

قياس أثر القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: من منظور قابلية التقارير المالية للقراءة

عصام حسين محمد حسن السعدي

مدرس مساعد بقسم المحاسبة

كلية التجارة

جامعة القاهرة

Essam.Hussein@foc.cu.edu.eg

هالة عبدالله الخولي

أستاذ المحاسبة

كلية التجارة

جامعة القاهرة

أميرة محمد كمال

مدرس المحاسبة

كلية التجارة

جامعة القاهرة

مستخلص البحث

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في قياس أثر درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك قياس تلك العلاقة من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة كمتغير وسيط. ولتحقيق هذا الهدف تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية بلغت (٥٨) شركة مدرجة بمؤشر EGX100 بالبورصة المصرية، بإجمالي مشاهدات (٤٠٦) مشاهدة، خلال الفترة من عام ٢٠١٤ وحتى عام ٢٠٢٠. وقد تم تحليل البيانات بالاعتماد على اختبائي الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى، وتحليل المسارات. وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية، كما يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأخيراً، وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط. وقد اتفقت دوافع المديرين التنفيذيين ذوي القدرة المرتفعة مع نظرية التشويش الإداري ومنظور التريح الإداري.

الكلمات المفتاحية

درجة القدرة الإدارية، مخاطر انهيار أسعار الأسهم، قابلية التقارير المالية للقراءة، جودة الإفصاح المحاسبي.

تم استلام البحث في ٣٠ نوفمبر ٢٠٢٢، وقبوله للنشر في ١٧ يناير ٢٠٢٣.

١ - المقدمة وطبيعة المشكلة

شهدت الأسواق المالية الكثير من الأزمات الناتجة عن انهيار أسهم بعض الشركات الكبرى في العديد من دول العالم، والذي ثبت أن لمجالس إدارتها دوراً أساسياً في الاحتياط والتلاعب عند إعداد التقارير المالية، وهو ما انعكس سلباً على جودة إفصاحات التقارير المالية. ونتج عن تلك الأزمات أزمة أخرى تتمثل في فقد المجتمع الثقة في الأنظمة الإدارية والرقابية والمحاسبية (Dechow et al., 2010). هذا، وتعتبر أسواق الأوراق المالية مرآة للحالة الاقتصادية للدولة والمحرك الرئيس للنمو الاقتصادي والتنمية، وكفاءة هذه الأسواق يعتبر مؤشراً على نجاح السياسة الاقتصادية العامة للدولة. ونظراً لأهميتها، يجب محاولة فهم سلوك أسعار الأسهم (Stock Prices) والمخاطر المتعلقة بها كالانخفاض الحاد (الانهيار أو التخطم Crash Risk) وما هي مسبباتها، وما لها من مخاطر وتأثيرات على كفاءة سوق الأوراق المالية، ومن ثم على الحالة الاقتصادية. وعليه، يجب البحث عن العوامل المحددة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، حتى تعطي مؤشرات في تدعيم (أو الشك في) استمرارية واستدامة الشركات.

في هذا السياق، أشارت العديد من الدراسات إلى وجود عدة عوامل (محددات) داخلية وخارجية يمكن أن تؤثر في ارتفاع أو انخفاض احتمالية انهيار أسعار الأسهم، تم تناول العديد من العوامل الخارجية في كثير من الدراسات، إلا أنه في الأونة الأخيرة تم التركيز على العوامل الداخلية؛ نظراً لأهميتها وتأثيرها. ومن أهم العوامل الداخلية التي تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم، الخصائص الإدارية للمديرين، ومنها القدرة الإدارية، والتي تقع مسؤولية إعداد إفصاحات التقارير المالية على عاتق هؤلاء المديرين (مليجي، ٢٠١٩؛ Cui et al., 2019; Harper et al., 2020; Moradi et al., 2021; Liu & Lei, 2021; Habib & Hasan, 2017; Park & Jung, 2017; Kim & Zhang, 2014).

في السياق ذاته، توصلت دراسة Hambrick & Mason (1984) إلى نظرية المستويات العليا (The Upper Echelon Theory)، والتي أشارت إلى أن من أهم العوامل التي تؤثر على السياسات المالية والنتائج التنظيمية للشركة، ومن ثم جودة إفصاحات التقارير المالية، الخصائص الإدارية للمديرين. وقد اعتمدت العديد من الدراسات لاحقاً على هذه النظرية، وأكدت نتائجها على أن تبني المديرين لأساليب مختلفة في إدارة شركاتهم، تختلف باختلاف درجة قدرتهم الإدارية، وهو ما يفسر التفاوت في قرارات الشركات، ومن ثم أدائها وقيمتها في الأسواق المالية (Gan, 2019; Yung & Chen, 2018; Huang & Sun, 2017; Olsen et al., 2016).

هذا، وتعد المعلومات المفصحة عنها في التقارير المالية من أهم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون وأصحاب المصالح الأخرى، في تفسير المعلومات المحاسبية الأساسية، علاوة على الدور الهام الذي تؤديه تلك الإفصاحات في نقل المعلومات ذات القيمة إليهم، ومن ثم تحسين عملية اتخاذهم للقرارات. إلا أن تأثير تلك المعلومات على عملية صنع القرار، لا يعتمد فقط على قرار الإفصاح عن تلك المعلومات من عدمه، وإنما يعتمد بشكل أكبر على مدى جودة تلك الإفصاحات (Ressas & Hussainey, 2004; Dechow & Schrand, 2014). وقد أكدت على ما سبق العديد من الهيئات والمنظمات المهنية مثل: (مجلس معايير المحاسبة المالية FASB، ومجلس معايير المحاسبة الدولية IASB) على ضرورة أن يتسم الإفصاح المحاسبي بدرجة عالية من الجودة، حيث إن توافر الجودة في الإفصاح المحاسبي، يحقق العديد من المنافع لأصحاب المصالح المختلفة، بما ينعكس بصورة إيجابية على ترشيد قراراتهم، ومن ثم تأثيرها على استقرار أسعار الأوراق المالية.

بالرغم من تعدد أساليب قياس جودة الإفصاح المحاسبي التي تناولتها الدراسات السابقة، إلا أن استخدام الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية كمقياس لجودة الإفصاح المحاسبي يعد أفضل تلك المقاييس (شعيب، ٢٠١٩؛ الصباغ، ٢٠١٩)، ويعتمد هذا المقياس عند تقديره لجودة الإفصاح المحاسبي على توافر مجموعة من الخصائص النوعية المتعارف عليها في المعلومات المفصحة عنها في التقارير المالية، والتي حددتها بعض الهيئات المهنية المعنية بتنظيم مهنة المحاسبة، وهي قسمان، خصائص أساسية (وتتمثل في الملائمة والتمثيل الصادق)، وخصائص ثانوية (تتمثل في القابلية للفهم، والقابلية للمقارنة، والقابلية للتحقق، والتوقيت المناسب)، والتي يؤدي توافرها مجتمعة إلى تحقيق جودة المعلومات المفصحة عنها في التقارير المالية (Beest et al., 2009).

