022; Sun et al., 2022; Yin et al., 2022; Al Mamun et al., 2022; Saham, 2021; Baig et al., 2021; Butar & Murniati, 2021; Chae et al., 2020; Ria et al., 2020، الصاوى، ٢٠٢٢، حسين، ٢٠٢٠، عبدالونيس، ٢٠٢٠) على وجود علاقة ارتباط

موجبة بين غموض التقارير وخطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع السبب في ذلك إلى وجود مجموعة من الحوافز الإدارية مثل: عقود المكافآت المرتبطة بالأداء المالى، والمخاوف المهنية على سمعة الإدارة فى السوق، التخوف من ردود الفعل السلبية للمستثمرين فى السوق، وهذا من شأنه تحفيز المديرين ودفعهم إلى حجب أو إخفاء الأخبار السيئة أو غير المواتية عن الشركة، إلا أن هذا الأمر لن يطول كثيراً فبمجرد أن تصل تلك الأخبار إلى ذروتها ستقوم إدارة الشركة بالإفصاح عنها دفعة واحدة للمستثمرين، مما يؤدي إلى انهيار حاد ومفاجئ فى سعر سهم الشركة بسوق الأوراق المالية.

وبناءً عليه، يمكن القول بأن قيمة الشركات وتميزها التنافسى فى السوق يتوقف إلى حد كبير على مديريها التنفيذيين وسمعتهم بالإضافة إلى خبراتهم المهنية وقدراتهم الفنية ومدى رؤيتهم لمستقبل الشركة، ومن هذا المنطلق وحفاظاً على الكيان الاقتصادى للشركة فقد تلجأ الإدارة للقيام ببعض الممارسات ليس الهدف الرئيسى منها التلاعب بالقوائم المالية أو تخفيض مستوى شفافيتها، إنما التخوف من ردود الفعل السلبية لصغار المستثمرين الذين يقدمون على بيع جماعى لأسهم الشركة فى حالة الإفصاح عن أية أخبار غير مواتية عن الأداء المالى للشركة، وبخاصة فى الأسواق الناشئة ومنها جمهورية مصر العربية، الأمر الذى قد يدفع باقى المستثمرين لبيع أسهم الشركة مما يؤثر على سيولة أسهم الشركة ويصبح خطر انهيارها بسوق الأوراق المالية أمراً حتمياً لا مفر منه.

مما تقدم، يمكن صياغة الفرض الرابع والأخير للدراسة كما يلى:

يوجد تأثير إيجابى ومعنوى للعلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

٦/٧ منهجية البحث وبناء النماذج الكمية

تستهدف الدراسة التطبيقية تعزيز الإطار النظرى والتأكيد على ما تم التوصل إليه من نتائج، وذلك من خلال الاختبار العملى للفروض البحثية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية، وفى سبيل تحقيق هذا الهدف فإنه سيتم تناول النقاط التالية والتي تمثل فى مجملها مقومات الدراسة العملية.

١/٦/٧ هدف الدراسة التطبيقية

يتمثل الهدف الرئيسى للدراسة التطبيقية فى قياس أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن تحقيق هذا الهدف عن طريق التطبيق العملى على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك فى الفترة الزمنية من سنة (2016) وحتى سنة (2018)، مع الاعتماد على استخدام أسلوب تحليل المحتوى (Content Analysis) خلال النطاق الزمنى للدراسة، لفحص بيانات القوائم والتقارير المالية والإيضاحات المتممة لها، من خلال المعلومات المتوفرة على المواقع الإلكترونية للشركات، أو من خلال المعلومات المتوفرة بموقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg)، أو من القوائم والتقارير المالية السنوية المنشورة للشركات، أو من خلال المواقع على شبكة الانترنت المتخصصة فى متابعة أخبار البورصة ومن أهمها: موقع الاستثمار www.sa.investing.com، وموقع مباشر مصر www.mubasher.info/countries/eg.

وفى ذات السياق، فقد تم استخدام أسلوب تحليل المحتوى قياساً على الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة بمجال الدراسة (Yin et al., 2022; Bai et al., 2022; Sun et al., 2022; Fu et al., 2022; Saham, 2021; Benkraiem et al., 2021; Baig et al., 2021; Ali & Tauni, 2021; Butar & Murniati, 2021 ; Chae et al., 2020; Ria et al., 2020; الصاوى، ٢٠٢٢، عبدالونيس، ٢٠٢٠، حسين، ٢٠٢٠، مليجى، ٢٠١٩).

٢/٦/٧ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية فى الشركات المساهمة غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية، خلال الفترة الزمنية والتي تمتد لثلاثة سنوات متتالية تبدأ من سنة (2016) وحتى سنة (2018)، وقد بلغ عدد الشركات (151) شركة موزعة على خمسة عشر قطاعاً حتى نهاية سنة (2018).

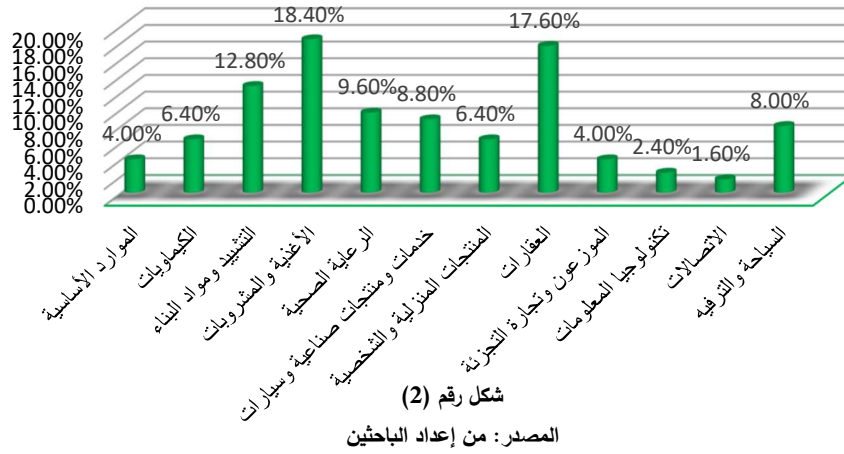
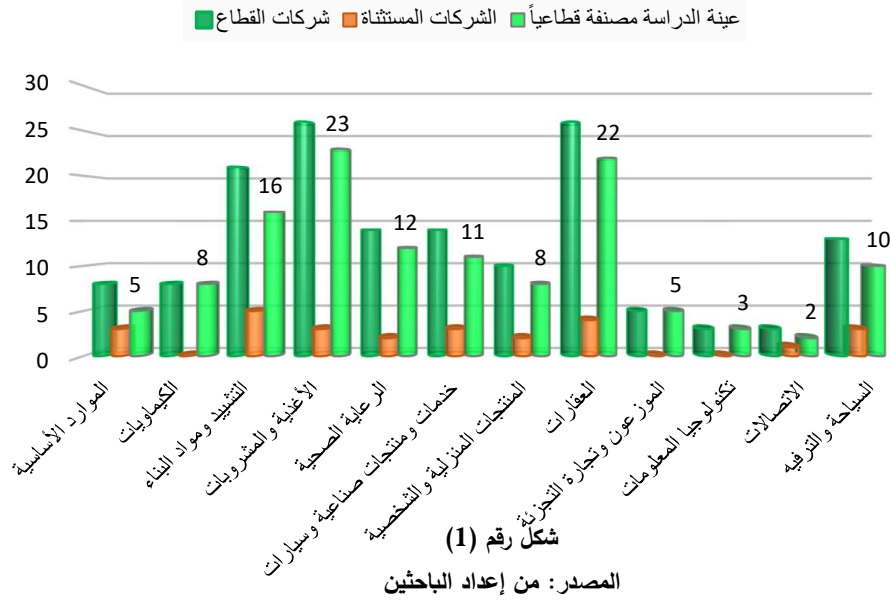
وقد تم انتقاء مفردات العينة من خلال الاعتماد على أسلوب العينة الحتمية، مع مراعاة توافر كافة البيانات الفعلية اللازمة والضرورية وبصفة منتظمة خلال الفترة الزمنية للدراسة لكافة الشركات التى يتم اختيارها ضمن العينة لقياس متغيرات النماذج الكمية للدراسة.

وفيما يلي الشروط التي يجب توافرها في الشركات التي تدخل ضمن مفردات عينة الدراسة التطبيقية:

- استبعاد القطاعات التي تتضمن أقل من (6) مشاهدات، وذلك ضمن متطلبات حساب الاستحقاقات الاختيارية (Discretionary Accruals) على المستوى القطاعي، ويستهدف هذا الشرط استبعاد تقديرات الاستحقاقات الاختيارية غير الدقيقة (عفي، ٢٠١٤، ص ٣٤٧).
 - توفر كافة القوائم المالية للشركات خلال النطاق الزمني للدراسة.
 - جرى تعامل نشط على شركات العينة خلال النطاق الزمني للدراسة.
 - عدم تعرض شركات العينة للشطب من لجنة قيد الأوراق المالية أو الاندماج أو الإفلاس.
 - أن تكون شركات العينة مدرجة بالبورصة المصرية لمدة زمنية لا تقل عن خمسة أعوام على الأقل من بداية النطاق الزمني للدراسة.
 - ألا تكون شركات العينة قد تعرضت لخسائر مالية متتالية خلال النطاق الزمني للدراسة.
- في ضوء المعايير السابقة، فإن عدد الشركات التي ينطبق عليها الشروط بلغ (125) شركة، بما يعادل ما نسبته (82.78%) من مجتمع الدراسة البالغ (151) شركة، خلال الفترة الزمنية من عام (2016) وحتى عام (2018)، ويوضح الجدول رقم (2) عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها بعد تطبيق الشروط السابقة:

جدول رقم (2)
الشركات التي تمثل عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها

م	القطاع	مجتمع الدراسة	الشركات المستثناة	عينة الدراسة	النسبة المئوية
1	الموارد الأساسية	8	3	5	4.00%
2	الكيمائيات	8	0	8	6.40%
3	التشييد ومواد البناء	21	5	16	12.80%
4	الأغذية والمشروبات	26	3	23	18.40%
5	الرعاية الصحية	14	2	12	9.60%
6	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	14	3	11	8.80%
7	المنتجات المتزنية والشخصية	10	2	8	6.40%
8	العقارات	26	4	22	17.60%
9	الموزعون وتجارة التجزئة	5	0	5	4.00%
10	تكنولوجيا المعلومات	3	0	3	2.40%
11	الاتصالات	3	1	2	1.60%
12	السياحة والترفيه	13	3	10	8.00%
	إجمالي عدد الشركات	151	26	125	100%
	إجمالي عدد المشاهدات	453	78	375	100%

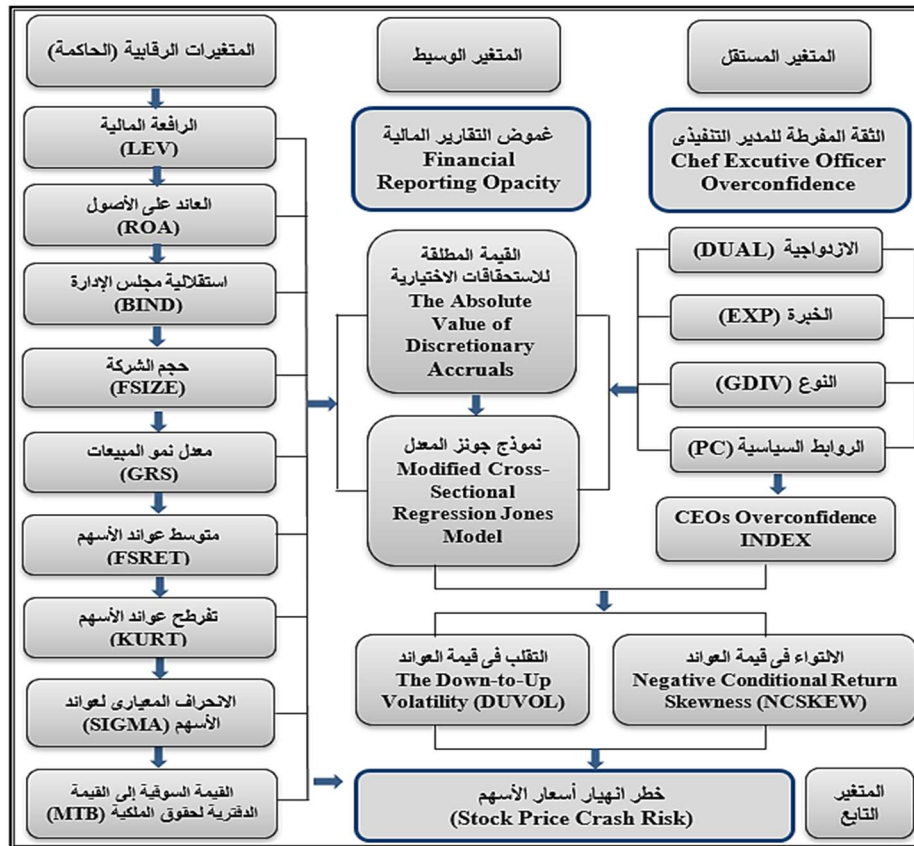


٣/٦/٧ أسلوب ومصادر الحصول على البيانات

- أمكن الحصول على القوائم المالية لشركات العينة محل التطبيق خلال الفترة الزمنية بداية من عام (2016) وحتى عام (2018) من خلال المصادر التالية:
- المواقع الإلكترونية للشركات على شبكة الانترنت.
 - موقع معلومات مباشر مصر على الانترنت (www.mubasher.info/countries/eg).

