



## دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

إعداد

د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

أستاذ المحاسبة المساعد، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية  
effat.elsawy@comm.alexu.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة - جامعة دمياط

المجلد الثالث - العدد الأول - الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٢

التوثيق المقترح وفقا لنظام APA:

الصاوي، عفت أبو بكر 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، ٣(١) ج٢٦٣-٢٢٨.

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

## دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

### الملخص

يستهدف البحث دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك اختبار العلاقة بين الخصائص التشغيلية للشركات وتشمل كل من؛ الأداء المالي، والتحفيز المحاسبي المشروط، والملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتطبيق على إحدى أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري باستخدام عينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٧-٢٠١٩. وقد توصلت الدراسة إلى أن غموض التقارير المالية مرتبطة بشكل إيجابي بمخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل. كما وجدت الدراسة علاقة سلبية بين الأداء المالي، والتحفيز المحاسبي المشروط، والملكية المؤسسية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

### الكلمات المفتاحية

غموض التقارير المالية - مخاطر انهيار أسعار الأسهم - السلوك الانتهازي - حجب الأخبار السيئة - عدم تماثل المعلومات - التحفيز المحاسبي المشروط - الملكية المؤسسية - تزامن أسعار الأسهم.

### مقدمة

من القضايا المثيرة للجدل خلال السنوات الأخيرة غموض التقارير المالية Financial reporting opacity أو ما يطلق عليه "غموض الشركة" Firm opacity أو الإفصاح المشوش Obfuscate disclosure. ويعتمد غموض التقارير المالية على فرضية أن ما تتخذه الإدارة من قرارات وما تتبعه من سياسات الإفصاح تستطيع أن تتحكم بواسطتها في المعلومات المحاسبية ومن ثم شفافية التقارير المالية (Callen et al., 2020)، وينطوي غموض التقارير المالية أو الافتقار الي الشفافية على قدرة ادارة الشركات على اخفاء أو حجب المعلومات الهامة سواء عن طريق الایجاز في طريقة العرض أو عن طريق اخفاء معلومات جوهرية، مما يؤثر على مدي توافر المعلومات وتماتلها لجميع المتعاملين في سوق رأس المال، ومدي فهم وتفسير السوق واستيعابه لتلك المعلومات، مما يترتب عليه عدم كفاءة السوق وتضليل مستخدمي التقارير المالية (Dempsey et al. 2012). ويعتبر البعض (Al Balooshi et al. 2020) غموض التقارير المالية نوعا من التحايل أو التلاعب manipulation في المعلومات المحاسبية.

وقد اهتم الأدب المحاسبي بكفاءة سوق رأس المال ودور الإفصاح المحاسبي في تحقيق كفاءة السوق وتخفيض عدم تماثل المعلومات. وبالرغم من الاهتمام المتزايد بالتوسع في الإفصاح المحاسبي، إلا أن الإفصاح المحاسبي مازال يعتمد على السياسة التي تتبعها إدارة الشركات وما تتخذه من قرارات تتحكم بواسطتها في المعلومات المحاسبية وشفافية التقارير المالية، وتفترض نظرية الوكالة أن سياسة الإفصاح لإدارة الشركات تتأثر بدوافع الإدارة الخاصة بعقود الحوافز الادارية وأهداف استقرار أسعار الأسهم وأهداف ضريبية وغيرها من الدوافع (Andreou et al., 2016)، مما قد يولد السلوك الانتهازي للمديرين بالتحايل أو التلاعب بالمعلومات المحاسبية بما يؤدي الي غموض التقارير المالية والافتقار الي الشفافية من أجل تحقيق المصالح الخاصة، وتؤيد هذه الحجة مع العديد من الدراسات السابقة (Jin and Myers, 2006; Kim et al, 2011a; Francis et al., 2016; Jeon, 2019).

ويترتب على غموض التقارير المالية عدم قدرة المستثمر العادي على فهم التقارير المالية المعقدة، وعدم تماثل المعلومات بين المتعاملين في السوق، مما يكون له اضرار جسيمة على سوق رأس المال نتيجة انخفاض حجم التداول في سوق رأس المال وزيادة تكلفة العمليات وانخفاض سيولة الأسهم، وعدم القدرة على التمييز بين الشركات الناجحة والفاشلة، وزيادة مخاطر المعلومات، ومن ثم عدم كفاءة سوق رأس المال (Koo and Kim, 2018).

ومن ناحية أخرى، يواجه المستثمرون في سوق رأس المال مخاطر انهيار أسعار الأسهم Stock price crash risk، ويعرف (Firth et al. (2019) مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها المخاطر الناتجة عن الانخفاض الحاد والمفاجئ في أسعار الأسهم، مما يؤثر على رفاهية المستثمرين. كما تعد مخاطر الانهيار أحد السمات المهمة المؤثرة على عوائد الأسهم، وله متضمنات مهمة في نظريات محفظة الأوراق المالية ونماذج تسعير الأصول الرأسمالية (Kim and Zhang, 2014). ويؤكد (Jin and Myers (2006) بأن عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والخارجية يساهم في زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. إذ يسمح عدم تماثل المعلومات للمديرين بحجب واخفاء الأخبار السيئة لفترة طويلة من أجل حماية وضعهم الوظيفي وتقليل مخاطر التقاضي، إلا أنه عندما يتم الإفصاح عن الأخبار السيئة المتراكمة في السوق، تستمر أسعار الأسهم في الانخفاض مما يؤدي الي انهيار أسعار الأسهم.

ومن المرجح أن تزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات التي لديها مخاطر وكالة مرتفعة (Callen and Fang, 2013)، إذ يميل المديرون الي استغلال عدم تماثل المعلومات من أجل زيادة الدخل قصير الأجل ليتوافق مع تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين والأطراف الخارجية، لذلك عادة ما يخفوا أو يأخروا الإفصاح عن الأخبار السيئة، إلا أن هذه الممارسة غير مستدامة على المدى الطويل وعندما تظهر هذه الأخبار تتفاعل معها أسعار الأسهم بقوة وبصورة سلبية، مما يؤدي الي انهيار أسعار الأسهم (Andreou et al., 2016).

وبناء على ما سبق، يؤثر غموض التقارير المالية والافتقار الي الشفافية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إذ يساعد ادارة الشركة على حجب أو اخفاء الأخبار السيئة الخاصة بأداء الشركة وتدفقاتها النقدية والتوقعات حول وضعها المالي، وعندما تتراكم تلك الأخبار السيئة وتأجيل الإفصاح عنها مع التعجيل بإصدار الأخبار الجيدة، يظهر ما يسمى "فقاعة أسعار

الأسهم" أي المبالغة في تقدير الأسعار السوقية للأسهم، وعندما تصل المعلومات أو الأخبار السيئة أو السلبية المتراكمة الي نقطة معينة يتم الإفصاح عنها فجأة الي السوق مرة واحدة، مما يؤدي الي انفجار فقاعة السعر وانهيار أسعار الاسهم (Zhu, 2016). ومن ناحية أخرى، يساعد غموض التقارير المالية والافتقار الي الشفافية على قيام الأطراف الداخلية بالاستحواذ والاستيلاء على موارد الشركة، مما يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Kim et al., 2011a; Kim and Zhang, 2011; Francis et al; 2016; Jafari and Taghian, 2017; Jeon, 2019).

ويري الباحث أن غموض التقارير المالية يعد أحد محددات مخاطر انهيار اسعار الأسهم مستقبلاً. كما أنه من المحتمل أن تؤثر بعض الخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار اسعار الأسهم. ولذلك يهدف هذا البحث الي اختبار تأثير غموض التقارير المالية وبعض الخصائص التشغيلية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري.

### 1- مشكلة البحث

من المتعارف عليه في الدراسات المحاسبية التي تناولت محددات الإفصاح المحاسبي وسلوك الادارة وتأثيرها على شكل ومحتوي الإفصاح، أنه إذا كان سوق رأس المال يتصف بالكفاءة، فان استراتيجية الإفصاح من قبل ادارة الشركات المصممة للتعظيم على الاداء الحقيقي للشركة وقيمتها الحقيقية يتعرف عليها السوق بسهولة ويتم رفضها ولا يكون لها تأثير على أسعار الأسهم، إلا أنه على النقيض من ذلك، إذا كان السوق غير كفاء، فإن غموض الشركة والافتقار الي شفافية التقارير المالية تكون قادرة على تغيير اما مقدار أو توقيت التدفقات النقدية المستقبلية أو معدل العائد المطلوب لخصم التدفقات النقدية المتوقعة، ومن ثم التأثير على القيمة الحقيقية للشركة وأسعار الأسهم (Kim and Zhang, 2016).

ووفقا لنظرية السلوك الانتهازي يتوافر للمديرين الدوافع للمبالغة في الاداء المالي للشركات من خلال حجب الأخبار السيئة لأطول فترة ممكنة بسبب عقود المكافآت والمخاوف المهنية، وعندما يقل أداء الشركة عن توقعات المساهمين، يميل المديرون الي اخفاء الأخبار السيئة لحماية ثروتهم وسمعتهم ووظائفهم، مما يترتب عليه تضخيم أسعار الأسهم (Jeon, 2019).

ومن ناحية أخرى، جذب موضوع التغيرات المفاجئة في أسعار الأسهم وما تترتب عليه من اضطراب في الاسواق العالمية اهتمام الأكاديميين والمهنيين لفهم هذه الظاهرة التي تنبع من الممارسات الادارية مثل تأجيل الإفصاح عن الأخبار السيئة وغموض التقارير المالية (Kim et al., 2011b; Defond et al., 2015; Kim and Zhan, 2016)

وعلى الرغم من تناول الدراسات السابقة محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن هناك القليل الدراسات التي تناولت تأثير غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، فقد تناولت الدراسات السابقة الاليات المختلفة التي يمكن أن يستخدمها المديرون لإخفاء المعلومات السلبية سواء من خلال التلاعب بالأرباح، والتجنب الضريبي، والإفصاح الاختياري، كما تناولت الدراسات السابقة دور اليات الرقابة والحوكمة في الحد من السلوك الانتهازي

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

للإدارة، إلا أن هناك القليل من الدراسات حول عواقب ومتضمنات انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة الي أن العلاقة بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم لم تلق الاهتمام الكافي، لذلك لسد هذه الفجوة في الدراسات المحاسبية، تحاول الدراسة الحالية فهم طبيعة العلاقة بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتحليل الدوافع الخاصة بإدارة الشركات للقيام بهذا السلوك والاليات المستخدمة لتحقيق ذلك، ومتضمنات وعواقب غموض التقارير المالية على سوق رأس المال ومخاطر انهيار أسعار الاسهم.

وتأسيسا على ما سبق، يمكن صياغة مشكلة البحث في مجموعة من التساؤلات على النحو التالي:

- ما هو المقصود بغموض التقارير المالية؟ وما هي مقاييسها؟
- ما هي دوافع إدارة الشركات لغموض تقاريرها المالية؟
- ما هي متضمنات غموض التقارير المالية على سوق رأس المال؟
- ما هو المقصود بمخاطر انهيار أسعار الاسهم؟ وماهي مقاييسها؟
- ما هي محددات انهيار أسعار الأسهم؟
- ما هي النظريات المفسرة للعلاقة بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم؟
- هل يؤثر غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟ والي أي مدى يدعم الدليل العملي للشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري هذه العلاقة؟
- هل تؤثر الخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟

### ٢- هدف البحث

يهدف البحث الي دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية وبعض الخصائص التشغيلية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري.

### ٣- أهمية ودوافع البحث

يستمد البحث أهميته الأكاديمية من تناوله قضية بحثية هامة للباحثين والمهنيين ومستخدمي التقارير المالية، وقد تناولتها البحوث الأجنبية في بيئات مختلفة، ولكنها تعاني من ندرة شديدة في البيئة المصرية، وهي دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما يستمد البحث أهميته العملية من كونه يسعى الي اختبار تلك العلاقة في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، الأمر الذي يؤدي الي اثناء المردود التطبيقي للبحث في هذا المجال ويجاد دليل عملي على مدى صحة العلاقات محل الدراسة في سوق رأس المال المصري.

ومن أهم دوافع البحث تسليط الضوء على متضمنات غموض التقارير المالية على سوق رأس المال بصفة عامة، وعلى مخاطر انهيار أسعار الاسهم بصفة خاصة، وتقديم دليل من الواقع العملي في بيئة سوق راس المال المصري على طبيعة هذه العلاقة، ومن ثم المساهمة في تضيق فجوة البحث المحاسبي في هذه القضية الجديرة بالاهتمام.

#### ٤- منهجية البحث

تعتمد الدراسة في شقها النظري على تحليل الدراسات السابقة ذات الصلة للوصول الي إطار مفاهيمي لغموض التقارير المالية من ناحية، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من ناحية، ومن ثم اشتقاق فروض البحث القابلة للاختبار. كما تعتمد الدراسة في شقها التطبيقي على منهجية تحليل المحتوي لاختبار الفروض، إذ يتم تحليل التقارير المالية لعينة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة ٢٠١٧ – ٢٠١٩.

#### ٥- حدود وخطة البحث

يقتصر البحث على دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية وبعض الخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ويخرج عن نطاق البحث دراسة العوامل الأخرى أو المحددات الأخرى (سواء المتعلقة بخصائص سوق رأس المال او الخصائص المرتبطة بالمديرين) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما سوف تقتصر الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري بعد استبعاد الشركات المالية نظراً لخضوعها لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة. وأخيراً فإن قابلية تعميم النتائج مشروطة بحدود البحث وبضوابط اختيار مجتمع وعينة الدراسة.

وفي ضوء مشكلة البحث وأهدافه، فسوف يستكمل البحث على النحو التالي:

- غموض التقارير المالية: المفهوم والدوافع والمقاييس.
- الإطار المفاهيمي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.
- الدراسة التطبيقية.
- النتائج والتوصيات.

#### ٦- غموض التقارير المالية: المفهوم والدوافع والمقاييس

من المتعارف عليه أن الإدارة يمكن أن تتخذ قرارات تتحكم بواسطتها في المعلومات المحاسبية التي يعتمد عليها مستخدمو التقارير المالية، وتتبنى استراتيجية الإفصاح التي تحدد مدى جودة الإفصاح عن المعلومات التي تقرر ادارة الشركات مشاركتها مع أصحاب المصالح بشأن الوضع العام للشركة وتدفعاتها النقدية المستقبلية وتوقيتها وغيرها من المعلومات التي تؤثر على تقدير القيمة الحقيقية للشركة. وهناك العديد من الدوافع والمحددات التي تشكل سلوك ادارة الشركات عند اختيار بديل غموض التقارير المالية منها ما يتعلق بخصائص الشركة ومنها ما

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

يرتبط بالخصائص الشخصية للمديرين، كما تتعدد المقاييس المستخدمة لغموض التقارير المالية. ويمكن تناول الجوانب المختلفة لغموض التقارير المالية على النحو التالي:

### ٦-١ مفهوم غموض التقارير المالية

الغموض في اللغة هو الإبهام وعدم الوضوح والالتباس، مما يترتب عليه صعوبة الفهم والتخبط لانعدام وضوح الهدف، أما التعقيم فهو إخفاء الأخبار والحقائق والتكتم في اتخاذ القرارات الهامة والخطيرة. وفي السياق المحاسبي تناولت الدراسات السابقة الغموض المحاسبي Accounting opacity وأطلق عليه البعض الغموض المالي Financial opacity أو غموض الإفصاح Disclosure opacity أو غموض الشركة Firm opacity، أو غموض التقارير المالية Financial reporting opacity.

وقد تعددت تعريفات مفهوم غموض التقارير المالية، فقد عرف Jin and Myers (2006) غموض التقارير المالية بأنه نقص المعلومات التي من شأنها تمكين المستثمرين وغيرهم من مستخدمي التقارير المالية من رقابة التدفقات النقدية المتوقعة وأداء الشركة ومن ثم عدم القدرة على تحديد القيمة الحقيقية للشركة، بالإضافة إلى أن الأرقام المحاسبية تكون بلا معني ومضلة.

ويشير Kim et al. (2011b) إلى أن الغموض المحاسبي ينشأ من تلاعب المديرين بالنتائج المحاسبية من خلال إخفاء الأخبار غير المواتية (السيئة)، مما يؤدي إلى تقارير مالية غير شفافة، وأن هناك مجموعة كبيرة من الحوافز الإدارية تشجع المديرين على إخفاء نتائج التشغيل أو الأداء غير المواتية مثل عقود المكافآت المستندة على الأداء المالي، والمخاوف المهنية للإدارة، والحفاظ على سمعة الإدارة، وغيرها من الحوافز الإدارية.

كما يشير Arora et al. (2011) إلى أن غموض التقارير المالية ينشأ من محاولة المديرين التحكم في المعلومات وإعادة توجيهها عن قصد مما يترتب عليه الاختيار المعاكس للمستثمرين وتفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات.

ويتفق Dempsey et al. (2012) مع التعريف السابق، إذ يعرف غموض التقارير المالية بأنه استراتيجية أو سياسة الإفصاح المصممة من قبل إدارة الشركات للتعقيم وإخفاء الأداء المالي الحقيقي للشركة، وتعتمد على تحيز الإدارة في الإفصاح لإخفاء الأخبار غير المواتية (السيئة)، مما يؤثر على التقييم السوقي لأسهم الشركة في سوق رأس المال، إذ يحدث تعقيم الإفصاح المحاسبي إذا كان قادراً على تغيير اما مقدار/ توقيت التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة أو معدل الخصم المطلوب لخصم التدفقات النقدية المتوقعة ومن ثم التأثير على أسعار الاسهم في السوق.

ويؤكد Ravi and Hong (2014) على أن الغموض هو عكس الشفافية ويعرف المعلومات المالية التي تم التلاعب بها بأنها غير شفافة non-transparent or opaque وعلى عكس المعلومات المالية الشفافة التي تؤدي إلى قرارات استثمارية أكثر استناداً وبيئة مالية أكثر قوة، فإن غموض التقارير المالية يؤدي إلى ضعف وعدم كفاءة سوق رأس المال نتيجة عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين من ناحية وبين المستثمرين وبعضهم البعض من ناحية أخرى.

وبصورة مشابهة، يشير Francis et al. (2016) الي أن غموض التقارير المالية ينشأ نتيجة للممارسات الادارية لاستخدام النظام المحاسبي لإخفاء الأخبار غير المواتية عن الأداء والتوقعات حول الشركة مما يكون له انعكاس و عواقب اقتصادية حقيقية، إذ يعيق من فهم المشاركين في السوق لمعلومات الشركة في الوقت المناسب.

ويشير Dahiya et al. (2017) الي أن غموض التقارير المالية يحدد مدي جودة بيئة المعلومات التي يواجهها المستثمر الخارجي، حيث لا يتمتع المستثمر الخارجي بشفافية كاملة حول الأعمال الداخلية للشركة، مما يؤدي الي احداث فجوة معلوماتية بين المستثمرين الخارجيين وإدارة الشركة، وبالتالي فإن غموض الشركة يعكس مستوي عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية. ويعرف Jafari and Taghian (2017) غموض التقارير المالية بأنها تجميع وإخفاء الأخبار غير المواتية (السيئة) وتأخير الإفصاح عنها، وذلك بهدف تضليل مستخدمي التقارير المالية وصرف انتباههم عن الأداء الحقيقي، وذلك من خلال التشويش المتعمد للمعلومات الأمر الذي يعيق من قدرة مستخدمي التقارير المالية عن فهمها.

ويشير Koo and Kim (2018) إلى أن السلطة التقديرية الممنوحة لإدارة الشركات تسمح لهم بالتأثير على سياسات اعداد التقارير المالية وادارة أنشطة الإفصاح المحاسبي، مما يؤدي بدوره الي تغيير في مستوي شفافية افصاح الشركة والتأثير في بيئة المعلومات، وفي ظل وجود مشاكل الوكالة يخلق لهم الدوافع لإخفاء أي قضايا تتعلق بالوكالة من خلال إخفاء المعلومات غير المواتية مما يزيد من غموض التقارير المالية بشكل متعمد. كما يشير Firth et al. (2019) الي أن غموض الإفصاح المحاسبي هو الافتقار الي شفافية التقارير المالية لإخفاء الأخبار غير المواتية مما يؤثر على قدرة الأطراف الخارجية أو المستثمرين على تقييم الشركة بدقة.

وأخيرا يعرف Al Balooshi et al. (2020) غموض الشركة بأنه ميل ادارة الشركة للحد من الإفصاح عن المعلومات، ويتفق مع ذلك Callen et al. (2020) بأن غموض التقارير المالية هو عبارة عن تقييد أو تشويش الإفصاح، وإذا كان الدافع وراء غموض التقارير المالية هو السلوك الانتهازي لإدارة الشركة بهدف تضليل مستخدمي التقارير المالية وصرف انتباههم عن الاداء الحقيقي للشركة فإنه يخلق حالة من الصعوبة لدي كافة مستخدمي التقارير المالية في فهم وتفسير المعلومات الواردة بهذه التقارير مما يعيق قدرتهم على معرفة الوضع الحقيقي للشركة.

وبناء على ما سبق، يمكن تعريف غموض التقارير المالية بأنه استراتيجية للإفصاح المحاسبي مصممة من قبل ادارة الشركة وتستند على السلوك الانتهازي للإدارة والحوافز الادارية للإفصاح وذلك من خلال السلطة التقديرية الممنوحة للإدارة بما يمكنهم من التأثير المتعمد على سياسة اعداد التقارير المالية وادارة أنشطة الإفصاح، وتستخدم الادارة عدة وسائل للقيام بذلك منها التحكم في كمية ومحتوي المعلومات عن قصد، والتلاعب بنتائج الأداء غير المواتية، وادارة محتوى المعلومات بشكل انتهازي، وتقييد أو تشويش الإفصاح من خلال خصائص اللغة واستخدام تصميم العرض وهيكل اللغة لصياغة غامضة عن عمد في التقارير المالية، وتحيز الادارة في الإفصاح وإخفاء الأخبار غير المواتية.