في سياق متصل، أظهرت البحوث المتعلقة بالتمويل وعلم النفس أن طريقة توصيل المعلومات للمستثمر تؤثر عليه عند معالجته لتلك المعلومات، وبالتالي يكون عرضة للتحييز أو التوجيه عند اتخاذ قرار معين. وعليه، قد تستلزم عملية قراءة وتفسير إفصاحات التقارير المالية جهوداً معرفية كبيرة من قبل القارئ لتحليل المعلومات الواردة في تلك التقارير. ونتيجة لذلك، من المتوقع أن تضيف عمليات الإفصاح الأكثر صعوبة، من حيث النص، حواجز إضافية أمام المستثمرين عند معالجة وتفسير وفهم تلك الإفصاحات (Boubaker et al., 2019).

لذا، ازداد الاهتمام بخاصية قابلية التقارير المالية للقراءة، والتي من خلالها تتحقق خاصية القابلية للفهم، حيث ترى عدة دراسات أن القابلية للقراءة تتضمن في داخلها القابلية للفهم، أو أن لهما نفس المعنى (شرف، ٢٠٢١؛ Jang & Rho, 2016). هذا، وتُعد القابلية للقراءة (Readability) أحد المؤشرات الرئيسية لجودة الإفصاح المحاسبي، وقد بدأ استخدام القابلية للقراءة كمؤشر لجودة الإفصاح المحاسبي بدراسة (Core 2001)، والتي أكدت على ضرورة تحسين طرق قياس جودة الإفصاح باستخدام أسلوب الكتابة واللغة والخصائص النصية والسردية الأخرى للإفصاح. وعقب تلك الدراسة، اعتمدت العديد من الدراسات الحديثة (شرف، ٢٠٢١؛ Li, 2008; Hasan, 2020) على نفس المؤشر لقياس جودة الإفصاح المحاسبي.

في السياق ذاته، توصل بعض الباحثين إلى أن ارتفاع قابلية التقارير المالية للقراءة تحسن من جودة إفصاحات التقارير المالية؛ بسبب ما يستتبعها من انخفاض في حالة عدم تماثل المعلومات؛ ومن ثم انخفاض حالة عدم التأكد وظاهرة التسعير الخاطئ

عند تقييم الأوراق المالية للشركات في السوق، علاوة على ما يصاحبها من تعزيز أداء وقيمة الشركة (Luo et al., 2018)، وكذلك تأثيرها على انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Azadi et al., 2021; Kim et al., 2019; Ertugrul et al., 2017)، وغيرها.

هذا، وقد توصلت عدة دراسات إلى أن أحد المسببات الرئيسية لمخاطر انهيار أسعار الأسهم تتمثل في مشاكل الوكالة، فمع فصل الملكية عن الإدارة، يتوافر لدى المديرين دوافع لحجب الأخبار السيئة عن مختلف أصحاب المصالح، بغرض تحقيق مصالحهم الخاصة، ومع تخزين وتراكم تلك الأخبار السلبية، تصل إلى مرحلة حرجة، لا تستطيع الإدارة معها إخفاء المزيد من الأخبار السلبية، فيتم الإفصاح عنها دفعة واحدة إلى السوق، فيحدث الانهيار في أسعار الأسهم، فضلاً عن ذلك، تعتبر إفصاحات التقارير المالية ذات الجودة المنخفضة أحد الوسائل التي تمكّن المديرين من إخفاء وتجميع الأخبار السيئة لفترات طويلة، بما يؤدي إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات ومن ثم ارتفاع حالة عدم التأكد لدى المستثمرين وأصحاب المصالح، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الانهيار، والعكس صحيح في حالة ارتفاع جودة إفصاحات التقارير المالية، (Cui et al., 2019; Park & Jung, 2017; Habib & Hasan, 2017; Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006). وبناءً على ذلك، يمكن القول بأن انخفاض جودة إفصاحات التقارير المالية، من خلال انخفاض قابلية تلك الإفصاحات للقراءة والفهم، وما تسببه من تشويش أو غموض لتلك الإفصاحات، يجعل من الصعب على المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى أن يكتشفوا السلوك الانتهازي لإدارة تلك الشركات.

على جانب آخر، توجد وجهتها نظر حول مدى تأثير درجة القدرة الإدارية للمديرين على جودة إفصاحات التقارير المالية، حيث ترى وجهة النظر الأولى وجود تأثير موجب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على جودة إفصاحات التقارير المالية، حيث إن المديرين التنفيذيين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة لديهم القدرة على تحسين أداء الشركة في المجالات المختلفة ومنها عملية إعداد التقارير المالية، وبالتالي لهم أثر موجب على إفصاحات التقارير المالية، ومن ثم ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح في تلك التقارير (Yan et al., 2021; Hasan, 2020; Baik et al., 2018; Abernathy et al., 2018; Demerjian et al., 2012)، وتعتمد وجهة النظر تلك على نظريتي الإشارة "The Signaling Theory" والتعاقد الفعال "Efficient Contracting".

على النقيض، يرى أصحاب وجهة النظر الثانية أن هناك تأثير سالب للقدرة الإدارية للمديرين على جودة إفصاحات التقارير المالية، حيث أشار عدد من الباحثين إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين يتيح لهم قدرة ومرونة أعلى للتلاعب في صياغة اللغة المستخدمة لوصف حدث ما عند الإفصاح عنه، بما يحقق مصالحهم الشخصية أو الانتهازية على حساب مصلحة المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى، وذلك من خلال انخفاض جودة إفصاحات التقارير المالية، بهدف التشويش أو التستر على الأداء الفعلي السيء، أو الدخول في مشروعات عالية الخطورة. ومن أحد أدوات التلاعب في صياغة الإفصاحات بطريقة صعبة القراءة والفهم للتشويش عليها (Cui et al., 2019; Yung & Chen, 2018; Habib & Hasan, 2017; Graham et al., 2013; Davis & Tama-Sweet, 2012). وتعتمد وجهة النظر في ذلك على نظريتي التشويش الإداري "The Management Obfuscation Theory" و"التربح الإداري Rent Extraction" أو تعظيم المنفعة.

هذا، وبجانب اختلاف وجهتي النظر السابق الإشارة إليهما، يوجد اختلاف أيضاً حول مدى تأثير درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصلت عدة دراسات إلى وجود تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (مليجي، ٢٠١٩; Park & Jung, 2017). في حين توصلت دراسات أخرى إلى وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Habib & Hasan, 2017; Cui et al., 2019; Liu & Lei, 2021).

