

## دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا

نورا صبحي مصطفى علي

مدرس مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

تحت إشراف

الدكتور/ حسن عبد العال حامد

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

الأستاذ الدكتور/ أمال محمد كمال

أستاذ المراجعة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

**مستخلص** الهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق علي عينة مكونة من ٦٧ شركة من الشركات المصرية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠٢١ بإجمالي عدد مشاهدات ٢٦٨ مشاهدة، وقامت الباحثة بتقسيم الفترة الزمنية إلى فترتين؛ الفترة الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩ قبل أزمة فيروس كورونا بإجمالي عدد مشاهدات ١٣٤ مشاهدة، والفترة الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١ أثناء أزمة فيروس كورونا بإجمالي عدد مشاهدات ١٣٤ مشاهدة، وذلك من أجل توضيح أثر أزمة فيروس كورونا، وبالاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى، تم التوصل إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا، وتم التوصل أيضاً إلى عدم وجود علاقة معنوية بينهما خلال الفترة الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا.

### **الكلمات المفتاحية:**

الثقة الزائدة للمدير التنفيذي، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، أزمة فيروس كورونا.

## **Studying the relationship between CEO Overconfidence and Stock price crash risk: before and during the Corona virus crisis**

### **Abstract:**

The main objective of this research is to examine the relationship between CEO overconfidence and stock price crash risk. In this research, a sample of 67 firms listed in the Egyptian Stock Exchange is used for a period of four years from 2018 to 2021 with a total number of 264 observations. More specifically, this sample is divided into two periods in order to highlight the effect of the Corona virus crisis; the first period is before the Corona virus crisis from 2018 to 2019 with 134 observations and the second period is during the Corona virus crisis from 2020 to 2021 with 134 observations. The Ordinary Least Square (OLS) method is employed to test the research hypotheses. The results of this research revealed that there is insignificant relationship between CEO overconfidence and stock price crash risk before and during the Corona virus crisis.

### **Keywords:**

CEO Overconfidence, Stock price crash risk, Corona virus crisis.

## ١ - المقدمة وطبيعة المشكلة:

تمر أسواق الأوراق المالية بحالات من الازدهار وحالات أخرى من الانهيار، إلا أن حالات الانهيار قد تكون الأكثر تأثيراً اقتصادياً؛ لذلك ظهر في الآونة الأخيرة نوع حديث من المخاطر، وهو ما يعرف بمخاطر انهيار أسعار الأسهم Stock Price Crash Risk، وتُعد هذه المخاطر أحد الاعتبارات الهامة التي يجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ قرارات الاستثمار وقرارات إدارة المخاطر، الأمر الذي أدى إلى زيادة اهتمام الباحثين بدراسة وتحليل العوامل المؤثرة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Yeung & Lento, 2018).

هذا، ويعد ميل المديرين التنفيذيين إلى إخفاء الأخبار السيئة عن المستثمرين من أجل إخفاء تدهور الأداء المالي للشركة وإظهاره بصورة جيدة تخالف الوضع المالي الحقيقي لتحقيق مصالحهم الشخصية، والحفاظ على مناصبهم، أحد أهم العوامل الرئيسية المسببة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Kim & Zhang, 2014)؛ حيث إن قدرة المديرين على حجب الأخبار السيئة لفترات طويلة يُعد أمر محدود نسبياً؛ حيث يستمر المديرون في حجب تلك الأخبار حتى تتراكم وتصل إلى نقطة معينة يصبح عندها الاستمرار في حجب تلك الأخبار أمر مكلف للغاية، فعند هذه النقطة يتم الإفصاح عن تلك الأخبار دفعة واحدة، مما قد يترتب عليه حدوث انهيار مفاجئ في سعر سهم الشركة (Kim & Zhang, 2016).

هذا، وتتعدد العوامل المؤثرة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، منها: التجنب الضريبي، والاستمرار في المشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة، وعدم فعالية آليات حوكمة الشركات، إلا أن جميع هذه العوامل تندرج ضمن السلوك الانتهازي للإدارة؛ والجدير بالذكر أن الدافع وراء هذا السلوك الانتهازي قد يكون إما لتخفيض أرباح الشركة بهدف التجنب الضريبي أو لزيادة أرباح الشركة من أجل إخفاء الأداء الضعيف للشركة وتحقيق مكاسب شخصية في حالة عقود المكافآت، وذلك من خلال استغلال المرونة في الاختيار بين البدائل المحاسبية والتي تخضع للتقدير الشخصي للإدارة في مجالات القياس والإفصاح المتبعة في القوائم المالية، مما يؤثر بدوره على شفافية التقارير المالية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، مما يجعل معظم

مستخدمي تلك التقارير غير قادرين على الوصول إلى المعلومات التي يحتاجونها لاتخاذ قرارات استثمارية رشيدة (Kim et al., 2011; Francis et al., 2016; Habib et al., 2018).

على الجانب الآخر، ظهر اتجاه حديث في الأبحاث يقترح تفسيراً جديداً للسلوك الإداري المتعلق بحجب وإخفاء الأخبار السيئة من خلال إعداد تقارير مالية لا تتسم بالشفافية، وذلك من خلال التركيز على السمات الشخصية والنفسية للمدير التنفيذي، والتي من أهمها الثقة الزائدة للمدير التنفيذي CEO Overconfidence، وترجع أهميتها إلى أنها تؤثر بشكل كبير على قرارات الشركة سواء الاستثمارية أو التمويلية أو المتعلقة بتوزيعات الأرباح (Hirshleifer et al., 2012).

هذا، وقد تؤدي الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين إلى التفاؤل الزائد وغير الواقعي في التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمشاريع الاستثمارية، مما قد يدفعهم إلى الاستمرار في المشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة لفترات طويلة، أملاً منهم في تحقيق نتائج إيجابية في المستقبل، مما يؤدي إلى تراكم الأداء السيئ لهذه المشروعات، وبالتالي يلجأ هؤلاء المديرين إلى القيام بممارسات إدارة الأرباح في حالة فشلهم وعدم تحقق توقعاتهم الإيجابية المتحيزة بشأن الأرباح المستقبلية لإخفاء الأخبار السيئة، وذلك من أجل الحد من الضغوط التي سيتعرضون لها في حالة الإفصاح عن تلك الأخبار، وتتراكم هذه الأخبار حتى تصل إلى نقطة معينة تضطر عندها الإدارة للإفصاح عن تلك الأخبار دفعة واحدة، مما قد يترتب عليه حدوث انهيار مفاجئ في أسعار أسهم الشركة (Kim et al., 2016; Alqatamin et al., 2017).

في ذات السياق، أشارت بعض الدراسات إلى أن الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين تزيد من احتمالية وجود أخطاء جوهرية بالقوائم المالية؛ حيث يتبنى هؤلاء المديرين افتراضات متفائلة وغير واقعية في الفترة المالية الحالية، الأمر الذي قد يؤدي إلى عرض غير صحيح للمعلومات الواردة بالقوائم المالية غير متعمد، ومن ثم زيادة احتمالات إعادة إصدار القوائم المالية (Hribar & Yang, 2016; Mitra et al., 2019).

هذا، ويتجاهل المديرون ذوو الثقة الزائدة أهمية الرقابة الداخلية على التقارير المالية، مما قد يؤثر سلباً على استثمارات الشركة في البنية التحتية المطلوبة لتنفيذ نظام معلومات فعال لإعداد التقارير المالية، الأمر الذي يزيد من احتمالية قيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح، وهو ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع قيمة الاستحقاقات الاختيارية، وانخفاض جودة الأرباح، ومن ثم توفير تقارير مالية لا تتسم بالشفافية، الأمر الذي قد يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم في المستقبل (Lee, 2016).  
على العكس من ذلك، أشارت بعض الدراسات إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة يكونوا أكثر قدرة على الابتكار من غيرهم، نظراً إلى أنهم يقومون بالإنفاق المتزايد على البحوث والتطوير؛ وذلك بسبب رغبتهم المستمرة في تحقيق الشركة لأفضل أداء، مما يساهم في تحقيق النجاح وإضافة قيمة للشركة، الأمر الذي ينعكس إيجابياً على أسعار أسهم الشركة (Galasso & Simcoe, 2011; Tebourbi et al., 2020).

في ذات السياق، أشار بعض الباحثين إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة خلال أوقات الأزمات يقدمون نمط قيادة أفضل من غيرهم، مما يضمن أداء الشركة بشكل أفضل في هذه الأوقات؛ حيث توصلوا إلى أن الشركات التي لديها مديرين تنفيذيين ذوي ثقة زائدة حققت عوائد أسهم أفضل بكثير في ظل أزمة فيروس كورونا مقارنة بالشركات التي لديها مديرين تنفيذيين لا يتسمون بالثقة الزائدة، مما يعني أن الثقة الزائدة للمدير التنفيذي قد ساهمت بشكل كبير في الحد من التأثير السلبي لفيروس كورونا على أداء الأسهم (Phua et al., 2018; Hu et al., 2020).

في ضوء ما سبق عرضه، يتضح للباحثة عدم وجود اتفاق في الآراء حول العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، وما إذا كانت هذه العلاقة تختلف في أوقات الأزمات عن الأوقات الأخرى أم لا، وبالتالي يمكن صياغة التساؤلات البحثية فيما يلي:

**التساؤل البحثي الأول** يتمثل في معرفة ما هي العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا؟

**التساؤل البحثي الثاني** يتمثل في معرفة ما هي العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا؟

**وفي ضوء عرض طبيعة المشكلة والتساؤلات البحثية يمكن توضيح أهداف البحث من خلال النقاط التالية:**

١- دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا.

٢- دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا.

#### ٢- أهمية البحث:

يستمد البحث أهميته الأكاديمية من محاولة تقديمه لتفسير جديد لمخاطر انهيار أسعار الأسهم من منظور التمويل السلوكي؛ فعلى الرغم من تعدد الأبحاث والدراسات المنشورة حول أسباب ومحددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن عدداً قليلاً منها حاول الربط بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، فضلاً عن عدم وجود دراسات تناولت هذه العلاقة بشكل مباشر في بيئة الأعمال المصرية خاصة في ظل أزمة فيروس كورونا. علاوة على ذلك، يقدم البحث تأصيلاً نظرياً للثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تناول مفهوم وأسباب وآثار كلا منهما، بالإضافة إلى عرض وتحليل وجهات النظر المختلفة من الدراسات السابقة المتعلقة بمتغيرات الدراسة.

كما يستمد البحث أهميته العملية من النتائج والتوصيات التي يوفرها، والتي قد تمكن الجهات الرقابية وصانعي السياسات، والجهات المسؤولة عن أسواق المال في بيئة الأعمال المصرية من اتخاذ إجراءات من شأنها الحد من مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات،

إضافة إلى ذلك يوفر البحث نتائج وتوصيات للمستثمرين قد يحتاجون إليها عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فضلا عن مساعدة إدارات الشركات عند اختيار المديرين التنفيذيين بضرورة الأخذ في الاعتبار النواحي النفسية والتحيزات الإدراكية لديهم كالثقة الزائدة، نظراً لتأثيرها على قرارات الشركة سواء الاستثمارية أو التمويلية أو المتعلقة بتوزيعات الأرباح، بالإضافة إلى تأثيرها على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.

### ٣- الإطار النظري لمتغيرات الدراسة:

#### ٣-١: الإطار المفاهيمي للثقة الزائدة للمدير التنفيذي.

قد ركز التمويل السلوكي على علم النفس من أجل تفسير الاختلافات بين أداء الشركات المماثلة التي لم يتم تفسيرها بواسطة نماذج التمويل التقليدية؛ ويرجع السبب في ذلك إلى أنه على الرغم من أن أداء الشركة يتأثر بالعديد من العوامل، منها: حجم الشركة، وخيارات التمويل، وإدارة الشركة، إلا أنه حتى بعد التحكم في هذه العوامل يختلف الأداء كثيراً بين مجموعة مماثلة من الشركات، ولذلك ركز التمويل السلوكي على السمات الشخصية والتحيزات الإدراكية للمديرين التنفيذيين والتي من أهمها الثقة الزائدة، وذلك لتحديد مدى تأثيرها على أداء الشركة؛ نظراً لأنه عندما يتم الدمج بين هذه التحيزات الإدراكية ونماذج التمويل التقليدية يساهم ذلك في فهم تلك الاختلافات بين أداء الشركات المماثلة بشكل أفضل (Mundi & Kaur, 2019).