## ٦-٢ استراتيجيات الإفصاح المحاسبي وغموض التقارير المالية

تعتبر استراتيجية الإفصاح المحاسبي وسيلة مهمة لإدارة الشركات لتوصيل تلك المعلومات الي الأطراف الخارجية وتعتمد استراتيجية الإفصاح على عاملين، العامل الأول هو مدى توافر المعلومات وتمائلها لجميع المتعاملين والمشاركين في سوق رأس المال، والعامل الثاني مدى فهم وتفسير السوق واستيعابه للمعلومات، وبناء عليه يتحدد غموض أو شفافية التقارير المالية (Fernando et al., 2018)، ففي ظل غموض التقارير المالية تعتمد استراتيجية الإفصاح على اخفاء وحجب المعلومات وعدم تماثلها بين الأطراف، ومن ثم عدم قدرة السوق على فهم وتفسير واستيعاب المعلومات. وتفاضل ادارة الشركات بين ثلاثة بدائل للإفصاح عن المعلومات الخاصة أما عدم الإفصاح أو الإفصاح الجزئي أو الإفصاح الكامل (Reitmaier and Schultze, 2017) وذلك استناداً الي درجة المنافسة في الصناعة وظروف عدم التأكد السائدة بالنسبة للتكاليف والأسعار وظروف الطلب ومخاطر التقاضي وغيرها من العوامل، ويؤثر ذلك على استراتيجية الإفصاح. ومن ناحية أخرى، يؤثر مدى تحقق النتائج سواء جيدة أو غير جيدة على سياسة أو استراتيجية الإفصاح بما يؤثر على المفاضلة بين بديل غموض التقارير المالية أو بديل شفافية التقارير المالية. ويميز Sharif and Lai (2015) بين استراتيجية الإفصاح بعد ظهور الحقائق Ex-post واستراتيجية الإفصاح المسبق Ex-ante حسب نوع المعلومات المتوفرة للإدارة، بما يؤثر على اختيار ادارة الشركات لبديل شفافية التقارير المالية أو بديل غموض التقارير المالية. ويظهر الشكل رقم (١) بدائل الإفصاح على النحو التالي:

بدائل الإفصاح المحاسبي	استراتيجية الإفصاح المسبق Ex-ante	استراتيجية الإفصاح البعدي Ex-Post
شفافية التقارير المالية	مشاركة المعلومات مع المنافسين	نتائج مواتية
غموض التقارير المالية	الاضرار بالمركز التنافسي	نتائج غير مواتية

### شكل رقم (١) بدائل الإفصاح المحاسبي

يتضح من شكل رقم (١) أن ادارة الشركات التي تستخدم استراتيجية الإفصاح المسبق وترغب في مشاركة المعلومات مع المنافسين سوف تتسم التقارير المالية بالشفافية، أما إذا كان الإفصاح المسبق يضر بالمركز التنافسي للشركة فسوف تتسم تقاريرها المالية بالغموض. ومن ناحية أخرى، إذا كانت ادارة الشركة تستخدم استراتيجية الإفصاح البعدي، وجاءت نتائج الاداء مواتية فسوف تتسم التقارير المالية بالشفافية، وعلى العكس إذا جاءت نتائج الاداء غير مواتية فسوف تتسم التقارير المالية بالغموض، مما يتضح الارتباط بين سياسة الإفصاح المحاسبي ومفهوم غموض التقارير المالية.

ومن ناحية أخرى، هناك عدة نظريات تفسر سلوك الادارة بالنسبة لاستراتيجية الإفصاح ومن ثم اختيار بديل شفافية التقارير المالية أو بديل غموض التقارير المالية، وتقوم هذه النظريات على مجموعة من الافتراضات وتقدم محددات أو دوافع للإفصاح وتشمل تلك النظريات:

### (أ) نظرية الوكالة Agency Theory

تحدد نظرية الوكالة علاقة الوكالة كعقد بموجبه يقوم شخص أو أكثر (الأصيل) بإشراك شخص آخر (الوكيل) بأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، مما يتضمن تفويض سلطة اتخاذ القرار للوكيل. وتفترض نظرية الوكالة الرشد الاقتصادي لكلا الطرفين، وفي ظل عدم توافر المعلومات الكاملة والمتماثلة بين الأصيل والوكيل تظهر مشاكل الوكالة، ويمكن تقليل هذه المشاكل عن طريق توفير مزيد من المعلومات، وبعد الإفصاح المحاسبي الية مهمة للحد من غموض التقارير المالية وتخفيض عدم تماثل المعلومات مما يقلل من مشاكل الوكالة (Honggowati et al., 2019).

### (ب) نظرية الاشارات Signaling Theory

تفترض هذه النظرية أن ادارة الشركات التي لديها أخبار جيدة تحاول أن تفصح عنها حتى تميز نفسها عن الشركات التي لديها أخبار غير مواتية، إلا أن ادارة الشركات التي لديها أخبار أو معلومات غير مواتية تحاول اخفاء وتراكم هذه الأخبار وعدم الإفصاح عنها بشكل انتهازي لإدارة انطباع المستثمرين مما يفسر غموض التقارير المالية في بعض الحالات (Urquiza et al. 2010).

### (ج) نظرية التعاقدات المثالية Efficient contracts

تفترض هذه النظرية أن هناك حافز تعاقدى لإدارة الشركات للإفصاح، وذلك من خلال صياغة عقود مثل عقود المكافآت وعقود المديونية بما يحد من استغلال الاطراف الداخلية وتخفيض تكاليف الوكالة من خلال زيادة الإفصاح المحاسبي، والحد من غموض التقارير المالية (Dye,2001)

### (د) نظرية التكاليف السياسية political cost theory

تفترض هذه النظرية أن المنظمين يتخذوا القرارات بناء على المعلومات التي يتم الإفصاح عنها بواسطة الشركات، وتقليل التكاليف السياسية هناك حافز لإدارة الشركات لإدارة محتوى معلومات التقارير المالية، ومن ثم زيادة غموض التقارير المالية (Verrecchia,2001).

### (هـ) نظرية السلوك الانتهازي Opportunistic behavior

تفترض هذه النظرية أن شكل وسياسة الإفصاح التي تتبعها ادارة الشركات تتأثر بالسلوك الانتهازي للمديرين، اذ يحاول المديرين تعظيم ثروتهم ومكافاتهم من خلال زيادة أرباح الفترة الحالية على حساب الفترات المستقبلية، ويحدث ذلك بصفة خاصة إذا كانت عقود الحوافز الادارية ترتبط بالأداء المالي للشركة، مما يدفع الادارة لزيادة غموض التقارير المالية (Honggowati et al.,2019).

### (و) نظرية توفير المعلومات Information perspective

تفترض هذه النظرية أن ادارة الشركات تختار سياسة الإفصاح المحاسبي بطريقه تعكس القيمة الاقتصادية للشركة بما يساعد المستثمرين على تقدير التدفقات النقدية من استثماراتهم،

وأن لدي إدارة الشركات الحوافز لزيادة شفافية التقارير المالية والحد من غموضها لتمييز نفسها من خلال فعالية الإدارة في تحقيق نتائج مرضية وتقديم اشارات للسوق (Wang et al., 2008).

### (ز) نظرية تكاليف الملكية Proprietary cost theory

تفترض هذه النظرية أن الشركات تواجه تكاليف نتيجة عملية الإفصاح سواء تكاليف مباشرة أو تكاليف غير مباشرة ناتجة عن اعداد ونشر ومراجعة المعلومات التي يتم الإفصاح عنها. كما يمكن أن ترجع تكاليف الملكية لأسباب استراتيجية إذا كانت المعلومات التي يتم الإفصاح عنها غير موثوقة أو إذا كانت المعلومات الموثوقة، ولكن سوف يستفيد منها المنافسون بطريقة تضر بأهداف الشركة طويلة الأجل أو يترتب على الإفصاح عنها اجراءات من قبل السلطات التنظيمية، لذلك يكون لدي الشركات حافزاً لحجب المعلومات لتجنب ردود الفعل السلبية (Reitmaier and Schultze, 2017).

### ٦-٣ دوافع (محددات) غموض التقارير المالية

تتعدد دوافع إدارة الشركات لإخفاء وحجب المعلومات بما يؤدي الي تقارير مالية غير شفافة، فإذا كان تعتمد الإدارة التحكم في المعلومات بغرض تحقيق منفعة ذاتية عندئذ يكون هذا السلوك انتهازياً، أما إذا كان هذا السلوك بغرض تحقق بقاء واستمرار الشركة في ظل المنافسة وعدم اطلاع المنافسين على اسرار أعمال الشركة أو الحفاظ على استمرار الشركة في سوق رأس المال، فعندئذ يكون السلوك بدافع الكفاءة (Callen et al., 2020).

وعلى ضوء ذلك يمكن استعراض دوافع (محددات) غموض التقارير المالية من عدة جوانب منها دوافع ترتبط بخصائص المديرين، ودوافع ترتبط بخصائص الشركة.

وبشأن دوافع غموض التقارير المالية التي ترتبط بالخصائص والسمات الشخصية للمديرين، تفترض نظرية الترسيع والقوة الادارية Entrenchment and managerial power أن قوة المديرين التنفيذيين في مجالس ادارت الشركات والسلطة المركزية الممنوحة لهم في اتخاذ القرارات تؤثر بشكل مباشر على سياسة الإفصاح الخاصة بالشركة وتشكل بيئة اعداد التقارير المالية (Koo and Kim, 2018). كما توصلت بعض الدراسات السابقة (e.g., Bertrand and Mullainattan, 2000; Bebchuk and Fried, 2003; Adams et al., 2005) الي أن قوة ومركزية سلطة المديرين التنفيذيين تؤدي الي زيادة غموض التقارير المالية وخاصة في ظل وجود مشاكل وكالة وضعف أداء الشركة؛ ففي ظل نقص المعلومات التفصيلية نتيجة الترسيع الاداري يسمح للمديرين التنفيذيين ذوي السلطة والقوة بإخفاء المعلومات غير الموثوقة عن أداء الشركة، ويعكس ذلك ارتفاع تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومجلس الإدارة ذاته، مما يرتبط بمزيد من السلوك الانتهازي للإدارة، ويزيد من فرصة قيام المديرين التنفيذيين باتخاذ قرارات فردية ومركزية دون المستوى الأمثل مقارنة باتخاذ القرار بصورة جماعية وغير مركزية، وبالتالي تحقق هذه القرارات نتائج قد تكون أكثر تطرفاً مما يجعل أداء الشركة أكثر تقلباً ويزيد من عدم التأكد في نتائج القرارات ويزيد من غموض التقارير المالية بشكل متعمد من قبل إدارة الشركة (Chintrakaran et al., 2014).

وفي نفس السياق يؤكد Jeon (2019) أن السمات الشخصية للمديرين وبصفة خاصة الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين من المحتمل أن تؤثر على زيادة غموض التقارير المالية، وتعرف الثقة المفرطة للمديرين بأنها ميل المديرين الي المبالغة في تقدير قدراتهم وامكانياتهم ومعارفهم ودقة معلوماتهم، مما يدفعهم الي توقع والسعي لتحقيق نتائج مرغوبة أكثر مما يتضمنه التقييم الواقعي لوضع الشركة، إذ يميل هؤلاء المديرين الي المبالغة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية للمشروعات ويقللون من احتمالية وتأثير الاحداث السلبية وغير المواتية، كما يتصف هؤلاء المديرين بأنهم أقل تحفظا محاسبيًا إذ يكونوا أكثر تفاؤلًا كما يميلون الي تقليل مخاطر اتخاذ القرارات، مما قد يؤدي الي سلوكيات غير عقلانية وغير رشيدة قد تؤدي الي أخطاء مالية متعمدة أو الانخراط في أنشطة ادارة أرباح حقيقية. بالإضافة الي أن المديرين ذوي الثقة المفرطة من المرجح أيضا أن يقوموا بإنفاق المزيد من الموارد الداخلية للشركة أو زيادة الاستثمار في مشاريع جديدة مما يؤثر على استثمارات الشركة وسياسة التمويل وسياسة توزيع الأرباح (Dechow et al., 1995).

اما فيما يتعلق بدوافع أو محددات غموض التقارير المالية التي ترتبط بخصائص الشركات، فقد تناول العديد من الدراسات السابقة تلك الدوافع أو المحددات مثل الوضع المالي للشركة، ووجود توقعات للمحللين الماليين، والارتباط بين عوائد أسهم الشركة والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية، والوفاء بشروط المديونية، ومتطلبات المساهمين، والوفاء بتوقعات التدفقات النقدية.

فقد أشارت دراسة (2003) Defond and Hung إلى أنه مع زيادة اصدار ونشر المحللين الماليين لتنبؤات التدفقات النقدية للشركات بالإضافة الي تنبؤات الأرباح، يخلق دوافع ادارية لتضخيم التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية المفصح عنها مقارنة بتوقعات المحللين الماليين للوفاء بتلك التوقعات أو تجاوزها، مما يزيد من السلوك الانتهازي لإدارة الشركات وزيادة غموض التقارير المالية. وتؤكد دراسة (2007) Geile إلى أن الاداء الضعيف للشركة وتقلبات الأرباح تعتبر مؤشرا لتعسر الشركة واضطرابها مما يدفع ادارة الشركة لإخفاء بعض المعلومات غير المواتية وتوفير معلومات أقل حول مستقبل الشركة، ويؤكد (2012) Lee أن توقع فشل الشركة ومواجهتها للعسر المالي يخلق حوافز ادارية لتضخيم التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية لتجنب الآثار السلبية على قيمة الشركة، مما يؤدي الي زيادة غموض التقارير المالية، كما أن الارتباط بين عوائد أسهم الشركة وتدفقاتها النقدية من العمليات التشغيلية يمثل أحد دوافع غموض التقارير المالية للشركات، نظرا لأهمية التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية للمستثمرين، وقد توصلت الدراسة إلي انه كلما كان الارتباط بين عوائد أسهم الشركة وتدفقاتها النقدية مرتفعًا كلما زادت الدوافع الادارية لتضخيم التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية المفصح عنها، ومن ثم زيادة غموض التقارير المالية.

وفي نفس السياق، توصلت دراسة (2019) Jeon إلى أن محاولة المديرين الوفاء بمتطلبات وتوقعات المساهمين فيما يتعلق بالتدفقات النقدية للشركة وجذب انتباه المستثمرين في سوق المال والعمل على استقرار أسعار الاسهم يخلق لديهم دوافع ادارية لحجب الأخبار غير المواتية وتضخيم التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية مما يزيد من غموض التقارير المالية.

ومن ناحية أخرى، يؤثر هيكل الصناعة ودرجة المنافسة على دوافع إدارة الشركات لعدم شفافية وغموض التقارير المالية، فعلى النقيض من الدوافع الانتهازية لإدارة الشركات لإخفاء الأخبار غير المواتية بما يحقق مصلحتها الذاتية، فقد تقوم إدارة الشركات بتقييد أو تشويش الإفصاح *Obfuscate disclosure* إذا كان الإفصاح عن المعلومات الخاصة قد يضر بالمركز التنافسي للشركة، وهذا ما تؤكد نظرية تكاليف الملكية، إذ تتأثر سياسة الإفصاح بهيكل الصناعة ودرجة المنافسة، والتي قد تخلق دوافع إدارية لعدم شفافية التقارير المالية، فالإفصاح عن بعض المعلومات الخاصة مثل الخطط الاستراتيجية للشركة و عقود الأعمال الجوهرية والنفقات الرأسمالية والمعلومات المتعلقة بالمنتج وغيرها من التفاصيل الهامة ذات المقدرة التقييمية تقدم معلومات للمنافسين مما يضر بالمركز التنافسي للشركة، مما يخلق دافع للإدارة لغموض التقارير المالية للمحافظة على المركز التنافسي للشركة (Callen et al., 2020).

وبناء على ما سبق، يري الباحث أن هناك تعددا في دوافع (محددات) غموض التقارير المالية، وقد تنشأ هذه الدوافع نتيجة لخصائص المديرين وسماتهم الشخصية مثل قوة المديرين التنفيذيين ومركزية اتخاذ القرار والثقة المفرطة للمديرين، وقد تنشأ بعض الدوافع نتيجة خصائص الشركة مثل الوضع المالي السيئ للشركة وتعرضها للعسر المالي، ووجود توقعات للمحللين الماليين للتدفقات النقدية المستقبلية وأرباح الشركة، والوفاء بمتطلبات المساهمين، والوفاء بشروط المديونية، وزيادة الارتباط بين عوائد أسهم الشركة وتدفقاتها النقدية، وكذلك يؤثر هيكل الصناعة ودرجة المنافسة على دوافع إدارة الشركات لعدم شفافية وغموض التقارير المالية.

#### ٦-٤ متضمنات غموض التقارير المالية على سوق رأس المال

يمثل سوق رأس المال الوسيلة الهامة لتجميع المدخرات من الأفراد والمؤسسات الاستثمارية وتقديمها إلى المشروعات والشركات التي ترغب في تمويل مشروعاتها الجديدة أو التوسع في المشروعات القائمة. ويجب أن يعكس سوق رأس المال أسعار التوازن للأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد هذه الأسهم يتناسب مع درجة المخاطر الخاصة بها، ويتوقف ذلك على عاملين، الأول هو مدي توافر المعلومات وتمائلها لجميع المتعاملين والمستثمرين في سوق رأس المال، والثاني هو مدي فهم وتفسير السوق واستيعابه للمعلومات المفصّل عنها (Fernando et al., 2018).

ويلعب الإفصاح المحاسبي وشفافية التقارير المالية دوراً هاماً في تحقيق كفاءة سوق رأس المال، وتحديد الأسعار المناسبة للأسهم وتحقيق التوازن بين درجة المخاطر والعائد الذي تحققه هذه الأسهم، إذ يترتب على شفافية التقارير المالية تخفيض عدم التأكد المرتبط بالتدفقات النقدية المتوقعة وتخفيض عدم تماثل المعلومات، وبالتالي كبر حجم سوق رأس المال متمثلاً في زيادة حجم التداول للأسهم وزيادة عدد المتعاملين في السوق، ومن ثم توزيع المخاطر بطريقة مثالية بين المشاركين في سوق رأس المال وتحقيق كفاءة سوق رأس المال (Ballesteros et al., 2016).

وعلى النقيض من ذلك إذا كان هناك غموض في التقارير المالية ونقص الشفافية يزداد عدم التأكد في سوق رأس المال المرتبط بمقدار وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية وتزداد درجة المخاطر، إذ يرتبط غموض التقارير المالية بإخفاء المعلومات الجوهرية والمعلومات غير

المواتية مما يؤثر على القيمة الحقيقية للشركة، ومن ثم تضليل المستثمرين في سوق رأس المال، وعدم القدرة على التمييز بين الشركات ذات الأداء الجيد والشركات ذات الأداء الضعيف (Dahiya et al., 2017). ويؤكد Callen et al. (2020) أن الافتقار الي الشفافية له آثار سلبية واسعة النطاق على سوق رأس المال تتضمن انخفاض درجة سيولة الاسهم، وزيادة تكاليف المعاملات، وصغر حجم السوق، وانخفاض حجم التداول، وارتفاع تكلفة رأس المال، وانخفاض عدد المحللين الماليين، وتشتت تنبؤات المحللين الماليين وعدم دقتها، وقد ينتج عن هذه الآثار السلبية فشل سوق رأس المال وانعكاسه على الاقتصاد ككل.

ومن ناحية أخرى، يؤثر غموض التقارير المالية على كمية ونوعية المعلومات التي يتم الإفصاح عنها وكذلك شكل الإفصاح مما يسبب عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية (الأطراف ذوي المعلومات) وبين الأطراف الخارجية (الأطراف بدون معلومات)، وتحقق عائد غير عادي للأطراف الداخلية على حساب الأطراف الخارجية باستغلال معرفتهم المسبقة بالمعلومات الخاصة بالشركة، ونظراً لأن كافة الأطراف تتصف بالرشد الاقتصادي، فإن الأطراف بدون معلومات يمكنهم حماية أنفسهم بواسطة بعض الوسائل مثل تكوين محفظة متنوعة من الأسهم لفترة طويلة أو الانسحاب من سوق رأس المال ككل، ويلاحظ ان هذه الوسائل للحماية تعتبر مكلفة لكلا الطرفين ذوي المعلومات وبدون المعلومات الخاصة وكذلك للاقتصاد ككل (Honggowati et al., 2019).

وعلى جانب آخر، تناول العديد من الدراسات السابقة (e.g., Morck et al., 2000; Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009) مشكلة تزامن أسعار الأسهم Stock Price Synchronicity كأحد متضمنات غموض التقارير المالية. إذ ترتبط التغيرات في أسعار الأسهم بمحتوي المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم سواء المعلومات على مستوى السوق ككل (الحالة الاقتصادية، وضع الصناعة، وغيرها من المعلومات العامة) أو المعلومات على مستوى الشركة (التقارير المالية). لذلك فإن المدى الذي تتحرك فيه أسعار الأسهم أي مجموعة من الاسهم بشكل متزامن، وفي نفس الاتجاه يعتمد على المقدار النسبي للمعلومات الخاصة بالشركة (شفافية التقارير المالية) بالمقارنة مع المعلومات على مستوى السوق. فإذا كان سعر السهم يعكس معلومات أكثر على مستوى الشركة عندئذ ينخفض التزامن مع أسعار الأسهم الأخرى بسبب التباين في المعلومات بين الشركات. أما إذا كانت المعلومات العامة (معلومات السوق) هي المعلومات المهيمنة على حركة الأسعار بسبب نقص المعلومات الخاصة بالشركة نتيجة غموض التقارير المالية ونقص الشفافية، فعندئذ يستجيب سعر السهم بشكل أكبر للمعلومات على مستوى السوق، مما يؤدي الي حركة أسعار الأسهم بشكل متزامن وفي نفس الاتجاه (سياسة القطيع)، وهذا نتيجة لغموض التقارير المالية على مستوى الشركة (Morck et al., 2000). ومن ثم فإن التزامن الأقل يعني انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة بالشركة في سعر السهم، أما زيادة التزامن فيعني انعكاس أقل للمعلومات الخاصة بالشركة أي زيادة غموض التقارير المالية. ويعتبر مقياس ( $R^2$ ) هو المقياس الأكثر شيوعاً لقياس التزامن في حركة أسعار الأسهم، وهو عبارة عن التباين المشترك بين عائد سهم الشركة وعائد السوق (Dahiya et al., 2017).

ويدل ارتفاع قيمة ( $R^2$ ) على وجود درجة عالية من تزامن حركة أسعار الاسهم والعكس صحيح. وكلما زاد مدي التزامن في أسعار الأسهم (أي كلما ارتفعت قيمة  $R^2$ ) دل ذلك على أن عوائد الأسهم تعكس معلومات أكثر على مستوي السوق، أي نقص الشفافية وزيادة غموض التقارير المالية للشركة، بينما يدل الانخفاض في قيمه مقياس  $R^2$  الي انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة بالشركات في أسعار أسهمها أي زيادة شفافية التقارير المالية، وبالتالي هناك علاقة طردية بين التزامن في أسعار الأسهم وغموض التقارير المالية وعدم فهم واستيعاب المستثمرين معلومات التقارير المالية وعدم مقدرتهم على التمييز بين الشركات ذات الاداء الجيد والشركات ذات الاداء الضعيف مما يضطرهم الي أن يقوموا بتداول معظم الأسهم في السوق ويدفع باتجاه التزامن في الحركة والأسعار (Dahiya et al., 2017).

يتضح من المناقشة السابقة أن زيادة غموض التقارير المالية والافتقار الي الشفافية يترتب عليه آثار سلبية واسعة النطاق على مستوي سوق راس المال تشمل عدم تماثل المعلومات وزيادة عدم التأكد وزيادة المخاطر وعدم عدالة توزيع المعلومات وزيادة تزامن أسعار الأسهم، وبالتالي الإضرار بكفاءة سوق رأس المال.

#### ٦- ٥ مقاييس غموض التقارير المالية

لا يمكن قياس أو ملاحظة غموض التقارير المالية بصورة مباشرة ولذلك استخدم الباحثون بعض المقاييس التجريبية لقياس غموض التقارير المالية لاختبار فرضيتهم، وتظهر الدراسات السابقة عدم وجود اجماع على تحديد أفضل مقاييس لغموض التقارير المالية، فبعض الدراسات تستخدم عدم تماثل المعلومات لقياس غموض التقارير المالية (Bhattacharya et al., 2003; Faulkender and Petersen, 2006; Sufi, 2007). بينما تستخدم دراسات أخرى متغيرات ترتبط بالمحللين الماليين مثل دقة تنبؤات المحللين (Chan and Hameed, 2006; Leary and Roberts, 2010; Gomes and Phillips, 2012). دراسات أخرى على دراسة سلوك أسعار الأسهم وعلاقتها بغموض التقارير المالية (Jim and Myers, 2006; Hutton et al., 2009) وهناك دراسات تناولت التباين بين عائد سهم الشركة وعوائد مؤشر السوق كمقياس لغموض التقارير المالية (Yu et al., 2008).