- موقع البورصة المصرية على الانترنت (www.egx.com.eg).
 - موقع شركة مصر لنشر المعلومات على الانترنت (www.egidegypt.com).
 - موقع (www.sa.investing.com).
 - موقع (www.egy.naeemonline.com).
 - موقع (www.horizon-brokerage.com).
 - كتاب الإفصاح الصادر عن البورصة المصرية www.egidegypt.com
- ٤/٦/٧ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة وأهدافها، تم صياغة أربعة نماذج كمية لقياس أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، في ضوء وجود بعض المتغيرات الرقابية (الحاكمة) لضبط العلاقة التأثيرية والتفاعلية بين المتغيرات البحثية، كما يظهر بالشكل التالي:



شكل رقم (3)
المصدر: من إعداد الباحثين

يمكن تناول مكونات الشكل السابق بشئ من التوضيح كما يلي:

أولاً: المتغير المستقل

وفقاً لفروض الدراسة الحالية وأهدافها، فإن المتغير المستقل يتمثل في الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (CEOs Overconfidence)، ويمكن قياس هذا المتغير على النحو التالي:

يتم إنشاء مقياس مركب (CEOs Overconfidence INDEX) يعتمد على أربعة متغيرات وهمية (Dummy Variables) للحكم على ما إذا كان المدير التنفيذي (Chef Executive Manager) أنه (Overconfidence) أم لا، مع الأخذ في الاعتبار أنه إذا كانت تتوافر فيه ثلاث متغيرات على الأقل من الأربع متغيرات يأخذ القيمة (1)، وبخلاف ذلك يأخذ القيمة (0)، وتتمثل المتغيرات الأربع للمقياس فيما يلي:

أ- ازدواجية دور المدير التنفيذي (CEO Duality)

توصلت دراسة (Liu & Lie, 2021) إلى أن المديرين التنفيذيين الذين يتمتعون بسلطة كبيرة في اتخاذ القرار يميلون إلى المبالغة في التفاؤل، وقد تعزز ازدواجية دور المدير من ثقته بنفسه، مما يؤدي إلى تولد شعور قوى لديه بالثقة المفرطة في صنع القرار، ويعتبر متغير وهمي يأخذ القيمة (1) عندما يشغل المدير التنفيذي منصب رئيس مجلس الإدارة، والقيمة (0) بخلاف ذلك.

ب- الخبرة (Experience)

أكدت دراسة (Zhang, 2022) على أن الخبراء أو المهنيين أكثر ثقة من عامة الناس، حيث أن الخبراء أو المهنيين لديهم معرفة أكثر من عامة الناس لاتخاذ قرارات أفضل، ولذلك فإنهم يميلون إلى الاعتقاد بأنهم يستطيعون تحقيق أداء أفضل أى يتمتعون بالثقة المفرطة، وجدير بالذكر أن المؤهلات العلمية للمديرين والتخصصات الأكاديمية في مجال عمل الشركة يزيد من الثقة الادارية لهم، ويعتبر متغير وهمي يأخذ القيمة (1) عندما يكون المدير التنفيذي ذو خبرة مهنية، والقيمة (0) بخلاف ذلك^(*).

^(*) نظراً لصعوبة الحصول على البيانات الشخصية للمديرين التنفيذيين لشركات العينة للتعرف على مؤهلاتهم العلمية وخبراتهم العملية، ولذلك فقد تم اعتباره متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان المدير التنفيذي للشركة لم يتم تغييره خلال فترة الدراسة، والقيمة (0) فيما عدا ذلك.

ج- الروابط السياسية (Political Connections)

أشارت دراسة (Tee & majid, 2021) إلى أن ارتباط المدير التنفيذي بأصدقاء مقربين، أو أقارب لديهم علاقات سياسية، أو أنه يمتلك نفوذ أو سلطة كونه أحد رجال الدولة الحاليين أو السابقين يزيد من الثقة الإدارية لديه، ويعزز من ثقته بنفسه عند اتخاذ القرارات معتمداً في ذلك على علاقاته، ويعتبر متغير وهمي يأخذ القيمة (1) عندما يشغل المدير التنفيذي منصب في الدولة أو لديه روابط سياسية بأقارب أو أصدقاء مقربين، والقيمة (0) بخلاف ذلك.

د- النوع (Gender Diversity)

أوضحت دراسة (Gurdgiev & Ni, 2022) أن المديرين الذكور أكثر عرضة أن يكون لديهم ثقة مفرطة مقارنة بالإناث، ولا سيما عند اتخاذ قرارات استثمارية واستراتيجية تتعلق بمستقبل الشركة، ويعتبر متغير وهمي يأخذ القيمة (1) عندما يكون المدير من الذكور، والقيمة (0) بخلاف ذلك.

ثانياً: المتغير الوسيط

في ضوء فروض الدراسة الحالية وأهدافها فإن غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) يعتبر متغيراً وسيطاً، وتماشياً مع أدبيات الفكر المحاسبى ذات العلاقة (Sun et al., 2022; Stenzel & Wagner, 2022; Butar & Murniati, 2021; Baig, 2021; AlBalooshi et al., 2020; Cheng et al., 2020; Chae et al., 2020; الصاوى، ٢٠٢٢) فإن الدراسة الحالية قد اعتمدت في قياسها لغموض التقارير المالية على مقياس بديل وهو: المجموع المتحرك لثلاث فترات زمنية (The Prior Three-Year Moving Sum) من القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية (The Absolute Value of Discretionary Accruals) الناتجة من استخدام نموذج جونز المعدل (Modified Jones Model) والذي تم استخدامه لأول مرة في دراسة (Dechow et al., 1995) لتقدير الاستحقاقات الاختيارية لكل شركة من شركات العينة، كل على حده خلال النطاق الزمني للدراسة الحالية.

وفى ذات السياق، فإن غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) وفقاً لنموذج جونز المعدل (Modified Cross-Sectional Regression Jones Model) يتم قياسه من خلال الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: تقدير قيمة الثابت (β_0) ومعاملات الانحدار (β_1 & β_2) فى معادلة الانحدار التالية:

$$(TAC_{i,t}/TAS_{i,t-1}) = \beta_0(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_1(\Delta REV_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(PPE_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}(1)$$

حيث أن:

▪ $(TAC_{i,t})$: تمثل الاستحقاقات الكلية للشركة (i) فى نهاية الفترة (t) وهى عبارة عن صافى الدخل من العمليات التشغيلية فى نهاية الفترة (t) مخصوماً منه صافى التدفق النقدى من الأنشطة التشغيلية للشركة (i) فى نهاية الفترة (t).

▪ $(TAS_{i,t-1})$: عبارة عن إجمالى الأصول للشركة (i) فى نهاية الفترة السابقة (t-1).

▪ $(\Delta REV_{i,t})$: عبارة عن التغير فى قيمة الإيرادات (المبيعات) للشركة (i) فى نهاية الفترة (t).

▪ $(PPE_{i,t})$: عبارة عن إجمالى الآلات والمعدات والممتلكات للشركة (i) فى نهاية الفترة (t).

▪ (β_0) : عبارة عن قيمة الثابت فى معادلة الانحدار.

▪ $(\beta_1$ & $\beta_2)$: عبارة عن معاملات الانحدار فى معادلة الانحدار.

الخطوة الثانية: بعد تحديد قيم (β_0 ; β_1 & β_2) من المعادلة السابقة رقم (1)، فإنه يمكن تحديد الاستحقاقات الاختيارية (Discretionary Accruals) كما يلى:

$$DiscAC_{it} (TAC_{i,t} / TAS_{i,t-1}) = \beta_0(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_1(\Delta REV_{i,t}/TAS_{i,t-1} - \Delta REC_{i,t}/TAS_{i,t-1}) - \beta_2(PPE_{i,t}/TAS_{i,t-1}) (2)$$

حيث أن:

▪ $(DiscAC_{it})$: تمثل الاستحقاقات الاختيارية للشركة (i) فى نهاية الفترة (t).

▪ $(\Delta REC_{i,t})$: عبارة عن التغير فى حسابات المدينين (العملاء) للشركة (i) فى نهاية الفترة (t).

الخطوة الثالثة: حساب القيمة المطلقة (Absolute Value) للاستحقاقات الاختيارية (Discretionary Accruals) للشركة (i) في نهاية الفترة (t)، ويرمز لها

$$(3) AbsV(DiscAc_{it})$$

الخطوة الرابعة: قياس مستوى غموض التقارير المالية لشركات العينة، وهو عبارة عن المجموع المتحرك لثلاث فترات زمنية من القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية في نهاية الفترة، كما بالمعادلة التالية:

$$FROpacity_{i,t} = AbsV(DiscAc_{i,t}) + AbsV(DiscAc_{i,t-1}) + AbsV(DiscAc_{i,t-2})$$

(4)

حيث أن:

- $(FROpacity_{i,t})$: تمثل مستوى غموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity) للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- $AbsV(DiscAc_{i,t-1})$: عبارة عن القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية للشركة (i) في نهاية الفترة السابقة (t-1).
- $AbsV(DiscAc_{i,t-2})$: عبارة عن القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية للشركة (i) في نهاية الفترة قبل السابقة (t-2).

ثالثاً: المتغير التابع

وفقاً لفروض الدراسة الحالية وأهدافها، فإن خطر انهيار أسعار الأسهم (Stock Price Crash Risk) يمثل المتغير التابع محل الاهتمام بالدراسة الحالية، وتماشياً مع الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة (Zhang, 2022; Yin et al., 2022; Fu et al., 2022; Liang et al., 2020; Krishnamurti et al., 2021; Leng et al., 2021; المجيد، ٢٠٢١، حسين، ٢٠٢٠) فإن الدراسة الحالية ستعتمد في قياسها لخطر انهيار أسعار الأسهم المتداولة بسوق الأوراق المالية المصرية على المقياسين (NCSKEW & DUVOL)، مع الأخذ في الاعتبار أنه لا يمكن استخدام أى منهما بدون نموذج السوق الموسع (Expanded Market Model)، حيث يعتبر بمثابة نقطة البداية وحجر الأساس لقياس خطر انهيار سعر السهم، وتمثل معادلة الانحدار لنموذج السوق الموسع في الصيغة الرياضية التالية (Yin et al., 2022):

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i} rm_{i,t-2} + \beta_{2i} rm_{i,t-1} + \beta_{3i} rm_{i,t} + \beta_{4i} rm_{i,t+1} + \beta_{5i} rm_{i,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

حيث أن:

$r_{i,t}$: تمثل عائد سهم الشركة (i) في الأسبوع (t)، والمحسوب على أساس قيمة النمو في سعر السهم (وهو عبارة عن ناتج قسمة الفرق بين سعر الإفتتاح وسعر الإغلاق لسهم الشركة على سعر الإفتتاح لنفس السهم).

$rm_{i,t}$: تمثل العائد على مؤشر السوق المالية خلال الأسبوع (t).

وتتمثل الخطوة التالية في حساب خطر انهيار سعر السهم في تحديد العائد الخاص بكل شركة على حده ($W_{i,t}$)، عن طريق حساب اللوغاريتم الطبيعي (ln) للقيمة (1) مضافاً إليه معامل الخطأ ($\varepsilon_{i,t}$) والذي تم تحديد قيمته من المعادلة السابقة رقم (1)، وذلك كما بالمعادلة التالية رقم (2):

$$W_{i,t} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad (2)$$

حيث أن:

$W_{i,t}$: تمثل العوائد الأسبوعية المقدرة لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

$\varepsilon_{i,t}$: تمثل خطأ التقدير العشوائي للشركة (i) خلال الأسبوع (t) والتي تم تحديد قيمته بالمعادلة (1).

بعد ذلك يتم قياس خطر انهيار سعر السهم من خلال المقياسين السابقين كما يلي:

المقياس الأول: Negative Conditional Return Skewness (NCSKEW)

وتعتمد منهجية هذا الأسلوب على تحديد مقدار الالتواء (Skewness) في قيمة العوائد لسهم الشركة (i) في الفترة الزمنية (t)، ويقصد بالالتواء هو عدم التماثل في توزيع العوائد على مدار فترة زمنية محددة، مع الأخذ في الاعتبار أن ارتفاع قيمة معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية يعتبر مؤشراً على احتمال تعرض الشركة لخطر انهيار أسعار أسهمها المتداولة بالبورصة في المستقبل القريب (Liang et al., 2020)، ويمكن حساب الالتواء من خلال المعادلة التالية رقم (3):

$$NCSKEW_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \Sigma W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\Sigma W_{i,t}^2)^{3/2}] \quad (3)$$

حيث أن:

$NCSKEW_{i,t}$: تمثل معامل الالتواء السالب (Negative Skewness) للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال الفترة الزمنية (t).

n: تمثل عدد المشاهدات خلال الفترة أو عدد أسابيع تحقق العوائد خلال الفترة الزمنية (t).