بناءً على ما سبق، يرى الباحث أن هناك جدلاً قائماً في الدراسات السابقة بشأن مدى التأثير الذي قد تحدثه درجة القدرة الإدارية للمديرين على ارتفاع أو انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال تأثيرها على القابلية للقراءة كمؤشر لجودة إفصاحات التقارير المالية. فقد كانت نتائج الدراسات السابقة بشأن هذه العلاقة متباينة، ولم تقدم نتائج حاسمة بالشكل الكاف، فقد أشارت بعض الدراسات إلى وجود تأثير موجب، بينما أشارت دراسات أخرى إلى وجود تأثير سالب. وعليه، يتأرجح تفسير تأثير المديرين التنفيذيين - حسب درجة قدراتهم وكفاءتهم وأهدافهم وتطلعاتهم - على جودة إفصاحات التقارير المالية بين نظريتي الإشارة (التعاقد الفعال) والتشويش الإداري (التربح الإداري)، بما يؤثر على حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومستخدمي التقارير المالية، ومن ثم استقرار أو انهيار أسهم الشركات، وفي النهاية التأثير على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية.

وتأسيساً على ما سبق، يمكن تلخيص مشكلة البحث في التساؤل الرئيس التالي:

هل يوجد تأثير لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية، وكيف يكون تأثير تلك العلاقة من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة؟ وينبثق من هذا التساؤل الرئيس التساؤلات الفرعية التالية:

- هل تؤثر درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟
- كيف تؤثر درجة القدرة الإدارية على جودة إفصاحات التقارير المالية؟
- ما هو تأثير درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة؟

٢ - هدف البحث

يتمثل الهدف الرئيس للبحث في "قياس أثر القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال قياس تلك العلاقة من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة"، وينبثق من هذا الهدف الرئيس، الأهداف الفرعية التالية:

- تحديد تأثير درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- تحديد تأثير درجة القدرة الإدارية على جودة إفصاحات التقارير المالية.
- تحديد تأثير درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة.

٣ - أهمية البحث

تتمثل الأهمية العلمية والعملية للبحث في أنه يتماشى مع اهتمامات الفكر المحاسبي المعاصر، والتي تركز على دراسة المخاطر التي تحيط باستمرارية واستدامة الشركات، وما لها من تأثيرات على ثروة حملة أسهم تلك الشركات، والمتمثلة في خطر انهيار أسعار الأسهم. وذلك من خلال توثيق تأثير العلاقة بين درجة القدرة الإدارية وقابلية التقارير المالية للقراءة (كمؤشر لجودة الإفصاح المحاسبي)، وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما يسلط البحث الضوء على الفكرة القائلة بأن درجة القدرة الإدارية عامل مهم في جودة الإفصاح المحاسبي والتقارير المالية بصفة عامة. فضلاً عن ذلك، فإن هذه الدراسة تكمل الدراسات السابقة التي تفسر الدور الذي قد تلعبه درجة القدرة الإدارية في صياغة أسلوب الإفصاح وإعداد التقارير المالية وأسباب تباين جودة تلك الإفصاحات، من خلال تبني المديرين لأساليب مختلفة تؤثر على قرارات الشركة ونتائجها ومن ثم أدائها وقيمتها. كما يساهم البحث الحالي في زيادة فهم وإدراك المهتمين بأسواق المال والشركات المصرية والمستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى للعوامل والمحددات التي قد تؤثر في خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال إضافة محدد جديد وهو درجة القدرة الإدارية، والذي قد يساهم في إزالة التصور المتمثل في مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال تحسين جودة إفصاحات التقارير المالية، وبالتالي استعادة ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح، وضمان استقرار سوق الأوراق المالية المصرية، الأمر الذي يعود بارتفاع كفاءتها، ومن ثم تحسين الاقتصاد المصري.

٤ - فروض البحث

اتساقاً مع مشكلة البحث وأهدافه، فإنه يمكن صياغة فروض البحث فيما يلي:

الفرض الأول H₁: يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

الفرض الثاني H₂: يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

الفرض الثالث H₃: يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

الفرض الرابع H₄: تؤثر درجة القدرة الإدارية تأثيراً موجباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط.

٥ - منهجية البحث

تتمثل منهجية البحث في الخطوات أو الإجراءات التي سيتبعها الباحث من أجل تحقيق أهداف البحث، والإجابة على التساؤلات البحثية، واختبار الفروض البحثية، وفي ضوء ذلك فإن أسلوب البحث الحالي يتمثل في جانبين:

الجانب الأول، يتمثل في جانب مفاهيمي، يعرض من خلاله الباحث الإطار النظري والمفاهيمي لمتغيرات البحث والمتمثلة في القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم وقابلية التقارير المالية للقراءة، وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت المتغيرات محل البحث، وذلك لتحديد مجموعة المتغيرات التي تشكل في علاقتها مع بعضها البعض النموذج البحثي للدراسة.

الجانب الثاني، يتمثل في جانب عملي تطبيقي، لاختبار فروض الدراسة، والذي سيتم فيه الاعتماد على المدخل الكمي Quantitative Approach من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية في مؤشر EGX100، خلال الفترة من ٢٠١٤ وحتى ٢٠٢٠.

٦ - خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث، وسعياً لتحقيق أهداف البحث وتمهيداً لاختبار فروضه الإحصائية، قام الباحث بتقسيم باقي البحث، على النحو التالي:

أولاً: الإطار النظري والمفاهيمي لمتغيرات البحث (النقطة رقم ٧).
ثانياً: استعراض الدراسات السابقة ذات الصلة، ثم تحليلها، وصياغة فروض البحث (النقطة رقم ٨).
ثالثاً: الدراسة التطبيقية، ومناقشة نتائجها (النقطة رقم ٩).
رابعاً: الخلاصة والنتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية (النقطة رقم ١٠).

٧- الإطار النظري والمفاهيمي لمتغيرات البحث

قبل أن يشرع الباحث في مناقشة دراسات الفكر المحاسبي ذات الصلة بموضوع البحث، فإنه يرى أنه من الأهمية بمكان توضيح المفاهيم الأساسية لمتغيرات البحث التي وردت في الدراسات السابقة، وبما يتوافق مع موضوع البحث وطبيعة المشكلة البحثية، وذلك تمهيداً لتحليلها.

٧-١ الإطار النظري لمخاطر انهيار أسعار الأسهم

تمثل تقلبات وتذبذبات أسعار أسهم الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية محصلة لأثار العديد من العوامل، منها ما يرتبط بكفاءة سوق الأوراق المالية نفسه وقدرته على تمثيل المعلومات المتاحة فيه بشكل كامل، ومنها ما يرتبط بأداء الشركة نفسها وما تنتشرها من تقارير مالية، ومنها ما يرتبط بالمتعاملين في السوق (خاصة المستثمرين) ومعتقداتهم وردود أفعالهم وتصرفاتهم تجاه المعلومات والأحداث المختلفة (Liu & Lei, 2021; Cui et al., 2019). هذا، وترتبط زيادة حدة التقلبات بزيادة المخاوف وحالة عدم التأكد لدى المستثمرين بشأن التوقعات الاقتصادية المستقبلية للشركات، وبالتالي يترتب على التقلبات الحادة في أسعار الأسهم وجود بعض المخاطر مثل انخفاض سيولة الأسهم والانهيار الحاد وغيرها (El-Masry & El-Ghouty, 2017).