وبناء على ما سبق يمكن تصنيف مقاييس غموض التقارير المالية الي أربع مجموعات من المقاييس، على النحو التالي:

#### المجموعة الأولى: مقاييس تستند على أنماط عوائد الاسهم

تعتمد هذه المجموعة على أنماط عوائد أسهم الشركة لقياس غموض تقاريرها المالية، وتقوم هذه المجموعة من المقاييس على فرضية أن التذبذب والتقلبات في عوائد الاسهم ينشأ نتيجة ابتعاد أسعار الأسهم عن أسعار التوازن سواء في صورة ارتفاع أو هبوط في أسعار الأسهم، وذلك بصورة مفاجئة وشديدة وغير متوقعة ويطلق عليه " فقاعة السعر"، ويحدث هذا التذبذب نتيجة مؤشرات خادعة أو وقتية للتقارير المالية التي تحجب الأخبار الهامة أو الأخبار غير المواتية عن السوق (Dahiya et al., 2017). وتشتمل المجموعة الأولى على مقاييس تباين عوائد الأسهم، والانحراف السلبي لعوائد الأسهم، وتزامن أسعار الأسهم كمقاييس لغموض التقارير المالية.

### المجموعة الثانية: مقاييس تستند على المحللين الماليين

تعتمد هذه المجموعة على وسطاء المعلومات، وخاصة المحللين الماليين ودقة تنبؤاتهم. وتشمل تلك المقاييس على عدد المحللين الماليين ونسبة تنبؤاتهم ودقتها (Hong et al., 2000; Leary and Roberts, 2010; Gomes and Phillips, 2012). إذ يرتبط عدد المحللين الماليين الذي يتابعون شركة معينة ارتباطاً إيجابياً بكمية ونوعية المعلومات المتاحة، وبالتالي يرتبط زيادة مدي تغطية المحللين الماليين بغموض أقل للتقارير المالية (Gomes and Phillips, 2012). وكذلك كلما زاد غموض التقارير المالية يكون من المتوقع أن يولد تشتتاً أكبر في تنبؤات المحللين الماليين بالأداء المستقبلي للشركة (Leary and Roberts, 2010)، وبالمثل كلما كانت الشركة أكثر غموضاً كلما قلت دقة توقعات وتنبؤات المحللين الماليين، حيث يولد غموض التقارير المالية تناقضات واختلافات بين الاداء الفعلي والاداء المتوقع، ولذلك استخدم الباحثون خطأ تنبؤات المحللين الماليين كمقياس لغموض التقارير المالية (Bakke and Whited, 2010).

### المجموعة الثالثة: مقاييس تستند على هيكل سوق رأس المال

تعتمد هذه المجموعة لقياس غموض التقارير المالية على هيكل سوق رأس المال وبصفة خاصة سيولة الأسهم وتكاليف التداول، إذ تلتقط هذه المقاييس مدي استجابة أسعار الاسهم لمعلومات التقارير المالية. فكلما كان هناك غموض في التقارير المالية يزداد عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ويكون المستثمرون بدون معلومات أكثر تردداً في التعامل في تلك الاسهم وهذا بدوره يقلل من سيولة الأسهم، وتعني سيولة الأسهم امكانية بيع الاسهم بسرعة ودون خسارة أي بسعر بيع لا يختلف كثيراً عن سعر الشراء، ما لم تظهر معلومات جديدة تؤثر على الأسعار المعلنة (Koo and Kim, 2018). وبالمثل يترتب على غموض التقارير المالية زيادة المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون وعدم فهم المعلومات المتاحة مما يترتب عليه ارتفاع تكاليف معالجة المعلومات وارتفاع تكاليف التداول وتكاليف المعاملات.

### المجموعة الرابعة: مقاييس تستند على الممارسات الادارية

استخدم العديد من الدراسات غموض الأرباح وادارة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية كمقاييس لغموض التقارير المالية (Lee, 2012, Jeon, 2019). ويعرف Hutton et al. (2009) غموض الأرباح بأنه ممارسات ادارية تنشأ نتيجة السلوك الانتهازي للإدارة للتلاعب بالأرباح من خلال المستحقات الاختيارية و/ أو الأنشطة الحقيقية، وذلك بهدف الحفاظ على مركزهم الوظيفي و إخفاء الأخبار غير المواتية. بالإضافة لذلك يتم استخدام ادارة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية كمقياس لغموض التقارير المالية من خلال تضخيم التدفقات النقدية لتلبية متطلبات المساهمين وجذب انتباه المستثمرين في سوق رأس المال، ويتم ذلك عن طريق تغيير تصنيف العمليات في قائمة التدفقات النقدية أو عن طريق تغيير توقيت العمليات والأنشطة مثل تأخير الدفع للموردين أو الاسراع بالتحصيل من العملاء (Lee, 2012).

### ٧- الإطار المفاهيمي لمخاطر انهيار أسعار الاسهم

تعتبر مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات أحد المخاطر التي تواجه الشركات والمستثمرين على حد سواء، إذ تؤثر هذه المخاطر على قيمة الشركة في المستقبل ومن ثم ثروة



المستثمرين، ولذلك تعد إدارة مخاطر هذا الانهيار من الاعتبارات الهامة لقرارات إدارة المخاطر على مستوى الشركة وقرارات الاستثمار على مستوى المستثمرين (Jeon, 2019).

ومن الناحية المفاهيمية ترتبط مخاطر انهيار أسعار الأسهم بميل مديري الشركات الي حجب الأخبار السيئة لفترة طويلة، إلا أن هناك حد أقصى لكمية الأخبار السيئة التي يمكن للمديرين اخفائها. وعندما تصل الأخبار السيئة الي هذا الحد الأقصى تظهر مرة واحدة، مما يؤدي الي انخفاض كبير ومفاجئ في أسعار الاسهم أي انهيار أسعار الأسهم (Jin and Myers, 2006). وتعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها المخاطر الناتجة عن الانخفاض الشديد والمفاجئ في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة (Zhu, 2016; Kim et al. 2016; Cheng et al., 2020). كما تعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لخصائص توزيع عوائد الأسهم بأنها مخاطر حدوث الانحراف السالب أو الالتواء السالب Negative Skewness لعوائد الاسهم خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً وبصفة خاصة القيم السلبية الشاذة أو المتطرفة مما يزيد من احتمال حدوث انخفاض حاد في سعر أسهم الشركة (Kim and Zhang, 2011; Kim et al., 2011b; Callen and Fang, 2013; Defond et al., 2015; Habib et al., 2018).

وفيما يتعلق بالأسس النظرية لتفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل اعتمدت الدراسات السابقة على فرضية اكتناز الأخبار السيئة في تفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم والتي قدمها (Jin and Myers, 2006). وينشأ السلوك الانتهازي للمديرين لإخفاء واكتناز الأخبار السيئة غير المواتية من عدة دوافع إدارية منها حماية وظائفهم فعندما تقل التدفقات النقدية عما يتوقعه المستثمرون، يخفي المديرون الأخبار السيئة في محاولة لحماية وظائفهم.

ويؤكد (Bleck and Liu, 2007) علي ان استخدام التكلفة التاريخية في اعداد التقارير المالية يساعد على اخفاء الأخبار السيئة الخاصة بالشركة، مما يمنع مجلس إدارة الشركة والمستثمرين من تمييز المشروعات ذات الاداء الضعيف أي ذات صافي القيمة الحالية السالبة وذلك في مرحلة مبكرة من حياة هذه المشروعات، ومن ثم عدم القدرة على اتخاذ الاجراءات اللازمة في الوقت المناسب لتقييم اختيار الإدارة سياسات استثمار دون المستوي الأمثل، ومع استمرار هذه المشروعات الاستثمارية الضعيفة ونتيجة لتراكم اداءها السيئ، يتجسد الأمر في النهاية في صورة انهيار لأسعار الاسهم في المستقبل. وبصورة مشابهة يؤكد Hutton et al. (2009) أن غموض التقارير المالية يسهل من اخفاء الأخبار السيئة، وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الاسهم.

ويشير (Callen and Fang, 2013) الي أن الشركات التي لديها مخاطر وكالة أكبر يزداد فيها السلوك الانتهازي للمديرين في محاولة لتعظيم الدخل قصير الأجل ليتوافق مع تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، لذلك يؤخرون الإفصاح عن الأخبار السيئة، إلا أن هذه الممارسة ليست مستدامة على المدى الطويل، وفي النهاية عندما تظهر هذه الأخبار تتفاعل مع أسعار الاسهم مما يؤدي الي الانهيار. وهناك دافع إداري آخر قدمه Kim and Zhang (2011) لإخفاء الأخبار السيئة وتضخيم أسعار الاسهم خلال الفترة القصيرة وهو حساسية قيمة محفظة خيارات المديرين لسعر السهم، فمع الاستخدام الواسع للمكافأة الإدارية القائمة على الاسهم والخيارات ترتب عليه العديد من الأحداث الكارثية بما في ذلك فقاعة الدوت كوم في

وأخر التسعينات وفضائح بعض الشركات العالمية في ٢٠٠٢، إذ تحفز تلك المكافآت المديرين للانخراط في سلوك قصير الأجل لتضخيم أسعار الاسهم في الفترة الحالية على حساب قيمة الشركة في الاجل الطويل مما يترتب عليه زيادة مخاطر الانهيار.

وبالإضافة الي نموذج (Jin and Myers (2006 لتفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم فإن هناك بعض النماذج البديلة والأطر النظرية التي تحاول تفسير حدوث انهيار أسعار الأسهم، وأحد هذه النماذج ما قدمه (Hong and Stein (2003 في نموذج "عدم تجانس معتقدات المستثمرين" Investor heterogeneity، فمن المعروف أن التداول بين مستثمرين لديهم آراء ومعتقدات مختلفة يمكن أن يكشف عن بعض الاشارات الخاصة وبحرك أسعار الاسهم، ووفقا لهذا النموذج، يدفع الاتجاه التصاعدي لأسعار الاسهم المستثمرين ذوي المعلومات الي الانخراط في تداول نشط، وفي المقابل يتشكك المستثمرون الأقل معلومات بطبيعة الاشارات ويؤخرون التداول حتي تنخفض الأسعار، مما يؤدي الي حدوث انحرافات سلبية في عوائد الاسهم نتيجة حجب المعلومات.

وبصورة مشابهة، فإن هناك تفسير آخر لحدوث انهيار أسعار الأسهم هو تأثير ردود الفعل للتقلبات في أسعار الاسهم Volatility Feedback effects، إذ تؤدي التكرات الكبيرة في أسعار الأسهم الي قيام المستثمرين بإعادة تقييم تقلبات السوق ومن ثم زيادة علاوة المخاطر التي يطلبها المستثمرون، ويؤدي زيادة علاوة المخاطر المطلوبة الي قيام ادارة الشركات باتخاذ قرارات لتعزيز أو تضخيم سعر سهم الشركة في الفترة القصيرة من خلال اخفاء الأخبار السيئة، إلا أن هذا الأمر غير مستدام وعندما يتم الكشف عن القيم الحقيقية تنهار أسعار الأسهم (Hutton et al., 2009).

وقدم (Zhu (2016 تفسيراً آخر لانهيار أسعار الاسهم وهو مخاطر التعسر Default risk (عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها)، إذ من المرجح أن تصدر الشركات التي لديها مخاطر تعسر مرتفعة اما أخبار سيئة للغاية (تؤدي الي انهيار لأسعار الاسهم) أو اخبار جيدة للغاية (تؤدي الي قفزة في الأسعار) وهذه الأخبار لها نتائج متطرفة أما الفشل أو الاستمرارية كمنشأة مستمرة.

ومن ناحية أخرى، تناولت الدراسات السابقة محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومنها ما يرتبط بالتقارير المالية، ومحددات ترتبط بالحوافز الادارية، ومحددات ترتبط بسوق رأس المال، ومحددات ترتبط بحوكمة الشركات. ويمكن تناول تلك المحددات على النحو التالي:

#### ٧-١ جودة التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الاسهم:

تعتمد الدراسات السابقة حول محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم على النموذج النظري الذي قدمه (Jin and Myers (2006 والذي يجادل بأن ميل ادارة الشركات لإخفاء الأخبار السيئة وتراكمها لفترة طويلة من أجل حماية وضعهم الوظيفي والمكافآت الخاصة بهم على المدى القصير الي أن تصل هذه المعلومات الي الحد الأقصى تظهر هذه المعلومات مرة واحدة في السوق مما يترتب عليها انخفاض حاد ومفاجئ في أسعار الاسهم أي الانهيار، وأحد الأساليب التي تستخدمها ادارة الشركات لتحقيق ذلك هو غموض وعدم شفافية التقارير المالية (Hutton et al., 2009)، فالشركات ذات التقارير المالية الأكثر غموضاً تكون أكثر عرضة

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

لانهيار أسعار أسهمها، وتستخدم إدارة الشركات إدارة الأرباح، سواء من خلال المستحقات أو الأنشطة الحقيقية، بما يسمح لها بالتعتيم على بعض المعلومات حول وضع الشركة الحقيقي، وكذلك يلجأ المدبرون الي إدارة التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية سواء من خلال تغيير تصنيف المعاملات في قائمة التدفقات النقدية أو تغيير توقيت المعاملات مما ينعكس في نقص شفافية التقارير المالية وهو أحد محركات مخاطر انهيار أسعار الاسهم في المستقبل (Cheng et al., 2020).

### ٧-٢ مكافآت الادارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

على الرغم من أن مكافآت المديرين المستندة على الأسهم تعتبر أحد الآليات لتخفيض مشاكل الوكالة، إلا أنها قد تحفز المديرين على الانخراط في سلوك قصير الأجل لتضخيم أسعار الأسهم على حساب قيمة الشركة في الأجل الطويل، وبالتالي ترتبط عقود المكافآت الادارية المستندة على الاسهم بزيادة مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل (Bebchuk and Fried, 2003). ويؤكد Kim et al (2011a) أن حساسية محفظة الاسهم للمديرين تزيد من مخاطر الانهيار، نظراً لأن المديرين تتوافر لديهم المعرفة والخبرة بظروف عمل الشركة وقد تؤثر مكافآتهم على عملية اتخاذ القرارات وتدفق المعلومات الي سوق رأس المال.

ومن ناحية أخرى، يمكن أن تؤثر الخصائص الشخصية للمديرين على قراراتهم فيما يتعلق بالميل لحجب الأخبار السيئة ومن ثم حدوث مخاطر الانهيار، فعلى سبيل المثال وجد Kim et al.(2014) أن الثقة المفرطة للمديرين والمبالغة في تقييم قدراتهم ومعرفتهم تؤدي الي مبالغتهم في تقدير التدفقات النقدية المتوقعة للمشاريع ذات القيمة الحالية السالبة وقدرتهم على السيطرة على الأحداث المستقبلية مما يؤدي الي التساهل وتقليل حجم المخاطر المقدره وسوء ادارتها مما يؤدي في النهاية الي انهيار أسعار الأسهم.

### ٧-٣ التجنب الضريبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

بشكل عام هناك وجهتان بديلتان حول التجنب الضريبي واستراتيجيات التخطيط الضريبي، الأولى تدعم فكرة أن التجنب الضريبي يعزز قيمة الشركة من خلال تخفيض الالتزامات الضريبية، بينما تتضمن وجهة النظر الثانية أن التجنب الضريبي والتخطيط الضريبي الصارم يزيد من مشاكل الوكالة بين المديرين والمساهمين، اذ يؤدي الي السلوك الانتهازي للمديرين وتحويل الموارد للأطراف الداخلية، وذلك لأن المعاملات المعقدة للتجنب الضريبي يمكن أن تزود المديرين بالأقنعة الواقية والمبررات للسلوك الاداري الانتهازي مثل التلاعب بالأرباح والمعاملات مع الأطراف ذات الصلة، وأنشطة التحويل الاداري لموارد الشركة، كما يسهل التجنب الضريبي أنشطة الادارة لاكتناز وحجب الأخبار السيئة لقرارات طويلة مما يؤدي الي احتمال انهيار أسعار الأسهم (Kim et al., 2011b).

### ٧-٤ التحفظ المحاسبي وقابلية القوائم المالية للمقارنة وقابلية القوائم المالية للقراءة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم:

تناولت الدراسات السابقة بعض الآليات المتعلقة بإعداد التقارير المالية ودورها في تقييد السلوك الانتهازي للإدارة ومن ثم تخفيض مخاطر الانهيار. وتتضمن هذه الآليات التحفظ المحاسبي وقابلية القوائم المالية للمقارنة وقابلية القوائم المالية للقراءة (Habib et al., 2018).

وفيما يتعلق بالتحفظ المحاسبي، أشارت دراسة (Kim and Zhang (2016) الي أن التحفظ المحاسبي يحد من الدوافع الادارية والسلوك الانتهازي للإدارة والقدرة على المبالغة في الاداء وإخفاء الأخبار السيئة عن المستثمرين مما يقلل بدوره من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبالتالي يعتبر التحفظ المحاسبي الية للحوكمة تحد من الحوافز الادارية والقدرة على تسريع الكشف عن الأخبار الجيدة (المواتية) وتأخير نشر الأخبار السيئة (غير المواتية)، ومن ثم فإنه كلما كانت الممارسات المحاسبية للشركة أكثر تحفظاً كلما انخفض احتمال إخفاء وحجب الأخبار السيئة (غير المواتية) الخاصة بالشركة مما يقلل من احتمالية حدوث انهيار أسعار الأسهم في المستقبل (Basu,1997).

ومن ناحية أخرى، تعد قابلية القوائم المالية للمقارنة خاصة مرغوبة في اعداد التقارير المالية، إذ تخفف من احتمال وقوع انهيار أسعار الاسهم، وذلك من خلال امكانية الوصول الي المعلومات من الشركات المماثلة والقدرة على فهمها، مما يمكن المستثمرين من فهم أفضل لأداء الشركة وكذلك يمكنهم الوصول الي بعض الأخبار غير المواتية من خلال الاستدلالات التي تستند الي الاداء و/ أو الإفصاح عن المعلومات المماثلة للشركات النظيرة المماثلة (Kim et al., 2011a).

وعلى الجانب الآخر ظهرت بعض المخاوف بشأن قابلية القوائم المالية للقراءة، وما يترتب عليها من زيادة مخاطر انهيار أسعار الاسهم، إذ يترتب على انخفاض قابلية القوائم المالية للقراءة عدم استيعاب وفهم المستثمرين للمعلومات المحاسبية ومن ثم زيادة درجة عدم التأكد وبالتالي الابتعاد عن أسعار التوازن في سوق رأس المال وعلى المدى الطويل عندما تظهر الأخبار السيئة المتركمة ينخفض أسعار الاسهم وقد يحدث انهيار لأسعارها (Habib et al., 2018).

#### ٧-٥ الإفصاح الاختياري ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

يلعب الإفصاح الاختياري دوراً هاماً في تخفيض عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية والأطراف الخارجية. وتؤكد دراسة (Gelb and Strawser (2001 أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وهو أحد أدوات الإفصاح الاختياري يرتبط بأداء مالي أفضل للشركات وسلوك انتهازي أقل للإدارة مما يخفف من مخاطر انهيار أسعار الاسهم في المستقبل، إلا أنه على الجانب الآخر يمكن للمديرين استخدام الإفصاح الاختياري بشكل انتهازي لإخفاء الأخبار السيئة لفترة طويلة وبالتالي زيادة مخاطر الانهيار (Habib et al., 2018).

#### ٧-٦ تبني معايير التقرير المالي الدولية (IFRS) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

قد تتطلب المعايير المحاسبية قدرًا من المرونة، مما قد يترتب عليه التطبيق غير المتسق في بعض الحالات، وإدارة الأرباح في بعض الحالات، وقد تسمح هذه المرونة للمديرين بإخفاء بعض المعلومات السلبية وغير المواتية. فقد تناولت دراسة (Defond et al. (2015 اختبار تأثير تبني معايير التقرير المالي الدولية (IFRS) على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وخلصت الدراسة أن تبني معايير التقرير المالي الدولية يقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذا التأثير يكون أكثر وضوحًا للشركات التي لديها عدم تماثل للمعلومات كبير قبل تبني المعايير. وبالرغم من ذلك فإن معايير التقرير المالي الدولية (IFRS) تختلف من حيث درجة تعقيدها

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

ودرجة المرونة التي تسمح بها، مما يتيح الفرصة لإدارات الشركات لحجب الأخبار غير المواتية وبالتالي زيادة مخاطر الانهيار على المدى الطويل، وبالتالي فإن تبني (IFRS) وتأثيرها على مخاطر انهيار أسعار الاسهم في المستقبل لا يزال سؤالاً تجريبياً يحتاج الي مزيد من البحث.

### ٧-٧ خصائص سوق رأس المال ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

يشير الإطار النظري لمخاطر انهيار أسعار الأسهم أن انهيار أسعار الأسهم يحدث عندما يتم الإفصاح عن الأخبار السيئة المتراكمة مرة واحدة في سوق رأس المال (Jin and Myers, 2006; Zhu, 2016; Cheng et al., 2020).

وتشير بعض الدراسات الأخرى أن مثل هذه الأخبار السيئة قد تنعكس في حجم تداول الأسهم وتوزيع العوائد مما يوفر مؤشراً معقولاً للتنبؤ بانهيار الأسعار في المستقبل

(e.g., Chen et al., 2001; Callen and Fang, 2013; Chan et al., 2013)

وتؤكد دراسة (Chen et al. (2001) أن حجم التداول يعكس الخلاف بين المستثمرين، وتشير الزيادة الكبيرة في حجم التداول خلال الأشهر الستة السابقة على انهيار الأسعار الي أن بعض المستثمرين يكونوا على دراية بالأخبار السيئة التي يتم حجبها، مما يؤدي الي ارتفاع حجم التداول بين المستثمرين ذوي المعلومات والمستثمرين بدون المعلومات، كما تؤكد الدراسة أن العوائد الايجابية لأسهم الشركات على مدار الـ ٣٦ شهراً السابقة تشير الي " فقاعة السعر " التي تتراكم لفترة طويلة، والتي يتبعها بطبيعة الحال انخفاض كبير وحاد في سعر السهم. وبصورة مشابهة أشارت دراسة (Chan et al. (2013) الي أن زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل مع زيادة سيولة الأسهم، مما يشير الي أن سيولة الأسهم توفر حافزاً لإدارة الشركات لحجب الأخبار السيئة، خوفاً من أن يؤدي الإفصاح عن الأخبار السيئة الي دفع المستثمرين الي بيع أسهمهم.