المقياس الثاني: (The Down-to-Up Volatility (DUVOL)

ويسمى هذا المقياس أو الأسلوب بطريقة التقلب من أعلى إلى أسفل (DUVOL)، حيث يتم تقسيم العوائد الأسبوعية لسهم الشركة إلى مجموعتين: الأولى وتسمى بالمجموعة المنخفضة (down)، وهى عبارة عن مجموعة المشاهدات (العوائد الأسبوعية) التى تقل أو تنخفض عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية محل القياس، والثانية تسمى بالمجموعة المرتفعة (up)، وهى عبارة عن مجموعة المشاهدات (العوائد الأسبوعية) التى تزيد عن نفس المتوسط. وتأتى الخطوة التالية، حيث يتم حساب الانحراف المعياري (Standard Deviation) لكل مجموعة على حده، وأخيراً يتم حساب اللوغاريتم الطبيعي (natural logarithm) لنسبة الانحراف المعياري فى مجموعة المشاهدات (العوائد الأسبوعية) المنخفضة (down) إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات (العوائد الأسبوعية) المرتفعة (up) (Krishnamurti et al., 2021)، وذلك وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

$$DUVOL_{i,t} = \log [(n_u - 1) \sum down D^2_{i,t} / (n_d - 1) \sum up D^2_{i,t}]$$

حيث أن:

$DUVOL_{i,t}$: تمثل تقلبات العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) من أسفل (down) إلى أعلى (up).

n_u : تمثل عدد المشاهدات الأسبوعية لمجموعة عوائد الأسهم المرتفعة (up).

n_d : تمثل عدد المشاهدات الأسبوعية لمجموعة عوائد الأسهم المنخفضة (down).

وتشير القيم المرتفعة (ارتفاع الالتواء السالب أو الالتواء الى اليسار فى توزيع العوائد) لهذا المقياس إلى ارتفاع احتمال حدوث خطر انهيار لسعر سهم الشركة فى سوق الأوراق المالية (حميدة، ٢٠٢١).

وجدير بالذكر، فإن هذا مقياس (DUVOL) يعتبر أقل عرضة للتأثر بالعوائد الأسبوعية الشاذة او المتطرفة (Extrem)، حيث أنه لا يتطلب أخذ قيمة العزوم الثالث عند قياس التقلبات للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة (حسين، ٢٠٢٠).

رابعاً: المتغيرات الرقابية (الحاكمة) المرتبطة بمتغيرات الدراسة

في سبيل تحقيق الهدف الرئيسي للدراسة، فقد تم إضافة مجموعة من المتغيرات الرقابية بالنماذج الكمية المقترحة بغرض ضبط العلاقات التفاعلية والتأثيرية بين المتغيرات البحثية المستقلة والوسيطه والتابعة، مع مراعاة أن تلك المتغيرات لا تدخل بصفة رئيسية في مجال اهتمام الدراسة الحالية، وباستقراء الأدبيات المحاسبية ذات العلاقة (Gu et al., 2022; عبد المجيد، ٢٠٢١، حسين، ٢٠٢٠، مليجي، ٢٠١٩) فإن أهم المتغيرات الرقابية (الحاكمة) وكيفية قياسها تتمثل فيما يلي:

جدول رقم (3)
المتغيرات الرقابية (الحاكمة) وكيفية قياسها والعلاقات المتوقعة

الدراسات سابقة	العلاقات المتوقعة	طريقة القياس	رمز	المتغيرات
Zhang, 2022، حسين، ٢٠٢٠	موجبة أو سالبة	نتائج قسمة إجمالي الالتزامات في نهاية الفترة على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية الفترة.	LEV	الرافعة المالية
Liu & Lei, 2021، الصاوي، ٢٠٢٢	سالبة	نتائج قسمة صافي الدخل (قبل البنود غير العادية) على إجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية الفترة.	ROA	معدل العائد على الأصول
Cheng et al., 2022; Liang et al., 2020	سالبة	نتائج قسمة عدد الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة على إجمالي عدد أعضاء.	BIND	استقلالية مجلس الإدارة
Benkraiem et al., ٢٠٢٢، الصاوي، 2021	موجبة أو سالبة	اللوغاريتم الطبيعي (Log) لإجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية الفترة.	FSIZE	حجم الشركة
Benkraiem et al., 2021; Liang et al., 2020	سالبة	نتائج قسمة (مبيعات الفترة الحالية مخصوماً منها مبيعات الفترة السابقة) على مبيعات الفترة السابقة.	GRS	معدل نمو المبيعات
Zhang, 2022، حميدة، ٢٠٢١	موجبة	متوسط العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال فترة زمنية معينة.	RET	متوسط عوائد الأسهم
حميدة، ٢٠٢١، حسين، ٢٠٢٠	موجبة	تفرطح العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال فترة زمنية معينة.	KURT	تفرطح عوائد الأسهم
Cheng et al., 2021، حسين، ٢٠٢٠	موجبة	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال فترة زمنية معينة.	SIGMA	الانحراف المعياري لعوائد الأسهم
Ali & Tauni, 2021، مليجي، ٢٠١٩	سالبة	سعر الإغلاق لسهم الشركة على قيمته الدفترية في نهاية الفترة.	MTB	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية

٥/٦/٧ صياغة النماذج الإحصائية اللازمة لاختبار فروض الدراسة

في ضوء الشكل رقم (3) الذي يوضح العلاقات التفاعلية والتأثيرية بين المتغيرات البحثية المستقلة والتابعة، مع وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية (الحاكمة) بالجدول السابق رقم (3)، وبناءً على ما تم عرضه بمشكلة الدراسة، وفي سبيل تحقيق هدفها الرئيسي،

فإنه يمكن تطوير مجموعة من نماذج الانحدار الكمية (Regression Models) بغرض اختبار الفروض البحثية للدراسة، كما يلي:

النموذج الأول

أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية.

$$(FROPACITY)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CEO\ DUAL)_{i,t} + \beta_2(CEO\ EXP)_i + \beta_3(CEO\ PC)_i + \beta_4(CEO\ GDIV)_i + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7(BSIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RET)_{i,t} + \beta_{10}(BIND)_{i,t} + \beta_{11}(GRS)_{i,t} + \beta_{12}(KURT)_{i,t} + \beta_{13}(SIGMA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

النموذج الثاني

أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم.

$$(SPCRASH)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CEO\ DUAL)_{i,t} + \beta_2(CEO\ EXP)_i + \beta_3(CEO\ PC)_i + \beta_4(CEO\ GDIV)_i + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7(BSIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RET)_{i,t} + \beta_{10}(BIND)_{i,t} + \beta_{11}(GRS)_{i,t} + \beta_{12}(KURT)_{i,t} + \beta_{13}(SIGMA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

النموذج الثالث

أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

$$(SPCRASH)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY)_{i,t} + \beta_2(ROA)_{i,t} + \beta_3(LEV)_{i,t} + \beta_4(BSIZE)_{i,t} + \beta_5(MTB)_{i,t} + \beta_6(RET)_{i,t} + \beta_7(BIND)_{i,t} + \beta_8(GRS)_{i,t} + \beta_9(KURT)_{i,t} + \beta_{10}(SIGMA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

النموذج الرابع

يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للعلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين

وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

$$(SPCRASH)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CEO\ DUAL * FROPACITY)_{i,t} + \beta_2(CEO\ EXP * FROPACITY)_{i,t} + \beta_3(CEO\ PC * FROPACITY)_{i,t} + \beta_4(CEO\ GDIV * FROPACITY)_{i,t} + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t}$$

$$+ \beta_7(\text{BSIZE})_{i,t} + \beta_8(\text{MTB})_{i,t} + \beta_9(\text{RET})_{i,t} + \beta_{10}(\text{BIND})_{i,t} + \beta_{11}(\text{GRS})_{i,t} + \beta_{12}(\text{KURT})_{i,t} + \beta_{13}(\text{SIGMA})_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مع الأخذ في الاعتبار أن خطر انهيار سعر السهم (SPCRASH) يتم قياسه من خلال (NCSKEW & DUVOL) كمقياسين مكملين لبعضهما البعض. ويمكن توضيح مدلول الرموز الواردة بالنماذج الكمية السابقة من خلال الجدول التالي رقم (4):

جدول رقم (4)

الرافعة المالية	LEV	ازدواجية المدير التنفيذي	CEO DUAL
حجم الشركة <th>FSIZE</th> <td>خبرة المدير التنفيذي</td> <th>CEO EX</th>	FSIZE	خبرة المدير التنفيذي	CEO EX
متوسط عوائد الأسهم <th>RET</th> <td>الروابط السياسية للمدير التنفيذي</td> <th>CEO PC</th>	RET	الروابط السياسية للمدير التنفيذي	CEO PC
استقلالية مجلس الإدارة <th>BIND</th> <td>نوع المدير التنفيذي (Gender)</td> <th>CEO GDIV</th>	BIND	نوع المدير التنفيذي (Gender)	CEO GDIV
معدل نمو المبيعات <th>GRS</th> <td>غموض التقارير المالية <th>FROPACITY</th> </td>	GRS	غموض التقارير المالية <th>FROPACITY</th>	FROPACITY
معدل العائد على الأصول <th>ROA</th> <td>خطر انهيار سعر السهم <th>SPCRASH</th> </td>	ROA	خطر انهيار سعر السهم <th>SPCRASH</th>	SPCRASH
الانحراف المعياري لعوائد الأسهم <th>SIGMA</th> <td>القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية <th>MTB</th> </td>	SIGMA	القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية <th>MTB</th>	MTB
تفرطح عوائد الأسهم <th>KURT</th> <td>قيمة الثابت في معادلة الانحدار <th>β_0</th> </td>	KURT	قيمة الثابت في معادلة الانحدار <th>β_0</th>	β_0
بند الخطأ العشوائي <th>$\varepsilon_{i,t}$</th> <td>معاملات الانحدار للمتغيرات الحاكمة (الرقابية) <th>$\beta_1: \beta_{13}$</th> </td>	$\varepsilon_{i,t}$	معاملات الانحدار للمتغيرات الحاكمة (الرقابية) <th>$\beta_1: \beta_{13}$</th>	$\beta_1: \beta_{13}$
متغير تفاعلي بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية			CEO-OC INDEX*FROPACITY

٧/٧ تحليل نتائج الدراسة التطبيقية واختبار الفروض البحثية

١١/٧/٧ اختبارات صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي

أولاً: اختبار التوزيع الطبيعي (Normal Distribution Test)

بغرض التأكد من مدى اقتراب بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتمثلة في: غموض التقارير المالية (المتغير الوسيط) وخطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع) والمتغيرات الرقابية (الرافعة المالية، معدل العائد على الأصول، حجم الشركة، القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، معدل نمو المبيعات، متوسط عوائد الأسهم، الانحراف المعياري لعوائد الأسهم، وتفرطح عوائد الأسهم)، فإنه سوف يتم استخدام اختبار (Jarque-Bera) ضمن برنامج (E-Views).

وجدير بالذكر، فإن قاعدة القرار تكون برفض الفرض العدمي (H_0) إذا كانت البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهنا يكون مستوى المعنوية (Sig.) في كلا الاختبارين (<0.05).

ويوضح الجدول التالي رقم (4) ملخص نتائج اختبار التوزيع الطبيعي (Normal Distribution) كما يلي:

جدول رقم (5)
نتائج اختبارات التوزيع الطبيعي (Normal Distribution)

Skewness	Kurtosis	Shapiro-wilk		Jarque-Bera Test		قياس الأثر	النموذج
		prob.	S-W	Sig.	J-B		
1.94	11.49	0.000	12.706	0.000	68.42	أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية.	الأول
2.57	28.04	0.000	7.433	0.000	17.26	أثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم.	الثاني
2.41	27.55	0.000	7.530	0.000	15.67	أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.	الثالث
2.53	27.27	0.000	7.519	0.000	16.11	أثر العلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.	الرابع

من الجدول السابق رقم (5)، يتضح أن قيمة مستوى المعنوية (Sig.) للنماذج الأربعة باختبار (Jarque-Bera) أقل من (0.05)، مما يشير إلى عدم تبعية متغيرات النماذج الكمية للدراسة للتوزيع الطبيعي (Normal Distribution)، وما يؤكد ذلك أيضاً هو أن معاملات التفرطح (Kurtosis) لا تتراوح قيمتها بين (-3.0:3.00)، كما أن قيمة معاملات الالتواء لا تقترب من (0).

وللتغلب على هذه المشكلة يمكن الاعتماد على أسلوب (Winsorizing) لتحويل القيم المنطرفة لقيم مقبولة نسبياً، ثم يتم اختبارها باستخدام طريقة المربعات الصغرى (Least Squar Method)، وللتأكد من صحة هذا الفرض تم استخدام اختبار (Shapiro-wilk)، والذي بينت نتائجه عدم تحقق الفرض.