ولما كان مجموع هذه الأثار الناتجة عن هذه العوامل المختلفة ينعكس في أسعار أسهم الشركات، فقد اهتمت العديد من الدراسات السابقة بدراسة التغيرات التاريخية لأسعار الأسهم بغرض الاعتماد عليها في التنبؤ بهذا السعر في المستقبل، وكان أحد جوانب هذا الاهتمام المتزايد في دراسات أسعار الأسهم هو دراسة مدى إمكانية حدوث انهيار مستقبلي في هذا السعر وهذا ما تعارفت عليه الدراسات السابقة على تسميته مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Kim & Zhang, 2014; Kim et al., 2011; Hutton et al., 2009). لذا، سيقوم الباحث بعرض هذا المتغير بـإيجاز فيما يلي:

٧-١-١ مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم

تعددت المفاهيم المستخدمة من قبل الباحثين في الدراسات السابقة عند الإشارة إلى مصطلح مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تناول بعض الباحثين هذا المفهوم بمسمى (Tail Risk) "الخطر الطرفي" وذلك للتعبير عن عائد سهم الشركة في صورة شكل رسم بياني، فإنه يظهر فيه التواء في أحد جانبي المنحى، ولقد عرفت دراسة (Callen & Fang, 2017) "Tail Risk" بأنه: "الانحراف أو الالتواء السالب (Negative Skewness) في توزيع العائد على سعر سهم الشركة".

من زاوية أخرى، تناولت بعض الدراسات مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء عوائد وأسعار الأسهم، حيث أشارت دراسة (Zhu, 2016) إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم على أنها "احتمال حدوث انخفاض أو هبوط كبير ومفاجئ وغير متكرر في أسعار أسهم الشركة". وعرفته دراسة (DeFond et al., 2015) على أنه "تكرار حدوث عوائد سالبة على أسهم الشركة وتكون ذات قيمة مرتفعة أو شاذة Extreme". وعرفتها دراسة (Li et al., 2017) على أنه "قيام الشركة بالإفصاح بطريقة غير متماثلة بين الأخبار الجيدة والأخبار السيئة، حيث تقوم الإدارة بحجب الأخبار السيئة عن المستثمرين، والإفصاح بشكل مبالغ فيه عن الأخبار الجيدة مما يؤدي إلى حدوث ارتفاع في أسعار تلك الأسهم، وذلك في محاولة منهم لإخفاء وحجب الأخبار السيئة والأداء السيء لإدارة الشركة". وقد خلصت بعض الدراسات إلى تعريفها بأنها "الاتجاه السالب بشكل مستمر لعوائد أسهم الشركة" حيث يتم تقديرها من خلال أعلى عوائد سالبة للأسهم (Habib et al., 2018; Callen & Fang, 2015). كما أشارت دراسة (Dang et al., 2018) إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تتمثل في "انهيار شديد في القيمة السوقية للسهم، وبالتالي انخفاض حاد في ثروة حملة الأسهم". وأوضحت دراسة (Habib & Hasan, 2017) أن انهيار سعر السهم يشير إلى "التدهور الحاد والمفاجئ في سعر السهم مما يترتب عليه انخفاض كبير في قيمة الشركة". وأضافت دراسة (Firth et al., 2019) بأن تلك المخاطر تؤثر على رفاهية المستثمرين".

هذا، وترى دراسة (Kim et al., 2019) أنه مع تراكم الأخبار السيئة وارتفاع أسعار الأسهم إلى مستويات مبالغ فيها، يؤدي ذلك إلى نشوء فقاعة سعرية للأسهم، إلى أن يصل لحد أو نقطة حرجة (Threshold) يكون فيها من المكلف للغاية أن تحجب الإدارة الأنباء السيئة المتركمة لفترة أطول. وعند هذه النقطة، تصدر جميع الأنباء السيئة والسلبية دفعة واحدة، مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي فإن مخاطر الانهيار يرتبط ارتباطاً وثيقاً بجودة إفصاحات التقارير المالية ومشاكل الوكالة وما يتبعها من ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات (سليمان، ٢٠٢٠).

مما سبق، خلص الباحث إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تتمثل في "حدوث انخفاض حاد وجوهري ومستمر في أسعار أسهم الشركة، والذي يمكن ملاحظته من خلال الانحراف في سعر السهم أو الالتواء السالب في توزيع عوائد السهم، وذلك خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، بما يؤدي إلى انخفاض شديد في ثروة المساهمين وقيمة الشركة في سوق الأوراق المالية".

٧-٢- أهمية دراسة وتحديد مخاطر انهيار أسعار الأسهم

(١) تقييم أداء الشركة

حيث يمثل سعر السهم في سوق الأوراق المالية المعيار الأساسي الذي يمكن أن يستند إليه مستخدمي التقارير المالية في الحكم على أداء الشركة في الوقت الحالي وما هو متوقع في المستقبل. وبناءً عليه، فإن انخفاض سعر السهم في سوق الأوراق المالية يمثل مؤشراً على أن تقييم سوق الأوراق المالية، وكذلك المتعاملين فيه من مستثمرين، لأداء مثل هذه الشركات يعتبر أداء ضعيف، وعلى العكس من ذلك، فإن ارتفاع سعر السهم يمثل مؤشراً على أن أداء الشركة الحالي والمستقبلي يسيران بشكل جيد (DeFond et al., 2015).

(٢) مؤشر للفشل والتعثر المالي للشركة

تتبع أهمية دراسة وتحديد مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات من كونها المرحلة الأولى في بداية ظهور أعراض الفشل والتعثر والانهيار المالي للشركات، لذلك يجب على الأطراف المهتمة تشخيص تلك المرحلة بعناية شديدة، حيث إن تحديد خطر انهيار سعر سهم شركة معينة أمر هام ويحقق العديد من الفوائد للأطراف الأخرى، حيث يعتبر خطر انهيار سعر السهم من المخاطر المهمة بالنسبة للمستثمرين من جهة، حيث إنه يؤثر على اتخاذ القرار، وكذلك مهم للشركات من جهة أخرى، وذلك لأنه يؤثر في كيفية إدارة مخاطرها (Dang et al., 2018).

(٣) تحديد قيمة الشركة والعوائد المتوقعة من القطاع

ترى عدة دراسات أن تحديد مخاطر انهيار أسعار الأسهم له أهمية من منظورين، يتمثل الأول من منظور سوق الأوراق المالية، حيث إنه يمثل محدداً جوهرياً في تحديد قيمة الشركة، وينعكس ذلك على تحسين الأداء المالي لها ويفسر جزءاً مهماً من مقدار التغير في حقوق ملكية الشركة. ويتمثل الثاني من منظور الشركات المتداولة في سوق الأوراق المالية، والذي يعتبر محدداً أساسياً في تحديد مقدار العوائد المتوقعة في القطاع أو الصناعة الذي تعمل فيه تلك الشركة (عبد الرحيم، ٢٠٢٢؛ الصباغ، ٢٠١٩).