### ٧-٨ حوكمة الشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

تلعب البات حوكمة الشركات دوراً مهماً في الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، والحد من السلوك الانتهازي للإدارة، ومن ثم دور حوكمة الشركات في تقييد ميل المديرين لحجب واخفاء الأخبار السيئة ومن ثم تخفيض مخاطر الانهيار، فعلى سبيل المثال وجد (Xie et al. (2003) أن نشاط وقوة مجلس الادارة ولجنة المراجعة والتخصص المالي لأعضائها يؤثر في تقييد الميل الاداري للانخراط في ادارة الأرباح، وبصورة مشابهة وجد (Andreou et al. (2016) أن وجود نسبة عالية من الاعضاء المستقلين في لجنة المراجعة والخبرة الكافية في المراجعة، وسياسة حوكمة الشركات واضحة المعالم للشركات تقلل من احتمالية الانهيار.

وتناولت بعض الدراسات الاليات الخارجية للحوكمة وتأثيرها على مخاطر الانهيار، فقد أوضحت دراسة (An and Zhang (2013) أن الرقابة من قبل الملكية المؤسسية تقييد من قدرة ادارة الشركات على ادارة الأرباح بشكل انتهازي، وبالتالي تتحسن جودة الأرباح وتقلل من مخاطر الانهيار. كما أكدت دراسة (Callen and Fang (2013) أن طول فترة عمل المراجع تعزز من المعرفة الخاصة بعمل المراجعة، مما يقلل من مخاطر الانهيار، وذلك من خلال قدرة

المراجع على اكتشاف وردع أنشطة اكتناز الأخبار السيئة من قبل العملاء، وبالتالي تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

ومن ناحية أخرى، يلعب المحللون الماليون دوراً مهماً في الإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة، والتي لها متضمنات على مخاطر الانهيار. وفي هذا السياق وجدت دراسة Xu et al. (2014) أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تزداد مع زيادة تغطية المحللين الماليين للشركات، وتكون العلاقة أكثر وضوحاً عندما يكون المحللون أكثر تفاؤلاً. ومن ناحية أخرى، تناولت الدراسات السابقة دور المراجعة الخارجية في تقييد السلوك الانتهازي لإدارة الشركات وتخفيض مخاطر الانهيار، ووجدت دراسة Robin and Zhang (2015) أن منشآت المراجعة الكبرى والمراجعين المتخصصين في الصناعة تحد من الدوافع الادارية الانتهازية، مما يخفض من مخاطر الانهيار.

وقد تناولت دراسة Kim et al. (2016) دور جودة المراجعة في تخفيض مخاطر الانهيار في المستقبل، وذلك من خلال دورها في تحسين شفافية التقارير المالية والقدرة على اكتشاف حجب الأخبار السيئة وهو ما يؤثر على انخفاض مخاطر انهيار أسعار الاسهم في المستقبل.

وبناء على ما سبق، يخلص الباحث الي أن مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات هي عبارة عن مخاطر تواجه كل من الشركات والمستثمرين على حد سواء، وهي عبارة عن مخاطر ناتجة عن الانخفاض الشديد والمفاجئ في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة، وكذلك المخاطر الناتجة عن حدوث عوائد مستقبلية سلبية شديدة خاصة بأسهم الشركة، مما يؤثر على قيمة الشركة وثروة المستثمرين. وتعتمد النماذج النظرية لتفسير مخاطر الانهيار على فرضية أن الحوافز الادارية لاكتناز الأخبار السيئة هي مقدمة لانهيار أسعار أسهم الشركة، فمع تراكم الأخبار السيئة التي يتم اخفاؤها تصل الي الحد الأقصى ويتم الإفصاح عنها مرة واحدة في سوق رأس المال مما يترتب عليه انخفاض كبير ومفاجئ في أسعار الأسهم. وتتعدد محددات مخاطر الانهيار، منها ما يرتبط بالتقارير المالية مثل غموض التقارير المالية، ومحددات ترتبط بخصائص الادارة مثل الثقة المفرطة للمديرين، ومحددات ترتبط بسوق رأس المال مثل حجم التداول وتوزيع عوائد الاسهم، ومحددات ترتبط بالبيانات حوكمة الشركات مثل المراجعة الخارجية ولجنة المراجعة وخصائص مجلس الادارة.

وفيما يتعلق بمرود أو متضمنات مخاطر انهيار أسعار الاسهم، فإن حدوث انهيار أسعار الأسهم له آثار خطيرة وجسيمة على ثروة المساهمين وقيمة الشركة، ويجب على الشركات التي حدث انهيار في أسعار أسهمها اتخاذ بعض الاستراتيجيات لتقليل دوافع انهيار الأسعار، على سبيل المثال اعادة تقييم هيكل الرقابة والإشراف على عملية اعداد التقارير المالية من قبل لجان المراجعة خلال فترة ما بعد الانهيار، وكذلك اعادة تقييم مكافآت وحوافز الادارة واعداد تصميم خطط المكافآت من قبل لجنة مستقلة مثل لجنة المكافآت، بالإضافة الي اعادة تقييم سياسة الاستثمار الخاصة بالشركة وتعديل سياساتها الاستثمارية نحو المستوي الأمثل بعد الانهيار.

٨- تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث:

تعتبر دراسة (Jin and Myers (2006) من الدراسات الرائدة التي تناولت تأثير غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على ٤٠ سوقاً للأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠١)، مع استخدام تزامن أسعار الأسهم كقياس لغموض وعدم شفافية التقارير المالية. وتوصلت الدراسة الى أن تزامن أسعار الأسهم يكون أعلى في البلدان ذات الناتج المحلي الإجمالي المنخفض للفرد نسبياً وذات الأنظمة المالية الأقل تطوراً. ويعتمد غموض التقارير المالية على ادراك المستثمرين للتدفقات النقدية للشركة وقيمتها، ونظراً لأن هذا الإدراك غير كامل فإنه يولد سلوكاً انتهازياً لإدارة الشركات (الاطراف الداخلية) للاستحواذ أو الاستيلاء على تلك التدفقات، وبالتالي يؤدي زيادة غموض التقارير المالية الى زيادة استيلاء الأطراف الداخلية، وذلك من خلال زيادة مقدار الأخبار السيئة (غير المواتية) التي يتم حجبها وإخفاءها عن المستثمرين، التي أن تصل الي الحد الأقصى، مما يضطر الأطراف الداخلية الي نشر جميع الأخبار السيئة مرة واحدة في سوق رأس المال، مما يؤدي الي انحراف سلبي كبير في عوائد الأسهم. وتميز الدراسة بين نوعين من الشفافية هما الشفافية المالية وشفافية الحوكمة، إذ ترتبط الشفافية المالية بمقدار وتوقيت الإفصاح المالي للمعلومات، بينما ترتبط شفافية الحوكمة على سبيل المثال بمكافآت وحوافز المديرين. ووجدت الدراسة أن الشفافية المالية تكون أقل في البلدان ذات النسبة العالية للشركات المملوكة للدولة والشركات التي يمكن أن تتضرر بالإفصاح عن معلومات إستراتيجية تضر بمركزها التنافسي. بينما تكون شفافية الحوكمة أعلى في البلدان ذات القانون العام والبلدان التي يوجد بها أسواق مالية نشطة ومتطورة.

ومن ناحية أخرى، اهتمت دراسة (Hutton et al., (2009) باختبار العلاقة بين غموض التقارير المالية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم على مستوي الشركات، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية تمثل ١٠٩٠٢٦ مشاهدة (شركة - سنة) خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٠٥). وقد توصلت الدراسة الي أن غموض التقارير المالية يرتبط إيجابياً بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن القفزات الايجابية في أسعار الأسهم لا ترتبط بغموض التقارير المالية، لذلك لا يتنبأ غموض الشركة بتوزيع عوائد الأسهم في حد ذاتها، ولكنها ترتبط على وجه التحديد بانهييار أسعار الأسهم، أي أن أسعار الأسهم أكثر عرضة للحركات الهابطة الكبيرة مقارنة بالحركات التصاعدية متأثراً بغموض التقارير المالية. وتقدم الدراسة الآليات التي يمكن من خلالها أن تولد مخاطر انهيار أسعار الأسهم انحراف سلبي في العوائد، ووفقاً للآلية الأولى تنشأ مخاطر انهيار أسعار الأسهم نتيجة التداول بين المستثمرين الذين لديهم آراء مختلفة مما يكشف عن الاشارات الخاصة للمستثمرين الآخرين ويحرك الأسعار، وبالتالي يترتب على عدم التماثل في ادراكات المستثمرين في سوق رأس المال الكشف عن الاشارات الخاصة للمستثمرين المتشائمين نسبياً مما يؤدي الي تعزيز انخفاض أسعار الاسهم. بينما تركز الآلية الثانية على تقلبات أسعار الاسهم التي ترجع الي تأثير التغذية العكسية لردود أفعال المستثمرين، إذ تؤدي تحركات الأسعار الكبيرة الي قيام المستثمرين بإعادة تقييم تقلبات السوق وزيادة العلاوة المطلوبة للمخاطر، وتؤدي زيادة علاوة المخاطر الي تخفيض أسعار توازن الأسهم، مما يعزز تأثير الأخبار السيئة وبالتالي ينتج عنه انحراف سلبي لعوائد الأسهم.

وقد فسرت دراسة (Kim et al. (2011 a) العلاقة الايجابية بين غموض التقارير المالية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل بوجود مشاكل وكالة بين المساهمين والمديرين، مما يؤدي بدوره الي ظهور السلوك الانتهازي للإدارة. وقدمت الدراسة دليلاً قوياً على العلاقة الايجابية بين التجنب الضريبي للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال الافتقار الي شفافية التقارير المالية وممارسات التجنب الضريبي التي تخلق فرصاً للمديرين للقيام بالأنشطة المصممة لإخفاء الأخبار السيئة وتضليل المستثمرين، حيث يسهل التجنب الضريبي توفير الأدوات والأقنعة والمبررات للسلوك الانتهازي للإدارة مثل التلاعب بالأرباح والاستحواذ على موارد الشركة، أي يكون المديرين قادرين على تبرير عتامة معاملات التجنب الضريبي من خلال الادعاء بأن هذا التعقيد والتعقيم ضروريان لتقليل مخاطر التجنب الضريبي. وقد استخدمت الدراسة عينة من الشركات الأمريكية ١٦٢، ٨٧ مشاهدة (شركة- سنة) خلال الفترة (١٩٩٥ - ٢٠٠٨). وقد أظهرت نتائج الدراسة أن غموض التقارير المالية يزيد من مخاطر الانهيار في المستقبل، وأن هناك علاقة إيجابية بين ممارسات التجنب الضريبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وأن هذه العلاقة الايجابية يتم تخفيفها عندما يكون لدى الشركات آليات رقابية خارجية قوية مثل الملكية المؤسسية وزيادة تغطية المحللين الماليين، ووجود تهديد أكبر للاستحواذ في سوق رأس المال.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Kim and Zhang (2011 اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وباستخدام عينة من الشركات الأمريكية تشتمل ١٣٧,٥٧١ مشاهدة (شركة- سنة) خلال الفترة (١٩٦٤ - ٢٠٠٧)، وقد وجدت الدراسة أن التحفظ المحاسبي يقلل من احتمال تعرض الشركة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك نظراً لما يتضمنه التحفظ المحاسبي من درجة أعلى من التحقق للاعتراف بالأخبار الجيدة كمكاسب مقارنة بالاعتراف بالأخبار السيئة كخسائر، وبالتالي يعد التحفظ المحاسبي الية لحوكمة الشركات تحد من الحوافز الادارية للمبالغة في الاداء وتسريع الإفصاح بالأخبار السيئة أو غير المواتية، مما يقلل بدوره من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي كلما كانت الممارسات المحاسبية للشركة أكثر تحفظاً ينخفض احتمال إخفاء الأخبار السيئة أو غير المواتية الخاصة بالشركة وتراكمها، ومن ثم يقل احتمال حدوث انهيار أسعار الأسهم في المستقبل. علاوة على ذلك، يمكن أن يقلل التحفظ المحاسبي من مخاطر الانهيار من خلال تقييد قرارات الاستثمار الخاصة بالمديرين التي تؤدي الي سياسة الاستثمار غير المثلي من خلال التعرف على الخسائر في الوقت المناسب. كما توفر التقارير المحاسبية المتحفظة بطبيعتها معلومات قابلة للتحقق يمكن استخدامها كمؤشر لتقييم مصداقية المصادر البديلة للمعلومات التي لا يمكن التحقق منها مثل توقعات الادارة والإفصاح الاختياري للمعلومات غير المالية، مما يقلل من السلوك الانتهازي للإدارة المرتبط بسياسة الإفصاح، وتحقيق التوازن بين ميل المديرين لإخفاء الأخبار السيئة وتسريع الاعتراف بالأخبار الجيدة، مما يؤدي الي انخفاض احتمال حدوث انهيار في أسعار الأسهم في المستقبل، حيث تتدفق الأخبار السيئة الي السوق بطريقة أفضل في الوقت المناسب مقارنة بالأخبار الجيدة التي لا يمكن التحقق منها.

وعلى الجانب الأخر، تناولت دراسة (Dempsey et al., (2012 اختبار متضمنات غموض التقارير المالية للشركة على تسعير الأسهم في سوق رأس المال، وذلك بالتطبيق على عينة من صناديق الاستثمار العقاري الأمريكية ١٨٣ صندوق خلال الفترة (١٩٩٤ - ٢٠٠٧)،



## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

وقد تم قياس غموض التقارير المالية من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة. وخلصت الدراسة الي أن غموض التقارير المالية ينشأ من قيام إدارة الشركات بإدارة محتوى المعلومات بشكل انتقائي بهدف اخفاء الأخبار غير المواتية لأطول فترة ممكنة، كما يلجأ المديرون الي استخدام الخصائص اللغوية بشكل انتهزي للتأثير على إدراك المستثمرين. كما وجدت الدراسة أن غموض التقارير المالية يرتبط سلبياً مع اداء الشركة، فالشركات ذات الأداء الضعيف يتوافر الحوافز للمديرين لنشر افصاح مالي أقل شفافية أي زيادة غموض التقارير المالية، وذلك من خلال استخدام غموض اللغة لإخفاء المعلومات غير المواتية وعدم قدرة المستثمر العادي على فهم تلك التقارير المالية المعقدة مما يؤدي الي عدم كفاءة سوق رأس المال، إذ يترتب على المعلومات المعقدة ضوضاء التسعير بسبب عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين ذوي المعلومات والمستثمرين بدون المعلومات.

وفي هذا السياق، استهدفت دراسة (Jabbari et al. (2013 اختبار تأثير غموض الأرباح والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في بورصة طهران (٧١) شركة. وخلصت الدراسة الي وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك وجود علاقة عكسية بين التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية وغموض الأرباح. وفسرت الدراسة هذه العلاقة بأن أسعار الأسهم تتأثر بكل من المعلومات الخاصة بأرباح الشركة والتدفقات النقدية، حيث لا يمكن للأرباح وحدها ان توفر المعلومات المناسبة للمستثمرين، وبالتالي توفر التدفقات النقدية محتوى معلوماتي أكبر يؤثر في قرارات الاستثمار، ومع زيادة الدور التقويمي للتدفقات النقدية وأهميتها للمستثمرين ينشأ السلوك الانتهزي لإدارة الشركات للتلاعب بالتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إذا لم تتحقق المعايير المستهدفة أو توقعات المستثمرين للتدفقات النقدية.

وعلى وجه مشابه اختبرت دراسة (Lashgari and Farzalizade (2013 تأثير عتامة الأرباح وحساسية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في بورصة طهران ١٢٤ شركة خلال الفترة (٢٠٠٧ - ٢٠١١). وقد أظهرت نتائج الدراسة أن غموض الأرباح وحساسية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ترتبط بعلاقة إيجابية ومعنوية بمخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي ظل غياب الشفافية يزداد السلوك الانتهزي لإدارة الشركات لإدارة الأرباح للحفاظ على مراكزهم الوظيفية وإخفاء المعلومات غير المواتية مما يزيد من غموض الأرباح، وبما يؤدي الي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت الدراسة الي أن زيادة التقلبات في التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Ravi and Hong (2014 اختبار العلاقة بين غموض التقارير المالية وعدم تماثل المعلومات في سوق رأس المال، وذلك بالتطبيق على ١٠٠ شركة مقيدة في بورصة نيويورك خلال الفترة (١٩٩٣ - ٢٠٠٨). وقد ميزت الدراسة بين نوعين من عدم تماثل المعلومات، الأول هو عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين، والثاني هو عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وبعضهم. وتوصلت نتائج الدراسة الي أن هناك علاقة غير خطية بين نوعي عدم تماثل المعلومات، وأن انخفاض عدم تماثل المعلومات بين الشركة

والمستثمرين يؤدي الي انخفاض صافي المنافع المتوقعة للمستثمرين الذين لديهم معلومات خاصة، وبالتالي يقل الحافز للحصول على المعلومات، مما يؤدي الي انخفاض مستوي عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين وبعضهم، ويعني هذا أن زيادة جودة المعلومات التي تصدرها الشركة يوفر معلومات للمستثمرين الذين يحاولون معالجة الاشارات العامة من أجل تحقيق منافع خاصة، بمعنى أن انخفاض عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين والشركة قد يؤدي الي زيادة أو تخفيض عدم التماثل بين المستثمرين وفقا لاختلاف ادراكات المستثمرين وتفسيرهم للمعلومات. وتشير نتائج الدراسة الي أن زيادة شفافية الشركة قد لا تكون بالضرورة مفيدة دائما للمستثمر العادي في سوق رأس المال، حيث يتوقف الأمر على دقة الإفصاح العام، فإذا كانت دقة الإفصاح العام عالية، عندئذ يعمل الإفصاح على تحقيق توازن الأسعار في سوق المال وبالتالي لا توجد فرص للمستثمرين للتداول، ويكون هناك حوافز قليلة للمستثمرين للحصول على معلومات خاصة وبالتالي ينخفض عدم التماثل بين المستثمرين.

ومن ناحية أخرى، تناولت دراسة (Kim and Zhang 2014) العلاقة بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية ٤٠٣٤٥ مشاهدة خلال الفترة (١٩٩٦ - ٢٠٠٧). وقد استخدمت الدراسة ثلاثة مقاييس لغموض التقارير المالية على مستوي الشركة وهي إدارة الأرباح، ووجود اعادة اصدار للقوائم المالية، ووجود رأي مراقب الحسابات عن ضعف هيكل الرقابة الداخلية للشركة. وقد توصلت الدراسة الي وجود علاقة ارتباط موجبة بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وتنشأ هذه العلاقة بسبب وجود مجموعة من الحوافز بما في ذلك المخاوف المهنية لإدارة الشركات وعقود المكافآت الادارية بما يحفز المديرين على حجب وتأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة أو غير المواتية، ويساعد غموض التقارير المالية والافتقار الي الشفافية على اخفاء تلك الأخبار عن المستثمرين لفترات طويلة الي أن تصل الأخبار السيئة المتراكمة الي نقطة تحول معنية أو تقل حوافز المديرين لإخفاء تلك الأخبار، عندئذ يتم الإفصاح عن جميع المعلومات السلبية فجأة ومرة واحدة في سوق رأس المال، مما يؤدي الي انخفاض مفاجئ وحاد في سعر السهم أي الانهيار. وأشارت نتائج الدراسة الي أن غموض التقارير المالية يعيق من قدرة المستثمرين على التمييز بين المشاريع الجيدة والمشاريع السيئة في مرحلة مبكرة، وهذا من شأنه أن يسمح للشركات ذات الأداء الضعيف أن تستمر ويتفاجم الأمر مع مرور الوقت ويتراكم الأداء الضعيف مما يؤدي الي انهيار أسعار الأسهم.

وفي سياق خصائص حوكمة الشركات وتأثيرها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، استهدفت دراسة (Tarkovska 2014) اختبار العلاقة بين خصائص حوكمة الشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على الشركات البريطانية المدرجة في بورصة لندن وتضم ٦٩٢ شركة خلال الفترة (١٩٩٧ - ٢٠١٠). وتشمل خصائص حوكمة الشركات مكافآت ورواتب المديرين التنفيذيين، وانشغال أعضاء مجلس الإدارة في عضوية ثلاثة أو أكثر من مجالس إدارة الشركات. وخلصت الدراسة الي أن خصائص حوكمة الشركات مثل تكوين مجلس إدارة الشركات وحجم واستقلالية مجلس الإدارة تساعد في تقييد السلوك الانتهازي للإدارة عن طريق تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين، وأن وجود أعضاء مجلس إدارة الشركة في عضوية أكثر من مجلس إدارة عدة شركات يؤدي الي مشكلة خطيرة في الوكالة، إذ يسمح للمديرين التنفيذيين على المدى القصير بإخفاء الأخبار السيئة، وتتراكم على المدى الطويل

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

الي أن يتم الإفصاح عنها مرة واحدة في السوق مما يؤدي الي انهيار أسعار الأسهم. كما توصلت الدراسة الي وجود علاقة إيجابية بين كل من مكافآت كبار المديرين التنفيذيين وانشغال أعضاء مجلس الإدارة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبصورة مشابهة، قامت دراسة (Haghighat et al. (2015 بتحليل واختبار تأثير الملكية المؤسسية على مخاطر الانهيار. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية المقيدة في بورصة طهران خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠١١). وتوصلت الدراسة الي أن الملكية المؤسسية ووجود كبار المساهمين تؤثر سلبًا على تزامن أسعار الأسهم، لأن الملكية المؤسسية تعمل كألية لحوكمة الشركات تؤدي الي تحسين تدفق المعلومات الخاصة بالشركة، كما تؤدي الي تقييد السلوك الانتهازي للإدارة لاكتناز الأخبار السيئة، وبالتالي تؤثر الملكية المؤسسية سلبًا على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.

وفيما يتعلق بتأثير إدارة الأرباح على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، استهدفت دراسة (Francis et al. (2016 اختبار تأثير ادارة الارباح الحقيقية على مخاطر انهيار أسعار الاسهم، بالتطبيق على عينة من الشركات الامريكية ٤٤٧٣١ مشاهدة خلال الفترة (١٩٩٤ - ٢٠٠٩). وأشارت نتائج الدراسة الي أن الشركات التي تقوم بإدارة أرباح حقيقية شهدت زيادة كبيرة في مخاطر انهيار أسعار الاسهم في العام التالي، فاستخدام العمليات الحقيقية وقرارات التشغيل الانتهازية لإخفاء الأخبار غير المواتية الخاصة بالأداء والتوقعات ينعكس في انهيار أسعار الاسهم، كما يترتب على غموض التقارير المالية سوء فهم السوق لمعلومات الشركة في الوقت المناسب، وبالتالي زيادة عدم تماثل المعلومات.

وفي هذا السياق، تناولت دراسة (Zhu (2016 العلاقة بين المستحقات الاختيارية ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات بالتطبيق على عينة من الشركات الامريكية تتمثل في ١٠٨١٨٤ مشاهدة خلال الفترة (١٩٦٥ - ٢٠١٣). ووجدت الدراسة أن المستحقات المرتفعة تنتبأ باحتمال أعلى لمخاطر انهيار أسعار الأسهم مقارنة بالمستحقات المنخفضة، وأن غموض التقارير المالية يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الاسهم من خلال آليتين، الآلية الأولى تتضمن أن المديرين الذين يسعون الي حجب أو تخزين الأخبار السيئة يلجؤون الي عمل تقديرات مستحقات عدوانية لزيادة الدخل، مما يؤدي بدوره الي مزيد من الأخبار السيئة المخفية للشركات ذات المستحقات المرتفعة مقارنة بالشركات ذات المستحقات المنخفضة. بينما في ظل الآلية الثانية، تعكس المستحقات السلبية الشديدة تدهورًا حادًا في الاداء بسبب التعسر المالي أي ارتفاع مخاطر التعسر، مما يؤدي الي المزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات ذات المستحقات المرتفعة مقارنة بالشركات ذات المستحقات المنخفضة.