#### ٣-١-١: مفهوم الثقة الزائدة للمدير التنفيذي.

تم استخدام مصطلح الثقة الزائدة لأول مرة في دراسة Roll (1986)؛ حيث أشار إلى أن وجود مديرين تنفيذيين ذوي ثقة زائدة يمكن أن يفسر سبب اتخاذ الشركات لقرارات استثمارية غير رشيدة، كالقيام بدفع مبالغ زائدة في عمليات الاندماج والاستحواذ أكثر مما تستحق، وذلك نتيجة أنهم يميلون إلى التقدير المبالغ فيه للعوائد المتوقعة من هذه الاستثمارات.

هذا، وقد عرف (Malmendier & Tate (2008) الثقة الزائدة للمدير التنفيذي بأنها: ميل المديرين التنفيذيين للمبالغة في الاستثمار في حالة وجود تدفق نقدي حر زائد، والمبالغة في التقديرات أملاً في تحقيق نتائج ايجابية في المستقبل، بالإضافة إلى تخفيض المخاطر

المحتملة لهذه الاستثمارات، بينما عرفها (2009) Ackert & Deaves بأنها: ميل المديرين إلى المبالغة في تقدير معرفتهم، وقدراتهم، ودقة معلوماتهم حول المستقبل وقدرتهم على التحكم فيه.

في حين، عرفها (2013) Ahmed & Duellman بأنها: ميل المديرين التنفيذيين إلى المبالغة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من المشروعات، والتقاؤل الزائد وغير الواقعي بشأن النتائج المستقبلية وإخفاء الأخبار السيئة من أجل تحسين صورة أداء الشركة، بينما عرفها (2016) Wang et al. بأنها: مبالغة المديرين التنفيذيين في تقدير معدل العائد المتوقع من الاستثمار بشكل أكبر من معدل العائد الفعلي.

في ضوء ما سبق، يتضح للباحثة أن الثقة الزائدة هي شكل من أشكال التحيز الإدراكي الذي يؤثر على قرارات المديرين التنفيذيين المتعلقة بالشركة سواء الاستثمارية أو التمويلية أو المتعلقة بتوزيعات الأرباح.

### ٣-١-٢: الآثار الايجابية للثقة الزائدة للمدير التنفيذي.

تزايد اهتمام الباحثين مؤخراً بدراسة الآثار المترتبة على الثقة الزائدة للمدير التنفيذي لمعرفة ما إذا كانت هناك آثار إيجابية ومنافع حقيقية للثقة الزائدة تدفع الشركات لاختيار مديرين تنفيذيين ذوي ثقة زائدة أم أنها تقتصر على الآثار السلبية فقط، ومن ثم ستقوم الباحثة بعرض وتحليل الآثار الايجابية المحتملة للثقة الزائدة للمدير التنفيذي فيما يلي:

#### أ- المساهمة في الابتكار في ظل تزايد حدة المنافسة:

حيث أشارت بعض الدراسات إلى أن المديرين التنفيذيين ذوو الثقة الزائدة يكونوا أكثر قدرة على الابتكار من المديرين التنفيذيين العقلانيين، نظراً إلى أنهم يستثمرون بشكل أكبر في البحث والتطوير؛ وذلك بسبب رغبتهم في تحقيق أفضل أداء للشركة، ولذلك تحصل الشركات التي لديها مديرين ذوي ثقة زائدة على براءات اختراع أكثر من الشركات الأخرى (Wong et al., 2017; Tebourbi et al., 2020). في ذات السياق، توصل (Galasso & Simcoe 2011) إلى أن التأثير الايجابي للثقة الزائدة للمدير التنفيذي على الابتكار يكون أكثر وضوحاً في الصناعات الأكثر تنافسية؛

ويرجع إلى أن المدير التنفيذي ذو الثقة الزائدة أكثر ميلاً للمبادرة بإجراء تغييرات جوهرية في استراتيجية الابتكار الخاصة بالشركة حتى تظل الشركة قادرة على المنافسة.  
**ب- تعزيز أداء وقيمة الشركة:**

قد توصلت بعض الدراسات إلى أن هناك علاقة طردية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي وأداء الشركة؛ حيث إن المدير التنفيذي ذو الثقة الزائدة يساهم في رفع مستويات الاستثمار بالشركة، بالإضافة إلى أنه يعزز الروح المعنوية للموظفين ويحفزهم على بذل المزيد من الجهد، الأمر الذي يساهم في تحسين الطاقة الإنتاجية في بيئة العمل، مما يكون له أثر إيجابي على أداء الشركة (Mundi & Kaur, 2019; Reyes et al., 2022). هذا، وقد أشارت بعض الدراسات إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي وقيمة الشركة؛ حيث تساهم الثقة الزائدة في الحد من مشكلة نقص الاستثمار، بالإضافة إلى أن هؤلاء المدبرون اللذين يتسمون بالثقة الزائدة لديهم إصرار أكبر على تحقيق الأهداف التي يضعونها مهما بلغت صعوبتها مقارنة بغيرهم من المديرين، الأمر الذي يساهم بدوره في تعزيز قيمة الشركة في المستقبل (Hilary et al., 2016; Gao & Han, 2022).

### **ج- تقديم نمط قيادة أفضل في أوقات الأزمات:**

حيث توصل (Hu et al., 2020) إلى أن الشركات التي لديها مديرين تنفيذيين ذوي ثقة زائدة حققت عوائد أسهم أفضل بكثير في ظل أزمة فيروس كورونا مقارنة بالشركات الأخرى، مما يعني أن الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ساهمت في الحد من التأثير السلبي لتلك الأزمة على أداء الأسهم، وذلك من خلال كسب ثقة المستثمرين عن طريق بث التفاؤل في نفوسهم وحجب الأخبار السيئة عنهم أثناء الأزمة. في ذات السياق، أشار (Phua et al., 2018) إلى أن المدير التنفيذي ذو الثقة الزائدة يقدم في أوقات الأزمات نمط قيادة أفضل من غيره، مما يضمن استمرار الاتصال بين الموظفين والمستثمرين مع الشركة، وأشار أيضاً إلى أن قوة القيادة تعتبر أمر لا غنى عنه لإرشاد وتوجيه الموظفين في أوقات الأزمات، مما يساهم في تحقيق أداء أفضل في تلك الأوقات.

٣-١-٣: الآثار السلبية للثقة الزائدة للمدير التنفيذي وانعكاسها على التقارير المالية.  
حيث إن المستويات المرتفعة من الثقة الزائدة قد يترتب عليها العديد من الآثار السلبية التي يمكن أن تؤثر على جودة وشفافية التقارير المالية، ويمكن عرض وتوضيح بعض هذه الآثار على النحو التالي:

#### أ- إعادة إصدار القوائم المالية:

يمكن أن تزيد الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين من احتمالية وجود أخطاء جوهرية بالقوائم المالية؛ حيث يتبنى هؤلاء المديرين افتراضات متفائلة وغير واقعية، الأمر الذي قد يؤدي إلى عرض غير صحيح للمعلومات الواردة بالقوائم المالية، ومن ثم زيادة احتمالات إعادة إصدار القوائم المالية (Hribar & Yang, 2016; Mitra et al., 2019).

#### ب- ممارسات إدارة الأرباح:

حيث أشارت العديد من الدراسات إلى أن التفاؤل الزائد وغير الواقعي في التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمشاريع الاستثمارية لدى المديرين ذوي الثقة الزائدة، قد يدفعهم إلى القيام بممارسات إدارة الأرباح في حالة عدم تحقق توقعاتهم الايجابية المتحيزة بشأن الأرباح، كما أنه في حالة الأداء الضعيف للشركة يكون لديهم دوافع أكبر للقيام بممارسات إدارة الأرباح لتضخيم التدفقات النقدية من أجل تحسين صورة الوضع الحالي للشركة على حساب وضع وأداء الشركة مستقبلاً؛ وذلك نتيجة ارتباط مكافأتهم وحوافزهم بالأداء الايجابي للشركة (Alqatamin et al., 2017; Jeon, 2019a; Yang & Kim, 2020).

#### ج- ضعف نظام الرقابة الداخلية على التقارير المالية:

في هذا الشأن، توصل Lee (2016) إلى وجود علاقة طردية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي وضعف نظام الرقابة الداخلية على التقارير المالية؛ حيث يتجاهل المديرون ذوو الثقة الزائدة أهمية الرقابة الداخلية على التقارير المالية، مما قد يؤثر سلباً على استثمارات الشركة في البنية التحتية المطلوبة لتنفيذ نظام معلومات فعال لإعداد التقارير المالية، مما يزيد من احتمالية قيام الإدارة بممارسات إدارة الأرباح.

#### د- اتباع سياسات محاسبية أقل تحفظاً:

حيث توصلت بعض الدراسات إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة يتبعون سياسات محاسبية أقل تحفظاً، وبالتالي يكونوا أكثر عرضة لتأخير الاعتراف بالخسائر؛ وذلك نظراً لأنهم يبالغون في تقدير قيم الأصول، مما ينعكس بدوره على شفافية التقارير المالية (Ahmed & Duellman, 2013; Salehi et al., 2020).

#### هـ- ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

حيث أشارت بعض الدراسات إلى أنه حتى في حالة ما إذا كان المديرين ذوي الثقة الزائدة يعملون على تحقيق مصالح المساهمين، إلا أن هؤلاء المديرين يختلفون في الطريقة التي يفصحون بها عن الأخبار الجيدة مقابل الأخبار السيئة مقارنة بغيرهم؛ حيث يميلون إلى إخفاء الأخبار السيئة، وبالتالي لا يفصحون عنها في الوقت المناسب، ويرجع السبب في ذلك إلى أنهم يضعون وزن نسبي أكبر للمعلومات الإيجابية مقارنة بالمعلومات السلبية، بالإضافة إلى أن هؤلاء المديرين قد يستمرون في مشروع استثماري بالرغم من تحقيقه للخسائر لا اعتقادهم أن لديهم إمكانية لتحقيق نتائج جيدة في المستقبل، ولحد من مخاوف مجلس الإدارة والمساهمين، وتجنب استفساراتهم بشأن النتائج السيئة للمشروع، قد يختارون إخفاء الأخبار السيئة حتى تصل إلى نقطة معينة يصبح عندها من المستحيل الاستمرار في إخفاء تلك الأخبار، وعندها سوف يتم الإفصاح عن جميع هذه الأخبار دفعة واحدة، مما قد يُعرض سعر سهم الشركة للانهيار (Eil & Rao, 2011; Kim et al., 2016).

بناءً على ما سبق، يتضح للباحثة أنه يمكن الاستفادة من الآثار الإيجابية للثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين والحد من آثارها السلبية على التقارير المالية من خلال اتباع بعض الآليات التي تساهم في ذلك، ويمكن توضيح بعض هذه الآليات في ضوء الدراسات السابقة على النحو التالي:

#### ١. التطبيق الفعال لقواعد ومبادئ حوكمة الشركات: حيث إن حوكمة الشركات

ظهرت في الأساس لتحقيق الرقابة الفعالة، وإدارة المخاطر، وضمان الانضباط السلوكي، وبالتالي يمكن أن تحد من الآثار السلبية للثقة الزائدة عند تطبيقها بشكل فعال (Park & Chung, 2016).

٢. **تعيين مديرين تنفيذيين يتسمون بالقدرة الإدارية:** حيث أشار ( Mitra et al. ) (2019) إلى أن وجود مديرون يتسمون بالقدرة الإدارية (Managerial Ability) يساهم في وضع تقديرات محاسبية مناسبة، والأخذ في الاعتبار جميع المعلومات المناسبة سواء كانت إيجابية أو سلبية، الأمر الذي يؤدي بدوره إلى الحد من الأخطاء الجوهرية في التقارير المالية بالشركات التي يتسم مديروها بالثقة الزائدة.

٣. **التحفظ المحاسبي:** حيث توصل حسن (٢٠٢١) إلى أن التحفظ المحاسبي يؤثر إيجابياً على الأداء المالي للشركات التي لديها مديرون تنفيذيون ذوو ثقة زائدة، مما يشير إلى أن التحفظ المحاسبي يساهم في الحد من الأثر السلبي للثقة الزائدة ويدعم الأثر الإيجابي لها؛ ويمكن تفسير ذلك بأن دور التحفظ المحاسبي يزداد أهمية مع ارتفاع مشكلة عدم تماثل المعلومات؛ حيث يُحد من إخفاء المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة للأخبار السيئة.

بناءً على ما سبق، يمكن القول أن توافر خاصية الثقة بالنفس لدى المدير التنفيذي للشركة أمر ضروري ومفيد؛ حيث إن المديرين ذوي الثقة بالنفس يمكن أن يكونوا أكثر ابتكاراً من غيرهم، والابتكار هو المحرك الرئيسي لنمو الاقتصاد، بالإضافة إلى أن هذه الثقة تجعلهم قادرين على مواجهة التحديات التي قد تواجه الشركة، إلا أن المشكلة تكمن في الثقة الزائدة وما يترتب عليها من مبالغة في التقديرات بشأن التدفقات النقدية المستقبلية والاستمرار في المشروعات ذات أداء سيئ لفترات طويلة، مما يدفعهم إلى إخفاء الأخبار السيئة لفترات طويلة أملاً منهم في تحقيق نتائج إيجابية في المستقبل، وذلك من خلال إعداد تقارير مالية تتسم بعدم الشفافية، مما قد يزيد من احتمالية حدوث انهيار في أسعار أسهم الشركة في المستقبل.