مما سبق، يستنتج الباحث أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تشكل مصدر قلق بالغاً للأطراف ذوي العلاقة بالشركة، حيث إنها تؤثر على إدارة المخاطر واتخاذ القرارات الاستثمارية، وهو ما جعل هذه المخاطر محور اهتمام المستثمرين والباحثين والمنظمين بعد سلسلة فضائح انهيارات العديد من الشركات الكبرى قديماً وحتى أوائل العقد الأول من القرن الحالي بما أدى إلى انهيارات الأسواق المالية، مما أعطى حافزاً للعديد من الباحثين لدراساتها وتحديدها والبحث عن العوامل (المحددات) التي تؤثر عليها. والتساؤل المطروح الآن، لماذا يحدث انهيار أسعار أسهم الشركات؟ وسيتناول الباحث في النقطة التالية تفسيرات مخاطر تلك الانهيارات.

٧-٣- تفسيرات مخاطر انهيار أسعار الأسهم

تناولت العديد من الدراسات مجموعة من التفسيرات لحدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات، لعل أهمها:

١. السلوك الانتهازي للمديرين لحجب أو إخفاء الأخبار السيئة

حيث يقوم المديرين بحجب أو إخفاء (تخزين) الأخبار السيئة غير المرغوب فيها لأطول فترة ممكنة عن المستثمرين بصفة خاصة وعن باقي الأطراف الأخرى بصفة عامة؛ استجابة لدوافع انتهازية أو الحصول على مزايا معينة، وقد أشار عدد من الباحثين إلى أن قدرة المديرين على تخزين وإخفاء الأخبار السيئة لن تستمر طويلاً، حيث إن عملية تخزين الأخبار السيئة تؤدي إلى تجميع تلك الأخبار حتى تصل مستوى أو نقطة معينة (Ping Point) وهي النقطة التي تفوق قدرة الإدارة على الاستمرار في تلك العملية بسبب ارتفاع تكلفة إخفاء الأخبار السيئة عن المنافع المتوقعة منها بالإضافة إلى عدم قدرة الإدارة على نشر أي أخبار جيدة لديها القدرة على تقليل أو الحد من تأثير الأخبار السيئة، وعند هذه النقطة يتم الإفصاح عن تلك الأخبار السيئة مرة واحدة، الأمر الذي سيؤدي بدوره إلى حدوث انهيار لأسعار الأسهم (Fu et al., 2021; Harper et al., 2020).

في السياق ذاته، تناولت العديد من الدراسات مجموعة من الأسباب التي تدفع الإدارة إلى القيام بحجب وتخزين الأخبار السيئة، وذلك كطبيعة للسلوك الانتهازي للإدارة والتي ترتبط بالدوافع الشخصية للإدارة مثل: الحفاظ على السمعة والمسار الوظيفي، أو تعظيم التعويضات والحوافز المادية التي يحصلون عليها والتي تعتمد على الأرباح التي يتم الإفصاح عنها (Dang et al., 2017; Callen & Fang, 2018; Habib et al., 2018; et al., 2018)، ومن الآليات التي تساعد الإدارة في حجب وتخزين الأخبار السيئة غموض وصعوبة قراءة التقارير المالية (Azadi et al., 2021; Kim et al., 2019; Ertugrul et al., 2009; Callen & Fang, 2015; Hutton et al., 2017)، وغيرها.

٢. مخاطر التخلف عن السداد

تشير "مخاطر التخلف عن السداد" إلى احتمالية عدم قدرة الشركة على الوفاء بسداد التزاماتها المالية، ولذلك يقوم المقرضون ومانحي الائتمان بفرض معدلات عوائد مرتفعة حتى تتوافق مع مستوى تلك المخاطر، وقد أشارت دراسة Habib et al. (2018) إلى أن مخاطر التخلف عن السداد تعتبر من الأسباب المفسرة لحدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن

الشركات التي ترتفع لديها مخاطر التخلف عن السداد، تكون أكثر احتمالاً للقيام بحجب وتخزين الأخبار السيئة ومن ثم القيام بالإفصاح المفاجئ عن تلك الأخبار مما يترتب عليه حدوث انهيار حاد في أسعار الأسهم.

٣. نظرية الاختلافات في الآراء (عدم تجانس معتقدات المستثمرين)

يمكن تفسير مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال هذه النظرية والتي تعتمد على العوامل السلوكية للمستثمرين، من خلال السلوك الأقل موضوعية (عقلانية) من جانب كلٍ من المستثمرين المتفائلين والمتشائمين في تفسير مخاطر الانهيار لأسعار الأسهم، وتقوم هذه النظرية على أن تداول المستثمرين أصحاب وجهات النظر المختلفة يمكن أن يكشف عن الإشارات الخاصة، بما يؤدي إلى حدوث تذبذبات وتقلبات في حركة الأسهم ارتفاعاً وانخفاضاً حتى في غياب المعلومات الأساسية (Hunjra et al., 2020).

هذا، وقد تم تفسير تلك النظرية من منظور آخر، حيث تناولت دراسة (Hong & Stein (2003) الثقة المفرطة للمستثمر في ذاته، حيث يعتقد بعض المستثمرين وبشكل خاطئ أن معلوماته الخاصة أكثر دقة من المعلومات التي تتوافر لدى غيره من المستثمرين.

٤. ردود أفعال المستثمرين على تقلبات أسعار الأسهم

حيث تمثل تأثيرات ردود أفعال المستثمرين تلك مصدراً هاماً لحدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث قد يفقد التحركات الكبيرة على أسعار سهم معين إلى قيام المستثمرين إلى إعادة تقييم تقلبات السوق وزيادة علاوة تحمل المخاطر مقابل الاستثمار في هذا السهم، ويؤدي هذا التأثير إلى حدوث التواء سالب في عوائد الأسهم (Habib et al., 2018).

هذا، ويرى الباحث أن انتهازية الإدارة لحجب أو إخفاء الأداء السيء للشركة غير المفضل الاطلاع عليه للمستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى، من أهم تفسيرات حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عن باقي العوامل السابق ذكرها أنفاً؛ نظراً لقدرتهم على التلاعب بصياغة وأسلوب الإفصاحات عند إعداد التقارير المالية، بما يمكن من إخفاء أو حجب الأداء السيء للشركة.