ومن ناحية أخرى، تناولت دراسة إبراهيم (٢٠١٦) اختبار العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد تم ذلك باستخدام ٧٥ شركة مساهمة مصرية مسجلة بالبورصة المصرية في الفترة بين ٢٠١٠ وحتى ٢٠١٥، وتوصلت الدراسة إلى أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية كلما انخفض احتمال ظهور مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد توصلت الدراسة إلى نتيجة إضافية هي أن تأثير التحفظ المحاسبي المشروط على احتمال ظهور مخاطر انهيار أسعار الأسهم يكون أكثر وضوحًا بالشركات التي يزداد بها عدم تماثل المعلومات بين الأطراف

الداخلية بالشركة وبين الأطراف ذات العلاقة بالشركة وخاصة المستثمرين، وتظهر هذه الحالة بالتحديد عندما تتصف الشركة بمجموعة من الخصائص مثل؛ زيادة الانفاق على مصروفات البحوث والتطوير، تركيز الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وعدم خضوع تقاريرها المالية بشكل متكرر خلال السنة لعمليات التحليل المالي من جانب أطراف محايدة.

وأكدت دراسة (Jafari and Taghian 2017) على تأثير المستحقات الاختيارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك تحديد تأثير المساهمين المؤسسين ونمو الشركة وجودة المراجعة والمخاطر المالية على العلاقة بين المستحقات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في بورصة طهران ١٢٠ شركة خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠١٥). وتوصلت نتائج الدراسة الي أن المستحقات الاختيارية تمثل وسيلة للتلاعب وادارة الارباح الانتهازية، ووسيلة لتأخير الأخبار السيئة وتجميعها داخل الشركة وتأجيل الإفصاح عنها، وعندما تظهر هذه المعلومات السلبية مرة واحدة يؤدي ذلك الي انهيار أسعار الأسهم في المستقبل. كما اشارت الدراسة الي أن استخدام المديرين غموض التقارير المالية كألية لإخفاء الأخبار السيئة، مما يؤدي الي زيادة مخاطر انهيار أسعار الاسهم.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Dahiya et al. 2017) اختبار المقاييس التجريبية لغموض التقارير المالية وتقييم فعاليتها، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية ٥١٨٣ مشاهدة خلال الفترة (١٩٨١ - ٢٠١١). وقد اختبرت الدراسة تسعة مقاييس تجريبية شائعة الاستخدام لغموض التقارير المالية عبر خصائص اقتصادية مختلفة للشركات وفترات زمنية مختلفة وعينات فرعية. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن مقياس عدد المحللين (تغطية المحللين)، ومقياس سيولة الأسهم هما أكثر المقاييس التي أظهرت اتساق وموضوعية لقياس غموض التقارير المالية، وبالتالي يمكن اعتبارهما المقاييس الأقوى والأكثر صلابه للقياس.

وفيما يتعلق بتأثير غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، استهدفت دراسة (Anonymous 2018) اختبار تأثير غموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل بالتطبيق على سوقين مختلفين، سوق متقدم تمثله الولايات المتحدة وسوق ناشئ تمثله البرازيل خلال الفترة (٢٠٠٢ - ٢٠١٥). وقد اعتمدت الدراسة على نظرية الوكالة للتنبؤ بالسلوك الانتهازي للإدارة، وخلصت نتائج الدراسة الي أن الغموض المحاسبي يؤدي الي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وذلك من خلال تلاعب المديرين بالنتائج لإخفاء الأخبار السيئة وتراكمها وعندما يتم اصدارها تتفاعل معها أسعار الأسهم بقوة وبصورة سلبية مما يؤدي الي انهيار أسعار الأسهم. وأشارت الدراسة الي أنه من المرجح أن يحدث انهيار أسعار الأسهم أو الانخفاض المفاجئ في أسعار الأسهم في الشركات التي لديها مخاطر وكالة أكبر، حيث يميل المدبرون الي زيادة عدم تماثل المعلومات من أجل تعظيم الدخل قصير الأجل ليتوافق مع تحقيق مصالحهم الخاصة على حساب المساهمين، إلا أن حوكمة الشركات تعمل على تقييد السلوك الانتهازي للإدارة وتحسين بيئة المعلومات وزيادة شفافية الإفصاح المالي.

وفي سياق آخر، اختبرت دراسة (Khurana et al. 2018) تأثير تمهيد الأرباح الحقيقية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

تشمل ٣٢١٨٨ مشاهدة خلال الفترة (١٩٩٣-٢٠١٤). توصلت الدراسة الي أن تمهيد الأرباح الحقيقية يرتبط إيجابيًا بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتكون هذه العلاقة أقوى عندما يزداد عدم التأكد وتقل المنافسة في سوق المنتجات. وتشير نتائج الدراسة الي أن تمهيد الأرباح الحقيقية يسمح للمديرين بالانخراط في ادارة المخاطر بصورة غير فعالة، والمبالغة في تقدير الأرباح وبالتالي يسهل اكتناز الأخبار السيئة، كما يستخدم تمهيد الأرباح لإدارة توقعات المستثمرين مما يزيد من احتمال انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Liu (2018) اختبار تأثير السياسة المالية للشركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بما في ذلك تمويل الديون قصيرة الأجل والائتمان التجاري، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية تشمل ٥٣٠٥٢ مشاهدة خلال الفترة (١٩٨٩ - ٢٠١٤). وقد قدمت الدراسة دليلا قويا على أن التمويل بالديون قصيرة الأجل والائتمان التجاري، وهما مصادر للتمويل الخارجي لهما تأثير سلبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وأن الشركات التي لديها نسبة كبيرة من الديون قصيرة الأجل لديها مخاطر انهيار أقل. وتتوافق هذه النتيجة مع الدور الرقابي للديون قصيرة الأجل، حيث تعمل كأداة فعالة للحد من السلوك الانتهازي للإدارة لاكتناز واخفاء الأخبار السيئة، مما يقلل بدوره من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ومن ناحية أخرى، استهدفت دراسة (Cheng et al. (2020) اختبار العلاقة بين غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وباستخدام عينة من الشركات الأمريكية ٥٢,٦٢٦ مشاهدة خلال الفترة (١٩٩٢ - ٢٠١٤)، توصلت الدراسة الي وجود علاقة ايجابية بين غموض التدفقات النقدية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، لأن غموض التدفقات النقدية يسهل من السلوك الانتهازي لإدارة الشركات لتكديس وحجب الأخبار السيئة وتمكينهم من الاستيلاء على موارد الشركة، مما يزيد بدوره من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وتشير نتائج الدراسة الي أن العلاقة ايجابية بين غموض التدفقات النقدية ومخاطر الانهيار تكون أكثر وضوحًا عندما تكون الرقابة الخارجية ضعيفة ومع زيادة عدم تماثل المعلومات، ومع ارتفاع تكلفة ادارة الأرباح، وانخفاض أهمية التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.

وفي نفس السياق، استهدفت دراسة حسين (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، وبالتطبيق على ٤٧ شركة حاصلة على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة خلال الفترة (٢٠١٢ - ٢٠١٨). وتوصلت الدراسة الي ان احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة يرتبط بعلاقة موجبة وذات تأثير معنوي مع كل من مستوي غموض التقارير المالية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، بينما يرتبط بعلاقة سالبة وذات تأثير معنوي مع أداء المسؤولية الاجتماعية. كما قدمت الدراسة دليلا احصائيا إضافيا، على أن العلاقة بين كل من مستوي غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ظهرت بشكل أكثر وضوحا وقوة في الشركات ذات المستوي المرتفع لجودة آليات الحوكمة.

وعلى الجانب الآخر، تناولت دراسة (Callen et al. (2020) العلاقة بين التبني التدريجي لمبدأ الإفصاح الحتمي Inevitable disclosure doctrine من قبل بعض الولايات الأمريكية وتأثيرها على غموض التقارير المالية، وعواقب ذلك على سوق رأس المال. وقد توصلت الدراسة الي أن الشركات التي يقع مقرها الرئيسي في الولايات التي تتبني الإفصاح الحتمي لديها زيادة كبيرة في غموض التقارير المالية مقارنة بالشركات التي يقع مقرها الرئيسي في ولايات لا تطبق الإفصاح الحتمي، وأشارت الدراسة الي أن التقارير المالية لديها القدرة على الكشف عن المعلومات الخاصة والاستراتيجية للمنافسين، مما يدفع الشركات الي تقييد أو تشويش الإفصاح الذي قد يضر بالمركز التنافسي للشركة، وأن تبني مبدأ الإفصاح الحتمي وتأثيره على غموض التقارير المالية له عواقب سلبية واسعة النطاق على سوق رأس المال من حيث انخفاض سيولة الأسهم وارتفاع تكلفة رأس المال، وانخفاض تغطية المحللين الماليين، وتشنت توقعات المحللين، وزيادة تزامن أسعار الأسهم، وبالتالي قد يكون لإدارة الشركات حافز قوي للانخراط في سياسة الإفصاح تهدف الي غموض التقارير المالية لحجب المعلومات التي قد تضر بالمركز التنافسي للشركة.

وبصوره مشابهة تناولت دراسة (Al Balooshi et al. (2020) العلاقة بين غموض التقارير المالية وقرارات التمويل الخارجي بالتطبيق على عينة من الشركات الماليزية عددها ١٠٧ شركة تصدر صكوك وأدوات مالية تقليدية خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠١٧). ووجدت الدراسة أنه مع زيادة مستوي غموض التقارير المالية يزداد احتمال اصدار الشركات لصكوك صفرية الفائدة ثم يليها السندات وصكوك المشاركة في الربح والخسارة ثم يليها الأسهم، وأن ميل ادارة الشركات لغموض التقارير المالية يؤثر على قرار التمويل واختيار أدوات التمويل الخارجي وبصفة خاصة تفضيل اصدار الصكوك، وبالعكس قد تتجنب ادارة الشركات اصدار الأسهم لأنها تحفز الرقابة الخارجية وبالتالي فإن اختيار مصدر التمويل يعكس مستوي غموض الشركة.

وبناء علي استعراض الدراسات السابقة يتضح أن غموض التقارير المالية يعتمد على ما تتخذه الادارة من قرارات وما تتبعه من سياسات الإفصاح تستطيع بواسطتها أن تتحكم في المعلومات المحاسبية ومن ثم شفافية التقارير المالية، إذ ينطوي غموض التقارير المالية أو الافتقار الي الشفافية على قدرة ادارة الشركات على اخفاء أو حجب المعلومات الهامة سواء عن طريق الايجاز في طريقة العرض أو عن طريق اخفاء معلومات جوهرية، مما يؤثر على مدي توافر المعلومات وتمائلها لجميع المتعاملين في سوق رأس المال، ومدي فهم وتفسير السوق واستيعابه لتلك المعلومات، مما يؤدي الي عدم كفاءة السوق وتضليل مستخدمي التقارير المالية، وظهور ما يسمى "فقاعة أسعار الأسهم" أي المبالغة في تقدير الأسعار السوقية للأسهم، وعندما تصل المعلومات أو الأخبار السيئة أو السلبية المتراكمة الي نقطة معينة يتم الإفصاح عنها فجأة الي السوق مرة واحدة، مما يؤدي الي انفجار فقاعة السعر وانهيار أسعار الأسهم، كما يساعد غموض التقارير المالية والافتقار الي الشفافية على قيام الأطراف الداخلية بالاستحواذ والاستيلاء على موارد الشركة، مما يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الأول للدراسة في صورته البديلة على النحو التالي:

### الفرض الأول H<sub>1</sub>

يؤثر غموض التقارير المالية إيجاباً على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

لأغراض تحقيق هدف البحث، سوف يركز الباحث علي بعض الخصائص التشغيلية للشركات التي يمكن أن تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وبصفة خاصة سوف يركز البحث على جانب الأداء المالي للشركات، والتحفيز المحاسبي باعتباره أحد مؤشرات الخصائص المحاسبية للشركات، وأخيراً الملكية المؤسسية باعتبارها أحد مؤشرات الخصائص التمويلية للشركات.

فبالنسبة للأداء المالي كأحد الخصائص التشغيلية للشركات، فقد أوضحت الدراسات السابقة (Hutton et al.2009; Kim and Zhang,2014; Haghghat et al.,2015) أن الأداء المالي للشركات يمكن أن يؤثر على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل، إذ تميل إدارة الشركات ذات الأداء الضعيف وفقاً لنظرية السلوك الانتهازي للمبالغة في الأداء المالي من خلال حجب الأخبار السيئة أو غير المواتية عن الأداء لأطول فترة ممكنة، بسبب عقود المكافآت والمخاوف المهنية لحماية ثرواتهم وسمعتهم ووظائفهم، ومن ثم الانخراط في ممارسات انتهازية لتضخيم أسعار الأسهم في الأجل القصير مما يؤدي الي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. بالإضافة الي احتمال قيام إدارة تلك الشركات باتخاذ بعض قرارات التشغيل الانتهازية لإخفاء الأخبار غير المواتية الخاصة بالأداء مما ينعكس في المدي الطويل علي قيمة الشركة في صورة انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت الدراسات السابقة الي أن ضعف الأداء المالي للشركة قد يعرضها لارتفاع مخاطر التعسر، مما يؤدي الي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الثاني للدراسة في صورته البديلة على النحو التالي:

### الفرض الثاني H<sub>2</sub>

يؤثر الاداء المالي للشركة سلباً على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وفيما يتعلق بالخصائص المحاسبية للشركات، فقد اتضح من الدراسات السابقة (La Fond and Watts,2008; Khan and Watts,2009; Kim and Zhang,2016) أن التحفيز المحاسبي يقلل من احتمال تعرض الشركة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك نظراً لما يتضمنه التحفيز المحاسبي من درجة أعلى من التحقق للاعتراف بالأخبار الجيدة كمكاسب مقارنة بالاعتراف بالأخبار السيئة كخسائر، وبالتالي يمكن القول أن التحفيز المحاسبي يعد أحد اليات

حوكمة الشركات، التي تحد من الحوافز الادارية للمبالغة في أداء الشركة، ويساعد في تسريع الإفصاح عن الأخبار السيئة أو غير المواتية، مما يقلل بدوره من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي كلما كانت الممارسات المحاسبية للشركة أكثر تحفظًا ينخفض احتمال إخفاء الأخبار السيئة أو غير المواتية الخاصة بالشركة وتراكمها، ومن ثم يقل احتمال حدوث انهيار أسعار الأسهم في المستقبل. علاوة على ذلك، يمكن أن يقلل التحفظ المحاسبي من مخاطر الانهيار من خلال تقييد قرارات الاستثمار الخاصة بالمديرين التي تؤدي الي سياسة الاستثمار غير المثلي من خلال التعرف على الخسائر في الوقت المناسب. كما توفر التقارير المحاسبية المتحفظة بطبيعتها معلومات قابلة للتحقق يمكن استخدامها كمؤشر لتقييم مصداقية المصادر البديلة للمعلومات التي لا يمكن التحقق منها مثل توقعات الادارة والإفصاح الاختياري للمعلومات غير المالية، مما يقلل من السلوك الانتهازي للإدارة المرتبط بسياسة الإفصاح وتحقيق التوازن بين ميل المديرين لإخفاء الأخبار السيئة وتسريع الاعتراف بالأخبار الجيدة، وبالتالي انخفاض احتمال حدوث انهيار في أسعار الأسهم في المستقبل، حيث تندفق الأخبار السيئة الي السوق بطريقة أفضل في الوقت المناسب مقارنة بالأخبار الجيدة التي لا يمكن التحقق منها. ونظرًا لأن هدف الدراسة مرتبط بسلوك الإفصاح غير المتماثل والتوقيت غير المتماثل للإفصاح عن الأخبار الجيدة والأخبار السيئة، فإن التحفظ المشروط يناسب هدف الدراسة.

وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الثالث للدراسة في صورته البديلة على النحو

التالي:

### الفرض الثالث H<sub>3</sub>

يؤثر التحفظ المحاسبي المشروط سلبا على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وأخيرا فيما يتعلق بالخصائص التمويلية للشركات، فقد اتضح من استعراض الدراسات السابقة (Kim et al., 2011a; Haghghat et al., 2015; Callen et al., 2020) دور اليات حوكمة الشركات في تقييد السلوك الانتهازي لإدارة الشركات وتخفيف مشاكل الوكالة بين الأطراف الداخلية والخارجية، وتخفيض عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركات والمستثمرين، ومن ثم دور اليات الحوكمة في تحقيق الرقابة الفعالة على إدارة الشركات، وتحسين جودة الإفصاح المحاسبي، مما يترتب عليه انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولتحقيق أهداف الدراسة الحالية يتوقع الباحث أن الملكية المؤسسية تؤثر سلبًا على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لأن الملكية المؤسسية تعمل كألية لحوكمة الشركات تؤدي الي تحسين تدفق المعلومات الخاصة بالشركة، كما تؤدي الي تقييد السلوك الانتهازي للإدارة لاكتناز الأخبار السيئة.

وبناء على ما سبق يمكن اشتقاق الفرض الرابع للدراسة في صورته البديلة على النحو

التالي:

### الفرض الرابع H<sub>4</sub>

تؤثر الملكية المؤسسية سلبا على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.



## ٩- الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية اختبار فروض الدراسة، من خلال اختبار العلاقة بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل. بالإضافة الي اختبار تأثير كلا من؛ الاداء المالي، والتحفظ المحاسبي، والملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، قياسا على (Hutton et al.2009; Khan and Watts,2009; Callen et al.,2020). ولتحقيق هدف الدراسة التطبيقية، سوف يتم تناول كل من، مجتمع وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة وكيفية قياسها، ونموذج الدراسة لاختبار الفروض، وأخيراً نتائج الدراسة التطبيقية، وذلك على النحو التالي:

### ٩- ١ مجتمع وعينة الدراسة وأدوات وإجراءات الدراسة

يشمل مجتمع الدراسة الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة الزمنية (٢٠١٧ الي ٢٠١٩)، وذلك بعد استبعاد البنوك وشركات التأمين والشركات المالية وذلك نظراً لخضوعها لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة (Kim and Zhang,2016).

وقد تم اختيار عينة تحكيمية من هذه الشركات روعي في اختيارها عدة اعتبارات، تتمثل في توافر التقارير المالية والايضاحات المتممة للشركة كاملة، وأن تتوافر أسعار أسهم الشركة في تواريخ محددة، وأن تقوم الشركة بنشر قوائمها المالية بالجنه المصري، كما يجب أن يكون سعر السهم في نهاية السنة المالية لا يقل عن واحد جنيها استناداً الي (Kim et al., 2011a)، وأن يكون لكل شركة ٢٦ عائداً أسبوعياً على الأقل لمدة ١٢ شهر تنتهي بعد ثلاثة أشهر من نهاية السنة المالية استناداً الي (Hutton et al., 2009; Cheng et al., 2020) وأخيراً تم استبعاد (الشركات- السنوات) ذات البيانات المفقودة للمتغيرات المستخدمة في النماذج الاحصائية للدراسة. وبعد تطبيق معايير الاختيار السابقة تم الحصول على العينة النهائية من ٣٤ شركة بحجم مشاهدات ١٠٢ مشاهدة (شركة- سنة)، حيث يتبع الباحث مدخل Firm – Year Observation وذلك قياساً على (Liu, 2018; Khurana et al., 2018; Yeung and Lento, 2020)، كما بلغ عدد المشاهدات المستخدمة لقياس المتغير التابع المتمثل في مخاطر انهيار أسعار الأسهم ٥٣٣٢ مشاهدة، حيث يستند قياس هذا المتغير على العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات.

وقد اعتمد الباحث في جمع البيانات الفعلية للدراسة التطبيقية والتي تبدأ من عام ٢٠١٧ وحتى عام ٢٠١٩، فضلا عن بعض البيانات المالية الأخرى التي تم جمعها للسنوات من عام ٢٠١٤ الي عام ٢٠١٦ لأغراض قياس بعض المتغيرات علي التقارير والقوائم المالية السنوية والايضاحات المتممة لها المنشورة علي بعض قواعد البيانات بالمواقع الإلكترونية الرسمية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، والنشرات الدورية الصادرة من مركز معلومات البورصة المصرية، وكذلك بعض المواقع الالكترونية علي شبكة الانترنت ذات الصلة مثل موقع معلومات مباشر [www.mubasher.info](http://www.mubasher.info)، وأخيرا الاعتماد علي احد التطبيقات الجاهزة لأجهزة الهاتف المحمول وهو تطبيق investing .

ويظهر الملحق رقم (١) بيان بأسماء الشركات التي تمثل مفردات عينة الدراسة. ويوضح الجدول رقم (١) القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة، وعدد ونسبة شركات كل قطاع بالنسبة لأجمالي مفردات العينة:

جدول رقم (١)

تصنيف عينة الدراسة وفقاً للقطاعات

النسبة %	عدد المشاهدات	عدد الشركات	القطاع
٢١	٢١	٧	الأغذية والمشروبات والتبغ
٩	٩	٣	مواد البناء
٣	٣	١	الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات
١١	١٢	٤	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
٣	٣	١	السياحة والترفيه
٣	٣	١	الطاقة والخدمات المساندة
١٧,٥	١٨	٦	العقارات
٣	٣	١	المرافق
٣	٣	١	المقاولات والإنشاءات الهندسية
٦	٦	٢	المنسوجات والسلع المعمرة
٣	٣	١	خدمات النقل والشحن
١٧,٥	١٨	٦	الموارد الأساسية
١٠٠	١٠٢	٣٤	الإجمالي

٢-٩ توصيف وقياس متغيرات الدراسة

لأغراض اختبار فروض الدراسة ولتحقيق أهداف الدراسة، يمكن توصيف وقياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

١-٢-٩ المتغيرات المستقلة:

٢-٩-١-١ غموض التقارير المالية (OCFOPQ)

استناداً إلى (Hutton et al., 2009; Lee, 2012; Jeon, 2019; Cheng et al., 2020) سوف تعتمد الدراسة الحالية لقياس غموض التقارير المالية على مقياس غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (OCFOPQ). ويعرف غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (OCFOPQ) بأنه الإبهام وعدم الوضوح والالتباس الذي ينشأ نتيجة ممارسات انتهازية لإدارة الشركات للتلاعب أو تضخيم التدفقات النقدية عن طريق إما تغيير تصنيف العمليات في قائمة التدفقات النقدية أو عن طريق تغيير توقيت العمليات والأنشطة مثل

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

تأخير الدفع للموردين أو الإسراع بالتحصيل من العملاء ( Lee, 2012; Cheng et al., 2020).