يضاف إلى ما سبق، فإن الأخطاء العشوائية لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث كانت (p-value) أقل من (0.05) في جميع نماذج الدراسة، ويجب الأخذ في الاعتبار أن حجم عينة الدراسة (375 > 30) مشاهدة، وبناءً عليه فإن مشكلة التوزيع الطبيعي للبيانات لا تؤثر بشكل جوهري على نماذج الدراسة وصحة نتائجها.

ثانياً: مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)

تعتبر مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation) من أخطر المشاكل عند تقدير نماذج الانحدار للدراسة، حيث تعتبر دليلاً على عدم موثوقية النتائج، وفي سبيل التحقق من عدم وقوع نماذج الدراسة المقدر في مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء، فإنه يتم استخدام اختبار (Wooldridge)، وتكون قاعدة القرار لهذا الاختبار أن تكون قيمة

($P\text{-Value} > 0.0$) حتى يمكن القول بعدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، وذلك كما هو موضح بالجدول التالي:

جدول رقم (6)
نتائج اختبار (Wooldridge) لاختبار مشكله الارتباط الذاتي بين الاخطاء

Autocorrelation	Wooldridge test		النموذج
	P-Value	F Test	
No	0.2109	61.010	الأول
Yes	0.000	93.844	الثاني
Yes	0.000	95.465	الثالث
Yes	0.000	91.257	الرابع

يتضح من الجدول السابق رقم (6)، أن قيمة ($P\text{-Value}$) لكافة نماذج الدراسة فيما عدا النموذج الأول أقل من (0.05)، مما يؤكد على وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، وللتغلب على هذه المشكلة تم استخدام أسلوب (Robust Standard Error) لتصحيح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلة لارتباط الذاتي (Holzhacker et al., 2015).

ثالثاً: مشكلة عدم ثبات (اختلاف) التباينات (Heteroscedasticity)

في سبيل التحقق من صحة فرض ثبات التباينات فإنه يتم استخدام اختبار (Breusch-Pagan / Cook-Weisberg)، وبموجب هذا الاختبار فإن قيمة ($P\text{-Value}$) يجب أن تكون أكبر من (0.05)، حتى يمكن القول بأن هناك ثبات بالتباينات، ويمكن توضيح نتائج هذا الاختبار بالجدول التالي:

جدول رقم (7)
نتائج اختبار (Breusch-Pagan / Cook-Weisberg) لاختبار مشكله اختلاف التباينات

Heteroscedasticity	Breusch-Pagan / Cook-Weisberg		النموذج
	P-Value	Chi	
No	0.6097	49.54	الأول
Yes	0.0000	147.27	الثاني
Yes	0.0000	139.69	الثالث
Yes	0.0000	135.05	الرابع

يتضح من الجدول السابق رقم (7) أن قيمة ($P\text{-Value}$) لجميع نماذج الدراسة فيما عدا النموذج الأول أقل من (0.05)، مما يؤكد على وجود مشكلة عدم ثبات التباينات (Heteroscedasticity)، وللتغلب على هذه المشكلة تم استخدام أسلوب (Robust Standard Error) لتصحيح الأخطاء المعيارية من أثر مشكلة عدم ثبات (اختلاف) التباينات (Holzhacker et al., 2015).

رابعاً: اختبار التداخل (الازدواج) الخطي (Multicollinearity Test)

تؤدي مشكلة التداخل الخطي بين المتغيرات المفسرة للدراسة (المستقلة والوسيلة والرقابية) إلى عدم قدرة النماذج الكمية المقدره وعجزها عن تفسير التأثير على المتغير التابع، وفي سبيل التحقق من عدم وجود هذه المشكلة تم استخدام مقياس (Collinearity) (Diagnostics)، حيث أنه بموجب هذا الاختبار يتم احتساب معامل التباين المسموح به (Tolerance) لكل متغيرات النماذج الكمية للدراسة كل على حده، ثم يتم إيجاد معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor)، مع الأخذ في الاعتبار أن قيمة معامل التباين المسموح به (Tolerance) وقيمة معامل تضخم التباين (VIF) ينبغي أن تكون (>0.1 , $<+10$) على التوالي حتى يتم التأكد من عدم وجود مشكلة تداخل خطي بين متغيرات الدراسة المفسرة، ويوضح الجدول التالي رقم (8) نتائج هذا الاختبار كما يلي:

جدول رقم (8)

نتائج اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity Test)

النموذج الرابع				النموذج الثالث				النموذج الثاني				النموذج الأول		المتغيرات
SPCRASH				SPCRASH				SPCRASH				FROPACITY		
DUVOL		NCSKEW		DUVOL		NCSKEW		DUVOL		NCSKEW		FROINDEX		
Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	Tol.	VIF	
-	-	-	-	-	-	-	-	0.472	2.12	0.813	1.23	0.465	2.15	CEO Duality
-	-	-	-	-	-	-	-	0.247	4.05	0.316	3.16	0.971	1.03	CEO EXP
-	-	-	-	-	-	-	-	0.658	1.52	0.431	2.32	0.901	1.11	CEO GDIV
-	-	-	-	-	-	-	-	0.813	1.23	0.926	1.08	0.307	3.26	CEO PC
-	-	-	-	0.505	1.98	0.427	2.34	-	-	-	-	-	-	FROPACITY
0.472	2.37	0.249	4.01	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	CEO D*FRO
0.247	4.23	0.258	3.87	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	CEO EX*FRO
0.658	1.87	0.272	3.68	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	CEO GD*FRO
0.813	2.98	0.433	2.31	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	CEO PC*FRO
0.505	1.53	0.360	2.78	0.490	2.04	0.561	1.78	0.377	2.65	0.318	3.14	0.467	2.14	ROA
0.336	2.26	0.253	3.96	0.299	3.34	0.320	3.12	0.418	2.39	0.439	2.28	0.232	4.31	LEV
0.258	3.87	0.206	4.86	0.256	3.91	0.369	2.71	0.840	1.19	0.893	1.12	0.901	1.11	FSIZE
0.324	3.09	0.476	2.1	0.248	4.03	0.518	1.93	0.549	1.82	0.478	2.09	0.917	1.09	MTB
0.362	2.76	0.293	3.41	0.377	2.65	0.483	2.07	0.699	1.43	0.781	1.28	0.488	2.05	RET
0.243	4.12	0.472	2.12	0.244	4.09	0.313	3.19	0.326	3.07	0.826	1.21	0.893	1.12	BIND
0.224	4.46	0.340	2.94	0.242	4.13	0.366	2.73	0.408	2.45	0.493	2.03	0.962	1.04	GRS
0.280	3.57	0.769	1.3	0.324	3.09	0.332	3.01	0.662	1.51	0.321	3.12	0.478	2.09	KURT
0.261	3.83	0.321	3.12	0.348	2.87	0.40	2.6	0.529	1.89	0.909	1.10	0.321	3.12	SIGMA

يتبين من الجدول السابق رقم (8) أن قيمة معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات البحثية المفسرة (المستقلة والوسيلة والرقابية) بالنماذج الكمية الأربعة المقدره للدراسة لم تتجاوز (10) درجات، حيث بلغت أقصى قيمة لها (4.86)، كما أن قيمة معامل التباين المسموح به (Tolerance) لجميع المتغيرات البحثية تجاوزت (0.1)، حيث بلغت أدنى قيمة (0.206)، ويؤكد ذلك على عدم وجود مشكلة التداخل الخطي (Collinearity Diagnostics) بين المتغيرات المفسرة للدراسة، مما يؤكد على قوة نماذج الدراسة المستخدمة في تفسير تأثير المتغير المستقل على المتغير التابع للدراسة الحالية.

٢/٧/٧ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة (الكمية المتصلة)

بعد التحقق من صلاحية البيانات للتحليل الإحصائي، نقوم بإجراء تحليل وصفي لمتغيرات النماذج الكمية الدراسة، وذلك على النحو التالي:
جدول رقم (9)

نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المتصلة

Max.	Min.	S. deviation	Mean	Obs.	Variable
1.143	-2.714	1.050	-0.601	354	NCSKEW
7.836	-4.801	5.312	1.570	354	DUVOL
0.739	0.003	0.421	0.276	354	FROPACITY
0.381	0.062	0.146	0.158	354	CEO DUAL
1.000	0.000	0.519	0.643	354	CEO EXP
0.139	0.000	0.047	0.084	354	CEO GDIV
0.348	0.000	0.275	0.294	354	CEO PC
4.931	-0.650	2.952	1.828	354	ROA
9.372	0.813	4.529	4.031	354	LEV
8.683	5.881	0.914	7.015	354	FSIZE
5.850	0.330	1.410	1.830	354	MTB
3.271	-0.016	0.131	0.072	354	RET
38.42	0.000	0.129	0.143	354	BIND
0.139	-0.112	0.078	0.054	354	GRS
4.238	-1.714	1.012	2.613	354	KURT
0.134	0.025	0.029	0.056	354	SIGMA

يتضح للباحث من الجدول رقم (9) ما يلي:

التحليل الوصفي لخطر انهيار أسعار الأسهم (Stock Price Crash Risk)

بلغت قيمة الوسط الحسابي (Mean) لمعامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية (NCSKEW) لشركات العينة (-0.601)، وهي نسبة منخفضة نسبياً، وتتفق هذه النتيجة إلى حد كبير مع ما توصلت إليه دراسة (Liang et al., 2020)، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي بها (-0.270).

بلغت قيمة الوسط الحسابي (Mean) لتقلبات العوائد الأسبوعية للأسهم من أسفل لأعلى (DUVOL) لشركات العينة (1.570) وتتفق هذه النتيجة إلى حد كبير مع ما توصلت إليه دراسة (حسين، ٢٠٢٠)، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي بها (1.299)، كما يلاحظ ارتفاع قيمة الانحراف المعياري مقارنة بنفس الدراسة على اعتبار أن بيئة التطبيق واحدة من (4.692) إلى (5.312) بالدراسة الحالية، ويرجع السبب في ذلك إلى وجود اختلافات كبيرة لتقلبات العوائد الأسبوعية لأسهم شركات العينة، بالإضافة إلى اختلاف حجمها والقطاعات الاقتصادية التي تنتمي إليها.

التحليل الوصفي لغموض التقارير المالية (Financial Reporting Opacity)

بلغت قيمة الوسط الحسابي (Mean) لغموض التقارير المالية (FROPACITY) لشركات العينة (0.276)، وتتفق هذه النتيجة إلى حد كبير مع ما توصلت إليه دراسة (حسين، ٢٠٢٠) والتي بلغت فيها قيمة الوسط الحسابي (0.186)، ويلاحظ من نتائج

الجدول السابق ارتفاع قيمة الانحراف المعياري بالدراسة الحالية والتي بلغت (0.421) عن دراسة (Cheng et al., 2020) والتي بلغت قيمة الانحراف بها (0.352)، ويرجع السبب في ذلك إلى التزام الشركات في الأسواق المالية المتقدمة بتطبيق آليات حوكمة الشركات وتطبيق معايير التقرير المالي الدولية، فضلاً على ارتفاع مستوى الرقابة على تصرفات الإدارة التنفيذية، الأمر الذي يؤثر بدوره على مستوى شفافية التقارير المالية وعدم غموضها.

التحليل الوصفي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (CEOs Overconfidence)

■ بلغت قيمة الوسط الحسابي (Mean) لازدواجية المدير التنفيذي (CEO DUAL) (0.158) وهي نسبة منخفضة نسبياً، وتشير إلى حرص مجالس إدارات الشركات على عدم ازدواجية دور المدير التنفيذي لما لها من تأثير سلبي على جودة التقارير المالية والأداء المالي للشركة، حيث بلغ أعلى مستوى لها (0.381) وأقل مستوى (0.062)، كما يلاحظ من النتائج السابقة بالجدول انخفاض قيمة الانحراف المعياري (S. deviation) عن قيمة الوسط الحسابي، حيث بلغت (0.146)، وهو ما يؤكد على تجانس وقلة تشتت ازدواجية دور المدير التنفيذي فيما بين شركات العينة.

■ بلغت قيمة الوسط الحسابي (Mean) لخبرة المدير التنفيذي (CEO EXP) (0.643) وهي نسبة مرتفعة نسبياً، وتشير إلى تمتع المديرين التنفيذيين لشركات العينة بخبرات فنية وعملية، حيث بلغ أعلى مستوى لها (1.000) وأقل مستوى (0.000)، كما يلاحظ من نتائج الجدول السابق انخفاض قيمة الانحراف المعياري (S. deviation) عن قيمة الوسط الحسابي، حيث بلغت (0.519)، وهو ما يؤكد على تجانس وقلة تشتت خبرة المديرين التنفيذيين فيما بين شركات العينة.

■ بلغت قيمة الوسط الحسابي (Mean) لنوع المدير التنفيذي (CEO GDIV) (0.084) وهي نسبة منخفضة نسبياً، وتشير إلى عدم رغبة شركات العينة في زيادة نسبة تمثيل المرأة بمجالس إدارتها بصفة عامة، وتوليها منصب المدير التنفيذي بصفة خاصة، حيث بلغ أعلى مستوى لها (0.139) وأقل مستوى (0.000)، كما يلاحظ من نتائج الجدول السابق انخفاض قيمة الانحراف المعياري (S. deviation) عن قيمة الوسط الحسابي، حيث بلغت (0.047)، وهو ما يؤكد على تجانس وقلة تشتت نوع المديرين التنفيذيين (Gender) فيما بين شركات العينة.