٧-٤-١-٧ محددات (عوامل) مخاطر انهيار أسعار الأسهم

أشارت العديد من الدراسات إلى مجموعة من المحددات لظاهرة انهيار أسعار الأسهم للشركات، يمكن تقسيم تلك المحددات إلى خمسة أقسام وهي: التقارير المالية وإفصاحات الشركات، الحوافز والخصائص الإدارية، معاملات سوق الأوراق المالية، آليات حوكمة الشركات، الآليات المؤسسية غير الرسمية (Habib et al., 2018).

في سياق آخر، تناولت دراسة (Moradi et al. (2021 مجموعة من العوامل أو المحددات والتي قسمتها إلى محددات داخلية وخارجية والتي ترتبط بخطر انهيار أسعار الأسهم، وتتضمن المحددات الداخلية ما يلي: غموض التقارير المالية وانخفاض قابليتها للقراءة، قابلية القوائم المالية للمقارنة، التهرب والتجنب الضريبي، إدارة الأرباح، المسؤولية الاجتماعية للشركات، الإفصاح عن أداء الاستدامة، التحفظ المحاسبي، جودة المراجعة الداخلية ونظم الرقابة الداخلية، القيود المالية، الخصائص الإدارية للمديرين (ومنها: القدرة الإدارية)، وغيرها. أما المحددات الخارجية فتتمثل في: جودة المراجعة الخارجية، التخصص الصناعي للمراجع الخارجي، المراجعة المشتركة، توقيت إصدار تقرير المراجعة، التبني الإلزامي للمعايير الدولية للتقارير المالية IFRS، توقعات المحللين الماليين، حجم التداول، المنافسة في سوق الأسهم، هيكل المديونية طويل وقصير الأجل، الأحداث السياسية، الثقة الاجتماعية تجاه الشركة، وغيرها.

يستنتج الباحث مما سبق، أن بعض الشركات تلجأ إلى التلاعب وإظهار وضع الشركة بشكل أفضل مما هو عليه بهدف التأثير الإيجابي على قرارات المستثمرين، وذلك من خلال إظهار الأخبار الجيدة وإخفاء (تخزين) الأخبار السيئة، وبالتبعية زيادة حجم الطلب على أسهم الشركة وتحسين سيولة الأسهم، ولكن مع تراكم الأخبار السيئة وإظهارها بصورة مفاجئة قد يترتب على ذلك زيادة مخاطر انهيار سعر السهم. وهو ما أكدته عدة دراسات مثل: Li et al. (2020) & kim et al. (2020) & Shahab et al. (2020) and Hutton et al. (2009) والتي استنتجت أن من أهم الأسباب الرئيسية التي قد تؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم هي إخفاء أو حجب واكتناز الأخبار السيئة من قبل الإدارة والإفصاح المفرط عن الأخبار الجيدة فقط.

هذا، ويرى الباحث أن الدراسات التي اهتمت بدراسة تفسيرات ومحددات حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، قد اعتمدت على نظرية الوكالة، والتي ترجح أن المديرين يسعون للحصول على المزيد من الحوافز الإدارية المالية وغير المالية، وذلك من خلال قيامهم بحجب وتخزين الأخبار السيئة عن المستثمرين وباقي أصحاب المصالح، مما يؤدي إلى حدوث نقص شديد في شفافية المعلومات من حيث مدى وضوحها وقابليتها للقراءة وفهمها، وبالتالي انخفاض جودة إفصاحات التقارير المالية، وهو ما يستتبعه زيادة حالة عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مخاطر الانهيار مستقبلاً. ونظراً لأهمية وتأثير قدرات المديرين وأهدافهم وحوافزهم في التلاعب بجودة إفصاحات التقارير المالية، سيقوم الباحث بتناول ذلك المتغير فيما يلي.

٢-٧ الإطار النظري والمفاهيمي للقدرة الإدارية

تعد القدرة الإدارية من السمات والخصائص الإدارية التي حظيت باهتمامات بالغة في الآونة الأخيرة؛ نظراً لتأثيرها على القرارات الاستراتيجية بالشركة ونتائجها الاقتصادية، وبالتالي أصبحت محددًا رئيساً لنجاح الشركات واستدامة أدائها في بيئة الأعمال المالية المعاصرة. لذا، فإن الشركات التي يتوافر لديها مديرين ذوي قدرات إدارية مرتفعة تستطيع جذب الاستثمارات وتبديد الاحتياجات التمويلية والدخول إلى أسواق رأس المال بشكل أكثر سهولة مما يؤثر بدوره على السياسات المالية للشركة، وتتضمن القدرة الإدارية المهارات والأسلوب الإداري والمعرفة والمهوية والسمعة والخبرات الشخصية التي تُمكن المديرين من استغلال وتخصيص الموارد المتاحة وتحويلها إلى إيرادات، مما يخفف من الهدر ويساهم في تكوين قيمة اقتصادية للشركة في الأجل الطويل (Ma et al., 2019). ولمزيد من التوضيح، يتم عرض موجز لهذا المتغير في النقاط التالية.

١-٢-٧ مفهوم القدرة الإدارية

اهتمت العديد من الدراسات بإيجاد تعريف للقدرة الإدارية. أشار Trueman (1986) إلى أن القدرة الإدارية هي "قدرة المديرين على تحديد التغييرات في البيئة التشغيلية للشركة". أما دراسة Demerjian et al. (2012) فقد عرفت القدرة الإدارية بأنها "مدى كفاءة المديرين في توليد الإيرادات من الموارد الاقتصادية المحددة المتاحة للشركات"، وبالتالي يفترض أن الشركات التي يعمل بها مديرون ذوي كفاءة عالية تستطيع توليد أقصى إيرادات ممكنة من الموارد الاقتصادية المتاحة بالشركة، وأن تكون في وضع أفضل لبقائها واستمرارها من الشركات التي ليس بها مثل هؤلاء المديرين، وكذلك الوفاء بالتزاماتها، وتحسن قدرة الشركة على الاستمرار في نشاطها.

كما تناولت دراسة Choi et al. (2015) مفهوم القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على أنها "قدرة هؤلاء المديرين على توليد الأرباح من خلال الاستخدام الفعال لموارد الشركة والتأثير الإيجابي على قرارات الاستثمار والأنشطة المنتجة للدخل والجهود التي تخفف التكاليف". وقد عرفت دراسة Rahman et al. (2020) مفهوم القدرة الإدارية بأنها "كافة التصرفات التي يقوم بها المديرون التنفيذيون في سبيل تحقيق الأهداف الاقتصادية للشركة من خلال الاستخدام الكفؤ لمواردها المتاحة".

هذا، وقد أشارت دراسة Andreou et al. (2017) إلى أن القدرة الإدارية للمدير تتمثل في "الفهم والاستخدام الكفء لموارد الشركة"، وأضافت، أن تلك القدرة تمثل أحد الموارد ذات القيمة للشركة، كما تساعد في توليد مزايا تنافسية لصالح الشركة في الأجل الطويل. وفي السياق ذاته، أشارت دراسة (مليجي، ٢٠١٩) إلى أن القدرة الإدارية تتمثل في بعض الخصائص التي يتصف بها المديرون التنفيذيون التي تمكنهم من فهم البيئة الاقتصادية للشركة والاستخدام الفعال لمواردها المحدودة في سبيل اتخاذ أفضل القرارات، مما ينعكس على تحسين جودة التقرير المالي وتحقيق مزايا تنافسية مستمرة للشركة.