٣-٢: **الإطار المفاهيمي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.**

شهدت أسواق الأوراق المالية حالة من عدم الاستقرار عقب انهيار العديد من الشركات العالمية في أوائل العقد الأول من القرن العشرين، فضلاً عن الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، ونتيجة لذلك طالبت الهيئات التنظيمية بضرورة زيادة الاهتمام بإدارة المخاطر والإفصاح عن هذه المخاطر، وذلك للحد من آثارها السلبية على أداء

الشركة وأسعار أسهمها، ولعل من أهمها مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ ولذلك سنتناول الباحثة مفهوم تلك المخاطر، وأهم أسبابها على النحو التالي:  
٣-٢-١: مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

تناول العديد من الباحثين مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم من عدة جوانب في الدراسات السابقة، حيث عرف (Kim & Zhang (2014) مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها: الانحراف أو الالتواء السالب بشكل مستمر لعوائد أسهم الشركة، بينما عرفها (Zhu (2016 بأنها: احتمالية حدوث انخفاض كبير ومفاجئ وغير متكرر في سعر سهم الشركة، في حين عرفها (Chen et al. (2017 بأنها: قيام المديرين بحجب الأخبار السيئة بشكل متعمد لفترات طويلة ثم الإفصاح عنها دفعة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث انهيار مفاجئ في أسعار الأسهم، كما عرفها (Li et al. (2017 بأنها: قيام المنشأة بالإفصاح غير المتماثل للأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة؛ حيث تقوم الإدارة بحجب الأخبار السيئة عن الجمهور والإفصاح المفرط في الأخبار الجيدة، وذلك في محاولة منها لإخفاء الأداء السيء للشركة.

هذا، وقد عرف (Dang et al. (2018 مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها: انهيار شديد في القيمة السوقية للسهم، وبالتالي انخفاض حاد في ثروة حملة الأسهم. من ناحية أخرى، اتفق كل من (حسين، ٢٠٢٠؛ Cheng et al., 2020) على تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها: تلك الظاهرة التي يحدث فيها انحراف أو التواء سالب لعوائد أسهم الشركة بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً وبصفة خاصة القيم السلبية الشاذة أو المتطرفة، مما يزيد من احتمالية حدوث انخفاض حاد في سعر سهم الشركة في المستقبل القريب.

بناءً على ما سبق، يتضح للباحثة أنه بالرغم من تعدد التعريفات لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أنها تكاد تترادف في مضمونها مع اختلاف بسيط في العرض والتفاصيل؛ حيث تستند مخاطر انهيار أسعار الأسهم على فكرة ميل المديرين إلى حجب الأخبار السيئة عن الأطراف الخارجية لأطول فترة زمنية ممكنة، مما

يتسبب في حدوث انهيار مفاجئ في أسعار أسهم الشركة عند الإفصاح عن هذه الأخبار دفعة واحدة.

### ٣-٢: أسباب مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

أشار العديد من الباحثين في الدراسات السابقة إلى أن هناك عدة أسباب لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن عرض وتوضيح أهم تلك الأسباب فيما يلي:

#### ١- حجب أو إخفاء الأخبار السيئة:

أعتمد العديد من الباحثين في تفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم على نظرية إخفاء الأخبار السيئة التي قدمها (Jin & Myers, 2006)؛ حيث تعتبر هي أول دراسة توضح كيف يمكن أن يؤدي حجب الأخبار السيئة لفترات طويلة الى حدوث مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات. وفي هذا الشأن، أشار كل من (Habib et al., 2018; Callen & Fang, 2017) إلى أن السلوك الانتهازي للمديرين المتعلق بإخفاء الاخبار السيئة لفترة طويلة مقارنة بالأخبار الجيدة عن الأطراف الخارجية ينشأ من عدة دوافع إدارية، منها: حرص المديرين على تحسين مسارهم الوظيفي أو الحفاظ على ما يحصلون عليه من مكافآت وتعويضات؛ نظراً لأنه غالباً ما ترتبط هذه المكافآت بأداء الشركة وما تحققه من أرباح، وقد يستمر حجب الأخبار السيئة حتى تتراكم مع مرور الوقت وتصل إلى نقطة لا تستطيع الإدارة بعدها إخفاء أي أخبار سيئة، وذلك لارتفاع تكلفة إخفاء تلك الأخبار لتتجاوز المنافع المتوقعة منها، وفي هذه الحالة، تضطر الإدارة للإفصاح عن هذه الأخبار دفعة واحدة، مما يتسبب في حدوث انخفاض حاد في أسعار أسهم الشركة.

#### ٢ - سلوكيات الإدارة الانتهازية:

يقوم المديرين ببعض السلوكيات والتصرفات الانتهازية التي تمكنهم من تحقيق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح الأطراف الأخرى ذات العلاقة بالشركة، ومن أمثلة تلك السلوكيات الانتهازية: ممارسات التجنب الضريبي، والاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة، وإعداد تقارير مالية تتسم بالغموض، واتباع سياسات محاسبية أقل تحفظاً، وضعف نظام الرقابة الداخلية بالشركة، كل هذه السلوكيات تساهم في قيام

الإدارة بحجب الأخبار السيئة لفترة زمنية طويلة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Hsu et al., 2018; Liu & Zhong., 2018; Jeon, 2019b).

### ٣- ارتفاع خطر التخلف عن سداد الالتزامات المالية:

أشار بعض الباحثين إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم يمكن أن تنشأ نتيجة فشل الشركة في الوفاء بالتزاماتها المالية، ويمكن تفسير ذلك بأن الشركة التي يرتفع فيها خطر التخلف عن السداد تكون أكثر عرضة للإعلان بشكل مفاجئ عن أخبار سيئة للغاية، مما يؤدي إلى انهيار سعر سهم الشركة (سليم، ٢٠٢١؛ Habib et al., 2018).

### ٤- حجم وطبيعة نشاط الشركة:

حيث إن الشركات كبيرة الحجم يزداد لديها خطر التخلف عن السداد وبالتالي تكون أكثر عرضه للإفلاس والشطب من قبل وكالات التصنيف الائتماني المعتمدة، مما يترتب عليه حدوث انهيار في سعر سهم الشركة. بالإضافة إلى ذلك، فإن طبيعة نشاط الشركة قد تتسبب في زيادة مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة، فعلى سبيل المثال: فإن شركات البترول تواجه احتمال انهيار أسعار البترول، وهو ما حدث بالفعل خلال أزمة فيروس كورونا، وكذلك تواجه شركات التأمين احتمال ارتفاع المطالبات نتيجة الكوارث الطبيعية، وبالتالي قد تتسبب طبيعة نشاط تلك الشركات في ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم بها أكثر من غيرها (الصباغ، ٢٠١٩؛ Habib et al., 2018).

### ٥- عدم تجانس معتقدات المستثمرين:

في هذا الشأن، قدم Hong & Stein (2003) نموذجاً لقياس تأثير عدم التجانس في معتقدات المستثمرين تجاه سهم الشركة - كأحد المحركات الرئيسية لحدوث انهيار في سعر سهم الشركة- وفقاً لهذا النموذج يوجد ثلاث فئات من المستثمرين في سوق المال، هم: المستثمرون المتفائلون، والمستثمرون المتشائمون، والمستثمرون العقلانيون، ولكل فئة من هذه الفئات وجهات نظر ومعتقدات مختلفة تجاه سهم الشركة، يترتب عليها تحريك سعره حتى في ظل نقص المعلومات الأساسية، ويعتمد كل مستثمر على ما يتوفر لديه من معلومات في تقييمه لأسعار أسهم الشركة؛ حيث أن الاتجاه التصاعدي لسعر سهم الشركة قد يدفع المستثمرين المتفائلين إلى التداول النشط

على هذا السهم، وبالتالي زيادة حجم التداول عليه. وفي المقابل، فإن المستثمرون المتشائمون يشككون في حقيقية الإشارات التي تتوافر لديهم بشأن الزيادة في حجم التداول على السهم، وبالتالي يؤجلون المشاركة في عمليات التداول حتى ينخفض سعر السهم، مما يتسبب في حدوث تقلبات في أسعار الأسهم، وتعد هذه التقلبات أحد مؤشرات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما يتصف المستثمرون العقلانيون بتجنب المخاطر بشكل كامل؛ حيث يدركون أن أفضل تقدير للقيمة الحقيقية للسهم يتم الحصول عليه من خلال متوسط المعلومات المتوفرة لدى كلا النوعين الآخرين من المستثمرين، ولذلك كلما زادت درجة الشفافية في الإفصاح عن المعلومات كلما زادت الموضوعية والدقة في تحديد القيمة الحقيقية للسهم وانخفضت مخاطر انهيار أسعار الأسهم (مليجي، ٢٠١٩).

في ضوء ما سبق، يتضح للباحثة أنه بالرغم من تعدد أسباب مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن السبب الرئيس والمحرك الأساسي لباقي الأسباب هو إخفاء الإدارة للأخبار السيئة عن المستثمرين لأطول فترة ممكنة تحقيقاً لمزايا معينة؛ حيث يترتب على ذلك قيام الإدارة باتخاذ قرارات انتهازية لمساعدتها في إخفاء تلك الأخبار، الأمر الذي يؤدي إلى إعداد تقارير مالية لا تتسم بالشفافية، وعندما يتم الإفصاح عن هذه الأخبار المتراكمة دفعة واحدة، ينتج عنه انخفاضاً حاداً في القيمة السوقية لأسهم الشركة.

#### ٤- الدراسات السابقة وتطوير الفروض:

قام بعض الباحثين في الدراسات السابقة باختبار العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على بيئات مختلفة من حيث القوانين، والظروف الاقتصادية، ومتطلبات الإفصاح والشفافية، وطبيعة المستثمرين، بالإضافة إلى الاعتماد على مقاييس ومؤشرات مختلفة لقياس كل من الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفيما يلي سيتم عرض وتحليل بعض هذه الدراسات:

#### ٤-١: دراسة (Kim et al. (2016

هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ١٧٥٦٨ مشاهدة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩٣ إلى ٢٠١٠، حيث تم قياس الثقة الزائدة للمدير التنفيذي من خلال الاعتماد على مؤشرين، هما: مؤشر احتفاظ ٦٧ (Holder 67) الذي يعتمد على سلوك ممارسة المديرين التنفيذيين لخيارات الأسهم، والمؤشر الخماسي (فرط الاستثمار، صافي الاستحواذ، نسبة الديون إلى حقوق الملكية، خطر الدين، توزيعات الأرباح) المستخدم من قبل (Schrand & Zechman (2012، في حين تم قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال ثلاثة مؤشرات، هم: مؤشر احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم سالبة (CRASH)، ومؤشر معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم (NCSKEW)، ومؤشر تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL).

توصل الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث يببالغ المديرون ذوو الثقة الزائدة في تقدير عوائد المشاريع الاستثمارية، بالإضافة إلى أنهم يعتقدون أن المشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة تمثل فرصة لخلق قيمة للشركة في المستقبل، كما أنهم يميلون إلى تجاهل ردود الأفعال السلبية، ونتيجة لذلك يتم الاحتفاظ بتلك المشروعات لفترة طويلة، بالإضافة إلى قيامهم بحجب الأخبار المتعلقة بالأداء السيئ إلى أن تتراكم هذه الأخبار وتصل إلى نقطة معينة يصبح عندها مكلف للغاية استمرار حجب المديرين لها، فعند هذه النقطة يتم الإفصاح عنها دفعة واحدة، مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

#### ٤-٢: دراسة (Lee et al. (2019

هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى أثر عدم وفاء الشركة بمتطلبات المسؤولية الاجتماعية على العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٦٤٣٢ مشاهدة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٤، حيث تم قياس الثقة الزائدة للمدير التنفيذي من خلال الاعتماد

على مؤشر احتفاظ ٦٧ (Holder 67)، في حين تم قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال مؤشر معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم (NCSKEW).