■ بلغت قيمة الوسط الحسابي (Mean) للروابط السياسية للمدير التنفيذي (CEO PC) (0.294) وهي نسبة منخفضة نسبياً، ويشير ذلك إلى قناعة مجالس إدارات الشركات بأنه على الرغم من الآثار الإيجابية للعلاقات مع أشخاص مسؤولين بالدولة على الأداء

المالى وقيمة الشركة المالى على المدى القصير، إلا أنه على المدى الطويل سوف يترتب على مثل هذه الروابط ممارسات إدارية من شأنها تخفيض مستوى شفافية التقارير المالية وغموضها، بل ويمتد الأمر إلى إفلاس الشركة وتصفيتها خاصة فى حالة تغير النظام أو إحالة هؤلاء المسئولين للتقاعد، حيث بلغ أعلى مستوى لها (0.348) وأقل مستوى (0.000)، كما يلاحظ من نتائج الجدول السابق انخفاض قيمة الانحراف المعياري (S. deviation) عن قيمة الوسط الحسابي، حيث بلغت (0.047)، وهو ما يؤكد على تجانس وقلة تشتت نوع المديرين التنفيذيين (Gender) فيما بين شركات العينة.

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية

■ يضح من نتائج الجدول السابق، أن قيمة متوسط العائد على الأصول (ROA) (1.828) بانحراف معياري (2.952)، كما بلغت قيمة الوسط الحسابي للرافعة المالية (LEV) (4.031) بانحراف معياري (4.529)، بينما بلغ متوسط حجم الشركة (FSIZE) (7.015) بانحراف معياري (0.914)، فيما بلغت قيمة متوسط القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB) (1.830) بانحراف معياري (1.410)، كما بلغ الوسط الحسابي لمتوسط عوائد الأسهم (RET) (0.072) بانحراف معياري (0.131)، بينما بلغت قيمة متوسط استقلالية مجلس الإدارة (BIND) (0.143) بانحراف معياري (0.129)، كما بلغت قيمة الوسط الحسابي لمعدل نمو المبيعات (GRS) (0.054) بانحراف معياري (0.078)، فى حين بلغت قيمة الوسط الحسابي لتفرطح عوائد الأسهم (KURT) (2.613) بانحراف معياري (1.012)، وأخيراً فقد بلغت قيمة الوسط الحسابي للانحراف المعياري لعوائد الأسهم (SIGMA) (0.056) بانحراف معياري (0.029).

يضاف إلى ما سبق، فإن التفاوت أو الاختلاف فى قيم الوسط الحسابي (Mean) للمتغيرات البحثية خلال فترة الدراسة يعكس التنوع الكبير بين شركات العينة، كما يؤكد على دقة تمثيلها لمختلف القطاعات غير المالية، وبالتالي إمكانية تعميم النتائج الإحصائية على كافة الشركات العاملة فى بيئة الأعمال المصرية.

٣/٧/٧ تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة

فى سبيل اختبار صحة الفروض البحثية للدراسة الحالية، تم إجراء تحليل الارتباط والانحدار الخطي المتعدد للعلاقات التأثيرية والتفاعلية بين المتغيرات البحثية المستقلة والوسيطه والتابعة فى النماذج الكمية للدراسة باستخدام برنامجى (E-Views & Stata)، وذلك على النحو التالى:

أولاً: نتائج تحليل الارتباط Correlation Analysis

في سبيل تحديد طبيعة وقوة واتجاه العلاقة بين الثقة المفروطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، تم استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation)، ويوضح الجدول التالي رقم (10) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات البحثية للدراسة.

جدول رقم (10)

مصفوفة الارتباط (Pearson Correlation) لمتغيرات الدراسة

SIGMA	KURT	GRS	BIND	RET	MTB	FSIZE	LEV	ROA	CEOPC*FRO	CEOD*FRO	CEOEX*FRO	CEOD*FRO	PROPACITY	CEO PC	CEO GDIV	CEO EXP	CEO Duality	DUVOL	NCSKE W	Variable
																		1.000	1.000	NCSKEW
																		1.000	-0.012*	DUVOL
																	1.000	-0.285**	-0.133**	CEO Duality
																1.000	0.806*	0.989*	0.872*	CEO EXP
															1.000	-0.458	-0.390	0.523	0.491	CEO GDIV
														1.000	0.259	0.361	0.571*	0.397*	0.479*	CEO PC
													1.000	0.178**	-0.103	0.041**	0.054**	0.069**	0.034**	PROPACITY
												1.000	0.215**	0.281**	-0.318*	0.217**	0.263**	0.194**	0.118**	CEOD*FRO
											1.000	0.057**	0.032**	0.107**	-0.062	0.015**	0.049**	-0.029*	-0.026*	CEOEX*FRO
										1.000	0.613	-0.534	-0.669*	0.680	-0.734	0.510	0.472	-0.594	-0.531	CEOD*FRO
									1.000	0.054	0.095**	0.041**	0.065**	0.102**	-0.140	0.079*	0.085*	0.074**	0.095**	CEOPC*FRO
								1.000	0.091**	0.106	-0.056	0.018	0.047	0.093**	0.065	0.114	0.105	-0.127	-0.043	ROA
							1.000	-0.172**	0.235*	-0.213	0.196	-0.151	-0.163	0.204*	0.254	-0.185	-0.142	0.169	0.089	LEV
					1.000	-0.062*	0.049**	0.083**	0.036	0.087**	0.061*	0.074**	0.026**	-0.081	0.092	0.079	-0.088	-0.037	-0.037	FSIZE
				1.000	0.391**	-0.432*	0.428**	0.519	0.322	0.418	0.310	-0.498	0.463**	0.397	0.495	0.521	-0.477*	-0.389*	-0.389*	MTB
			1.000	0.386*	-0.460	-0.502*	0.453**	0.490*	0.582	0.517	0.420	0.313	0.501*	0.433	0.518	0.481	0.563*	0.414*	0.414*	RET
		1.000	0.126	-0.189	-0.152	0.113	0.052	-0.149	0.171	0.262**	-0.142*	-0.289*	-0.074	0.162	0.053	-0.083	-0.099**	-0.176**	-0.176**	BIND
	1.000	0.115	0.059**	0.068*	0.071**	-0.096	0.101**	0.063**	0.039	0.790	0.033	0.074*	0.064*	0.055	0.084	0.042	-0.061	-0.038	-0.038	GRS
1.000	0.139	0.205	-0.181**	-0.116**	0.184**	0.121	0.109**	0.131	0.192	0.098	0.165	0.103	0.151	0.128	0.261	0.183	0.159**	0.134**	0.134**	KURT
1.000	0.141**	0.208	0.173	-0.164**	-0.127**	0.136**	0.097	0.163**	0.182	0.201	0.157	0.194	0.295	0.197	0.251	0.154	0.237	0.167**	0.167**	SIGMA

(*) يقصد بها وجود علاقة بين المتغيرين عند مستوى معنوية (0.01) فأقل.

(**) يقصد بها وجود علاقة بين المتغيرين عند مستوى معنوية (0.05) فأقل.

المصدر: من إعداد الباحثين من واقع نتائج تحليل الإحصائي

يتضح من الجدول السابق رقم (10) مايلي:

- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO DUAL, CEO EXP & CEO PC) وغموض التقارير المالية (FROPACITY) لشركات العينة، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لهم (0.054, 0.041, 0.178) على التوالي، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.05)، وهو ما يتفق مع دراسة (Ria et al., 2020).
- توجد علاقة ارتباط سلبية بين نوع المدير التنفيذي (CEO GDIV) وغموض التقارير المالية (FROPACITY)، حيث بلغ معامل الارتباط (-0.103) بمستوى معنوية (Sig.) أكبر من (0.05)، مما يشير إلى عدم وجود تأثير معنوي (Wang et al., 2022).
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO EXP, CEO GDIV & CEO PC) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس (NCSKEW)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لهم (0.872, 0.491, 0.479) على التوالي، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.01)، وهو ما يتفق مع دراسة (Depoers et al., 2022).
- توجد علاقة ارتباط سلبية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO DUAL) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس (NCSKEW)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-0.133)، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.05)، وهو ما يتفق مع دراسة (Ali & Tauni, 2021).
- توجد علاقة ارتباط إيجابية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO EXP, CEO GDIV & CEO PC) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس (DUVOL)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لهم (0.989, 0.523, 0.397) على التوالي، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.01)، وهو ما يتفق مع دراسة (Zhang, 2022).
- توجد علاقة ارتباط سلبية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO DUAL) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس (DUVOL)، حيث بلغت

قيمة معامل الارتباط (-0.285) بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.05)، وهو ما يتفق مع دراسة (Liu & Lei, 2021).

توجد علاقة ارتباط إيجابية بين غموض التقارير المالية (FROPACITY) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط لهما (0.034, 0.069) على التوالي، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.05)، وهو ما يتفق مع دراسة (Saham, 2021)، (الصاوي، ٢٠٢٢). وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، يتضح من الجدول السابق رقم (10) ما يلي:

توجد علاقة ارتباط إيجابية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO DUAL, CEO EXP, CEO GDIV & CEO PC) وكل من (ROA, FSIZE,) (MTB, RET, GRS, KURT & SIGMA)، بمستوى معنوية أقل من (0.05).

توجد علاقة ارتباط سلبية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO DUAL, CEO EXP, CEO GDIV & CEO PC) وكل من (LEV & BIND).

توجد علاقة ارتباط إيجابية بين غموض التقارير المالية (FROPACITY) وكل من (ROA, FSIZE, RET, GRS, KURT & SIGMA)، بمستوى معنوية أقل من (0.05).

توجد علاقة ارتباط سلبية بين غموض التقارير المالية (FROPACITY) وكل من (LEV, MTB & BIND)، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.01).

توجد علاقة ارتباط سلبية بين خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL) وكل من (ROA, FSIZE, MTB, BIND & GRS)، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.01).

توجد علاقة ارتباط إيجابية بين خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL) وكل من (LEV, RET, KURT & SIGMA)، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.05).

يرتبط المتغير التفاعلي الذي يعبر عن العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية (CEOD*FRO & CEOPC*FRO) بعلاقة إيجابية بخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (DUVOL & NCSKEW)، حيث بلغت قيمة

معامل الارتباط لهما ((0.194, 0.074) , (0.118, 0.095)) على التوالي، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.05).

■ يرتبط المتغير التفاعلي الذي يعبر عن العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية (CEO GDIV*FRO) بعلاقة سلبية بخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (DUVOL & NCSKEW)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-) (-0.594, 0.531)، بمستوى معنوية (Sig.) أكبر من (0.05)، مما يؤكد على عدم وجود تأثير معنوي.

■ يرتبط المتغير التفاعلي الذي يعبر عن العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية (CEO EXP*FRO) بعلاقة سلبية بخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (DUVOL & NCSKEW)، حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (-) (-0.029, -0.026)، بمستوى معنوية (Sig.) أقل من (0.01).

ثانياً: نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد (Multiple Regression)

تم صياغة نماذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (Least Squares Method) لقياس أثر العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن توضيح النتائج لنماذج انحدار فروض الدراسة كما يلي:

أ- اختبار الفرض الأول

ينص الفرض الأول على أنه: " يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية ".

يوضح الجدول رقم (11) نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد (Multiple Regression) لأثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية.

جدول رقم (11)
نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الأول

$(FROPACITY)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CEO\ DUAL)_{i,t} + \beta_2(CEO\ EXP)_i + \beta_3(CEO\ PC)_i + \beta_4(CEO\ GDIV)_{i,t} + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7(BSIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RET)_{i,t} + \beta_{10}(BIND)_{i,t} + \beta_{11}(GRS)_{i,t} + \beta_{12}(KURT)_{i,t} + \beta_{13}(SIGMA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Financial Reporting Opacity (FROPACITY)				المتغير التابع
Sig.	T	Robust Std. Error	β	المتغيرات المستقلة والرقابية
0.614	2.746	0.430673	1.180547	(Constant)
0.038	0.531	0.104108	0.075613	CEO DUAL
0.024	-0.159	4.514395	-0.674039	CEO EXP
0.085	0.238	0.445814	0.104452	CEO GDIV
0.027	1.186	0.055342	0.065501	CEO PC
0.043	-0.245	0.004495	-0.001094	ROA
0.005	0.317	0.002901	0.000837	LEV
0.029	-1.672	0.041978	-0.070155	FSIZE
0.017	-0.314	0.002556	-0.016832	MTB
0.005	-0.828	0.042938	-0.037851	RET
0.028	-2.036	0.304515	-0.618573	BIND
0.034	-2.130	0.014967	-0.031849	GRS
0.841	-0.141	0.004213	-0.000476	KURT
0.012	1.712	0.063703	0.126138	SIGMA
0.5698	R- Squared		0.7549	R
0.0000	Prob (F – statistic)		0.5613	Adjusted R- squared
2.018	Durbin – Watson stat		8.46	F- statistic

من الجدول رقم (11) يتضح الآتي:

١- قيمة مستوى الدلالة الخاص باختبار معنوية الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (CEO DUAL, CEO EX & CEO PC) مع غموض التقارير المالية (FROPACITY) أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، حيث بلغت (0.038, 0.024, 0.027)، أما بالنسبة للثقة الإدارية المفرطة من خلال نوع المدير التنفيذي (CEO GDIV) فإن مستوى الدلالة (Sig.) بلغ (0.085) وهو أكبر من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى عدم وجود أي تأثير معنوي على غموض التقارير المالية، كما يتضح أن إشارة معامل الانحدار (β) لكل من (CEO DUAL, CEO PC & CEO GDIV) موجبة، وهو ما يؤيد صحة الفرض الأول، ويدل ذلك على وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Sun et al., 2022; Wang et al., 2022; Balsam et al., 2021; Leng et al., 2021; Ria et al., 2020).