أما فيما يتعلق بعملية إدارة وإعداد التقارير المالية، تتمثل القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في المعرفة والمهارة على فهم وتطبيق معايير المحاسبة بمرونة تتناسب مع ظروف الشركة، بما يؤدي إلى قدرة مرتفعة على الحصول على المعلومات وتركيبها ودمجها ضمن نماذج بناء التقديرات والتنبؤات، بحيث يؤدي إلى صياغة أحكام وتقديرات وتنبؤات أكثر دقة وموثوقية، وهو ما يؤثر تأثيراً إيجابياً على عملية إعداد التقارير المالية من حيث توافر إفصاحات ذات جودة مرتفعة في التقارير المالية، وزيادة دقة تنبؤات الإدارة للأرباح، وبالتالي تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات، وهذا سيؤدي إلى زيادة إعداد متابعي المحللين الماليين لسهم الشركة، وبالتالي زيادة دقة تنبؤاتهم نتيجة لاقتراب توقعاتهم مع الأداء الفعلي للشركة فيما بعد (مليجي، ٢٠١٩؛ Baik et al., 2018; Abernathy et al., 2018; Demerjian et al., 2013).

يتضح للباحث في ضوء ما سبق، أن القدرة الإدارية تستند على مجموعة من السمات التي يتمتع بها المديرون التنفيذيون مثل (المعرفة، الخبرات الشخصية، المهارات الإدارية، الميل إلى المخاطرة، وأسلوب الإدارة، والتواصل مع الآخرين) والتي تمكنهم من فهم طبيعة بيئة الأعمال وتساعد على الاستخدام الكفء للموارد المتاحة، وبالتالي التأثير الإيجابي على عملية اتخاذ القرارات وتحديد السياسات المتبعة بالشركة، مما ينعكس على عملية التداول وسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية، وفي النهاية تحقيق قيمة تنافسية للشركة. هذا، وقد عرف الباحث القدرة الإدارية بأنها "مدى قدرة فريق الإدارة من استخدام موارد الشركة المحدودة بكفاءة، وتحويلها إلى أقصى إيرادات ممكنة للشركة، ويحدث ذلك من خلال قدرتهم على فهم البيئة والظروف المحيطة بالشركة، بما يُمكن من اتخاذ قرارات رشيدة في الوقت المناسب، بما يعزز من أداء وقيمة الشركة، ويحسن من قدرة الشركة على الاستدامة".

٢-٢-٧ أهمية القدرة الإدارية

حظيت القدرة الإدارية منذ أواخر القرن الماضي وحتى الآن بأهمية بالغة، نظراً للعديد من الآثار الناتجة من هذا المورد البشري الذي لا يقل أهمية عن باقي موارد الشركة الأخرى، وفيما يلي عرض لأهم تلك الآثار:

(١) تأثيرها على السياسات والقرارات الاستراتيجية والأداء المالي للشركات

قبل ثمانينات القرن الماضي، تجاهل الباحثون تأثير القدرة الإدارية على سياسات الشركة، على افتراض أن المديرين كفاءات متجانسة إلى حد كبير، وبالتالي تأثيرهم محدود على النتائج الاقتصادية للشركات. ولكن من الملاحظ، أنه بعد أن قدمت دراسة Hambrick & Mason (1984) نظرية المستويات العليا والتي أشارت إلى أن العوامل السلوكية تؤثر في عملية اتخاذ القرارات داخل الشركات، ومن ثم إمكانية التنبؤ بالقرارات الاستراتيجية والنتائج التنظيمية للشركات بشكل كبير بناءً على

تلك الخصائص، واستناداً على فروض نظرية المستويات العليا، توالت الأبحاث والدراسات التي قدمت أدلة داعمة لتلك الفرضية، من حيث تأثير القدرة الادارية للمديرين على سياسات وقرارات وأداء ونتائج ومستقبل الشركات، وكذلك تفسر التفاوت في أداء الشركات (Al-Shaar et al., 2022; Andreou et al., 2017; Olsen et al., 2016; Bamber et al., 2010; Bertrand & Schoar, 2003).

كما تمنح المديرين التنفيذيين القدرة على اتخاذ قرارات استثمارية استراتيجية قادرة على أحداث تغييراً جوهرياً في قيمة شركاتهم، فضلاً عن أحداث طفرة في ثروات المساهمين. ولا يتوقف الأمر عند هذا الحد فقط، بل قد يمتد إلى تأثير المشاركين في السوق بوجود مديرين تنفيذيين ذوي قدرة إدارية مرتفعة لدى الشركات، ويرجع السبب في ذلك إلى ثقتهم في قدرة هؤلاء المديرين على أحداث جودة حقيقية في الشركة نتيجة لخبراتهم في بيئة الأعمال، وبالتالي فإن ذلك سوف يكون له بالغ الأثر على عملية التداول وسيولة الأسهم في سوق الأوراق المالية (Yung & Chen, 2018).

هذا، وقد أشارت دراسة (Luo & Zhou, 2017) إلى أن المديرين التنفيذيين هم الأكثر دراية ومعرفة بأعمال الشركة والقطاع الذي تنتمي إليه، فضلاً عن قاعدة العملاء الحاليين والمرتقبين وكذلك الحالة الاقتصادية للشركة، بما يؤدي إلى قدرة أعلى على تحقيق نتائج تشغيلية أفضل، ومن ثم خلق مزيد من التوقعات الإيجابية حول الأداء الخاص بالشركة. وقد توصلت دراسة (Chatjuthamard et al., 2016) إلى أن المديرين الأكثر قدرة يستطيعون فهم وتطبيق المعايير المحاسبية بمزيد من المرونة، وبالتالي التأثير على جودة المعلومات المفصّل عنها في التقارير المالية، وبناءً تقديرات مستقبلية بشكل أكثر مصداقية. وخأصت دراسة (Bhutta et al., 2021) إلى أن المديرين ذوي القدرات المرتفعة يعتبرون من أهم الموارد غير الملموسة في الشركات، حيث يعززون من أداء الشركة وقيمتها.

(٢) المساهمة في تحسين كفاءة الاستثمار

حيث تساعد القدرة الإدارية المرتفعة للمديرين التنفيذيين في تحسين كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة، ويرجع السبب في ذلك إلى قدرتهم على اقتناص الفرص الاستثمارية المناسبة واختيار أفضل المشروعات التي تحقق أعلى صافي قيمة حالية، لدعم النمو الداخلي والخارجي للشركة والتي من شأنها تعظيم قيمة الشركة، وبالتالي زيادة ثروات حملة الأسهم (Gan, 2019; Lee et al., 2018).