توصل الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن هذه العلاقة تكون أقل وضوحاً بشكل جوهري في حالة الشركات التي تعاني من عدم الوفاء بمتطلبات المسؤولية الاجتماعية؛ ويمكن تفسير ذلك بأن المستثمرون لا يتفاجؤون بشكل كبير من حجب المدير التنفيذي ذو الثقة الزائدة للأخبار السيئة عندما يضطرون للإفصاح عنها دفعة واحدة في الشركات التي تتسم بعدم الوفاء بمتطلبات المسؤولية الاجتماعية مقارنة بغيرها من الشركات، وربما يرجع السبب في ذلك إلى أنهم كانوا على دراية من قبل بتلك الأخبار السيئة من خلال عدم الوفاء بمتطلبات المسؤولية الاجتماعية للشركة، وبالتالي كان لهم ردود أفعال مسبقاً من خلال عملياتهم اليومية على سهم الشركة، مما يُحد من تأثير تلك الأخبار المترابطة عند الإفصاح عنها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

#### ٤-٣: دراسة Hu et al. (2020)

هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على أداء أسهم الشركة في السوق خلال جائحة فيروس كورونا COVID-19، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٧٨٠ شركة أمريكية خلال الفترة من ٢٢ يناير ٢٠١٩ إلى ٢٣ مارس ٢٠٢٠؛ حيث تنقسم هذه الفترة إلى سنة قبل ظهور أول حالة إصابة مؤكدة بفيروس كورونا في الولايات المتحدة الأمريكية وشهرين بعد ظهور أول حالة إصابة مؤكدة بفيروس كورونا تم الإبلاغ عنها في الولايات المتحدة الأمريكية في ٢١ يناير ٢٠٢٠، حيث تم قياس الثقة الزائدة للمدير التنفيذي من خلال الاعتماد على مؤشر احتفاظ ٦٧ (Holder 67).

توصل الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى أن الشركات التي لديها مديرون تنفيذيون ذوو ثقة زائدة حققت عوائد أسهم أفضل في ظل أزمة فيروس كورونا مقارنة بالشركات التي لديها مديرون لا يتسمون بالثقة الزائدة، مما يشير إلى أن هذه الثقة

الزائدة تحد بشكل كبير من التأثير السلبي لفيروس كورونا على أداء الأسهم؛ حيث تساعد على كسب ثقة المستثمرين خلال فترة الأزمات، وذلك من خلال رفع مستوى معنويات المستثمرين وبت التفاؤل في نفوسهم، فضلاً عن حجب الأخبار السيئة أثناء الأزمة، وبالتالي تشير هذه النتائج إلى الجانب الإيجابي من الثقة الزائدة للمدير التنفيذي في أوقات الأزمات.

#### ٤-٤ : دراسة (Liu & Lei 2021)

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى اختبار أثر الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على العلاقة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من استخدام عينة من ٢٤٢٨٩ مشاهدة لمجموعة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩٤ إلى ٢٠١٨، حيث تم قياس الثقة الزائدة للمدير التنفيذي من خلال الاعتماد على مؤشر احتفاظ ١٠٠ (Holder 100)، في حين تم قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال ثلاثة مؤشرات، هم: مؤشر احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم سالبة (CRASH)، ومؤشر معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم (NCSKEW)، ومؤشر تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL).

توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى أن العلاقة الطردية بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم تكون معنوية فقط عندما يكون هناك ثقة زائدة؛ حيث يستغل المديرون ذوو الثقة الزائدة والقدرة الإدارية قدراتهم ومهاراتهم الإدارية في التلاعب بالأرباح من خلال ممارسة أنشطة إدارة الأرباح الحقيقية بغرض زيادة حجم المبيعات بشكل وهمي، وتحقيق مستويات غير عادية من الإنتاج، والتحكم في النفقات الاختيارية بهدف توجيه الأرباح لمستويات معينة مستهدفة مسبقاً، مما يؤدي إلى تفاقم حجب الأخبار السيئة إلى أن تصل لنقطة معينة يضطروا عندها الإفصاح عن تلك الأخبار دفعة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث انهيار مفاجئ في أسعار الأسهم في المستقبل.

#### ٤-٥: دراسة (Depoers et al. (2022)

هدف الباحثون من خلال هذه الدراسة إلى اختبار تأثير الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل بيئة تنافسية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٢٥٢٠ مشاهدة من الشركات الفرنسية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٦، حيث تم قياس **الثقة الزائدة للمدير التنفيذي** باستخدام مؤشرين، هما: المؤشر الخماسي المستخدم في دراسة (Schrand & Zechman, 2012)، ومؤشر صافي مشتريات المدير التنفيذي من أسهم الشركة Net Buyer، في حين تم قياس **مخاطر انهيار أسعار الأسهم** من خلال مؤشرين، هما: مؤشر احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم سالبة (CRASH)، ومؤشر تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL).

توصل الباحثون إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث يبالغ هؤلاء المديرون في تقدير القيمة المتوقعة لمشاريعهم في الأجل الطويل، مما يجعلهم أكثر عرضة للاحتفاظ بالمشاريع الخاسرة لا اعتقادهم أنهم يستطيعوا تعظيم قيمة شركاتهم في الأجل الطويل عن طريق الإخفاء المؤقت للأخبار السيئة، إلا أن هذا السلوك غير العقلاني يؤثر على جودة التقارير المالية، بالإضافة إلى أنه عندما تتراكم تلك الأخبار السيئة ويضطرون للإفصاح عنها دفعة واحدة، يترتب على ذلك حدوث انهيار كبير في أسعار الأسهم، كما توصلوا أيضاً إلى أن هذه العلاقة الطردية بينهما تكون أقل وضوحاً في أسواق المنتجات التنافسية، مما يشير إلى أهمية المنافسة في سوق المنتجات؛ حيث يمكن أن تساعد في الحد من تأثير الثقة الزائدة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال ممارسة الضغط على المديرين، وبالتالي حماية مصالح المساهمين، وتعزيز الثقة في السوق المالية.

#### ٤-٦: دراسة العتيبي وآل عباس (٢٠٢٣)

هدف الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى اختبار أثر الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٣٠٠ مشاهدة من

الشركات السعودية غير المالية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من ٢٠١٩ إلى ٢٠٢١، حيث تم الاعتماد في قياس الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على المقياس الخماسي المستخدم في دراسة (Schrand & Zechman, 2012)، في حين تم قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال مؤشرين، هما: مؤشر تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، ومؤشر معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم (NCSKEW).

توصل الباحثان من خلال هذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تم تفسير هذه العلاقة في ضوء نظرية تخزين الأخبار السيئة، وذلك من خلال قيام المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة بإخفاء الأخبار السيئة في حالة عدم تحقق توقعاتهم الإيجابية المتحيزة، إلا أنه عندما تتراكم تلك الأخبار وتصل إلى نقطة معينة يصبح عندها مكلف للغاية استمرار حجب المديرين لها، فعند هذه النقطة يضطرون للإفصاح عن هذه الأخبار السيئة دفعة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث انهيار في أسعار الأسهم.

**التعليق على الدراسات السابقة:**

١. يتضح من عرض وتحليل نتائج الدراسات السابقة، أن هناك اتفاق على وجود علاقة طردية بين الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن تفسير ذلك في ضوء نظرية حجب وإخفاء الأخبار السيئة؛ حيث يببالغ المديرين ذوو الثقة الزائدة في تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من المشاريع الاستثمارية، بالإضافة إلى أنهم يعتقدون أن المشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة تمثل فرصة لخلق قيمة للشركة، مما يجعلهم أكثر عرضة للاحتفاظ بالمشاريع التي تحقق خسائر لفترات طويلة، مما يدفعهم للقيام بممارسات إدارة الأرباح من أجل إخفاء هذه الأخبار السيئة، ويستمرروا في ذلك إلى أن تتراكم هذه الأخبار وتصل إلى نقطة معينة يصبح عندها مكلف للغاية استمرار حجب المديرين لها، فعند هذه النقطة يتم الإفصاح عنها دفعة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث انهيار في أسعار الأسهم. في حين، توصل (Hu et al. (2020 إلى أن الشركات التي

لديها مديرون تنفيذيون ذوو ثقة زائدة حققت عوائد أسهم أفضل في ظل أزمة فيروس كورونا مقارنة بالشركات الأخرى، مما يشير إلى أن الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ساهمت بشكل كبير في الحد من التأثير السلبي للأزمة على أداء الأسهم؛ وذلك من خلال رفع مستوى معنويات المستثمرين وبتث التفاؤل في نفوسهم، فضلاً عن حجب الأخبار السيئة أثناء الأزمة، وبالتالي تشير هذه النتيجة إلى الجانب الإيجابي للثقة الزائدة في أوقات الأزمات.

٢. اختلاف وتنوع المقاييس التي اعتمدت عليها الدراسات السابقة في قياس الثقة الزائدة ومنها: مؤشر الاحتفاظ %٦٧، ومؤشر احتفاظ ١٠٠ (Holder 100)، والمؤشر الخماسي (فرط الاستثمار، صافي الاستحواذ، نسبة الدين إلى حقوق الملكية، خطر الدين، توزيعات الأرباح)، ومؤشر صافي مشتريات المدير التنفيذي من أسهم الشركة، ومؤشر الفرق بين الأرباح المتوقعة والأرباح الفعلية للشركة.

٣. هناك أيضاً تعدد وتنوع في مقاييس مخاطر انهيار أسعار الأسهم التي اعتمدت عليها الدراسات السابقة، ومنها: مؤشر احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم سالبة (CRASH)، ومؤشر معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم (NCSKEW)، ومؤشر تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL).

٤. أتضح أنه بالرغم من اختلاف بيئة التطبيق والفترات الزمنية التي أجريت عليها الدراسات السابقة إلا أن غالبية الدراسات اتفقت على وجود علاقة طردية بين الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن الدول التي تم إجراء تلك الدراسات عليها: أمريكا، فرنسا، الصين، السعودية.

٥. اتضح أن هناك ندرة في الدراسات التي تناولت العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل أزمة فيروس كورونا.

٦. أتضح عدم وجود دراسات قامت باختبار العلاقة المباشرة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية وخاصة في ظل أزمة فيروس كورونا (وذلك على حد علم الباحثة وفي حدود ما قامت به من اطلاع

على الدراسات السابقة)، وهو ما يمثل فجوة بحثية تحتاج إلى إجراء المزيد من الدراسات، ولذلك تسعى الباحثة إلى اختبار تلك العلاقة في بيئة الأعمال المصرية خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا بالتطبيق على الشركات المصرية المدرجة بالبورصة المصرية، بهدف التعرف على ما إذا كان تأثير الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على مخاطر أسعار الأسهم يختلف في أوقات الأزمات أم لا، وبناءً على ما تقدم، يمكن اشتقاق فروض البحث كما يلي:

**H<sub>1</sub>:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا.

**H<sub>2</sub>:** توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا.

## ٥- الدراسة التطبيقية:

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث والإجابة عن تساؤلاته وتحقيق أهدافه، ولتحقيق ذلك سوف تتناول الباحثة النقاط الآتية:

### ١- مجتمع وعينة الدراسة ومصادر الحصول على البيانات:

تمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠٢١ والمتمثلة في ٢٢٥ شركة، وقامت الباحثة بتقسيم الفترة الزمنية محل الدراسة إلى فترتين؛ الفترة الأولى: من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩ قبل أزمة فيروس كورونا، والفترة الثانية: من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١ أثناء أزمة فيروس كورونا، وذلك حتى يتسنى للباحثة إجراء مقارنة بين النتائج.