٢- معامل التحديد المعدل (Adjusted R- squared): بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.5613)، وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل (CEOs Overconfidence) والمتغيرات الرقابية بالنموذج تفسر ما نسبته (56.13%) من التغير في المتغير التابع (Financial Reporting Opacity).

٣- اختبار (F- statistic): ويتمثل الهدف منه التحقق من الجودة المعنوية الكلية للنموذج، حيث بلغت قيمتها (8.46) بقيمة احتمالية (Sig. = 0.000)، مما يؤكد على سلامة النموذج المقدر، ومن نتائج الجدول السابق يتبين أن المتغير المستقل (CEOs Overconfidence) والمتغيرات الرقابية (Control variables) تفسر ما نسبته (56.98%) من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (Financial Reporting Opacity).

٤- اختبار (Durbin Watson statistic): ويتمثل الهدف منه التحقق من خلو النموذج الكمي من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، ويتبين من الجدول السابق أن قيمته قد بلغت (2.018)، وتقع هذه القيمة في المدى الملائم (1.5:2.5)، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي (Residuals)، ومن ثم عدم التأثير على صحة نتائج الدراسة الحالية.

وبناءً عليه، يتم قبول الفرض الأول الذي ينص على أنه: " يوجد تأثير إيجابي

ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية ".

ب- اختبار الفرض الثاني

ينص الفرض الثاني على أنه: " يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين

التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم ".

يوضح الجدول رقم (12) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple

Regression) لأثر الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم.

جدول رقم (12)
نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثاني

$(SPCRASH)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CEO\ DUAL)_{i,t} + \beta_2(CEO\ EXP)_{i,t} + \beta_3(CEO\ PC)_{i,t} + \beta_4(CEO\ GDIV)_{i,t} + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7(BSIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RET)_{i,t} + \beta_{10}(BIND)_{i,t} + \beta_{11}(GRS)_{i,t} + \beta_{12}(KURT)_{i,t} + \beta_{13}(SIGMA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
Stock Price Crash Risk (SPCRASH)				المتغير التابع
DUVOL		NCSKEW		المتغيرات المستقلة والرقابية
Sig.	β	Sig.	β	
0.587	0.460479	0.390	0.512094	(Constant)
0.002	0.146301	0.026	0.151276	CEO Duality
0.016	-0.046726	0.041	-0.013601	CEO EXP
0.637	0.304985	0.072	0.004052	CEO GDIV
0.008	0.096328	0.033	0.084920	CEO PC
0.043	-0.004172	0.048	-0.009681	ROA
0.038	0.040638	0.034	0.039025	LEV
0.027	-0.068712	0.019	-0.111609	FSIZE
0.041	-0.019108	0.001	-0.011127	MTB
0.024	-0.006434	0.028	-0.024370	RET
0.018	-1.145961	0.018	-1.273937	BIND
0.033	-0.022853	0.031	-0.023958	GRS
0.491	-0.021319	0.523	-0.016451	KURT
0.000	1.265870	0.027	0.008503	SIGMA
0.7184	R	0.7681		R
0.5161	R ²	0.5899		R- Squared
0.5149	Adjusted R ²	0.5891		Adjusted R- squared
0.0000	Prob. (F – stat.)	0.0000		Prob (F – statistic)
1.97	D- W	1.78		Durbin – Watson stat

من الجدول رقم (12) يتضح الآتي:

- ١- قيمة مستوى الدلالة (sig.) الخاص باختبار معنوية الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (CEO DUAL, CEO EX & CEO PC) مع خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس (NCSKEW) أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، حيث بلغت (0.026, 0.041, 0.033)، أما بالنسبة للثقة الإدارية المفرطة من خلال نوع المدير التنفيذي (CEO GDIV) فإن مستوى الدلالة (Sig.) بلغ (0.072) وهو أكبر من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى عدم وجود أي تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٢- قيمة مستوى الدلالة (sig.) الخاص باختبار معنوية الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (CEO DUAL, CEO EX & CEO PC) مع خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس (DUVOL) أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، حيث بلغت (0.002, 0.016, 0.008)، أما بالنسبة للثقة الإدارية المفرطة من خلال نوع المدير التنفيذي (CEO GDIV) فإن مستوى الدلالة (Sig.) بلغ (0.637) وهو أكبر من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، مما يشير إلى عدم وجود أي تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم.

٣- يتضح من الجدول السابق رقم (12) أن إشارة معامل الانحدار (β) لكل من (CEO DUAL, CEO PC & CEO GDIV) في كلا المقياسين لخطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW & DUVOL) موجبة، وهو ما يؤيد صحة الفرض الثاني، ويدل ذلك على وجود تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Zhang, 2022; Depoers et al., 2022; Gu et al., 2021; Ali & Tauni, 2021; Liu & Lei, 2021).

٤- معامل التحديد المعدل (Adjusted R-squared): بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.5891) باستخدام مقياس (NCSKEW)، وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل (الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين) والمتغيرات الرقابية بالنموذج تفسر ما نسبته (58.91%) من التغير في المتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم)، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.5149) باستخدام مقياس (DUVOL)، وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل (CEOs Overconfidence) والمتغيرات الرقابية بالنموذج تفسر ما نسبته (51.49%) من التغير في المتغير التابع (Stock price Crash Risk).

٥- اختبار (F-statistic): ويتمثل الهدف منه التحقق من الجودة المعنوية الكلية للنموذج، حيث بلغ مستوى الدلالة المعنوية (Sig. = 0.000) في كلا المقياسين لخطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW & DUVOL)، مما يؤكد على سلامة النموذج المقدر، ومن نتائج الجدول السابق يتبين أن المتغير المستقل (CEOs Overconfidence) والمتغيرات الرقابية (Control variables) تفسر ما نسبته (58.99%, 51.61%) على التوالي من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (Stock price Crash Risk).

٦- اختبار (Durbin Watson statistic): ويتمثل الهدف منه التحقق من خلو النموذج الكمي من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، ويتبين من الجدول السابق أن قيمته بكلا المقياسين لخطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW & DUVOL) قد بلغت (1.97, 1.78) على التوالي، وتقع هذه القيمة بكلا المقياسين في المدى الملائم (1.5:2.5)، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي (Residuals)، ومن ثم عدم التأثير على صحة نتائج الدراسة الحالية.

وبناءً عليه، يتم قبول الفرض الثاني الذي ينص على أنه: " يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين على خطر انهيار أسعار الأسهم ".

ج- اختبار الفرض الثالث

ينص الفرض الثالث على أنه: " يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم ".

يوضح الجدول رقم (13) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) لأثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد للنموذج الثالث
جدول رقم (13)

$(SPCRASH)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FPOPACITY)_{i,t} + \beta_2(ROA)_{i,t} + \beta_3(LEV)_{i,t} + \beta_4(BSIZE)_{i,t} + \beta_5(MTB)_{i,t} + \beta_6(RET)_{i,t} + \beta_7(BIND)_{i,t} + \beta_8(GRS)_{i,t} + \beta_9(KURT)_{i,t} + \beta_{10}(SIGMA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				المتغير التابع
Stock Price Crash Risk (SPCRASH)		NCSKEW		المتغيرات المستقلة والرقابية
DUVOL		NCSKEW		
Sig.	β	Sig.	β	
0.652	0.387137	0.866	0.102682	(Constant)
0.038	0.259761	0.049	0.545134	FROPACITY
0.041	-0.003774	0.031	-0.068538	ROA
0.019	0.005095	0.025	0.033605	LEV
0.028	-0.102972	0.049	-0.046751	FSIZE
0.014	0.010391	0.002	0.007596	MTB
0.036	-0.306083	0.017	-0.463103	RET
0.003	-1.390450	0.019	-0.0892918	BIND
0.053	-0.029243	0.013	-0.035053	GRS
0.000	-0.021235	0.000	-0.0185888	KURT
0.001	1.278643	0.003	0.402837	SIGMA
0.7161	R	0.7334	R	
0.5128	R ²	0.5379	R- Squared	
0.5107	Adjusted R ²	0.5318	Adjusted R- squared	
0.000	Prob. (F – stat.)	0.000	Prob (F – statistic)	
1.85	D– W	2.19	Durbin – Watson stat	

من الجدول رقم (13) يتضح الآتي:

١- قيمة مستوى الدلالة (sig.) الخاص باختبار معنوية غموض التقارير المالية (FROPACITY) مع خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياس (NCSKEW & DUVOL) أقل من قيمة مستوى

المعنوية (0.05)، حيث بلغت (0.038, 0.049) على التوالي، مما يؤكد على وجود تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم.

٢- يتضح من الجدول السابق رقم (13) أن إشارة معامل الانحدار (β) لغموض التقارير المالية (FROPACITY) في كلا المقياسين لخطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW & DUVOL) موجبة، وهو ما يؤيد صحة الفرض الثالث، ويشير ذلك إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يتفق مع نتائج دراسة (Yin et al., 2022; Liu & Lei, 2021, Saham, 2021; Baig et al., 2020; Cheng et al., 2020; Chae et al., 2020; الصاوي، 2021) (٢٠٢٢).

٣- معامل التحديد المعدل (Adjusted R-squared): بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.5318) باستخدام مقياس (NCSKEW)، وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل (غموض التقارير المالية) والمتغيرات الرقابية بالنموذج تفسر ما نسبته (53.18%) من التغير في المتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم)، كما بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.5107) باستخدام مقياس (DUVOL)، وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل (Financial Reporting Opacity) والمتغيرات الرقابية بالنموذج تفسر ما نسبته (51.07%) من التغير في المتغير التابع (Stock price Crash Risk).

٤- اختبار (F-statistic): ويتمثل الهدف منه التحقق من الجودة المعنوية الكلية للنموذج، حيث بلغ مستوى الدلالة المعنوية (Sig. = 0.000) في كلا المقياسين لخطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW & DUVOL)، مما يؤكد على سلامة النموذج المقدر، ومن نتائج الجدول رقم (13) يتبين أن المتغير المستقل (Financial Reporting Opacity) والمتغيرات الرقابية (Control variables) تفسر ما نسبته (53.79%, 51.28%) على التوالي من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع (Stock Price Crash Risk).

٥- اختبار (Durbin Watson statistic): ويتمثل الهدف منه التحقق من خلو النموذج الكمي من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء (Autocorrelation)، ويتبين من الجدول رقم (13) أن قيمته بكلا المقياسين لخطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW & DUVOL) قد بلغت (2.19, 1.85) على التوالي، وتقع هذه القيمة بكلا المقياسين في المدى الملائم

(1.5:2.5)، مما يؤكد على خلو النموذج من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (Residuals)، ومن ثم عدم التأثير على صحة نتائج الدراسة الحالية. وبناءً عليه، يتم قبول الفرض الثالث الذي ينص على أنه: " يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم ".
د- اختبار الفرض الرابع

ينص الفرض الرابع على أنه: يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للعلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم. يوضح الجدول رقم (14) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Regression) لأثر العلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال المقارنة بين نتائج النموذجين الثالث والرابع، كما يلي:

جدول رقم (14)

نماذج الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرض الرابع

$(SPCRASH)_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(CEODUAL * FROPACITY)_{i,t} + \beta_2(CEOEXP * FROPACITY)_{i,t} + \beta_3(CEO PC * FROPACITY)_{i,t} + \beta_4(CEO GDIV * FROPACITY)_{i,t} + \beta_5(ROA)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7(BSIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RET)_{i,t} + \beta_{10}(BIND)_{i,t} + \beta_{11}(GRS)_{i,t} + \beta_{12}(KURT)_{i,t} + \beta_{13}(SIGMA)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$							
Stock Price Crash Risk (SPCRASH)							
بعد إدخال متغير الثقة المفرطة				قبل إدخال متغير الثقة المفرطة			
DUVOL		NCSKEW		DUVOL		NCSKEW	
Sig.	β	Sig.	β	Sig.	β	Sig.	β
0.514	0.4697	0.870	0.1005	0.652	0.3871	0.866	0.1027
0.012	0.3164	0.006	0.7041	0.038	0.2598	0.049	0.5451
0.030	0.0632	0.000	0.0526	-	-	-	-
0.014	-0.0856	0.021	-0.1619	-	-	-	-
0.821	0.0274	0.652	0.0413	-	-	-	-
0.029	0.0151	0.033	0.3997	-	-	-	-
0.047	-0.0027	0.035	-0.0068	0.041	-0.0038	0.031	-0.0685
0.023	0.0046	0.042	0.0025	0.019	0.0051	0.025	0.0336
0.016	-0.1079	0.023	-0.0425	0.028	-0.1030	0.049	-0.0468
0.021	0.0104	0.029	0.0106	0.014	0.0104	0.002	0.0076
0.001	0.2365	0.016	0.1264	0.036	-0.3061	0.017	-0.4631
0.009	-1.3630	0.000	-0.7758	0.003	-1.3905	0.019	-0.0893
0.038	-0.0275	0.004	-0.0257	0.053	-0.0292	0.013	-0.0351
0.000	-0.0219	0.036	-0.0186	0.000	-0.0212	0.000	-0.0186
0.000	1.2990	0.001	0.4467	0.001	1.2786	0.003	0.4028
0.7562		0.7911		0.7161		0.7334	
0.5719		0.6258		0.5128		0.5379	
0.5642		0.6318		0.5107		0.5318	
0.000		0.000		0.000		0.000	
2.08		2.37		1.85		2.19	
R							
R- Squared							
Adjusted R- squared							
Prob (F - statistic)							
Durbin - Watson stat							

من الجدول السابق رقم (14) يتبين الآتي:

١- أوضحت نتائج الانحدار الخطى المتعدد (Least Squares Method) أن إضافة متغير الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (CEO DUAL, CEO EX, CEO GDIV& CEO PC NCSKEW & FROPACITY) إلى نموذج العلاقة بين غموض التقارير المالية باستخدام مؤشر (DUVOL)، ساهم في تحسين القدرة التفسيرية للنموذج من (0.5379) إلى (0.6258) باستخدام مقياس (NCSKEW) ومن (0.5128) إلى (0.5719) باستخدام مقياس (DUVOL).