تعتمد الدراسة الحالية لقياس غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية OCF abnormal OCF على التدفقات النقدية غير العادية (غير الطبيعية) المقدرتها (Lee, 2012)، على النحو باستخدام نموذج (Dechow et al., 1995) والمطور بواسطة (Lee, 2012)، على النحو التالي:

$$OCF_{it}/TA_{t-1} = \beta_0 + \beta_1(1/TA_{i,t-1}) + \beta_2(SALE_{it}/TA_{i,t-1}) + \beta_3(\Delta SALE_{it}/TA_{i,t-1}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

حيث:

$OCF_{it}$ : التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة ( $i$ ) خلال الفترة ( $t$ ).

$TA_{i,t-1}$ : إجمالي أصول الشركة ( $i$ ) للفترة ( $t-1$ ).

$SALE_{it}$ : إجمالي المبيعات للشركة ( $i$ ) خلال الفترة ( $t$ ).

$\Delta SALE_{it}$ : التغير في إجمالي المبيعات للشركة ( $i$ ) خلال الفترة ( $t$ ).

وقد تم استخدام المعلمات المقدرتها من المعادلة (1) لقياس التدفقات النقدية غير الطبيعية (غير العادية) (AOCF) باعتبارها الانحراف عن التدفقات النقدية الطبيعية (العادية) (أي البواقى من النموذج المقدر). وأخيراً نستخدم المجموع المتحرك للقيمة المطلقة للتدفقات النقدية غير الطبيعية (غير العادية) على مدى ثلاث سنوات سابقة لقياس غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (OCFOPQ)، وتشير القيم الأعلى للمتغير (OCFOPQ) الي مستوى غموض أعلى للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (Hutton et al., 2009, Lee, 2012; Cheng et al., 2020).

### ٢-١-٢-٩ الأداء المالي (الربحية) (ROA):

استناداً الي الدراسات السابقة (Dempsey et al., 2012; Cheng et al., 2020)، تم قياس هذا المتغير من خلال معدل العائد على الأصول ROA وهو عبارة عن صافي الربح قبل البنود الاستثنائية مقسوماً على إجمالي الأصول قياساً على (Hutton et al. 2009; Cheng et al., 2020)

### ٣-١-٢-٩ التحفظ المحاسبي المشروط (C-Sore)

تم قياس التحفظ المحاسبي المشروط استناداً الي نموذج (Basu, 1997) والمطور بواسطة (Khan and Watts, 2009) وتم تنفيذه بواسطة (Kim and Zhang, 2011) وذلك وفقاً للخطوات التالية:

الخطوة الأولى:

$$X_{it} = \beta_{1t} + \beta_{2t} D_{it} + \beta_{3it} R_{it} + \beta_{4it} (D_{it} \times R_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

حيث:

$X_{it}$ : ربحية سهم الشركة (i) في السنة (t) مقسوماً على سعر السهم في السنة (t-1)

$R_{it}$ : العائد المجمع لسهم الشركة (i) خلال السنة المالية (t).

$D_{it}$ : متغير ثنائي يساوي واحد إذا كان العائد المجمع لسهم الشركة سالبا، وصفر بخلاف ذلك.

$\varepsilon_{it}$ : الخطأ العشوائي للنموذج.

$\beta_{3it}$ : معامل الانحدار للعائد المجمع لسهم الشركة، والذي يعبر عن معدل استجابة سعر السهم لتوقيت الاعتراف بالأخبار الجيدة، ويعبر عنه المؤشر G-score.

$\beta_{4it}$ : معامل الانحدار للعلاقة بين العوائد السالبة للسهم، ويمثل معدل الاستجابة الإضافية لسعر السهم للأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة أي التحفظ المشروط ويعبر عنه بالمؤشر C-Score.

الخطوة الثانية:

التعبير عن المعلمات الخاصة بالصيغة السابقة بنموذج Basu ( $\beta_{3it}, \beta_{4it}$ ) لكل شركة وفقا للصيغة الخطية الآتية.

$$G - Score \equiv \beta_{3it} = \alpha_{1t} + \alpha_{2t} SIZE_{it} + \alpha_{3t} MB_{it} + \alpha_{4t} LEV_{it} \quad (3)$$

$$G - Score \equiv \beta_{4it} = \lambda_{1t} + \lambda_{2t} SIZE_{it} + \lambda_{3t} MB_{it} + \lambda_{4t} LEV_{it} \quad (4)$$

حيث:

$SIZE_{it}$ : حجم الشركة (i) في السنة (t) ويقاس باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية للشركة (i) في السنة (t).

$MB_{it}$ : نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية الي القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) خلال السنة (t).

$LEV_{it}$ : درجة الرفع المالي، وتقاس بنسبة اجمالي الالتزامات الي اجمالي الأصول.

الخطوة الثالثة:

بالتعويض عن  $\beta_{3it}$ ،  $\beta_{4it}$  بالصيغة الخطية من الخطوة الثانية في نموذج Basu، نحصل على نموذج الانحدار النهائي المستخدم في تقدير المؤشر C-Score لكل شركة من

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

شركات العينة خلال فترة الدراسة لحساب مستوى التحفظ المشروط بالتقارير المالية لكل شركة من شركات العينة خلال فترة الدراسة.

وتشير القيم المرتفعة C-Score التي زيادة مستوى التحفظ للشركة مقارنة بالقيم المنخفضة، ونظراً لأن هدف الدراسة مرتبط بسلوك الإفصاح غير المتماثل والتوقيت غير المتماثل للإفصاح عن الأخبار الجيدة والأخبار السيئة (التحفظ المشروط)، لذلك فإن مقياس C-Score يناسب هدف الدراسة وذلك اتساقاً مع (La Fond and Watts, 2008; Benmelech et., 2010; Kim and Zhang, 2011)

### ٩-٢-١-٤ الملكية المؤسسية (INST)

استناداً الي (Kim et al., 2011a; Callen et al., 2020) تم قياس هذا المتغير من خلال النسبة المئوية لعدد الأسهم العادية المملوكة للمستثمرين المؤسسين الي اجمالي عدد الأسهم العادية المتداولة في نهاية السنة المالية.

### ٩-٢-٢-٢ المتغير التابع: مخاطر انهيار اسعار أسهم الشركة

تم استخدام العوائد الأسبوعية لأسهم الشركات لحساب مقاييس مخاطر انهيار أسعار الاسهم الخاصة بالشركات، وذلك استناداً الي (Hutton et al., 2009; Kim et al., 2016; Khurana et al., 2018) ، وقد تم تقدير العوائد الاسبوعية الخاصة بكل شركة في كل سنة والمشار اليه بالرمز (W) على أنه اللوغاريتم الطبيعي لواحد مضاف اليه العائد المتبقي من نموذج انحدار السوق الموسع the expanded market model ، وذلك اتساقاً مع الدراسات السابقة (Kim et al., 2011a; kim and Zhang, 2016; Zhu, 2016) .

$$W_{it} = L_n (1 + \varepsilon_{it}) \quad (٥)$$

حيث:

$W_{it}$ : العوائد الأسبوعية المقدرة لسهم الشركة (i) خلال الشهر (t).

$\varepsilon_{it}$ : بواقي العوائد الخاصة باسهم الشركة (i) خلال الاسبوع (t)، والنتائج من معادلة نموذج السوق الموسع.

وتأخذ معادلة نموذج السوق الموسع الشكل التالي:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i} r_{m,t-2} + \beta_{2i} r_{m,t-1} + \beta_{3i} r_{m,t} + \beta_{4i} r_{m,t+1} + \beta_{5i} r_{m,t+2} + \varepsilon_{it} \quad (٦)$$

حيث:

$r_{i,t}$ : العائد الفعلي لسهم الشركة (i) خلال الاسبوع (t).

$r_{m,t}$ : العائد الفعلي لمؤشر سوق المال المصري EGX 100 خلال الاسبوع (t).

معاملات الانحدار المقدره للشركة (i) :  $\beta_{1it} \dots \beta_{5it}$

خطأ التقدير العشوائي (البواقي) :  $\epsilon_{it}$

وتستخدم الدراسة مقياس انحراف العوائد المتبقية لسهم الشركة ويرمز له بالرمز

(NCSKEW)

لقياس مخاطر انهيار أسعار الاسهم، وذلك اتساقا مع الدراسات السابقة (Hutton et

al., 2009; Haghghat et al., 2015; Firth et al., 2019)

ويتم حساب (NCSKEW) وفقا للمعادلة التالية:

$$NCSKEW_{it} = - \left[ n(n-1)^{3/2} \sum W_{it}^3 \right] / \left[ (n-1)(n-2) (\sum W_{it}^2)^{3/2} \right] \quad (7)$$

حيث:

n : عدد مشاهدات العوائد الاسبوعية للشركة (i) خلال السنة (t).

$W_{it}$  : العوائد الاسبوعية المقدره لسهم الشركة (i) خلال الاسبوع (t).

### ٣-٢-٩ المتغيرات الرقابية

استنادًا الي الدراسات السابقة (Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011b;

Tarkovska, 2014; Zhu, 2016; Callen et al., 2020)

تم استخدام المتغيرات الرقابية التالية:

(١) حجم الشركة SIZE، وتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لأجمالي اصول الشركة في

نهاية الفترة (Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2014; Cheng et al.,

2020).

(٢) الرفع المالي LEV، وتم قياسه من خلال نسبة اجمالي الالتزامات الي اجمالي اصول

الشركة في نهاية الفترة (Zhu, 2016; Yeung and Lento, 2020).

(٣) متوسط العوائد الاسبوعية الخاصة بالشركة RET، وتم قياسه من خلال مجموع العوائد

الاسبوعية خلال السنة مقسوما على عدد الاسبوع للعوائد خلال السنة. (Kim et

al., 2011a; Cheng et al., 2020)

### ٣-٩ نموذج الدراسة

بناء على توصيف متغيرات الدراسة والمنهجية المتبعة في قياسها، واختبار فروض

البحث يمكن صياغة النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات والمقترح لتحقيق أهداف البحث وذلك

علي النحو التالي:

$$NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCFOPQ_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 C-Score_{it-1} + \beta_4 INST_{it-1}$$

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

$$+ \sum_{q=5}^m \beta_{qth} (Control\ Variables_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (٨)$$

حيث:

$NCSKEW_{it}$ : مقياس مخاطر انهيار اسعار الشركة ( $i$ ) خلال الفترة ( $t$ )، وهو عبارة عن الانحراف السلبي للعوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة ( $i$ ) خلال الفترة ( $t$ ).

$OCFOPQ_{it-1}$ : مستوي غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة ( $i$ ) خلال الفترة ( $t-1$ ).

$ROA_{t-1}$ : تشير الي العائد على اجمالي أصول الشركة، وذلك لقياس أداء الشركة (الربحية).

$C - score$ : مستوي التحفظ المشروط للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t-1$ ).

$INST_{t-1}$ : النسبة المئوية لعدد الاسهم العادية للمملوكة للمستثمرين في شكل مؤسسات الي اجمالي عدد الاسهم العادية المتداولة للشركة ( $i$ ) في نهاية الفترة ( $t-1$ ).

$\beta_0$ : الحد الثابت للنموذج.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_q$ : معاملات الانحدار.

$\varepsilon_{it}$ : حد الخطأ العشوائي.

### ٩-٤ نتائج اختبار فروض الدراسة

خضعت بيانات الدراسة لخطوة تحليل احصائي تستهدف التحقق من صدق فروضها، وقد تم تحليل البيانات احصائيا باستخدام البرنامج الاحصائي IBM SPSS Statistics والذي يوفر العديد من المؤشرات الاحصائية والاختبارات الاحصائية. ويعتمد رفض أو عدم رفض فرض العدم على قيمة مستوي المعنوية المشاهد (P-Value). وسوف يتم استعراض الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ونتائج اختبار فروض الدراسة وذلك على النحو التالي:

### ٩-٤-١ الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يظهر الملحق رقم (٢) الاحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لجميع متغيرات الدراسة المستخدمة في تحليل الانحدار. وقد أوضح التحليل الاحصائي أن مخاطر الانهيار مقاسة بمتغير معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم خلال نطاق فترة الدراسة (NCSKEW) تتراوح بين (-٠,٧١٧) و (٠,٤٩٥)، وبلغت قيمة الوسط الحسابي لهذا المتغير خلال نطاق فترة الدراسة (-٠,١٠٠٦). ومخاطر الانهيار مقاسة بمتغير تقلب العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل الي أعلى (DUVOL) تتراوح بين (-٠,٥٤٨) و (٠,٦٩٤)، وبلغت قيمة الوسط الحسابي لهذا المتغير خلال نطاق فترة الدراسة (-٠,٩٠٩). وأخيرا، مخاطر الانهيار في المستقبل لاسهم الشركة مقاسة بالمتغير (CRASH) تتراوح بين (٠) و (١)، ويبلغ الوسط

## المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية – كلية التجارة – جامعة دمياط

الحسابي (٠,٥٥)، وبذلك تشير قيمة الوسط الحسابي الي ان هناك احتمالية ان ٥٥% من شركات عينة الدراسة قد تتعرض لمخاطر انهيار أسعار أسهمها في المستقبل. بينما تتراوح قيم غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (OCFOPQ) بين (٠,١٣٨) و(٠,٩٧٤) بمتوسط (٠,٣٦)، وكذلك تتراوح مستويات غموض الارباح (ACCPQ) بين (٠,١٢٥٥) و(٠,٩٩٧) بمتوسط (٠,٣٧١١).

ومن ناحية أخرى، تم اختبار علاقات الارتباط الأحادية Univariate Correlation بين متغيرات نماذج الدراسة باستخدام مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson correlation Matrix، وتظهر نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات نماذج الدراسة في الملحق رقم (٢). ويتضح من النتائج ما يلي، توجد علاقة ارتباط أحادية موجبة ومعنوية بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات (NCSKEW) حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٧٨١)، ويتسق ذلك مع توقعات الدراسة بأن الشركات التي لديها مستويات عالية من غموض التقارير المالية لديها مخاطر انهيار مستقبلية أعلى. بينما توجد علاقة ارتباط أحادية سالبة ومعنوية بين كل من الأداء المالي للشركات (ROA)، ومستوي التحفظ المحاسبي المشروط (C-Score)، والملكية المؤسسية للشركات (INST) وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معاملات الارتباط (-0.533)، (-0.34)، (-0.595) على التوالي.

### ٩-٤-٢ نتائج اختبار فروض الدراسة

تم الاعتماد على نموذج الانحدار وفقا للمعادلة (٨) لاختبار فروض الدراسة ويظهر الملحق رقم (٣) نتائج التحليل الاحصائي لنموذج الدراسة، ويوضح الجدول رقم (٢) نتائج اختبار فروض الدراسة:

جدول رقم (٢) نتائج اختبار فروض الدراسة

مخاطر انهيار الأسهم NCSKEW		المتغيرات المستقلة
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
٠.000	٠.627	OCFOPQ
٠.000	-٠.457	ROA
٠.019	-0.017	C-SCORE
0.002	-0.248	INST
70.9%		$R^2$ Adjusted
0.001		P-Value

وتشير النتائج السابقة الي معنوية نموذج الانحدار (0.001) أي أقل من ٠,٠٥ مما يشير لصلاحية نموذج الدراسة لاختبار العلاقات محل الدراسة. كما بلغت قيمة  $R^2$  المعدلة (70.9%) مما يعني ان القوة التفسيرية للنموذج (٧٠,٩%). وبناء على نتائج اختبار نموذج الدراسة والموضحة في الجدول السابق يمكن استخلاص نتائج اختبار فروض الدراسة على النحو التالي:



٩-٤-٢-١ نتائج اختبار الفرض الأول

استهدف الفرض الأول للدراسة اختبار العلاقة بين غموض التقارير المالية مقاسة بغموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. واختبار هذا الفرض تم تحويله الي فرض عدم كالتالي:

$H_0$ : لا يؤثر غموض التقارير إيجابا علي مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبتحليل معاملات الانحدار لنموذج الدراسة وفقا للجدول رقم (٢) يتضح وجود تأثير إيجابي معنوي لغموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار ٠,٦٢٧، مما يعني أنه كلما زاد مستوي غموض التقارير المالية مقاسة بغموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية يزداد احتمال انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل. وعليه فقد تم رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل، والقائل بوجود تأثير إيجابي لغموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Hutton et al.2009; Kim et al.,2011a; Dempsey,2012; Kim and Zhang,2014; Zhu,2016).

ويري الباحث أن التأثير الايجابي لغموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم يستند الي السلوك الانتهازي للإدارة من خلال الية حجب واكتناز الأخبار السيئة أي غير الموازية الخاصة بالشركة، وكذلك الية استيلاء المديرين أو استحوادهم على موارد الشركة وذلك من خلال زيادة غموض التقارير المالية والتشويش على افصاح الشركة، بما يترتب عليه عدم قدرة مستخدمي التقارير المالية على فهم الوضع الحقيقي للشركة، وذلك من خلال سياسة الإفصاح التي تحقق مصالح إدارة الشركة على المدى القصير ولكن عندما تتراكم هذه الأخبار السيئة وتصل الي نقطة الحد الأقصى يتم اصدارها مرة واحدة لسوق رأس المال، مما يترتب عليه حدوث انخفاض حاد في أسعار الأسهم ليصل الي انهيار أسعار الأسهم.

٩-٤-٢-٢ نتائج اختبار الفرض الثاني

استهدف الفرض الثاني للدراسة اختبار العلاقة بين الأداء المالي للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار وفقا للمعادلة (٨)، واختبار هذا الفرض تم تحويله الي فرض عدم كالتالي:

$H_0$ : لا يؤثر الأداء المالي سلبا علي مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبتحليل معاملات الانحدار لنموذج الدراسة وفقا للجدول رقم (٢) يتضح وجود تأثير سلبي معنوي للأداء المالي للشركات مقاسا بمعدل العائد على الأصول (ROA) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.457)، مما يعني أنه كلما انخفض مستوي الأداء المالي للشركة يزداد احتمال انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل. وعليه فقد تم رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل، والقائل بوجود تأثير سلبي للأداء المالي للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Hutton et al.2009; Kim et al.,2011a,b ; Kim and Zhang,2014; Haghghat et al.,2015)

ويري الباحث أن الأداء المالي للشركات يمكن أن يؤثر على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل، إذ تميل إدارة الشركات ذات الأداء الضعيف وفقاً لنظرية السلوك الانتهازي للمبالغة في الأداء المالي من خلال حجب الأخبار السيئة أو غير المواتية عن الأداء لأطول فترة ممكنة مما يؤدي الي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن ضعف الأداء المالي للشركة قد يعرضها لارتفاع مخاطر التعسر، مما يؤدي الي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

### ٩-٤-٢-٣ نتائج اختبار الفرض الثالث

استهدف الفرض الثالث للدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار وفقاً للمعادلة (٨)، واختبار هذا الفرض تم تحويله الي فرض عدم كالتالي:

$H_0$ : لا يؤثر التحفظ المحاسبي المشروط سلباً على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبتحليل معاملات الانحدار لنموذج الدراسة وفقاً للجدول رقم (٢) يتضح وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي المشروط للشركات (C-Score) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.170)، مما يعني أنه كلما زاد مستوي التحفظ المحاسبي المشروط للشركة يقل احتمال انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل. وعليه فقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل، والقائل بوجود تأثير سلبي للتحفظ المحاسبي المشروط للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت اليه الدراسات السابقة (Ball and Shivakumar,2006; La Fond and Watts,2008; Khan and Watts,2009; Kim and Zhang,2016)

ويري الباحث أنه نظراً لما يتضمنه التحفظ المحاسبي من درجة أعلى من التحقق للاعتراف بالأخبار الجيدة كمكاسب مقارنة بالاعتراف بالأخبار السيئة كخسائر، وبالتالي يمكن القول أن التحفظ المحاسبي يعد أحد اليات حوكمة الشركات، التي تحد من الحوافز الادارية للمبالغة في أداء الشركة، ويساعد في تسريع الإفصاح عن الأخبار السيئة أو غير المواتية، مما يقل بدوره من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي كلما كانت الممارسات المحاسبية للشركة أكثر تحفظاً ينخفض احتمال إخفاء الأخبار السيئة أو غير المواتية الخاصة بالشركة وتراكمها، ومن ثم يقل احتمال حدوث انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

### ٩-٤-٢-٤ نتائج اختبار الفرض الرابع

استهدف الفرض الرابع للدراسة اختبار العلاقة بين الملكية المؤسسية للشركات ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار وفقاً للمعادلة (٨)، واختبار هذا الفرض تم تحويله الي فرض عدم كالتالي:

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

Ho : لا تؤثر الملكية المؤسسية سلباً على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وبتحليل معاملات الانحدار لنموذج الدراسة وفقاً للجدول رقم (٢) يتضح وجود تأثير سلبي معنوي للملكية المؤسسية للشركات (INST) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.248)، مما يعني أنه كلما زاد مستوى الملكية المؤسسية للشركات يقل احتمال انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل. وعليه فقد تم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل، والقائل بوجود تأثير سلبي للملكية المؤسسية للشركات على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات السابقة (Kim et al.,2011a; Haghghat et al.,2015; Callen et al.,2020).

ويرى الباحث أن الملكية المؤسسية تؤثر سلباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لأن الملكية المؤسسية تعمل كآلية لحوكمة الشركات تؤدي إلى تحسين تدفق المعلومات الخاصة بالشركة، كما تؤدي إلى تقييد السلوك الانتهازي للإدارة لاكتناز الأخبار السيئة.

### ٩-٥ التحليل الإضافي Additional analyses

يستهدف التحليل الإضافي التأكد من نتائج النموذج الأساسي للدراسة واستمرار وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة محل الدراسة والمتغير التابع، من خلال إدراج مجموعة من المتغيرات الرقابية الإضافية والتي أظهرت الدراسات السابقة ارتباطها بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك للتأكد من استمرار وجود العلاقة بين المتغيرات المستقلة محل الدراسة والمتغير التابع بعد ادخال تلك المتغيرات الرقابية الإضافية، اتساقاً مع الدراسات السابقة (Kim et al.,2011a,b; Callen and Fang,2013; Kim and Zhang,2016; Cheng et al.,2020)، وتتضمن المتغيرات الرقابية الإضافية كل من غموض الأرباح (ACCOPQ)، تقلب عوائد الأسهم (KUR)، عدم تماثل توزيع عوائد الأسهم (SKEW)، وسوف يتم توصيف تلك المتغيرات وكيفية قياسها على النحو التالي:

#### (أ) غموض الأرباح (ACCOPQ)

يعرف غموض الأرباح بأنه ممارسات إدارية تنشأ نتيجة السلوك الانتهازي للإدارة للتلاعب بالأرباح سواء من خلال المستحقات الاختيارية و/أو الأنشطة الحقيقية (Hutton et al., 2009). وسوف تستخدم الدراسة المستحقات الاختيارية كمقياس لإدارة الأرباح أي غموض الأرباح، وذلك اتساقاً مع الدراسات السابقة (Hutton et al., 2009; Andreou et al., 2016) وباستخدام نموذج جونز المعدل (Jones, 1991)، وتم قياس إجمالي المستحقات (TACC) من خلال الفرق بين صافي الربح قبل العناصر الاستثنائية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. وتم تقدير المستحقات غير الاختيارية وفقاً للمعادلة التالية:

$$TACC_{it}/TA_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1/TA_{i,t-1}) + \alpha_2 [(\Delta REV_{it}/\Delta REC_{it})]/TA_{i,t-1}$$

$$+\alpha_3 + [\Delta PPE_t / TA_{i,t-1}] + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

حيث:

$TACC_{it}$ : إجمالي المستحقات غير الاختيارية للشركة (i) في نهاية السنة (t).