اعتمدت الباحثة على المعيارين الآتيين لتحديد عينة الدراسة، أولاً: استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية بسبب الطبيعة الخاصة لهذه الشركات، ثانياً: استبعاد الشركات التي لا تتوفر بياناتها اللازمة خلال فترة الدراسة، وبتطبيق المعيارين السابقين بلغ حجم العينة النهائي ٦٧ شركة،

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي علي

وذلك بإجمالي عدد مشاهدات ١٣٤ مشاهدة خلال الفترة الأولى قبل أزمة فيروس كورونا من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩ (٦٧ شركة × سنتين = ١٣٤ مشاهدة)، وإجمالي عدد مشاهدات ١٣٤ مشاهدة خلال الفترة الثانية أثناء أزمة فيروس كورونا من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١ (٦٧ شركة × سنتين = ١٣٤ مشاهدة)، هذا، وقد تم جمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية من مصادر مختلفة تبعاً لتنوع البيانات، وتتمثل هذا المصادر في موقع البورصة المصرية، وموقع مباشر مصر، وموقع Investing، ويمكن توضيح التوزيع القطاعي لعينة الدراسة وفقاً للجدول التالي رقم (١):

جدول رقم (١) التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

النسبة المئوية %	عدد الشركات	القطاع
٨.٩٦ %	٦	قطاع السياحة والترفيه
١٠.٤٥ %	٧	قطاع مقاولات وإنشاءات هندسية
١٤.٩٣ %	١٠	قطاع رعاية صحية وأدوية
١٧.٩١ %	١٢	قطاع الموارد الأساسية
١٩.٤٠ %	١٣	قطاع أغذية ومشروبات وتبغ
٢٨.٣٥ %	١٩	قطاع العقارات
١٠٠ %	٦٧	الإجمالي

#### ٢-٥. متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها:

تعتمد الدراسة التطبيقية على الثقة الزائدة للمدير التنفيذي كمتغير مستقل، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم كمتغير تابع، وبعض المتغيرات الرقابية المتمثلة في: حجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذه المتغيرات:

#### ١-٢-٥. المتغير المستقل: الثقة الزائدة للمدير التنفيذي:

تم الاعتماد في قياس الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على مقياس Sutrisno et al. (2019) نظراً إلى أنه يأخذ في اعتباره القرارات الرئيسية للمدير التنفيذي المتعلقة

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهماك أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفى علي

بكل من: الاستثمار، والتمويل، وتوزيعات الأرباح، فضلاً عن أن هذا المقياس ملائم للتطبيق في البيئة المصرية؛ حيث يمكن الحصول على البيانات اللازمة لقياس مؤشرات من خلال التقارير المالية المنشورة، ويتكون هذا المقياس من ثلاثة مؤشرات يمكن توضيحهم على النحو التالي:

**المؤشر الأول:** فرط الاستثمار، حيث يعتمد هذا المؤشر على المقارنة بين بواقي نموذج انحدار نمو إجمالي الأصول (متغير تابع) ونمو المبيعات (متغير مستقل) لكل شركة ومتوسط بواقي هذا الانحدار الذي يتم تقديره لكل صناعة تنتمي إليها الشركة في كل عام؛ حيث تحصل الشركة على (1) إذا كان بواقي انحدار الشركة أكبر من متوسط بواقي الانحدار على مستوى الصناعة لنفس العام، و(صفر) بخلاف ذلك؛ نظراً إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة يميلون إلى المبالغة في تقدير العوائد المتوقعة من الاستثمار في المستقبل وتقدير المخاطر بأقل مما يجب في نفس الوقت، مما يتسبب في المبالغة بالاستثمار، ويمكن توضيح نموذج الانحدار بين نمو إجمالي الأصول (متغير تابع) ونمو المبيعات (متغير مستقل) من خلال المعادلة التالية:

$$TAG_{i,t} = a + \beta_1 SG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث إن:

$TAG_{i,t}$ : نمو إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية (t) للشركة (i).

$SG_{i,t}$ : نمو المبيعات في نهاية الفترة المالية (t) للشركة (i).

$\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار (البواقي).

ويتم حساب  $TAG_{i,t}$  من خلال المعادلة التالية:

$$TAG_{i,t} = (TA_{i,t} - TA_{i,t-1}) / TA_{i,t-1}$$

حيث إن:

$TA_{i,t}$ : إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية (t) للشركة (i).

$TA_{i,t-1}$ : إجمالي الأصول في نهاية الفترة المالية (t-1) للشركة (i).

في حين، يتم حساب  $SG_{i,t}$  من خلال المعادلة التالية:

$$SG_{i,t} = (S_{i,t} - S_{i,t-1}) / S_{i,t-1}$$

حيث إن:

$S_{i,t}$ : قيمة المبيعات في نهاية الفترة المالية (t) للشركة (i).

$S_{i,t-1}$ : قيمة المبيعات في نهاية الفترة المالية (t-1) للشركة (i).

**المؤشر الثاني:** نسبة الديون إلى حقوق الملكية؛ حيث تحصل الشركة على (1) إذا كانت نسبة الديون إلى حقوق الملكية أكبر من متوسط هذه النسبة على مستوى الصناعة لنفس العام، و(صفر) بخلاف ذلك؛ حيث يرى المديرون التنفيذيون ذوو الثقة الزائدة أن أسهم الشركة مقومة بأقل من قيمتها من قبل السوق، وبالتالي عندما يكون هناك عجز في التمويل، فمن المحتمل أن يلجأ هؤلاء المديرون إلى الحصول على التمويل من أطراف خارجية (الديون) بدلاً من إصدار الأسهم.

**المؤشر الثالث:** توزيعات الأرباح، حيث تحصل الشركة على (1) إذا كانت توزيعات الأرباح تساوي صفرًا و(صفر) بخلاف ذلك؛ ويرجع ذلك إلى عدم رغبة المدير التنفيذي ذو الثقة الزائدة في دفع توزيعات أرباح والاحتفاظ بالنقدية لتمويل المزيد من الفرص الاستثمارية المستقبلية.

**بناءً على ذلك،** إذا حصلت الشركة على 2 أو أكثر في السنة من المؤشرات الثلاثة السابقة، يعتبر المدير التنفيذي ذو ثقة زائدة.

٢-٢-٥. المتغير التابع: مخاطر انهيار أسعار الأسهم

أشارت العديد من الدراسات السابقة (العنبي وآل عباس، ٢٠٢٣؛ Kim et al., 2016; Lee et al., 2019; Liu & Lei, 2021 إلى أن هناك عدة طرق لقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تعتمد جميعها على العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم كل شركة من شركات عينة الدراسة، والتي تقدر كبواقي في انحدار نموذج السوق، مما يضمن أن هذه المقاييس تعكس العوامل الخاصة بالشركة وليس التحركات في السوق ككل، وسوف تعتمد الباحثة في قياس مخاطر انهيار أسعار

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهمار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفى الحلبي

الأسهم على مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم  
Negative Coefficient of Skewness (NCSKEW)؛ حيث يُعد من المقاييس  
الأكثر دقة واستخداماً في الدراسات السابقة، ويمكن توضيح خطوات حسابه من خلال  
الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: يتم إجراء انحدار لنموذج السوق الموسع Expanded Market Model؛  
حيث يعبر هذا الانحدار عن علاقة عائد السهم الأسبوعي للشركة بعائد  
السوق الأسبوعي، ويأخذ العلاقة الخطية التالية:

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث إن:

$\alpha_i$ : ثابت الانحدار لسهم الشركة (i) وهو الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر  
عن العلاقة بين عائد السوق  $R_m$  وعائد الشركة  $R_i$ .

$\beta$ : ميل العلاقة بين العائد على سهم الشركة  $R_i$  خلال الأسبوع (t) وعائد السوق  $R_m$   
خلال الأسبوع (t).

$R_{i,t}$ : عائد سهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

$R_{m,t+1}$ : عائد السوق خلال الأسبوع (t+1).

$R_{m,t+2}$ : عائد السوق خلال الأسبوع (t+2).

$R_{m,t-1}$ : عائد السوق خلال الأسبوع (t-1).

$R_{m,t-2}$ : عائد السوق خلال الأسبوع (t-2).

$\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار (البواقي)، ويعبر عن العوائد غير العادية  
لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

الخطوة الثانية: يتم تقدير قيمة المعلمات ( $\alpha, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ ) في نموذج  
الانحدار السابق لكل شركة من شركات العينة، وذلك من خلال بيانات العوائد الفعلية  
الأسبوعية لسهم كل شركة، وكذلك العوائد الفعلية الأسبوعية للسوق.

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي الحلبي

**الخطوة الثالثة:** يتم التعويض عن قيمة المعلمات المحددة في الخطوة السابقة في نموذج الانحدار السابق، وذلك من خلال تكوينه أسبوعياً لكل شركة من الشركات على حدة خلال فترة الدراسة، من أجل حساب قيمة الخطأ العشوائي (البواقي).  
**الخطوة الرابعة:** يتم حساب العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم، وذلك عن طريق أخذ اللوغاريتم الطبيعي ( $Ln$ ) للخطأ العشوائي (البواقي) الذي تم الحصول عليه من نموذج الانحدار السابق مضافاً إليه واحد صحيح، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$W_{i,t} = Ln(1 + \varepsilon_{i,t})$$

حيث إن:

$W_{i,t}$ : العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة ( $i$ ) في الأسبوع ( $t$ ).

$Ln$ : اللوغاريتم الطبيعي.

$\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ العشوائي (البواقي) الذي تم الحصول عليه من نموذج الانحدار في الخطوة الثالثة.

**الخطوة الخامسة:** يتم حساب مخاطر انهيار أسعار الأسهم بناءً على تحديد مقدار الالتواء ( $Skewness$ ) في العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ )؛ حيث يشير الالتواء إلى عدم التماثل في توزيع العوائد على سهم الشركة على مدار فترة زمنية محددة، وبالتالي كلما زاد معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية زاد احتمال تعرض الشركة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، والعكس صحيح، ويمكن حساب معامل الالتواء السالب من خلال المعادلة التالية:

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

حيث إن:

$NCSKEW_{i,t}$ : معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ).

$n$ : عدد أسابيع التداول على سهم الشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ).

### ٣-٢-٥. المتغيرات الرقابية:

اعتمدت الباحثة على المتغيرات الرقابية الأكثر شيوعاً واستخداماً في الدراسات السابقة والتي يتوقع أن يكون لها تأثير محتمل على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (العنبي وآل عباس، ٢٠٢٣؛ Liu & Kim et al., 2016; Lee et al., 2019; Depoers et al., 2022; Lei, 2021)، وتشمل ما يلي:

١. حجم الشركة (Size): يُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة (i) في السنة (t).

٢. الرافعة المالية (LEV): تُقاس بنتائج قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).

٣. معدل العائد على الأصول (ROA): يُقاس بنتائج قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).

٤. نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB): تُقاس بنتائج قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) في السنة (t)، ويتم حساب القيمة السوقية لحقوق الملكية بحاصل ضرب عدد الأسهم في السعر السوقي للسهم.

### ٣-٥. صياغة النموذج البحثي:

تم صياغة نموذج الانحدار الآتي من أجل اختبار الفرض الأول (H1) القائل بأنه توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا، واختبار الفرض الثاني (H2) القائل بأنه توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي وشفافية التقارير المالية خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا، وفيما يلي توضيح لهذا النموذج:

$$i,t = \alpha + \beta_1 \text{CEO\_OC\_3 } i,t + \beta_2 \text{Size } i,t + \beta_3 \text{LEV } i,t + \beta_4 \text{ROA } i,t + \text{NCSKEW } \beta_5 \text{MTB } i,t + \varepsilon_{i,t}$$

## حيث إن:

$\alpha$ : ثابت الانحدار.

$\beta$ : معاملات المتغيرات المستقلة.

$NCSKEW_{i,t}$ : مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركة (i) في السنة (t).

$CEO\_OC\_3_{i,t}$ : الثقة الزائدة للمدير التنفيذي للشركة (i) في السنة (t).

$Size_{i,t}$ : حجم الشركة للشركة (i) في السنة (t).

$LEV_{i,t}$ : الرافعة المالية للشركة (i) في السنة (t).

$ROA_{i,t}$ : معدل العائد على الأصول (i) في السنة (t).

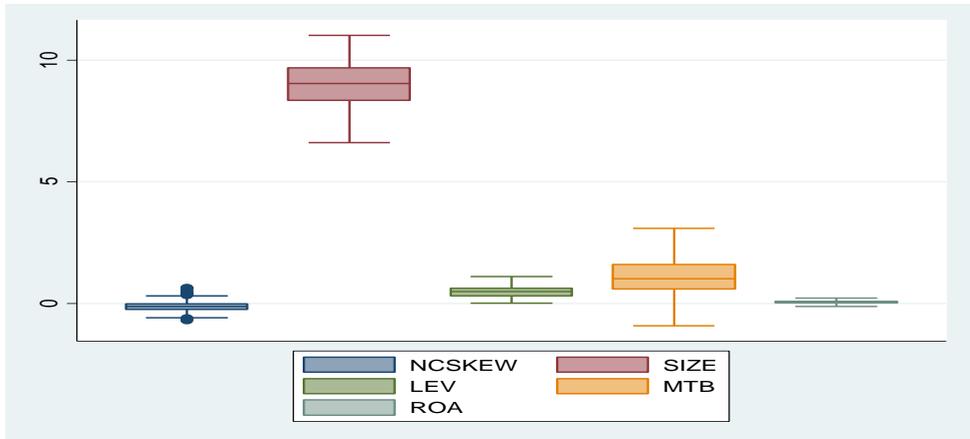
$MTB_{i,t}$ : نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (i) في السنة (t).

$\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ العشوائي أو البواقي.