٢- كما ارتفعت قيمة معامل الانحدار (β) لمؤشر غموض التقارير المالية (FROPACITY) من (0.2598, 0.5451) إلى (0.3164, 0.07041) باستخدام مقياس خطر انهيار أسعار لأسهم (NCSKEW & DUVOL) على التوالي، مما يؤكد على التأثير الإيجابي لإدخال متغير الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين في نموذج العلاقة، بالإضافة إلى التأكيد على وجود علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

٣- بالنسبة لمتغير العلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية (CEODUAL*FROPACITY, CEOEXP*FROPACITY, CEOPC*FROPACITY)، فقد بلغت مستوى المعنوية لهم (Sig.) (0.000, 0.021, 0.033) على التوالي باستخدام مقياس (NCSKEW)، وهو أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، وبالنسبة للمتغير التفاعلي بين نوع المدير التنفيذي وغموض التقارير المالية (CEOGDIV*FROPACITY)، فقد بلغت قيمة مستوى المعنوية (Sig.) (0.652)، مما يؤكد على عدم وجود تأثير معنوي لإدخال متغير نوع المدير التنفيذي على العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

٤- بالنسبة لمتغير العلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين (CEO OC) وغموض التقارير المالية (CEODUAL*FROPACITY, CEOEXP*FROPACITY, CEOPC*FROPACITY)، فقد بلغت مستوى المعنوية لهم (Sig.) (0.030, 0.014, 0.029) على التوالي باستخدام مقياس (DUVOL)، وهو

أقل من قيمة مستوى المعنوية (0.05)، أما بالنسبة للمتغير التفاعلي بين نوع المدير التنفيذي وغموض التقارير المالية (CEOGDIV*FRPACITY)، فقد بلغت قيمة مستوى المعنوية (Sig.) (0.821)، مما يؤكد على عدم وجود تأثير معنوي لإدخال متغير نوع المدير التنفيذي على العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

٥- يتضح من الجدول رقم (14) أن إشارة معامل الانحدار (β) للعلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية موجبة، وهو ما يؤكد على صحة الفرض الرابع.

٦- معامل التحديد المعدل (Adjusted R- squared): يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المعدل بلغت (0.6318, 0.5642) باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL) على التوالي، وتشير هذه القيمة إلى أن المتغير المستقل (CEO OC) والمتغيرات الرقابية في النموذج تفسر ما نسبته (56.42%, 63.18%) على التوالي من التغير في المتغير التابع (SPCRASH).

٧- وفقاً للقيمة اختبار (F- statistic) المحسوبة: فقد بلغت (9.84, 5.31) بقيمة احتمالية (Sig.= 0.00) باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL) على التوالي، كما بلغت القدرة التفسيرية للنموذج وفقاً لقيمة معامل التحديد (R- Square) (0.6258, 0.5719)، ويؤكد ذلك على سلامة النموذج المقدر، حيث يفسر المتغير المستقل حوالي (57.19%, 62.58%) على التوالي من التغيرات التي تحدث في المتغير التابع.

٨- بلغت القيمة الإحصائية لاختبار (Durbin Watson test) (2.37, 2.08) باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL) على التوالي، وبالتالي فهي تقع في نطاق المدى الملائم (1.5-2.5)، مما يؤكد على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي (Auto Correlation) بالشكل الذي يؤثر على صحة نتائج الدراسة.

وبناءً عليه، يتم قبول الفرض الرابع الذي ينص على أنه: " يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للعلاقة التفاعلية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم ".

٨/٧ النتائج والتوصيات والتوجهات البحثية المستقبلية

أولاً: النتائج

تتمثل أهم نتائج الدراسة فيما يلي:

- يتوقف نجاح المنشآت في تحقيق أهدافها بشكل كبير على مجالس إدارتها ومديريها التنفيذيين، وعلى الرغم من الدور الجوهرى الذى يلعبه المدير التنفيذى فى تعظيم قيمة الشركة، إلا أن الثقة المفرطة لديه قد تؤثر سلباً على تقديراته الشخصية وقراراته الاستثمارية والتدفقات النقدية المستقبلية، مما ينعكس سلباً على الأداء المالى للشركة وسيولة أسهمها المتداولة فى سوق الأوراق المالية.
- تعتبر الثقة الإدارية سلاحاً ذو حدين، فعلى الرغم من أن المبالغة فى الثقة بالنفس لدى المديرين التنفيذيين تساهم فى تعزيز الابتكار والإقدام فى القرارات الاستراتيجية المتعلقة بمستقبل الشركة، إلا أن المبالغة فى التنبؤات المالية وتقدير العوائد المستقبلية والمخاطر المالية والتهوين من عدم تأثير الأحداث السياسية والقانونية فى البيئة المحيطة بالشركة يهدد استمراريته فى النشاط.
- ينطوى غموض التقارير المالية على قدرة الإدارة التنفيذية على حجب أو إخفاء المعلومات الهامة سواء عن طريق إخفاء معلومات جوهرية أو من خلال الإيجاز فى طريقة العرض، مما يؤثر على توافر المعلومات وعدم تماثلها لجميع المتعاملين فى سوق رأس المال، وكذلك مدى فهم وتفسير السوق واستيعابه لهذه المعلومات، الأمر الذى من شأنه تضليل مستخدمى التقارير المالية وعدم كفاءة السوق.
- من المؤكد أن غموض التقارير المالية والتعظيم المتعمد للمعلومات ليس وليد الصدفة، إنما نتيجة لسياسة ممنهجة من قبل إدارة الشركة تستند إلى عدد من الدوافع سواء التى تتعلق بخصائص الشركة مثل: ضعف الأداء المالى، وتنبؤات المحللين المالىين بشأن التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية، وقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، ودرجة المنافسة فى القطاع الذى تنتمى إليه الشركة أو التى تتعلق بخصائص المديرين وسماتهم الشخصية مثل: القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين والثقة المفرطة لديهم نتيجة لمركزية اتخاذ القرار.

- تعتمد النماذج الرياضية في تفسير خطر انهيار أسعار الأسهم الشركات على فرضية أن الحوافز الإدارية أحد الأسباب الجوهرية للتعتيم على الأخبار غير المواتية وإخفائها، فمع تراكم هذه الأخبار السيئة وإخفائها حتى تصل إلى ذروتها والتي تسمى بنقطة التحول عندها لا تستطيع إدارة الشركة الاستمرار في حجب تلك المعلومات، وهنا تقرر الإفصاح عنها دفعة واحدة للمستثمرين وكافة مستخدمي التقارير المالية من الأطراف ذات العلاقة، مما يترتب عليه انخفاض حاد ومفاجئ في أسعار الأسهم المتداولة بالبورصة، مع التأكيد بأن الخطر هنا يتعلق بسهم شركة معينة وليس المقصود منه انهيار السوق كله أو بمعنى آخر انهيار أسعار كافة الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية.
- تتوقف قيمة الشركة وتميزها التنافسي في السوق إلى حد كبير على مديريها التنفيذيين وسمعتهم بالإضافة إلى خبراتهم المهنية وقدراتهم الفنية ومدى رؤيتهم لمستقبل الشركة، ومن هذا المنطلق وحفاظاً على الكيان الاقتصادي للشركة فقد تلجأ الإدارة للقيام ببعض الممارسات ليس الهدف الرئيسي منها التلاعب بالقوائم المالية أو تخفيض مستوى شفافيتها، إنما التخوف من ردود الفعل السلبية لصغار المستثمرين الذين يقدمون على بيع جماعي لأسهم الشركة في حالة الإفصاح عن أية أخبار غير مواتية عن الأداء المالي للشركة، وبخاصة في الأسواق الناشئة ومنها جمهورية مصر العربية، الأمر الذي قد يدفع باقي المستثمرين لبيع أسهم الشركة مما يؤثر على سيولة أسهم الشركة ويصبح خطر انهيارها بسوق الأوراق المالية أمراً حتمياً لا مفر منه.
- توجد علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO DUAL, CEO EXP & CEO PC) وغموض التقارير المالية (FROPACITY) لشركات العينة، وهو ما يؤيد صحة الفرض الأول.
- توجد علاقة ارتباط سلبية بين نوع المدير التنفيذي (CEO GDIV) وغموض التقارير المالية (FROPACITY).

- توجد علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO EXP, CEO GDIV & CEO PC) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL)، وهو ما يؤيد صحة الفرض الثاني.
- توجد علاقة ارتباط سلبية ومعنوية بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين المتمثلة في (CEO DUAL) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL).
- توجد علاقة ارتباط إيجابية ومعنوية بين غموض التقارير المالية (FROPACITY) وخطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقياسي (NCSKEW & DUVOL)، وهو ما يؤيد صحة الفرض الثالث.
- يرتبط المتغير التفاعلي الذي يعبر عن العلاقة بين الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وغموض التقارير المالية (CEO GDIV*FRO, CEO EXP*FRO) بعلاقة سلبية بخطر انهيار أسعار الأسهم، بينما يرتبط المتغير التفاعلي (CEO DUAL*FRO & CEO PC*FRO) بعلاقة إيجابية ومعنوية بخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يؤيد صحة الفرض الرابع.

ثانياً: توصيات الدراسة

- في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج بالدراستين النظرية والعملية، يوصى بما يلي:
- توجيه الباحثين والأكاديميين بضرورة إجراء المزيد من الدراسات التطبيقية على بيئة الأعمال المصرية، من شأنها تقديم أدلة عملية وتفسيرات إضافية حول مدى تأثير الجوانب السلوكية والسمات الشخصية للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية وقابليتها للقراءة والفهم من جانب مستخدميها من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة.
 - يعتبر خطر انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات الهامة التي شغلت الفكر المحاسبي في الآونة الأخيرة، وما زالت في حاجة إلى المزيد من البحث والدراسة وبخاصة في بيئة الأعمال المصرية، من خلال إدخال متغيرات إضافية ومحددات جديدة تم تناولها في متن الدراسة الحالية، والتي من شأنها تقديم تفسيرات علمية وعملية لهذه الظاهرة، وتقديمها لإدارات الشركات المصرية للحفاظ على موارد الشركة وحمايتها من خطر الإفلاس وتصفية النشاط.