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

$\Delta REV_{it}$ : التغير في صافي الإيرادات للشركة (i) في نهاية السنة (t).

$\Delta REC_{it}$ : التغير في رصيد العملاء للشركة (i) في نهاية السنة (t).

$\Delta PPE_{it}$ : التغير في إجمالي الأصول الثابتة للشركة (i) في نهاية السنة (t).

$\varepsilon_{it}$ : بواقي النموذج وتشير الي المكون الاختياري في المستحقات الاجمالية.

ويتم استخدام المجموع المتحرك للقيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية على مدار ثلاث سنوات كمقياس لتحديد مقدار إدارة الأرباح كمقياس لغموض الأرباح، وذلك اتساقاً مع الدراسات السابقة (Hutton et al., 2009; Jabbari et al., 2013; Callen et al., 2020). ويستند هذا المقياس على فكرة أنه كلما زادت نسبة المستحقات التقديرية زادت فرصة التلاعب بالتقارير المالية، حيث تشير القيم الأعلى المطلقة للمستحقات التقديرية الي مستوي أعلى من ادارة الأرباح، وبالتالي مستوي أعلى لغموض التقارير المالية، وذلك نظراً لأن الشركات ذات القيم المطلقة الكبيرة والمستمرة من المستحقات الاختيارية على مدار فترة الثلاث سنوات الماضية من المرجح أن تشارك في ادارة ارباح انتهازية مما يجعل التقارير المالية أكثر غموضاً.

(ب) **تقلب عوائد الأسهم (KUR)**، وتم قياسه من خلال درجة التفرطح Kurtosis للعوائد الأسبوعية لأسهم الشركة خلال السنة، ويعكس هذا المتغير الاختلافات في اراء وإدراك المستثمرين في سوق المال، ومن المتوقع انه كلما زادت درجة تقلب عوائد أسهم الشركة يزداد احتمال تعرضها لمخاطر انهيار أسعار أسهمها. (Chen et al., 2001; Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009)

(ج) **عدم تماثل توزيع عوائد الأسهم (SKEW)**، وهو مقياس لتقارب عوائد أسهم الشركة حول متوسط العوائد السنوية، ومن المتوقع انه كلما زاد عدم تماثل توزيع عوائد أسهم الشركة وابتعادها عن وسطها الحسابي يزداد احتمال تعرض أسهم الشركة لمخاطر الانهيار (Chen et al., 2001; Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009).

ويتم اجراء التحليل الإضافي من خلال نموذج الانحدار المتعدد بعد إضافة المتغيرات الرقابية الإضافية على النحو التالي:

$$NCSKEW_{it} = \beta_0 + \beta_1 OCFOPQ_{it-1} + \beta_2 ROA_{it-1} + \beta_3 C-Score_{it-1} + \beta_4 INST_{it-1} + \sum_{q=5}^m \beta_{qth} (Control Variables_{it-1}) + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

حيث تتضمن المتغيرات الرقابية كل من المتغيرات الرقابية الموجودة في النموذج الأساسي وتشمل حجم الشركة (SIZE)، والرفع المالي (LEV)، ومتوسط العوائد السنوية لأسهم الشركة (RET)، بالإضافة الي المتغيرات الرقابية الإضافية وتشمل غموض الأرباح (ACCOPQ)، تقلب عوائد الأسهم (KUR)، عدم تماثل توزيع عوائد الأسهم (SKEW). وتظهر نتائج الاختبار الاحصائي للتحليل الإضافي في الملحق رقم (٤)، ويمكن تحليل نتائج اختبار التحليل الإضافي في الجدول رقم (٣) على النحو التالي:

### جدول رقم (٣)

#### نتائج اختبار التحليل الإضافي

مخاطر انهيار الأسهم NCSKEW		المتغيرات المستقلة والرقابية
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
0.011	0.327	OCFOPQ
0.001	-0.387	ROA
0.049	-0.013	C-SCORE
0.000	-0.288	INST
0.237	0.007	SIZE
0.204	-0.097	LEV
0.063	0.033	RET
0.005	0.974	ACCOPQ
0.003	0.06	SKEW
0.391	0.006	KURT
78.4%		$R^2$ Adjusted
0.000		P-Value

ينضح من تحليل نتائج اختبار التحليل الإضافي الموضحة في الجدول السابق استمرار معنوية نموذج الدراسة، وزيادة القوة التفسيرية للنموذج من (70.9%) الي (78.4%). حيث بلغت معامل الانحدار لغموض التقارير المالية مقياسه بغموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية 0.327 بمستوي معنوية 0.011 وهو أقل من 0.05 مما يؤكد وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وتأكيدا على هذه العلاقة تم إضافة متغير رقابي إضافي وهو غموض الأرباح لقياس غموض التقارير المالية، وقد بلغ معامل الانحدار لهذا المتغير ٠,٩٧٤ بمستوي معنوية ٠,٠٠٥، مما يدعم نتائج نموذج الدراسة الأساسي والتي أوضحت وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين غموض التقارير المالية (سواء مقياسه بغموض التدفقات أو غموض الأرباح) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وباستقراء نتائج

اختبار التحليل الإضافي يتضح ان معاملات الانحدار المرتبطة بالمتغيرات المستقلة والخاصة بالخصائص التشغيلية للشركة ( الأداء المالي والتحفظ المحاسبي المشروط والملكية المؤسسية) بلغت (-0.387، -0.013، -0.288) علي التوالي ويقل مستوى المعنوية لتلك المتغيرات عن 0.05، مما يؤكد علي وجود علاقة سلبية معنوية بين الأداء المالي والتحفظ المحاسبي المشروط والملكية المؤسسية من ناحية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من ناحية اخري، مما يدعم نتائج نموذج الدراسة الأساسي والتي أوضحت وجود علاقة سلبية ومعنوية بين كل من الأداء المالي والتحفظ المحاسبي المشروط والملكية المؤسسية باعتبارها المتغيرات المستقلة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم والذي يمثل المتغير التابع حيث استمرت العلاقة السلبية المعنوية بعد إضافة المتغيرات الرقابية الإضافية.

#### ٦-٩ اختبارات المتانة Robustness tests

تستهدف اختبارات المتانة تقييم قوة واتساق النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الأساسي، وقد تم الاعتماد على استخدام مقاييس بديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع)، وذلك اتساقاً مع الدراسات السابقة (Zhang,2009; Lee,2012; Cheng et al.,2020). وتتمثل المقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم في كل من، مقياس احتمال الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية لأسهم الشركة (CRASH)، ومقياس تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل الي أعلى (DUVOL)، وذلك على النحو التالي:

(أ) مقياس احتمال الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية لأسهم الشركة (CRASH)، وهو مقياس ثنائي Indicator variable يأخذ القيمة واحد في حالة ظهور عائد أسبوعي أو أكثر لأسهم الشركة يقل عن متوسط العوائد السنوية لأسهم الشركة بمقدار  $(3,09 \times \text{الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لأسهم الشركة})$  خلال السنة المالية، علماً بأن القيمة  $3,09$  تم اختيارها بحيث تشير الي وجود احتمال  $0,1\%$  لوقوع حدث غير طبيعي مثل الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال الفترة التالية وفقاً للتوزيع الطبيعي، مما يشير لاحتمال حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك. وذلك اتساقاً مع (Francis et al.,2016;Firth et al.,2019)

(ب) مقياس تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل الي أعلى (DUVOL)، ويمثل تقلبات العوائد الأسبوعية لسهم الشركة، حيث يتم تقسيم العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t) إلى مجموعتين، المجموعة الأولى تتضمن العوائد الأسبوعية التي تقل عن متوسط العائد السنوي (down weeks)، بينما تتضمن المجموعة الثانية العوائد الأسبوعية التي تزيد عن متوسط العائد السنوي (up weeks)، ويتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة علي حدة، ثم حساب اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة عوائد الأسهم المنخفضة الي الانحراف المعياري لمجموعة عوائد الأسهم المرتفعة لقياس تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية من أسفل الي أعلى، وكلما ارتفعت قيمة تقلبات العوائد الأسبوعية لسهم الشركة من أسفل الي أعلى دل ذلك علي زيادة احتمال حدوث مخاطر الانهيار للأسهم في المستقبل والعكس صحيح، وذلك استناداً الي (Hutton et al.,2009; Kim and Zhang,2016; Callen et al.,2020)، وبناء علي ما سبق يمكن حساب قيمة (DUVOL) وفقاً للمعادلة التالية:

$$DUVOL_{it} = \ln \left\{ \frac{[ (n_u - 1) \sum_{down} W_{it}^2 ]}{[ (n_d - 1) \sum_{up} W_{it}^2 ]} \right\} \quad (11)$$

حيث:

$L_{it}DUVO$ : تقلبات العوائد الأسبوعية لسهم الشركة من أسفل الي أعلى خلال الفترة t

$n_u$ : عدد المشاهدات (الأسابيع) لمجموعة عوائد الأسهم الأسبوعية المرتفعة خلال العام.

$n_d$ : عدد المشاهدات (الأسابيع) لمجموعة عوائد الأسهم الأسبوعية المنخفضة خلال العام.

ولإجراء اختبار المتانة سوف يتم استخدام المقاييس البديلة لقياس المتغير التابع ((DUVOL, CRASH بدلا من مقياس (NCSKEW) الذي تم استخدامه في النموذج الأساسي للدراسة، وتظهر نتائج الاختبار الاحصائي لاختبار المتانة في الملحق رقم (٤)، ويمكن تحليل نتائج اختبار المتانة في الجدول رقم (٥) على النحو التالي:

#### جدول رقم (٤)

##### نتائج اختبارات المتانة

مخاطر انهيار الأسهم				المتغيرات المستقلة
DUVOL		CRASH		
مستوي المعنوية	قيمة المعامل	مستوي المعنوية	قيمة المعامل	
0.000	0.61	0.000	0.807	OCFOPQ
0.005	-0.348	0.035	-0.442	ROA
0.004	-0.022	0.007	-0.47	C-SCORE
0.002	-0.189	0.046	-0.137	INST
66.7%		40.4%		$R^2$ Adjusted
0.000		0.000		P-Value

يتضح من تحليل نتائج اختبار المتانة الموضحة في الجدول السابق استمرار معنوية نموذج الدراسة، وتحليل معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة يتضح وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع، حيث اتضح وجود تأثير إيجابي معنوي بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء تم قياسها باستخدام (CRASH) ، (DUVOL) ، وتتفق هذه النتائج مع نتائج التحليل الأساسي للدراسة. وبصورة مشابهة اتضح من نتائج اختبار المتانة وجود علاقة سلبية معنوية بين المتغيرات المستقلة بالخصائص التشغيلية للشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء تم قياسها باستخدام (CRASH) ، (DUVOL) وهي نفس النتائج التي توصل إليها التحليل الأساسي للدراسة. وبناء على ما سبق تؤكد نتائج تحليل اختبار المتانة قوة ومتانة نتائج النموذج الأساسي للدراسة، مما يشير الي مدي وقوة تأثير كل من غموض التقارير المالية والأداء المالي والتحفيز المحاسبي المشروط والملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في المستقبل.

## ١٠. نتائج البحث وتوصياته

استهدف البحث دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية وبعض الخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على أحد أسواق رأس المال الناشئة وهو سوق رأس المال المصري. ويمكن بلورة أهم نتائج البحث بشقيه النظري والتطبيقي على النحو التالي:

- الغموض في اللغة هو الإبهام وعدم الوضوح والالتباس، مما يترتب عليه صعوبة الفهم والتخبط لانعدام وضوح الهدف، أما التعقيم فهو إخفاء الأخبار والحقائق والتكتم في اتخاذ القرارات الهامة والخطيرة. وفي السياق المحاسبي يطلق عليه الغموض المحاسبي Accounting opacity وأطلق عليه البعض الغموض المالي Financial opacity أو غموض الإفصاح Disclosure opacity أو غموض الشركة Firm opacity، أو غموض التقارير المالية Financial reporting opacity.

- يمكن تعريف غموض التقارير المالية بأنه استراتيجية للإفصاح المحاسبي مصممة من قبل ادارة الشركة وتستند على السلوك الانتهازي للإدارة والحوافز الإدارية للإفصاح وذلك من خلال السلطة التقديرية الممنوحة للإدارة بما يمكنهم من التأثير المتعمد على سياسة اعداد التقارير المالية وادارة أنشطة الإفصاح، وتستخدم الادارة عدة وسائل للقيام بذلك منها التحكم في كمية ومحتوي المعلومات عن قصد، والتلاعب بنتائج الأداء غير المواتية، وادارة محتوى المعلومات بشكل انتهازي، وتقييد أو تشويش الإفصاح من خلال خصائص اللغة واستخدام تصميم العرض وهيكّل اللغة لصياغة غامضة عن عمد في التقارير المالية، وتحييز الادارة في الإفصاح وإخفاء الأخبار غير المواتية.

- يترتب على غموض التقارير المالية العديد من الآثار والنتائج السلبية سواء على مستوى الشركة أو على مستوى سوق رأس المال، فعلى مستوى الشركة يترتب على غموض التقارير المالية آثار غير مرغوبة على عملية الاتصال الفعال، إذ تؤدي الي أرقام محاسبية مضللة وعدم تماثل المعلومات بين الاطراف الداخلية والخارجية، ومن ثم ارتفاع تكلفة رأس المال وانخفاض قيمة الشركة وارتفاع مخاطر انهيار أسعار الاسهم. أما على مستوى سوق رأس المال، يترتب على غموض وعدم شفافية التقارير المالية عدم قدرة المستثمرين على تحديد القيمة الحقيقية للشركة وصعوبة فهم وتفسير التقارير المالية، وتضليل مستخدمي التقارير المالية، وضعف بيئة المعلومات ومشكلة الاختيار المعاكس، ومن ثم انخفاض سيولة الاسهم وانخفاض حجم التداول وضوضاء التسعير، ومن ثم عدم كفاءة سوق رأس المال.

- تعتبر استراتيجية الإفصاح المحاسبي وسيلة مهمة لإدارة الشركات لتوصيل المعلومات الي الأطراف الخارجية وتعتمد استراتيجية الإفصاح على عاملين، العامل الأول هو مدي توافر المعلومات وتمائلها لجميع المتعاملين والمشاركين في سوق رأس المال، والعامل الثاني مدي فهم وتفسير السوق واستيعابه للمعلومات، وبناء عليه يتحدد غموض أو شفافية التقارير المالية، ففي ظل غموض التقارير المالية تعتمد استراتيجية الإفصاح على إخفاء وحجب المعلومات وعدم تماثلها بين الأطراف، ومن ثم عدم قدرة السوق على فهم وتفسير



## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

- واستيعاب المعلومات. وتفاضل ادارة الشركات بين ثلاث بدائل للإفصاح عن المعلومات الخاصة أما عدم الإفصاح أو الإفصاح الجزئي أو الإفصاح الكامل
- هناك عدة نظريات تفسر سلوك الادارة بالنسبة لاستراتيجية الإفصاح ومن ثم اختيار بديل شفافية التقارير المالية أو بديل غموض التقارير المالية، وتقوم هذه النظريات على مجموعة من الافتراضات وتقدم محددات أو دوافع للإفصاح وتشمل تلك النظريات، نظرية الوكالة، ونظرية الإشارات، ونظرية التعاقدات المثالية، ونظرية التكاليف السياسية، ونظرية السلوك الانتهازي، ونظرية توفير المعلومات، ونظرية تكاليف الملكية.
  - تتعدد دوافع ادارة الشركات لإخفاء وحجب المعلومات بما يؤدي الي تقارير مالية غير شفافة، فإذا كان تعمد الادارة التحكم في المعلومات بغرض تحقيق منفعة ذاتية عندئذ يكون هذا السلوك انتهازيًا، اما إذا كان هذا السلوك بغرض تحقق بقاء واستمرار الشركة في ظل المنافسة وعدم اطلاع المنافسين على اسرار أعمال الشركة أو الحفاظ على استمرار الشركة في سوق رأس المال، فعندئذ يكون السلوك بدافع الكفاءة، وتتعدد دوافع (محددات) غموض التقارير المالية منها دوافع ترتبط بخصائص المديرين، ودوافع ترتبط بخصائص الشركة.
  - لا يمكن قياس أو ملاحظة غموض التقارير المالية بصورة مباشرة ولذلك استخدم الباحثون بعض المقاييس التجريبية لقياس غموض التقارير المالية لاختبار فرضيتهم، وتظهر الدراسات السابقة عدم وجود اجماع على تحديد أفضل مقاييس لغموض التقارير المالية، ويمكن تصنيف مقاييس غموض التقارير المالية الي أربع مجموعات من المقاييس، تعتمد المجموعة الأولى على أنماط عوائد أسهم الشركات، بينما تعتمد المجموعة الثانية على وسطاء المعلومات مثل المحللين الماليين. وتعتمد المجموعة الثالثة على خصائص سوق رأس المال. وأخيرًا تعتمد المجموعة الرابعة على الممارسات الادارية للتلاعب بالمعلومات المحاسبية.
  - تعتبر مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات أحد المخاطر التي تواجه الشركات والمستثمرين على حد سواء، إذ تؤثر هذه المخاطر على قيمة الشركة في المستقبل ومن ثم ثروة المستثمرين، ولذلك تعد ادارة مخاطر الانهيار من الاعتبارات الهامة لقرارات ادارة المخاطر على مستوى الشركة وقرارات الاستثمار على مستوى المستثمرين.
  - من الناحية المفاهيمية ترتبط مخاطر انهيار أسعار الأسهم بميل مديري الشركات الي حجب الأخبار السيئة لفترة طويلة، إلا أن هناك حد أقصى لكمية الأخبار السيئة التي يمكن للمديرين إخفاءها وعندما تصل الأخبار السيئة الي هذا الحد الأقصى تظهر مرة واحدة، مما يؤدي الي انخفاض كبير ومفاجئ في أسعار الاسهم أي انهيار أسعار الأسهم. وتعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها المخاطر الناتجة عن الانخفاض الشديد والمفاجئ في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية قصيرة. كما تعرف مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقا لخصائص توزيع عوائد الأسهم بأنها مخاطر حدوث الانحراف السالب أو الالتواء السالب لعوائد الاسهم خلال فترة زمنية قصيرة نسبيًا وبصفة خاصة القيم السلبية الشاذة أو المتطرفة مما يزيد من احتمال حدوث انخفاض حاد في سعر أسهم الشركة.

- استنادا للإطار النظري للبحث، ومن خلال تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم تم اشتقاق فروض الدراسة، ويتناول الفرض الأول وجود تأثير إيجابي لغموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولأغراض تحقيق هدف البحث، ركز الباحث علي بعض الخصائص التشغيلية للشركات والتي من المحتمل أن تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وبصفة خاصة ركز البحث على كل من الأداء المالي، والتحفيز المحاسبي المشروط، والملكية المؤسسية. وقد تناول الفرض الثاني وجود تأثير سلبي للأداء المالي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما تناول الفرض الثالث وجود تأثير سلبي للتحفيز المحاسبي المشروط على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وأخيرا تناول الفرض الرابع وجود تأثير سلبي للملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- وقد أيدت نتائج الدراسة التطبيقية قبول فروض الدراسة. وذلك من خلال وجود تأثير إيجابي معنوي لغموض التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود تأثير سلبي معنوي للأداء المالي للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة الي وجود تأثير سلبي معنوي للتحفيز المحاسبي المشروط للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود تأثير سلبي معنوي للملكية المؤسسية للشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ولإيضاف المزيد من الوضوح والفهم علي العلاقات محل الدراسة بالتحليل الأساسي، تم اجراء تحليل إضافي للتأكد من نتائج النموذج الأساسي للدراسة واستمرار وجود علاقة بين المتغيرات المستقلة محل الدراسة والمتغير التابع، وذلك من خلال ادراج مجموعة من المتغيرات الرقابية الإضافية والتي أظهرت الدراسات السابقة ارتباطها بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك للتأكد من استمرار وجود العلاقة بين المتغيرات المستقلة محل الدراسة والمتغير التابع بعد ادخال تلك المتغيرات الرقابية الإضافية، وتتضمن المتغيرات الرقابية الإضافية كل من غموض الأرباح (ACCOPQ)، تقلب عوائد الأسهم (KUR)، وعدم تماثل توزيع عوائد الأسهم (SKEW). واتضح من تحليل نتائج اختبار التحليل الإضافي استمرار معنوية نموذج الدراسة، وزيادة القوة التفسيرية للنموذج الأساسي.
- ولتقييم قوة واتساق النتائج التي تم التوصل اليها في التحليل الأساسي تم اجراء اختبارات المتانة، وقد تم الاعتماد على استخدام مقاييس بديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (المتغير التابع)، وتتمثل المقاييس البديلة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم في كل من، مقياس احتمال الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية لأسهم الشركة (CRASH)، ومقياس تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل الي أعلى (DUVOL)، وقد اتضح من تحليل نتائج اختبار المتانة استمرار معنوية نموذج الدراسة، واتضح وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة علي المتغير التابع، حيث اتضح وجود تأثير إيجابي معنوي بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء تم قياسها باستخدام (CRASH)، (DUVOL)، وتتفق هذه النتائج مع نتائج التحليل الأساسي للدراسة. وبصورة مشابهة اتضح من نتائج اختبار المتانة وجود علاقة سلبية معنوية بين المتغيرات المستقلة الخاصة بالخصائص التشغيلية للشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم سواء تم قياسها باستخدام (CRASH)،

## د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

(DUVOL) وهي نفس النتائج التي توصل إليها التحليل الأساسي للدراسة. وبناء عليه تؤكد نتائج تحليل اختبار المتانة قوة ومتانة نتائج النموذج الأساسي للدراسة، مما يشير إلى مدي وقوة تأثير كل من غموض التقارير المالية والأداء المالي والتحفيز المحاسبي المشروط والملكية المؤسسية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في المستقبل.

**واستنادا إلى ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، يقدم الباحث مجموعة من التوصيات التالية:**

- بالنسبة للشركات، ضرورة اتخاذ بعض المبادرات لتقليل بعض دوافع أو مسببات مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات، والتي قد ترجع إلى مشاكل الوكالة أو ضعف آليات الرقابة والحوكمة الخاصة بالشركة. هذا إلى جانب ضرورة الاهتمام بوجود رقابة داخلية وإشراف أكثر فعالية على عملية إعداد التقارير المالية من قبل لجنة المراجعة، مع ضرورة وجود لجنة للمكافآت يكون لها دور فعال في تصميم خطط مكافآت المديرين وخاصة المكافآت المستندة حوافز الأسهم.
- بالنسبة لجهات الإشراف والرقابة على سوق المال، ضرورة فرض عقوبات على مديري الشركات التي تعرضت لانخفاض أسعار الأسهم، مع ضرورة مراجعة والإفصاح عن المحافظ الاستثمارية الكبيرة التي قد يحتفظ بها مديرو الشركات والإفصاح عن المكافآت والحوافز المستندة على الأسهم.
- بالنسبة لمراجعي الحسابات، ضرورة إدراك المراجع للمخاطر التي يواجهها في حالة زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات التي يقومون بمراجعة تقاريرها المالية، وكذلك تأثير هذه المخاطر على أتعاب المراجعة.
- بالنسبة للمستثمرين والمحللين الماليين، ضرورة اتباع نهج أكثر دقة في تحليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بما يساعد على تسعير الأسهم بشكل أفضل واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة تحافظ على ثروة المستثمرين وتجنبهم الخسائر المحتملة.