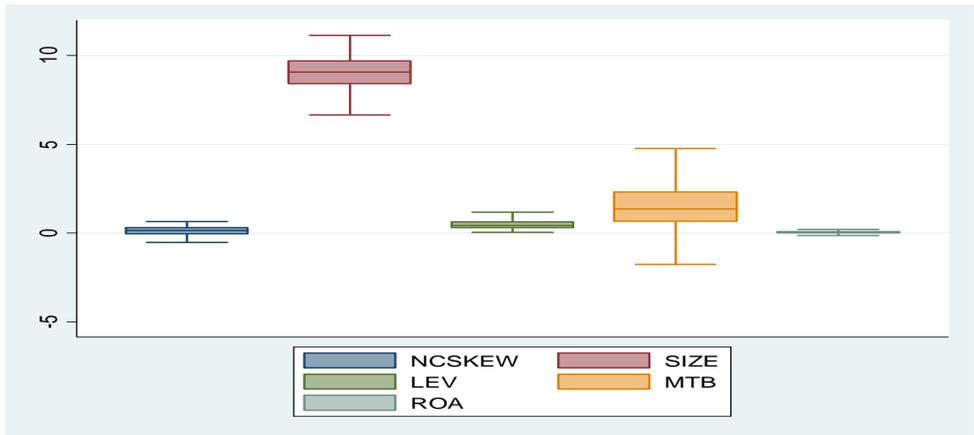
## ٤-٥. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

قد تحتوي بيانات العينة على قيم شاذة (Outliers) والتي من شأنها التأثير على نتيجة التحليل الكمي لتلك البيانات، ولذلك قامت الباحثة باستخدام طريقة Tukey's fences Winsorizing لمعالجة القيم الشاذة عند مستوى ٥% لكافة متغيرات الدراسة، ووفقاً لهذه الطريقة يتم استبدال القيم المتطرفة التي تتجاوز قيم الحدود الدنيا والقصى للمتغيرات بأقرب قيمة مجاورة لها، وتُظهر الأشكال التالية متغيرات الدراسة بعد معالجة القيم الشاذة، وعدم تضمنها أي قيم متطرفة قد تؤثر على نتائج الدراسة:

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
 نورا صبيحي مصطفى علي



شكل رقم (١) متغيرات الدراسة بعد معالجة القيم الشاذة خلال الفترة الأولى قبل أزمة فيروس كورونا (٢٠١٨-٢٠١٩)  
 المصدر: إعداد الباحثة



شكل رقم (٢) متغيرات الدراسة بعد معالجة القيم الشاذة خلال الفترة الثانية أثناء أزمة فيروس كورونا (٢٠٢٠-٢٠٢١)  
 المصدر: إعداد الباحثة

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي علي

يتضح من الشكل رقم (١) والشكل رقم (٢) أن كافة متغيرات الدراسة لا تحتوي على قيم شاذة أو متطرفة خلال الفترتين الأولى والثانية (قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا)، وبالتالي يمكن إجراء التحليل الوصفي والكمي لتلك المتغيرات. ويمكن توضيح الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى قبل أزمة فيروس كورونا (٢٠١٨-٢٠١٩) من خلال الجدول رقم (٢)، وتوضيح الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية أثناء أزمة فيروس كورونا (٢٠٢٠-٢٠٢١) من خلال الجدول رقم (٣)؛ حيث يتضمن كل جدول منهما بعض من المقاييس الإحصائية، منها: الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، أعلى وأدنى قيمة لكل متغير من متغيرات الدراسة، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٢): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)

المتغيرات	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)	134	-1.108892	.259974	-0.695702	.647155
حجم الشركة (SIZE)	134	9.003583	.901821	6.601893	11.016537
الرافعة المالية (LEV)	134	.482603	.246679	.008736	1.102135
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)	134	1.227437	.964952	-0.911656	3.089004
معدل العائد على الأصول (ROA)	134	.046970	.075984	-0.124126	.223769

يمكن من الجدول السابق ملاحظة ما يلي:

- الوسط الحسابي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم NCSKEW بلغ -١.١٠٨٨٩٢، وانحراف معياري قدره ٠.٢٥٩٩٧٤، وبلغت أدنى وأعلى قيمة -٠.٦٩٥٧٠٢، ١.١٠٢١٣٥ على التوالي، ويشير هذا التفاوت بين أدنى قيمة وأعلى قيمة إلى تباين مخاطر انهيار أسعار الأسهم بين شركات عينة الدراسة.
- الوسط الحسابي لحجم الشركة SIZE بلغ ٩.٠٣٥٨٣، وانحراف معياري قدره ٠.٩٠١٨٢١، وبلغت أدنى وأعلى قيمة ٦.٦٠١٨٩٣، ١١.٠١٦٥٣٧ على

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي حلي

التوالي، والفرق بين أدنى وأعلى قيمة يشير إلى تباين حجم الأصول بين شركات عينة الدراسة.

٣. الوسط الحسابي للرافعة المالية LEV بلغ ٠.٤٨٢٦٠٣ بانحراف معياري قدره ٠.٢٤٦٦٧٩، وبلغت أدنى وأعلى قيمة ٠.٠٠٨٧٣٦، ١.١٠٢١٣٥ على التوالي، وهذا يعني في المتوسط أن إجمالي الالتزامات لدى شركات عينة الدراسة تشكل ٤٨.٢٦٠٣% من إجمالي أصولها.

٤. الوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية MTB بلغ ١.٢٢٧٤٣٧ بانحراف معياري قدره ٠.٩٦٤٩٥٢، وبلغت أدنى وأعلى قيمة -٠.٩١١٦٥٦، ٣.٠٨٩٠٠٤ على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن شركات عينة الدراسة لديها قيمة سوقية أعلى من قيمتها الدفترية، وبالرجوع لبيانات عينة الدراسة تبين أن القيم السالبة للقيمة الدفترية لحقوق الملكية ناتجة عن تحقيق بعض الشركات لخسائر متلاحقة لعدة سنوات.

٥. الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول ROA بلغ ٠.٠٤٦٩٦٩ بانحراف معياري قدره ٠.٠٧٥٩٨٤، وبلغت أدنى وأعلى قيمة -٠.١٢٤١٢٦، ٠.٢٢٣٧٦٩ على التوالي؛ وهذا يعني أن شركات عينة الدراسة تحقق في المتوسط عائد على أصولها يبلغ تقريبا ٤.٧%، وتشير أدنى قيمة البالغة -٠.١٢٤١٢٦ إلى تحقيق بعض شركات العينة لخسائر خلال الفترة محل الدراسة.

جدول رقم (٣): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١)

المتغيرات	عدد المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
مخاطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)	134	.125651	.259476	-5.19949	.655083
حجم الشركة (SIZE)	134	9.037361	.912608	6.665060	11.142132
الرافعة المالية (LEV)	134	.480202	.263507	.036261	1.172352
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)	134	1.561428	1.401356	-1.771412	4.763720
معدل العائد على الأصول (ROA)	134	.038945	.080146	-.130695	.216227

يمكن من الجدول السابق ملاحظة ما يلي:

١. الوسط الحسابي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم NCSKEW بلغ ١.٢٥٦٥١. بانحراف معياري قدره ٠.٢٥٩٤٧٦، وبلغت أدنى وأعلى قيمة -٠.٥١٩٩٤٩، ٠.٦٥٥٠٨٣ على التوالي، ويشير هذا التفاوت بين أدنى قيمة وأعلى قيمة إلى تباين مخاطر انهيار أسعار الأسهم بين شركات عينة الدراسة.
  ٢. الوسط الحسابي لحجم الشركة SIZE بلغ ٩.٠٣٧٣٦١ بانحراف معياري قدره ٠.٩١٢٦٠٨، وبلغت أدنى وأعلى قيمة ٦.٦٦٥٠٦٠، ١١.١٤٢١٣٢ على التوالي، والفرق بين أدنى وأعلى قيمة يشير إلى تباين حجم الأصول بين شركات عينة الدراسة.
  ٣. الوسط الحسابي للرافعة المالية LEV بلغ ٠.٤٨٠٢٠٢ بانحراف معياري قدره ٠.٢٦٣٥٠٧، وبلغت أدنى وأعلى قيمة ٠.٠٣٦٢٦١، ١.١٧٢٣٥٢ على التوالي، وهذا يعني في المتوسط أن إجمالي الالتزامات لدى شركات عينة الدراسة تشكل ٤٨.٠٢٠٢٪ من إجمالي أصولها.
  ٤. الوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية MTB بلغ ١.٥٦١٤٢٨ بانحراف معياري قدره ١.٤٠١٣٥٦، وبلغت أدنى وأعلى قيمة -١.٧٧١٤١٢، ٤.٧٦٣٧٢٠ على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن شركات عينة الدراسة لديها قيمة سوقية أعلى من قيمتها الدفترية، وبالرجوع لبيانات عينة الدراسة تبين أن القيم السالبة للقيمة الدفترية لحقوق الملكية ناتجة عن تحقيق بعض الشركات لخسائر متلاحقة لعدة سنوات.
  ٥. الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول ROA بلغ ٠.٠٣٨٩٤٥ بانحراف معياري قدره ٠.٠٨٠١٤٦، وبلغت أدنى وأعلى قيمة -٠.١٣٠٦٩٥، ٠.٢١٦٢٢٧ على التوالي؛ وهذا يعني أن شركات عينة الدراسة تحقق في المتوسط عائد على أصولها يبلغ تقريبا ٣.٩٪، وتشير أدنى قيمة البالغة -٠.١٣٠٦٩٥ إلى تحقيق بعض شركات العينة لخسائر خلال الفترة محل الدراسة.
- كما يمكن عرض وتوضيح تكرارات متغير الثقة الزائدة للمدير التنفيذي لشركات العينة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا من

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي الحلبي

خلال الجدول رقم (٤) وخلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا من خلال الجدول رقم (٥)، وذلك على النحو التالي:  
جدول رقم (٤): تكرارات الثقة الزائدة للمدير التنفيذي (CEO\_OC\_3) خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)

النسبة %	التكرار	الثقة الزائدة للمدير التنفيذي (CEO_OC_3)
59.7	80	0
40.3	54	1
100.0	134	الإجمالي

يتضح من الجدول السابق، أن ٥٩.٧% من شركات العينة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) لديها مديرين تنفيذيين لا يتسمون بالثقة الزائدة، في حين أن ٤٠.٣% من شركات العينة لديها مديرين تنفيذيين ذوي ثقة زائدة وهي نسبة مرتفعة إلى حد ما.

جدول رقم (٥): تكرارات الثقة الزائدة للمدير التنفيذي (CEO\_OC\_3) خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١)

النسبة %	التكرار	الثقة الزائدة للمدير التنفيذي (CEO_OC_3)
61.2	82	0
38.8	52	1
100.0	134	الإجمالي

يتضح من الجدول السابق، أن ٦١.٢% من شركات العينة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) لديها مديرين تنفيذيين لا يتسمون بالثقة الزائدة، في حين أن ٣٨.٨% من شركات العينة لديها مديرين تنفيذيين ذوي ثقة زائدة.

هذا، ويتضح من خلال المقارنة بين الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا، ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا؛ حيث بلغت أدنى وأعلى قيمة -٥١٩٩٤٩، ٠.٦٥٥٠٨٣ على التوالي، في حين بلغت أدنى وأعلى قيمة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا -٦٩٥٧٠٢، ٠.٦٤٧١٥٥ على التوالي، بالإضافة إلى أن هناك

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انصباع أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفى الحلي

انخفاض في نسبة الشركات التي لديها مديرين تنفيذيين ذوي ثقة زائدة من عينة الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا والتي تبلغ ٣٨.٨% مقارنة بالنسبة خلال الفترة الزمنية الأولى قبل أزمة فيروس كورونا والتي بلغت ٤٠.٣%.