- ضرورة الالتزام بتطبيق آليات حوكمة الشركات ودعم استقلالية مجالس الإدارات والحد من هيمنة المديرين التنفيذيين وفعالية نظام الرقابة الداخلية، يؤثر بشكل جوهري على جودة التقرير المالي، وبالتالي تحسين مستوى الإفصاح والشفافية للقوائم المالية، مما ينعكس بالإيجاب على قيمة الشركة، وتمكين متخذي القرار من المستثمرين وأصحاب المصالح المرتبطة بالشركة في ترشيد قراراتهم الإقتصادية.
- ضرورة تضمين مجالس إدارات الشركات لأعضاء مستقلين من ذوى الخبرة المالية، مما يضمن استقلالية المجلس والحد من الآثار السلبية لهيمنة المديرين التنفيذيين والثقة المفرطة لديهم على عملية اتخاذ القرار، وتعريض الشركة لخطر انهيار أسعار أسهمها في سوق الأوراق المالية.
- الاستعانة بخدمات مكاتب المراجعة الكبرى (BIG 4) لضمان شفافية التقارير المالية وعدم غموضها، لحماية المستثمرين وأصحاب المصالح من التصرفات والممارسات الانتهازية للإدارة التنفيذية، والتي تؤثر على سمعة الشركة وقيمتها السوقية، وسيولة أسهمها والحد من انهيار أسعارها في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: التوجهات البحثية المستقبلية

هناك عدد من الموضوعات البحثية التي ينبغي إلقاء الضوء عليها ومنها:

- ١- قياس أثر الثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي على جودة التقرير المالي وسيولة أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية دراسة تطبيقية.
- ٢- أثر المراجعة المشتركة على غموض التقارير المالية ودورها في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم: دليل تطبيقي من البيئة المصرية.
- ٣- أثر الروابط السياسية للمديرين التنفيذيين على غموض التقارير المالية وقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية.
- ٤- أثر تركيز هيكل الملكية على الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٨- المراجع:

أولاً: المراجع باللغة العربية

- الصاوي، عفت أبوبكر محمد، (٢٠٢٢)، دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، **المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية**، كلية التجارة، جامعة دمياط، المجلد الثالث، العدد الأول، الجزء الثاني، ص ص ٢٦٣-٣٢٨.
- الصباغ، أحمد عبده السيد، (٢٠١٩)، أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، **مجلة الفكر المحاسبى**، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الثالث والعشرون، العدد الرابع، ص ص ١-٥٣.
- حسين، علاء على أحمد، (٢٠٢٠)، تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة، **مجلة الفكر المحاسبى**، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الرابع والعشرون، العدد الأول، ص ص ٢٠٨-٢٧٥.
- سمعان، أحمد محمد شاكر حسن، (٢٠٢٠)، المتغيرات المنظمة لعلاقة الثقة الإدارية الزائدة بتعديلات القوائم المالية: منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية، **مجلة البحوث المحاسبية**، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد الرابع، العدد الثالث، ص ص ١-٧٥.
- عبد المجيد، حميده محمد، (٢٠٢١)، قياس أثر التمويل بالديون قصيرة الأجل على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية، **مجلة عجمان للدراسات والبحوث**، الإمارات، المجلد العشرون، العدد الأول، ص ص ١٢٤-١٦٠.

- عبدالرحيم، أسماء إبراهيم، (٢٠٢٠)، أثر الملكية الإدارية والثقة الإدارية المفرطة للمدير التنفيذي على مستوى الإحتفاظ بالنقدية في الشركات المساهمة المصرية: دراسة إختبارية على الشركات المسجلة في البورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد الرابع، العدد الأول، ص ص ٤٤-١.
- عبدالونيس، إيمان محمد، (٢٠٢٠)، قياس أثر تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS على العلاقة بين القدرة الإدارية وتعدد التقارير المالية في الشركات المتداولة بالبورصة المصرية، مجلة الفكر المحاسبى، قسم المحاسبة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد الرابع والعشرون، العدد الرابع، ص ص ٢٥-١.
- عزام، محسن عبيد عبد الغفار، وزلط، علاء عاشور عبد الله، (٢٠٢٢)، مدى تأثير العلاقة التفاعلية بين التدفقات النقدية التشغيلية الحرة وغموض التقارير المالية على كفاءة الإستثمار في الشركات المقيدة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، المجلد الثالث، العدد الأول، الجزء الثانى، ص ص ٣٢٩-٣٧٦.
- محمد، عمرو محمد خميس، (٢٠٢١)، دراسة واختبار أثر مشاركة الإناث بمجالس إدارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على العلاقة بين القدرة الإدارية والثقة المفرطة للمدير التنفيذي وممارسات التجنب الضريبي، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد الخامس، العدد الأول، ص ص ٧١-١.
- مليجى، مجدى مليجى عبدالحكيم، (٢٠١٩)، قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالى وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، المجلد الثالث، العدد الثالث، ص ص ٣٨٣-٢٩٦.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

- Ahmed, F. B., & Jarboui, A. (2022). CEO Overconfidence and Forecast Accuracy moderated by CEOs' Accounting-Based Attributes. **Journal of Management Development**, 41 (3), 163–182
- Al Islami, M. A. F., & Madyan, M. (2020). The Effect of Managerial Overconfidence on Corporate Investment. **Manajemen Bisnis**, 10(1), 49–57.
- Al Mamun, M., Balachandran, B., & Duong, H. N. (2020). Powerful CEOs and Stock Price Crash Risk. **Journal of Corporate Finance**, 62(1), 1–74.
- AlBalooshi, S., Iannino, M., & Abedifar P. (2020). Firm Opacity and Islamic Securities Issuance. Available at [10.2139/ssrn.3604514](https://ssrn.com/abstract=3604514).
- Ali, Z., & Tauni, M. Z. (2021). CEO Overconfidence and Future Firm Risk in China: The Moderating Role of Institutional Investors. **Chinese Management Studies**, 15(5), 1057–1084.
- Bai, M., Li, S., Xu, L., & Yu, C. F. (2022). How Do Overconfident CEOs Respond to Regulation Fair Disclosure? Evidence from Financial Report Readability. **Finance Research Letters**, 50(2), 1–23.
- Baig, A., Blau, B. M., & Griffith, T. G. (2021). Firm Opacity and The Clustering of Stock Prices: The case of Financial Intermediaries. **Journal of Financial Services Research**, 60(2), 187–206.

- Balsam, S., Puthenpurackal, J., & Upadhyay, A. (2021). Corporate Opacity and Effectiveness of Independent Female Directors. **Journal of Corporate Finance**, 69(1),1-24.
- Benkraiem, R., Depoers, F., Guizani, A., & Lakhal, F. (2021). Powerful Decision-makers and Stock Price Crash Risk. **Economics Bulletin**, 26(3),1876-1886.
- Bodaghi, H., Valiyan, H., Mortazaviyan, S. F., & Vaseyee Charmahali, M. (2021). The Effect of CEO Managerial Ability on Marginal Value of Cash and Corporate Opacity of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. **Financial Management Strategy**, 9(4), 191-216.
- Butar, S. & Murniati, M. (2021). How does Financial Reporting Quality Relate to Stock Price Crash Risk? Evidence from Indonesian Listed Companies. **Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis**, Vol. 8(1), 59-76.
- Chae, S. J., Nakano M., & Fujitani, R. (2020). Financial Reporting Opacity, Audit Quality and Crash Risk: Evidence from Japan. **The Journal of Asian Finance**, Economics and Business, 7(1), 9-17.
- Chang, L., & Lin, T. J. (2022). The Association among CEO Overconfidence, Ownership Structure and Financial Performance. **European Journal of Business and Management Research**, 7(2), 37-44.

- Cheng, C., Shuo, L., & Eliza, Z. (2020). Operating Cash Flow Opacity and Stock Price Crash risk. **Journal of Accounting and Public Policy**, 39(1), 1-23.
- Cheng, F., Ruan, W., Huang, G., & Zhang, L. (2021). Aftershock: CEO Great Famine Experience and Stock Price Crash Risk. **Frontiers in Psychology**, 12(1),1-18.
- Cho, M., Kim, S., Kim, Y., Lee, B. B. H., & Lee, W. J. (2021). IFRS Adoption and Stock Misvaluation: Implication to Korea discount. **Research in International Business and Finance**, 58, 1-21.
- Depoers, F., Guizani, A., & Lakhal, F. (2022). How Do Overconfident CEOs behave in Competitive Product Markets: Evidence from Stock Price Crash Risk? **Finance Contrôle Stratégie**, 25(2), 1-28.
- Fu, J., Chen, X., Liu, Y., & Chen, R. (2022). Managerial Ability and Stock Price Synchronicity. **Research in International Business and Finance**, 60(1), 1-19.
- Gurdgiev, C., & Ni, Q. (2022). The Role of Board Diversity in The Relationship between CEO Overconfidence and Financing Decisions. **Available at SSRN 4156288**.
- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial Overconfidence, Internal Financing, and Investment Efficiency: Evidence from China. **Research in International Business and Finance**, 47(1), 501- 510.

- Hemdan, D. A. M., Hasnan, S., & Ur Rehman, S. (2021). CEO Power Dynamics and Firms' Reported Earnings Quality in Egypt: Moderating Role of Corporate Governance. **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)**, 15(1), 1-30.
- Hu, G., Liu, Y., Wang, J. W., Zhou, G., & Zhu, X. (2022). Insider Ownership and Stock Price Crash Risk around The Globe. **Pacific-Basin Finance Journal**, 72, 1-17
- Janahi, M., Millo, Y., & Voulgaris, G. (2021). CFO Gender and Financial Reporting Transparency in Banks. **The European Journal of Finance**, 27(3), 199-221.
- Kaplan, S. N., Sørensen, M., & Zakolyukina, A. A. (2022). What is CEO Overconfidence? Evidence from Executive Assessments. **Journal of Financial Economics**, 145(2), 409-425.
- Kim, H. A., Choi, S. U., & Choi, W. (2022). Managerial Overconfidence and Firm Profitability. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 29(1), 129-153.
- Krishnamurti, C., Chowdhury, H., & Han, H. D. (2021). CEO Centrality and Stock Price Crash Risk. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, 31(1), 1-16.
- Leng, J., Ozkan, A., Ozkan, N., & Trzeciakiewicz, A. (2021). CEO Overconfidence and The Probability of Corporate Failure: Evidence

from The United Kingdom. **The European Journal of Finance**, 27(12), 1210–1234.

- Liu, J., & Lei, D. (2021). Managerial Ability and Stock Price Crash Risk–The Role of Managerial Overconfidence. **Review of Accounting and Finance**, 20(2), 167–193.
- Liu, L., Le, H., & Thompson, S. (2022). CEO Overconfidence and Bank Systemic Risk: Evidence from US Bank Holding Companies. **International Journal of Finance & Economics**, 27(3), 2977–2996.
- McCarthy, O., & Hillenbrand, S. (2021). Heterogeneous Investors and Stock Market Fluctuations. **Available at SSRN 3944887**.
- Moradi, M., Appolloni, A., Zimon, G., Tarighi, H., & Kamali, M. (2021). Macroeconomic Factors and Stock Price Crash Risk: Do Managers withhold Bad News in the Crisis–ridden Iran market? **Sustainability**, 13(7), 36–88.
- Pan, N., Xu, Q., & Zhu, H. (2021). The impact of Investor Structure on Stock Price Crash Sensitivity: Evidence from China's stock market. **Journal of Management Science and Engineering**, 6(3), 312–323
- Qiao, L., Adegbite, E., & Nguyen, T. H. (2022). Chief Financial Officer Overconfidence and Stock Price Crash Risk. **International Review of Financial Analysis**, 84 (2),1–15.

- Reyes, T., Vassolo, R. S., Kausel, E. E., Torres, D. P., & Zhang, S. (2022). Does Overconfidence Pay off When Things Go Well? CEO Overconfidence, Firm Performance, and The Business Cycle. **Strategic Organization**, 20(3), 510–540.
- Ria, R., Manurung, A. H., Murwaningsari, E., & Herawaty, V. (2020). Earning Opacity, CEO Overconfidence, Financial Report Readability Effect on Stock Price Crash Risk. **Psychology and Education**, 57(9), 1–23.
- Saham, P. (2021). How does Financial Reporting Quality Relate to Stock Price Crash Risk? Evidence from Indonesian Listed Companies. **Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis**, 8(1), 59–76.
- Salehi, M., Lari DashtBayaz, M., Hassanpour, S. & Tarighi, H. (2020). The effect of Managerial Overconfidence on The Conditional Conservatism and Real Earnings Management. **Journal of Islamic Accounting and Business Research**, 11(3), 708–720.
- Sezgin, O., Canbaloglu, B., & Gurgun, G. (2022). Stock liquidity, Stock Price Crash Risk, and Foreign Ownership. **Borsa Istanbul Review**, 23(3), 477–486.
- Stenzel, A., & Wagner, W. (2022). Opacity, liquidity and Disclosure Requirements. **Journal of Business Finance & Accounting**, 49(5–6), 658–689.

- Sun, L., Johnson, G., & Bradley, W. (2022). CEO Power and Annual Report Reading Difficulty. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, 1–23.
- Tee, C., Lee, M. & Majid, A. (2021). Heterogeneous Political Connections and Stock Price Crash Risk: Evidence from Malaysia, **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, 31(2):1–18.
- Wang, Y., Yu, M., & Gao, S. (2022). Gender Diversity and Financial Statement Fraud. **Journal of Accounting and Public Policy**, 41(2), 1–18.
- Yeung, W., & Lento, C. (2020). Earnings Opacity and Corporate Governance for Chinese listed firms: The Role of The Board and External Auditors. **Asian Review of Accounting**, 28(4), 487–515.
- Yin, S., Chevapatrakul, T., & Yao, K. (2022). The Causal Effect of Improved Readability of Financial Reporting on Stock Price Crash Risk: Evidence from the Plain Writing Act of 2010. **Economics Letters**, 21(6), 1–19.
- Zare Bahnamiri, M. J. (2020). CEO Power and Earnings Announcement Tone with Emphasis on The Role of Board Oversight. **Quarterly Financial Accounting**, 11(44), 119–143.
- Zhang, H. (2022). Research on Overconfidence of The Board of Directors, Supervision Mechanism and The Risk of Stock Price Crash. The EURASEANs: **Journal on Global Socio–Economic Dynamics**, 2 (33).