**وأخيرا، تقترح الدراسة بعض المجالات للبحوث المستقبلية تشمل:**

- دراسة أثر غموض التقارير المالية للمؤسسات المالية والبنوك التجارية على مخاطر انهيار أسعار أسهمها بالبورصة المصرية.
- دراسة عواقب انهيار أسعار أسهم الشركات على سلوك الاستثمار وسوق المال بعد انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة تأثير سياسات التمويل الخاصة بالشركات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية المرحلية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- أثر جودة المراجعة المدركة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم- دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

- أثر البيانات الضخمة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل جودة المراجعة المدركة كمتغير وسيط.

### مراجع البحث

#### أولاً: المراجع باللغة العربية:

- إبراهيم، فريد محرم فريد. ٢٠١٦. العلاقة بين مستوي التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية- جامعة طنطا*، العدد الثاني، ديسمبر: ٤٣٧-٤٩١.
- حسين، علاء علي 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- جامعة عين شمس*. المجلد (٢٤)، العدد (١): ٢٠٨-٢٧٥.

#### ثانياً: المراجع باللغة الانجليزية:

- Adams, R. B., Almeida, H., and D., Ferreira.2005. Powerful CEOs and their impact on corporate performance. **Review of Financial Studies** 18: 1403-1432.
- AlBalooshi, S., Iannino, M., and P., Abedifar. 2020. Firm Opacity and Islamic Securities Issuance. Available at [10.2139/ssrn.3604514](https://www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3604514).
- An, H., and T., Zhang. 2013. Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. **Journal of Corporate Finance** 21: 1–15.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., and C., Louca. 2016. Corporate governance and firm-specific stock price crashes. **European Financial Management** 22(5):916-956.
- Anonymous.2018. Do opaque financial reports increase future crash risk? Comparing empirical models in the U.S. and Brazilian markets. Available online at <http://www.ssrn.com>.
- Bakke, T. and T. Whited. 2010.Which Firms Follow the Market? An Analysis of Corporate Investment Decisions. **Review of Financial Studies** 23: 1941–1980.
- Ball, R., and L., Shivakumar.2006. The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. **Journal of Accounting Research** 44(2): 207-242.

- Ballesteros, B., Sanchez, I., and J., Ferrero. 2016. How are corporate disclosures related to the cost of capital? The fundamental role of information asymmetry. **Management Decision** 54(7): 1669-1701.
- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. **Journal of Accounting and Economics** 24 (1): 3-37.
- Bebchuk, L., and J., Fried. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. **Journal of Economic Perspectives** 17: 71-92.
- Bertrand, M., and S., Mullainathan. 2000. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principles Are. **Quarterly Journal of Economics** 116(3, Aug): 901-932
- Benmelech, E., Kandel, E., and P., Veronesi. 2010. Stock-based compensation and CEO incentives. **The Quarterly Journal of Economics** 125(4): 1769-1820.
- Bhattacharya, U., Daouk, H. and Welker, M. 2003. The world price of earnings opacity. **The Accounting Review** 78(3): 641-678.
- Bleck, A., and X., Liu. 2007. Market Transparency and the Accounting Regime. **Journal of Accounting Research** 45(2): 229-256.
- Callen, J., and X., Fang. 2013. Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? **Journal of Banking & Finance** 37(8): 3047-3063.
- Callen, J., Fang, X., and W., Zhang. 2020. Protection of proprietary information and financial reporting opacity: Evidence from a natural experiment. **Journal of Corporate Finance** 64: 1-24.
- Chan, K., and A. Hameed. 2006. Stock Price Synchronicity and Analyst Coverage in Emerging Markets. **Journal of Financial Economics** 80: 115-147.
- Chan, K., A. Hameed, and W. Kang. 2013. Stock Price Synchronicity and Liquidity. **Journal of Financial Markets** 16: 414-438.
- Chen, J., Hong, H., and J., Stein. 2001. Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. **Journal of Financial Economics** 61 (3): 345-381.

- Cheng, C., Shuo, L., and Z., Eliza. 2020. Operating cash flow opacity and stock price crash risk. **Journal of Accounting and Public Policy** 39: 1-23.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., and M., Singh. 2014. Powerful CEOs and capital structure decisions: evidence from the CEO pay slice. **Applied Economics Letters** 21: 564-568.
- Dahiya, S., Iannotta, G. and M., Navone. 2017. Firm Opacity Lies in the Eye of the Beholder. **Financial Management** 46(3): 553–592.
- Dechow, M., Sloan, R., and, A., Sweeney .1995. Detecting earnings management. **The Accounting Review** 70(2):93- 225.
- DeFond, M., and M. Hung. 2003. An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. **Journal of Accounting and Economics** 35 (1): 73–100.
- DeFond, M., Hung, M., and S., Li.2015. Does Mandatory IFRS adoption affect crash risk? **The Accounting Review** 90(1): 265-299.
- Dempsey, S., Harrison, D., Luchtenberg, K., and M., Seiler. 2012. Financial Opacity and Firm Performance: The Readability of REIT Annual Reports. **The Journal of Real Estate Finance Economics** 45:450–470.
- Dye, R.A. 2001. An evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics** 32 Nos 1/3: 181-235.
- Faulkender, M. and M., Petersen. 2006. Does the Source of capital affect capital structure. **Review of Financial Studies** 19: 45–79.
- Fernando, D., Giboney, J., and, R., Schneible. 2018. Voluntary disclosures and market response to earnings announcements. **Review of Accounting and Finance** 17(1): 2-17.
- Firth, M., Lin, C., Wong, S., and X., Zhao.2019. Corporate Accessibility and Stock Price Crash Risk. Available at [http://w3.bm.ust.hk/fina/gba/Program/SessionV/Firth,%20Wong,%20and%20Zhao%20\(2019\).pdf](http://w3.bm.ust.hk/fina/gba/Program/SessionV/Firth,%20Wong,%20and%20Zhao%20(2019).pdf)
- Francis, B., Hasan, I., and L., Li. 2016. Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. **Review of Quantitative Finance and Accounting** 46:217–260.

- Geile, A., 2007. Cash flow management and the cost of debt. Available at <http://www.ssrn>.
- Gelb, S., and J., Strawser. 2001. Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures: An Alternative Explanation for Increased Disclosure. **Journal of Business Ethics** 33: 1-13
- Gomes, A., and G. Phillips. 2012. Why Do Public Firms Issue Private and Public Securities. **Journal of Financial Intermediation** 21: 619-658.
- Habib, A., Jiang, H., and, M., Hasan .2018. Stock price crash risk: Review of the empirical literature. **Accounting and Finance** 58(1):211-251.
- Haghighat, A., Farhangzadeh, B., H., Mohammad .2015. The Impact of Institutional Ownership on Stock Price Synchronicity and Crash Risk. **International Journal of Business and Social Science** 6(4)(1): 181-189.
- Hong, H., and J., Stein .2003. Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. **Review of Financial Studies** 16, 487-525.
- Hong, H., T. Lim, and J. Stein. 2000. Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage, and the Profitability of Momentum Strategies. **Journal of Finance** 55: 265-295.
- Honggowati, S., Rahmawati, R., Aryani, Y., and A., Probohudono. 2019. Strategic Management Accounting disclosure, ownership structure, and firm characteristics in Indonesia manufacturing companies. **Journal of Finance and Banking** 23(3): 335-350.
- Hutton, A., Marcus, A., and, H., Tehranian. 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. **Journal of Financial Economics** 94 (1): 67-86.
- Jabbari, H., Zeinolabedin, S., A., Seyed. 2013. Cash Flow, Earning Opacity, and its Impact on Stock Price Crash Risk in Tehran Stock Exchange. **International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences** 3(4): 138-145.
- Jafari, M., and, A., Taghian. 2017. A Survey on the relationship between accruals and stock price crash: Evidence from Tehran Stock

- Exchange. **International Journal of Economic Perspectives** 11(4): 946-955.
- Jeon, K., 2019. Corporate governance and stock price crash risk. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal** 23(4): 1-14.
  - Jin, L., S. Myers .2006. R2 around the world: new theory and new tests. **Journal of Financial Economics** 79 (2): 257-292.
  - Jones, Jennifer.1991. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research** 29(2):193-228.
  - Khan, M., R., Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. **Journal of Accounting and Economics** 48 (2-3): 132-150.
  - Khurana, K., Pereira, R., X., Zhang. 2018. Is real earnings smoothing harmful? Evidence from firm-specific stock price crash risk. **Contemporary Accounting Research** 35 (1): 558-587.
  - Kim, J., Li, Y., L., Zhang. 2011a. CFOs versus CEOs: equity incentives and crashes. **Journal of Financial Economics** 101 (3): 713-730.
  - Kim, J., Li, Y., L., Zhang .2011b. Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. **Journal of Financial Economics** 100: 639-662.
  - Kim, J., and L., Zhang. 2014. Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks. **Contemporary Accounting Research** 31(3): 851-875
  - Kim, J., and L., Zhang. 2016. Does accounting conservatism reduce stock price crash risk? Firm-level evidence. **Contemporary Accounting Research** 33 (1): 412-441.
  - Kim, J., Wang, Z., and L., Zhang. 2016. CEO overconfidence and stock price crash risk. **Contemporary Accounting Research** 33 (4): 1720-1749.
  - Koo, K., and J., Kim. 2018. CEO Power and Firm Opacity. **Applied Economics Letters** 26(10): 791-794
  - LaFond, R., and R., Watts. 2008. The information role of conservatism. **The Accounting Review** 83 (2): 447-478.



- Lashgari, Z., and B., Farzalizade. 2013. The effect of earning opacity and operating cash flow sensitivity on stock price crash risk among firms accepted in Tehran Stock Exchange. **Journal of Social Issues and Humanities** 1(5): 34- 37.
- Leary, M., and M. Roberts. 2010. The Pecking Order, Debt Capacity, and Information Asymmetry. **Journal of Financial Economics** 95: 332–355.
- Lee, L., 2012. Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. **The Accounting Review** 87 (1): 1–33.
- Liu, Y. 2018. Corporate Financing and Stock Price Crash Risk. A thesis submitted to The University of Manchester for the degree of Doctor of Philosophy in the Faculty of Humanities. Available online at [https://www.research.manchester.ac.uk/portal/files/127943792/FULL\\_TEXT.PDF](https://www.research.manchester.ac.uk/portal/files/127943792/FULL_TEXT.PDF).
- Morck, R., Yeung, B., and W., Yu .2000. The Information Content of Stock Markets: Why Do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements. **Journal of Financial Economics** 58(1):215-260.
- Ravi, R., and Y., Hong. 2014. Firm opacity and financial market information asymmetry. **Journal of Empirical Finance** 25: 83-94.
- Reitmaier, C., and W., Schultze.2017. Enhanced business reporting: value relevance and determinants of valuation-related disclosures. **Journal of Intellectual Capital** 18(4): 832-867.
- Robin, A., and H., Zhang.2015. Auditor Quality and Debt Covenants. **Contemporary Accounting Research** 21:1-48.
- Sharif, S., and, M., Lai. 2015. The effects of corporate disclosure practices on firm performance, risk, and dividend policy. **International Journal of Disclosure and Governance** 12(4): 311–326.
- Sufi, A. 2007. Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans. **Journal of Finance** 62: 629–668.

- Sunder, S., 2010. Riding the accounting train: from crisis to crisis in eighty years. Available online at <https://slidetodoc.com/riding-the-accounting-train-from-crisis-to-crisis/>.
- Tarkovska, V., 2014. Corporate Governance and Stock Price Crash Risk: Evidence from UK Panel Data. Available online at: <http://arrow.dit.ie/buschacart>.
- Urquiza, F., Navarro, M., and M., Trombetta. 2010. Disclosure theories and disclosure measures. **Journal of Finance and Accounting** 39(147): 393–415.
- Verrecchia, R. 2001. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics** 32 Nos 1/3: 97-180.
- Wang, K., Sewon, O. and M., Claiborne. 2008. Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation** 17( 1): 14-30.
- Xie, B., W., Davidson, and P., Dadalt. 2003. Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee. **Journal of Corporate Finance** 9(3):295-316.
- Xu, N., Li, X., Yuan, Q., and, K., Chan .2014. Excess perks and stock price crash risk: Evidence from china. **Journal of Corporate Finance** 25: 419–434.
- Yeung, W., and, C., Lento. 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.
- Yu, F. 2008. Analyst Coverage and Earnings Management. **Journal of Financial Economics** 88: 245–271.
- Zhang, R.,2009. Cash flow management in the Chinese stock market: An empirical assessment with comparison to the U.S. Market. **Frontiers of Business Research in China** 3: 301–322.
- Zhu, W. 2016. Accruals and price crashes. **Review of Accounting Studies** 21: 349–399.

د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

ملاحق الدراسة

الملحق رقم (١)

بيان بأسماء الشركات التي تمثل مفردات عينة الدراسة

أبو قير للأسمدة	الصناعات الكيماوية-كيما	حديد عز
سيدي كرير للبتروكيماويات	مصر لصناعة الكيماويات	مصر للألومنيوم
المصرية للاتصالات	الإسماعلية مصر للدواجن	القاهرة للدواجن
المنصورة للدواجن	إيديتا للصناعات الغذائية	جبهة للصناعات الغذائية
عبور لاند للصناعات الغذائية	الكابلات الكهربائية المصرية	عبور اوتوجي بي اوتو
السويدي الكتريك	شارم دريمز للاستثمار السياحي	الإسكندرية للزيوت المعدنية
الصعيد العامة للمقاولات	اوراسكوم للتنمية	بالم هيلز للتعمير
مجموعة بورتو القابضة	مجموعة عامر القابضة	طلعت مصطفى القابضة
غاز مصر	المصرية لتطوير صناعة البناء	النساجون الشرقيون للسجاد
النصر للملابس كابو	العربية المتحدة للشحن	العربية للأسمنت
العز للسيراميك	ليسيكو مصر	الشرقية للدخان
العربية للصناعات الهندسية		

الملحق رقم (٢)

الاحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لجميع متغيرات الدراسة المستخدمة في تحليل الانحدار

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
NCSKEW	102	-.717336247105756	.495771937298480	-.100644675206618	.302774059440313
DUVOL	102	-.548158915088897	.694667016958241	-.090910417392898	.297057336132967
CRASH	102	0	1	.55	.500
OCFOPQ	102	.013847486966459	.973655926467196	.360340960566165	.245504485435979
ROA	102	-1.166741244993730	.274846038706677	-.003250990379498	.214230077688440
C-SCORE	102	-.030947833035984	10.511835599586073	2.207958116616688	2.500602328473621
INST	102	.000	1.000	.71689	.272051
LEV	102	.001177512561628	1.749562187651140	.458117685142749	.297307103139220
SIZE	102	13.254259684003967	25.015360085889963	20.647732812560815	2.672431023641544
RET t-1	102	-1.199807692307690	5.496792452830190	.231920723671174	1.050271870865266
ACCOPQ	102	.012551642194649	.996962945473513	.371136454999099	.252166316877589
skew RI	102	-2.202955484251510	2.485008986774380	.342008950620718	.940552860689318
KURT RI	102	-.299010942100551	10.547814957808194	2.392356104486256	2.235444082631968
Valid N (listwise)	102				

معاملات الارتباط

Correlations

		NCSKEW	ACCOP Q	OCFOPQ	ROA	LEV	SIZE	C-SCOR E	INST	RET t-1
NCSKEW	Pearson Correlation	1	.793**	.781**	-.533**	-.156	.075	-.340**	-.595**	.267**
	Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.117	.454	.000	.000	.007
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
ACCOP Q	Pearson Correlation	.793**	1	.670**	-.370**	.105	.040	-.296**	-.506**	-.313**
	Sig. (2-tailed)	.000		.000	.000	.294	.692	.003	.000	.001
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
OCFO PQ	Pearson Correlation	.781**	.670**	1	-.399**	.124	.043	-.289**	-.544**	-.308**
	Sig. (2-tailed)	.000	.000		.000	.216	.666	.003	.000	.002
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
ROA	Pearson Correlation	-.533**	-.370**	-.399**	1	-.631**	.008	.290**	.274**	.171
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000		.000	.940	.003	.005	.086
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
LEV	Pearson Correlation	-.156	.105	.124	-.631**	1	.215*	-.207*	.056	.009
	Sig. (2-tailed)	.117	.294	.216	.000		.030	.037	.574	.930
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
SIZE	Pearson Correlation	.075	.040	.043	.008	.215*	1	.080	-.040	.050
	Sig. (2-tailed)	.454	.692	.666	.940	.030		.424	.687	.620
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
C- SCOR E	Pearson Correlation	-.340**	-.296**	-.289**	.290**	-.207*	.080	1	-.012	.172
	Sig. (2-tailed)	.000	.003	.003	.003	.037	.424		.905	.084
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
INST	Pearson Correlation	-.595**	-.506**	-.544**	.274**	.056	-.040	-.012	1	.220*
	Sig. (2-tailed)	.000	.000	.000	.005	.574	.687	.905		.026
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102
RET t- 1	Pearson Correlation	.267**	-.313**	-.308**	.171	.009	.050	.172	.220*	1
	Sig. (2-tailed)	.007	.001	.002	.086	.930	.620	.084	.026	
	N	102	102	102	102	102	102	102	102	102

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

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

د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

الملحق رقم (٣)

نتائج الاختبار الاحصائي لنموذج الدراسة الأساسي

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: NCSKEW

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.854 <sup>a</sup>	.730	.709	.163212217965490

a. Predictors: (Constant), RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.755	7	.965	36.226	.001 <sup>b</sup>
	Residual	2.504	94	.027		
	Total	9.259	101			

a. Dependent Variable: NCSKEW

b. Predictors: (Constant), RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.252	.149		-1.693	.094
	OCFOPQ	.627	.088	.509	7.121	.000
	ROA	-.457	.115	-.323	-3.980	.000
	C-SCORE	-.017	.007	-.142	-2.389	.019
	INST	-.248	.076	-.223	-3.264	.002
	LEV	-.149	.078	-.147	-1.908	.059
	SIZE	.010	.006	.088	1.553	.124
	RET t-1	.005	.016	.016	.275	.784

a. Dependent Variable: NCSKEW

الملحق رقم (٤)

نتائج الاختبار الاحصائي للتحليل الإضافي

Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	KURT RI, ACCOPQ, SIZE, skew RI, LEV, C-SCORE, INST, RET t-1, ROA, OCFOPQ <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: NCSKEW

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.885 <sup>a</sup>	.784	.760	.148260798829543

a. Predictors: (Constant), KURT RI, ACCOPQ, SIZE, skew RI, LEV, C-SCORE, INST, RET t-1, ROA, OCFOPQ

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	7.259	10	.726	33.022	.000 <sup>b</sup>
	Residual	2.000	91	.022		
	Total	9.259	101			

a. Dependent Variable: NCSKEW

b. Predictors: (Constant), KURT RI, ACCOPQ, SIZE, skew RI, LEV, C-SCORE, INST, RET t-1, ROA, OCFOPQ

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.216	.135		-1.599	.113
	OCFOPQ	.327	.259	-.265	٣.260	.٠11
	ROA	-.387	.111	-.274	-3.477	.001
	C-SCORE	-.013	.007	-.110	-1.998	.049
	INST	-.288	.070	-.259	-4.145	.000
	LEV	-.097	.076	-.095	-1.278	.204
	SIZE	.007	.006	.064	1.191	.237
	RET t-1	.033	.018	.116	1.883	.063
	ACCOPQ	.974	.245	.811	3.973	.00٠
	skew RI	.060	.020	-.188	3.090	.003
	KURT RI	.006	.007	.048	.862	.391

a. Dependent Variable: NCSKEW

د. عفت أبو بكر محمد الصاوي

الملحق رقم (٥)

نتائج الاختبار الاحصائي لاختبارات المتانة

١- قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام DUVOL

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA <sup>b</sup>		Enter

a. Dependent Variable: DUVOL

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.831 <sup>a</sup>	.690	.667	.171463318513221

a. Predictors: (Constant), RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	6.149	7	.878	29.879	.000 <sup>b</sup>
	Residual	2.764	94	.029		
	Total	8.913	101			

a. Dependent Variable: DUVOL

b. Predictors: (Constant), RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.346	.156		-2.214	.029
	OCFOPQ	.610	.093	.504	6.588	.000
	ROA	-.348	.121	-.251	-2.888	.005
	C-SCORE	-.022	.008	-.186	-2.930	.004
	INST	-.189	.080	-.173	-2.372	.020
	LEV	-.115	.082	-.115	-1.398	.166
	SIZE	.013	.007	.120	1.972	.052
	RET t-1	.019	.017	-.068	1.111	.269

a. Dependent Variable: DUVOL

٢ قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام CRASH

Variables Entered/Removed

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA <sup>b</sup>	.	Enter

a. Dependent Variable: CRASH

b. All requested variables entered.

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.667 <sup>a</sup>	.445	.404	.386

a. Predictors: (Constant), RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA

ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11.244	7	1.606	10.777	.000 <sup>b</sup>
	Residual	14.011	94	.149		
	Total	25.255	101			

a. Dependent Variable: CRASH

b. Predictors: (Constant), RET t-1, LEV, SIZE, INST, C-SCORE, OCFOPQ, ROA

Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.314	.352		-.892	.374
	OCFOPQ	.807	.208	.396	3.872	.000
	ROA	-.442	.272	-.189	-1.627	.105
	C-SCORE	-.047	.017	-.234	-2.749	.007
	INST	-.137	.180	-.075	-.765	.446
	LEV	-.249	.185	-.148	-1.343	.183
	SIZE	.043	.015	.230	2.829	.006
	RET t-1	.018	.039	-.037	-.453	.652

a. Dependent Variable: CRASH



**Study and Examine the impact of Financial Reporting Opacity  
and Firms Characteristics on Stock Price Crash Risk of  
Companies Listed in the Egyptian Stock Exchange**

**Dr. Effat Abu Bakr Mohamed Elsayy**

*Assistant professor of Accounting*

*Faculty of Commerce, Alexandria University*

[effat.elsawy@comm.alexu.edu.eg](mailto:effat.elsawy@comm.alexu.edu.eg)

**Abstract**

The purpose of this study is to examine the impact of financial reporting opacity on stock price crash risk, as well as examining the relationship between firms' characteristics including financial performance, conditional conservatism, and institutional ownership on the stock price crash risk. The study used a sample of non-financial companies listed in the Egyptian Stock Exchange during the period from 2017-2019. The study found that the financial reporting opacity is positively associated with the future stock price crash risk. The study also found a negative relationship between financial performance, conditional conservatism, institutional ownership, and future stock price risk. The findings of this study will help the investors and regulators to understand the consequences of financial reporting opacity and stock price crash.

**Keywords**

Financial reporting opacity - Stock price crash risk – opportunistic behavior – Bad news hoarding – Information asymmetry- Conditional conservatism - Institutional Ownership - Stock Price Synchronicity