#### ٥-٥. مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة:

لإيجاد الارتباط بين المتغيرات التي يتضمنها النموذج البحثي، اعتمدت الباحثة على مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson Correlation لقياس الارتباط بين متغيرات الدراسة، وتتراوح قيم معامل ارتباط بيرسون من -١ إلى +١، وتوضح هذه القيم قوة العلاقة بين كل متغيرين، وتشير الإشارة الموجبة إلى وجود علاقة طردية، كما تشير الإشارة السالبة إلى وجود علاقة عكسية، ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)، في حين يوضح الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) وذلك على النحو التالي:

#### الجدول رقم (٦) تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)

		Correlations					
		NCSKE W	CEO_OC_3	SIZE	LEV	MTB	ROA
NCSKEW	Pearson Correlation	1	-.013	.443**	.247**	-.037	-.184*
	Sig. (2-tailed)		.884	.000	.004	.674	.033
	N	134	134	134	134	134	134
CEO_OC_3	Pearson Correlation	-.013	1	.313**	.234**	.317**	.253**
	Sig. (2-tailed)	.884		.000	.006	.000	.003
	N	134	134	134	134	134	134
SIZE	Pearson Correlation	.443**	.313**	1	.544**	.100	.143
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000	.251	.099
	N	134	134	134	134	134	134
LEV	Pearson Correlation	.247**	.234**	.544**	1	-.118	-.242**
	Sig. (2-tailed)	.004	.006	.000		.175	.005
	N	134	134	134	134	134	134
MTB	Pearson Correlation	-.037	.317**	.100	-.118	1	.348**
	Sig. (2-tailed)	.674	.000	.251	.175		.000
	N	134	134	134	134	134	134
ROA	Pearson Correlation	-.184*	.253**	.143	-.242**	.348**	1
	Sig. (2-tailed)	.033	.003	.099	.005	.000	
	N	134	134	134	134	134	134

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

### وبالنظر إلى الجدول السابق يتضح ما يلي:

١. لا يوجد ارتباط معنوي بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ مستوى المعنوية ٠.٨٨٤ وهي أكبر من ٠.٠٥.
٢. يوجد ارتباط طردي معنوي بين كل من حجم الشركة والرافعة المالية وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين ٠.٤٤٣، ٠.٢٤٧ عند مستوى معنوية ٠.٠٠٠، ٠.٠٠٤ على التوالي، وهما أقل من ٠.٠٥؛ أي أنه كلما زاد حجم الشركة ونسبة الرافعة المالية أدى ذلك إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
٣. هناك ارتباط عكسي معنوي بين معدل العائد على الأصول ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث بلغ معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين -٠.١٨٤، وذلك عند مستوى معنوية ٠.٠٣٣ وهي أقل من ٠.٠٥؛ أي أنه كلما ارتفع معدل العائد على الأصول أدى ذلك إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
٤. لا يوجد ارتباط معنوي بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث بلغ مستوى المعنوية ٠.٦٧٤ وهي أكبر من ٠.٠٥.

الجدول رقم (٧) تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١)

		Correlations					
		NCSK EW	CEO_O C_3	SIZE	LEV	MTB	ROA
NCSKE W	Pearson Correlation	1	.279**	.474**	.139	-.064	.219*
	Sig. (2-tailed)		.001	.000	.109	.466	.011
	N	134	134	134	134	134	134
CEO_O C_3	Pearson Correlation	.279**	1	.437**	.297**	-.037	.250**
	Sig. (2-tailed)	.001		.000	.001	.668	.004
	N	134	134	134	134	134	134
SIZE	Pearson Correlation	.474**	.437**	1	.538**	-	.140
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000	.379**	.107
	N	134	134	134	134	134	134

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفى علي

	N	134	134	134	134	134	134
LEV	Pearson Correlation	.139	.297**	.538**	1	-.567**	-.300**
	Sig. (2-tailed)	.109	.001	.000		.000	.000
	N	134	134	134	134	134	134
MTB	Pearson Correlation	-.064	-.037	-.379**	-.567**	1	.279**
	Sig. (2-tailed)	.466	.668	.000	.000		.001
	N	134	134	134	134	134	134
ROA	Pearson Correlation	.219*	.250**	.140	-.300**	.279**	1
	Sig. (2-tailed)	.011	.004	.107	.000	.001	
	N	134	134	134	134	134	134
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).							
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).							

بالنظر إلى الجدول السابق يتضح ما يلي:

1. هناك ارتباط طردي معنوي بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين ٠.٢٧٩ عند مستوى معنوية ٠.٠٠١ وهي أقل من ٠.٠٥؛ بمعنى أنه كلما زادت الثقة الزائدة لدى المدير التنفيذي أدى ذلك إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
  2. هناك ارتباط طردي معنوي بين كل من حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل ارتباط بيرسون بين المتغيرين ٠.٤٧٤، ٠.٢١٩ على التوالي، وذلك عند مستوى معنوية ٠.٠٠٠، ٠.٠١١ على التوالي وجميعهما أقل من ٠.٠٥؛ أي أنه كلما زاد حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول أدى ذلك إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
  3. لا يوجد ارتباط معنوي بين كل من الرافعة المالية ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث بلغ مستوى المعنوية ٠.١٠٩، ٠.٤٦٦ على التوالي وجميعهما أكبر من ٠.٠٥.
- هذا، وبالمقارنة بين مصفوفة الارتباط خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا والفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس

كورونا، أتضح وجود ارتباط معنوي بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية بينما كان الارتباط بينهم غير معنوي خلال الفترة الزمنية الأولى. كما أتضح أيضاً أنه كان هناك ارتباط عكسي معنوي بين معدل العائد على الأصول ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الأولى بينما أصبح الارتباط بينهما طردي معنوي خلال الفترة الزمنية الثانية. بالإضافة إلى أن الارتباط بين الرافعة المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الأولى كان طردي معنوي بينما أصبح غير معنوي خلال الفترة الزمنية الثانية. في حين، ظل الارتباط طردي معنوي بين حجم الشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية مثل الفترة الزمنية الأولى، كما ظل الارتباط غير معنوي بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية مثل الفترة الزمنية الأولى.

#### ٦-٥. اختبار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد Multicollinearity:

بالنظر إلى مصفوفة الارتباط بالجدول رقم (٦) ومصفوفة الارتباط بالجدول رقم (٧) يلاحظ عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة؛ حيث إن جميع معاملات الارتباط أقل من ٠.٩؛ ويقصد بمشكلة الارتباط الخطي المتعدد وجود درجة ارتباط بين المتغيرات المستقلة أكبر من ٠.٩، ومن ثم يمكن القيام بتحليل الانحدار الخطي المتعدد (Tabachnick et al., 2007; Hall & Dimilitriou, 2007).

كما يمكن للباحثة أيضاً اختبار مدى وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة من خلال معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) وقيمة Tolerance Value، حيث توجد مشكلة ارتباط خطي متعدد إذا كانت (VIF) أكبر من ١٠ أو إذا كانت قيمة Tolerance Value أقل من ١٠%، ويوضح الجدول رقم (٨) نتيجة كل من اختبار (VIF) واختبار Tolerance Value المستخدمين في الكشف عن الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩)، في حين يوضح الجدول رقم (٩) نتيجة تلك الاختبارات خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١)، وذلك على النحو التالي:

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفى علي

جدول رقم (٨) نتيجة اختبار VIF واختبار Tolerance Value خلال الفترة الزمنية الأولى  
(٢٠١٩-٢٠١٨)

Variable	Tolerance Value	VIF
CEO_OC_3	.769	1.301
SIZE	.611	1.636
LEV	.568	1.760
MTB	.806	1.241
ROA	.735	1.361

يتضح من الجدول السابق أن جميع قيم VIF أقل من ١٠، كما أن جميع قيم Tolerance Value أكبر من ١٠%، وبالتالي لا توجد مشكلة ارتباط خطي متعدد Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا.

جدول رقم (٩) نتيجة اختبار VIF واختبار Tolerance Value خلال الفترة الزمنية الثانية  
(٢٠٢١-٢٠٢٠)

Variable	Tolerance Value	VIF
CEO_OC_3	.719	1.390
SIZE	.550	1.817
LEV	.460	2.172
MTB	.626	1.597
ROA	.707	1.415

يتضح من الجدول السابق أن جميع قيم VIF أقل من ١٠، كما أن جميع قيم Tolerance Value أكبر من ١٠%، وبالتالي لا توجد مشكلة ارتباط خطي متعدد Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا.

٧-٥. اختبار صحة فروض الدراسة:

حيث قامت الباحثة باختبار فروض الدراسة من خلال نماذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Regression، وسيتم عرض نتائج هذه الاختبارات فيما يلي:

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي علي

## ٥-٧-١. اختبار صحة الفرض الأول (H1):

يشير الفرض الأول (H1) إلى وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا، ومن أجل اختبار مدى صحة هذا الفرض تم استخدام نموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، وكانت نتائج تحليل الانحدار كما يلي:

الجدول رقم (١٠): ملخص النموذج لبيانات الفرض (H1).

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.526 <sup>a</sup>	.276	.248	.2254162313

بالنظر إلى الجدول رقم (١٠) نجد أن معامل التحديد R Square = ٢٧.٦%؛ حيث يقيس معامل التحديد نسبة التغير في المتغير التابع بسبب التغير في المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج، بمعنى أن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج قادرة على تفسير ٢٧.٦% من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما النسبة المتبقية وهي ٧٢.٤% ترجع لعوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.485	5	.497	9.781	.000 <sup>b</sup>
	Residual	6.504	128	.051		
	Total	8.989	133			

## جدول رقم (١١): تحليل ANOVA لبيانات الفرض (H1).

يعتبر نموذج الانحدار معنويًا إذا كان مستوي المعنوية أقل من ٠.٠٥، وهو ما يشير إلى أن هناك متغير واحد على الأقل من المتغيرات المستقلة يؤثر على المتغير التابع، وبالنظر إلى جدول رقم (١١) نجد أن مستوي المعنوية ٠.٠٠٠ وهي أقل من ٠.٠٥ وهذا يعني أن نموذج الانحدار معنوي.

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي حلي

### جدول رقم (١٢): نتائج معاملات الانحدار Coefficients لمتغيرات الفرض (H1).

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-1.469	.220		-6.669	.000
	CEO_OC_3	-.056	.045	-.106	-1.231	.221
	SIZE	.163	.028	.566	5.883	.000
	LEV	-.104	.105	-.098	-.987	.325
	MTB	.006	.023	.023	.275	.784
	ROA	-.925	.300	-.270	-3.082	.003

بالنظر إلى قيم معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة في عمود (B) ومعنوية اختبار T في الجدول رقم (١٢) يتضح ما يلي:

- لا توجد علاقة معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تشير نتيجة اختبار T إلى أن مستوى المعنوية ٠.٢٢١ وهي أكبر من ٠.٠٥.
- بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير الرقابي (حجم الشركة) ٠.١٦٣ مما يشير إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما تشير نتيجة اختبار T إلى أن هذه العلاقة معنوية؛ حيث إن مستوى المعنوية ٠.٠٠٠ وهي أقل من ٠.٠٥.
- بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير الرقابي (معدل العائد على الأصول) -٠.٩٢٥ مما يشير إلى وجود علاقة عكسية بين معدل العائد على الأصول ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما تشير نتيجة اختبار T إلى أن هذه العلاقة معنوية؛ حيث إن مستوى المعنوية ٠.٠٠٣ وهي أقل من ٠.٠٥.
- لا توجد علاقة معنوية بين المتغيرات الرقابية (الرافعة المالية، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تشير نتيجة اختبار T إلى أن مستوى المعنوية التوالي ٠.٣٢٥، ٠.٧٨٤ وهما أكبر من ٠.٠٥.

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي حلي

### **وبناءً على ذلك يتم رفض الفرض الأول والذي يتمثل في:**

وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا.

### **٥-٧-٢. اختبار صحة الفرض الثاني (H2):**

يشير الفرض الثاني (H2) إلى وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا، ومن أجل اختبار مدى صحة هذا الفرض تم استخدام نموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد، وكانت نتائج تحليل الانحدار على النحو التالي:

#### **الجدول رقم (١٣): ملخص النموذج لبيانات الفرض (H2).**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.510 <sup>a</sup>	.260	.231	.2275144542

بالنظر إلى الجدول رقم (١٣) نجد أن معامل التحديد R Square = ٢٦%؛ مما يشير إلى أن المتغيرات المستقلة التي يتضمنها النموذج قادرة على تفسير ٢٦% من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما النسبة المتبقية وهي ٧٤% ترجع لعوامل أخرى لم يتضمنها النموذج.

#### **جدول رقم (١٤): تحليل ANOVA لبيانات الفرض (H2).**

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.	
1	Regression	2.329	5	.466	8.999	.000 <sup>b</sup>
	Residual	6.626	128	.052		
	Total	8.955	133			

يعتبر نموذج الانحدار معنوياً إذا كان مستوي المعنوية أقل من ٠.٠٥، وهو ما يشير إلى أن هناك متغير واحد على الأقل من المتغيرات المستقلة يؤثر على المتغير التابع، وبالنظر إلى جدول رقم (١٤) نجد أن مستوي المعنوية ٠.٠٠٠ وهي أقل من ٠.٠٥ وهذا يعني أن نموذج الانحدار معنوي.

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي حلي

## جدول رقم (١٥): نتائج معاملات الانحدار Coefficients لمتغيرات الفرض (H2).

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	
	B	Std. Error	Beta			
1	(Constant)	-1.160	.249		-4.660	.000
	CEO_OC_3	.036	.048	.068	.762	.448
	SIZE	.143	.029	.503	4.907	.000
	LEV	-.096	.110	-.097	-8.666	.388
	MTB	.009	.018	.050	.518	.605
	ROA	.286	.293	.088	.977	.330

بالنظر إلى قيم معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة في عمود (B) ومعنوية اختبار T في الجدول رقم (١٥) يتضح ما يلي:

١. لا توجد علاقة معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تشير نتيجة اختبار T إلى أن مستوى المعنوية ٠.٤٤٨ وهي أكبر من ٠.٠٥.

٢. بلغت قيمة معامل الانحدار للمتغير الرقابي (حجم الشركة) ٠.١٤٣ مما يشير إلى وجود علاقة طردية بين حجم الشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما تشير نتيجة اختبار T إلى أن هذه العلاقة معنوية؛ حيث إن مستوى المعنوية ٠.٠٠٠ وهي أقل من ٠.٠٥.

٣. لا توجد علاقة معنوية بين المتغيرات الرقابية (الرافعة المالية، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، معدل العائد على الأصول) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث تشير نتيجة اختبار T إلى أن مستوى المعنوية ٠.٣٨٨، ٠.٦٠٥، ٠.٣٣٠ على التوالي وهم أكبر من ٠.٠٥.

### وبناءً على ذلك يتم رفض الفرض الثاني والذي يتمثل في:

وجود علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا.

## ٥-٨. مناقشة نتائج التحليل الإحصائي للبيانات:

استهدفت الباحثة من إجراء الدراسة التطبيقية اختبار أثر الثقة الزائدة للمدير التنفيذي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا بالتطبيق على الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، ويمكن توضيح نتائج التحليل الإحصائي فيما يلي:

١. رفض الفرض الأول؛ حيث توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا؛ ويمكن تفسير ذلك بأنه في حالة عدم تحقق التوقعات المتفائلة غير الواقعية للمديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة في الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في الأوقات العادية بخلاف أوقات الأزمات مثل أزمة فيروس كورونا لا يلجئون لممارسات إدارة الأرباح من أجل إخفاء الأخبار السيئة، والتي يترتب على الاستمرار في إخفائها لفترات طويلة تراكم هذه الأخبار حتى تصل إلى نقطة معينة يصبح عندها مكلف للغاية استمرار حجب المديرين لها، فعند هذه النقطة يضطروا للإفصاح عنها دفعة واحدة، مما يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد يرجع السبب وراء ذلك اعتقادهم بأن تلك الممارسات لا تزيد من قيمة الشركة على المدى الطويل، بل تتسبب في الحاق الضرر بها أو قد يرجع السبب إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة في شركات العينة محل الدراسة لا يضررون شركاتهم من خلال هذا المسار المتعلق بإخفاء الأخبار السيئة، وإنما يضرونها من خلال مسارات أخرى.

٢. رفض الفرض الثاني؛ حيث توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا؛ ويمكن تفسير ذلك بأن المديرين التنفيذيين ذوي الثقة الزائدة في الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية في حالة عدم تحقق توقعاتهم المتفائلة غير الواقعية بشأن أداء الشركة في

فترات الأزمات مثل أزمة فيروس كورونا لا يلجئون للقيام بممارسات إدارة الأرباح من أجل إخفاء الأخبار السيئة، نظراً إلى أن تراكمها لفترات طويلة ثم الإفصاح عنها دفعة واحدة عندما تصل إلى نقطة معينة يصبح عندها مكلف للغاية استمرار حجب المديرين لها، يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد يرجع ذلك لاعتقاد هؤلاء المدبرون بأن تلك الممارسات لا تزيد من قيمة الشركة في المستقبل بل تلحق الضرر بها.

٣. كما تعتقد الباحثة أن السبب وراء تلك النتائج قد يرجع إلى أن العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم هي علاقة غير مباشرة، ومن ثم قد يكون هناك بعض المتغيرات التي يجب أن تتوسط هذه العلاقة، ومنها: شفافية التقارير المالية، ضعف نظام الرقابة الداخلية، إعادة إصدار القوائم المالية.

٦ - الخلاصة والنتائج والتوصيات:

تمثل هدف البحث في دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن أجل تحقيق هذا الهدف قامت الباحثة بعرض الإطار النظري لكل من الثقة الزائدة للمدير التنفيذي، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك عرض وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين هذه المتغيرات؛ وذلك من أجل تحديد أهم النتائج التي توصلت إليها تلك الدراسات واشتقاق الفجوة البحثية، بالإضافة إلى إجراء دراسة تطبيقية علي عينة من الشركات المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية والتمثلة في ٦٧ شركة بإجمالي عدد مشاهدات ٢٦٨ مشاهدة، وقامت الباحثة بتقسيم الفترة الزمنية إلى فترتين؛ الفترة الزمنية الأولى من عام ٢٠١٨ حتى عام ٢٠١٩ قبل أزمة فيروس كورونا، والفترة الثانية من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢١ والتي تمثل الفترة الزمنية أثناء أزمة فيروس كورونا.

وقد توصلت الباحثة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال الفترة الزمنية الأولى (٢٠١٨-٢٠١٩) قبل أزمة فيروس كورونا وأيضاً خلال الفترة الزمنية الثانية (٢٠٢٠-٢٠٢١) أثناء أزمة فيروس كورونا.

بناءً على ما تقدم، توصي الباحثة بضرورة الأخذ في الحسبان سمة الثقة الزائدة عند اختيار وتعيين المدير التنفيذي بالشركة، نظراً لأنه يمثل أعلى سلطة تنفيذية في الشركة والمسئول عن إدارتها؛ حيث تعد الثقة الزائدة من السمات التي لها تأثير كبير على قرارات الشركة المتعلقة بكل من الاستثمار، والتمويل، وتوزيعات الأرباح، وبالتالي قد يترتب على هذه الثقة الزائدة اتخاذ قرارات خاطئة تؤثر بشكل سلبي على قيمة الشركة في المستقبل، فضلاً عن تأثيرها على شفافية المعلومات الواردة بالتقارير المالية، ولذلك يجب أن تقوم الهيئات التنظيمية وواضعو السياسات بتقديم آليات للحد من الآثار السلبية للثقة الزائدة وما ينتج عنها من تحيزات إدراكية لدى المديرين التنفيذيين عند اتخاذ القرارات، كما توصي بضرورة إجراء المزيد من الأبحاث حول العلاقة غير المباشرة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال الاعتماد على بعض المتغيرات الوسيطة، ومنها: شفافية التقارير المالية، ضعف نظام الرقابة الداخلية، إعادة إصدار القوائم المالية.

## المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- الصباغ، أحمد عبده السيد. (٢٠١٩). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٣ (٤)، ٣٥٤-٣٩٨.
- العنبي، ابتسام خالد شباب، آل عباس، محمد عبد الله. (٢٠٢٣). أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر انهيار سعر سهم الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية*، ٤٩ (٢)، ٩-٤٨.
- حسن، نصر طه. (٢٠٢١ب). التحفظ المحاسبي والثقة الإدارية الزائدة وأداء الشركة خلال جائحة كورونا: دور هيكل رأس المال. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ٣ (٤)، ٨٨-١٢٧.
- 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 في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٤ (١)، ٢٠٨-٢٧٥.

دراسة العلاقة بين الثقة الزائدة للمدير التنفيذي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: خلال الفترتين قبل وأثناء أزمة فيروس كورونا  
نورا صبيحي مصطفي علي

سليم، أيمن عطوه عزازي. (٢٠٢١). أثر العلاقة بين هيكل الملكية والإفصاح عن المخاطر على خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٥ (٢)، ١٠٢-١٧٢.

غالي، أشرف أحمد محمد. (٢٠٢٢). قياس فعالية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم خلال جائحة Covid-19: دليل تطبيقي من البورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، ١٣ (٤)، ١-٧٩.

مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (٢٠١٩). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٣ (٣)، ٢٩٣-٣٧٩.

## ثانياً: المراجع الأجنبية

- Ackert, L., & Deaves, R. (2009). *Behavioral finance: Psychology, decision-making, and markets*. Cengage Learning.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 51(1), 1-30.
- Alqatamin, R. M., Aribi, Z. A., & Arun, T. (2017). The effect of the CEO's characteristics on EM: evidence from Jordan. *International Journal of Accounting & Information Management*. 25(3), 356-375.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor-client relationship. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1715-1750.
- Chen, J., Chan, K. C., Dong, W., & Zhang, F. (2017). Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. *European Accounting Review*, 26(1), 125-152.
- Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., & Yao, S. (2020). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 33, 1-9.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24(3), 451-484.

- Depoers, F., Guizani, A., & Lakhali, F. (2022). How do overconfident CEOs behave in competitive product markets: Evidence from stock price crash risk. *Finance Contrôle Stratégie*, 25(2), 1-28.
- Eil, D., & Rao, J. M. (2011). The good news-bad news effect: asymmetric processing of objective information about yourself. *American Economic Journal: Microeconomics*, 3(2), 114-38.
- Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46(2), 217-260.
- Galasso, A., & Simcoe, T. S. (2011). CEO overconfidence and innovation. *Management Science*, 57(8), 1469-1484.
- Gao, Y., & Han, K. S. (2022). Managerial overconfidence, CSR and firm value. *Asia-Pacific journal of accounting & economics*, 29(6), 1600-1618.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Hall, S. G., & Dimiltriou, A. (2007). *Applied Econometrics: A Modern Approach. Revised Edition Palgrave Macmillan*.
- Hilary, G., Hsu, C., Segal, B., & Wang, R. (2016). The bright side of managerial over-optimism. *Journal of Accounting and Economics*, 62(1), 46-64.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The journal of finance*, 67(4), 1457-1498.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487-525.
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary accounting research*, 33(1), 204-227.

- Hsu, A. W. H., Pourjalali, H., & Song, Y. J. (2018). Fair value disclosures and crash risk. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14(3), 358-372.
- Hu, M., Tsang, D., & Wan, W. X. (2020). CEO Overconfidence and the COVID-19 Pandemic. Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3716618](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3716618)
- Jeon, K. (2019a). CEO Overconfidence and Cash Flow Management. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(2), 1-13.
- Jeon, K. (2019b). Corporate governance and stock price crash risk. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-13.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of financial Economics*, 100(3), 639-662.
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441.
- Lee, J. E. (2016). CEO overconfidence and the effectiveness of internal control over financial reporting. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(1), 81-100.

- Lee, Y. C., Lu, Y. C., & Wang, Y. C. (2019). Corporate social irresponsibility, CEO overconfidence, and stock price crash risk. *Applied Economics Letters*, 26(14), 1143-1147.
- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 76, 74-91.
- 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, J., & Zhong, R. (2018). Equity index futures trading and stock price crash risk: Evidence from Chinese markets. *Journal of Futures Markets*, 38(11), 1313-1333.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Mitra, S., Jaggi, B., & Al-Hayale, T. (2019). Managerial overconfidence, ability, firm-governance and audit fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(3), 841-870.
- Mundi, H. S., & Kaur, P. (2019). Impact of CEO overconfidence on firm performance: An evidence from S&P BSE 200. *Vision*, 23(3), 234-243.
- Park, J., & Chung, C. Y. (2016). CEO overconfidence, leadership ethics, and institutional investors. *Sustainability*, 9(1), 1-28.
- Phua, K., Tham, T. M., & Wei, C. (2018). Are overconfident CEOs better leaders? Evidence from stakeholder commitments. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 519-545.
- 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.

- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 197-216.
- Salehi, M., Naeini, A. A. A., & Rouhi, S. (2020). The relationship between managers' narcissism and overconfidence on corporate risk-taking. *The TQM Journal*, 33(6), 1123-1142.
- Sutrisno, P. (2019). CEO Overconfidence, Audit Firm Size, Real Earnings Management and Audit Opinion. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23, 1-13.
- Tabachnick, B. G., Fidell, L. S., & Ullman, J. B. (2007). *Using multivariate statistics*, 5th edition. Boston, MA: Pearson.
- Tebourbi, I., Ting, I. W. K., Le, H. T. M., & Kweh, Q. L. (2020). R&D investment and future firm performance: The role of managerial overconfidence and government ownership. *Managerial and Decision Economics*, 41(7), 1269-1281.
- Wang, Y., Chen, C. R., Chen, L., & Huang, Y. S. (2016). Overinvestment, inflation uncertainty, and managerial overconfidence: Firm level analysis of Chinese corporations. *The North American Journal of Economics and Finance*, 38, 54-69.
- Wong, Y. J., Lee, C. Y., & Chang, S. C. (2017). CEO overconfidence and ambidextrous innovation. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 24(3), 414-430.
- Yang, D., & Kim, H. (2020). Managerial overconfidence and manipulation of operating cash flow: Evidence from Korea. *Finance Research Letters*, 32, 101343.
- Yeung, W. H., & Lento, C. (2018). Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Finance Journal*, 37, 1-24.
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21(2), 349-399.