(٣) المساهمة في تخفيض الضغوط المالية

تساعد القدرة الادارية المرتفعة للمدير التنفيذي في تخفيض الضغوط المالية على الشركة، حيث إنها تمكن المديرين من تحديد التغييرات الاقتصادية التي تواجهها الشركة بدقة، وتفسير الاختلاف في الأداء المالي للشركة، كما أنها تؤثر في السياسات المالية والتمويلية، ومن ثم تمكن القدرة المرتفعة لهؤلاء المديرين من الدخول إلى أسواق المال بشكل أكثر سهولة، والحصول على التمويل المطلوب من مصادره الخارجية المختلفة بأقل تكلفة ممكنة، وقت الحاجة إليه (Demerjian et al., 2013). كذلك، تساهم القدرة الادارية المرتفعة للمدير التنفيذي في ارتفاع التصنيف الائتماني لشركته مقارنة بغيرها من الشركات التي لا تملك مديرين ذوي قدرة إدارية مرتفعة (Bonsall et al., 2017).

(٤) تحسين البيئة المعلوماتية للشركات

حيث استنتجت دراسة (Baik et al., 2018) أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات المرتفعة يعززون بيئة معلومات الشركات، ويعملون على تحقيق الإفصاح الشامل في التقارير المالية. كما أن القدرة الإدارية المرتفعة ينظر إليها من قبل المستثمرين وأصحاب المصالح على أنها بمثابة شهادة جودة في بيئة معلومات الشركة، حيث تعمل على زيادة شفافية التقارير المالية وتخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

(٥) تخفيض تكاليف الوكالة

وذلك من خلال تحسين مستوى الإفصاح وتعزيز الشفافية بالتقارير المالية وتوفير المعلومات الملائمة وفي التوقيت المناسب لكافة الأطراف من أصحاب المصالح المرتبطة بالشركة، مما يخفف من مستوى عدم تماثل المعلومات بين الشركة ومستخدمي التقارير المالية، وبما يعكس على ارتفاع جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية. فضلاً عن ذلك، يقوم المديرين الأكثر قدرة إدارية بإطلاع المستثمرين على الفرص الاستثمارية المتاحة، بما يعظم من قيمة الشركة. وفي النهاية تخفض القدرة الإدارية من تكاليف الوكالة (عبد المجيد، ٢٠٢١; Abernathy et al., 2018).

وبناءً على ما سبق، يمكن للباحث أن يستنتج أن القدرة الإدارية تعد أحد أهم العوامل الرئيسة لنجاح الشركات، وأنها حصيلية الخصائص والخبرات الشخصية للمديرين التنفيذيين، ويستطيع المديرين الأعلى قدرة تحديد التغييرات الاقتصادية لشركاتهم، كما يستطيعون نقل القيمة الحقيقية لتلك الشركات إلى الأطراف الخارجية بشكل أفضل، ومن ثم تخفيض مشاكل عدم تماثل المعلومات وحالة عدم التأكد ما بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى. كذلك، يكون للمديرين سلطة اتخاذ كافة القرارات للشركة مثل: القرارات الاستثمارية والتمويلية والتشغيلية وغيرها، فضلاً عن تحديد السياسات المحاسبية الخاصة بإعداد التقارير المالية وما تحويه من إفصاحات أو معلومات، كما تعمل القدرة الإدارية على تحسين البيئة المعلوماتية للشركة من خلال تدفق المعلومات المتاحة لدى المديرين ذات القدرة والسمعة المرتفعة عن الشركة إلى أسواق المال، بالإضافة إلى قدرة المديرين على تخزين المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها والتي تنعكس على إفصاحات التقارير المالية، مما يشير إلى زيادة جودة الإفصاحات

مع زيادة القدرة الإدارية للمديرين. ومن وجهة نظر المستثمرين، تزداد قيمة الشركة مع زيادة قدرة وكفاءة إدارتها، وبالتالي تنخفض مشكلة عدم تماثل المعلومات ما بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى للشركة، وهذا يدل على أن القدرة الإدارية تمثل مؤشراً لمساعدة المستثمرين على التنبؤ بالأرباح المستقبلية.

مما سبق، وبعد أن قام الباحث بتناول مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشيء من الإيجاز، وما تمثله تلك المخاطر من مصدر قلق لحملة الأسهم وأصحاب المصالح الأخرى، بسبب تأثيراتها على إدارة المخاطر واتخاذ القرارات الاستثمارية، وبالرغم من وجود العديد من هذه العوامل المحددة لتلك المخاطر، إلا أن الباحث يرى أن السبب الرئيس لهذه المخاطر يتمثل في قدرة المديرين وميلهم نحو تخزين أو حجب الأخبار السيئة أو السلبية غير المفضلة، وذلك لأطول فترة ممكنة في مقابل تحقيق دوافع انتهازية.

هذا، ويعتمد المديرين في تخزين أو حجب الأخبار السيئة أو السلبية غير المفضلة للمستثمرين على عدد من الأدوات؛ منها ما قد يشوب التقارير المالية من تلاعب في جودة إفصاحاتها من خلال صعوبة فهم تلك الإفصاحات؛ نتيجة لصعوبة قراءة التقارير المالية، وهو ما يقود إلى تقارير مالية مضللة ومنخفضة الجودة، وما يستتبعه من مشاكل للوكالة وارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين. هذا، ونظراً لأهمية خاصية القابلية للقراءة، كعامل مؤثر على جودة الإفصاح المحاسبي، سيقوم الباحث في العنصر التالي بتناول هذا المتغير بشيء من الإيجاز.

٣-٧ الإطار النظري والمفاهيمي لقابلية التقارير المالية للقراءة

نتيجة الانهيارات العالمية لكبرى الشركات، وتوالي الأزمات العالمية، استدعى ذلك مطالبة المنظمات المهنية بالتوسع في متطلبات الإفصاح (سواء كانت إلزامية أو اختيارية) عما كانت عليه سابقاً. لذا، يجب أن تكون المعلومات المفصح عنها في التقارير المالية دقيقة وتتمتع بدرجة عالية من الموثوقية لدعم ثقة مستخدمي التقارير المالية، فضلاً عن أنها يجب أن تكون قابلة للقراءة والفهم وبعيدة عن الغموض والتعقيد والممارسات الانتهازية، حتى تحقق تلك التقارير الهدف منها لدى مستخدميها (شرف، ٢٠٢١؛ Hasan, 2020; Lim et al., 2018).

من جانبها، قدمت دراسة (Dougal et al., 2012) أدلة تجريبية على أن الإفصاحات صعبة القراءة تقلل من اعتقاد المستثمرين بأنه يمكنهم الاعتماد على المعلومات المفصح عنها، وهو ما يؤثر في قراراتهم. وفي نفس السياق، يؤدي انخفاض قابلية الإفصاحات للقراءة إلى عدة نتائج، لعل من أهمها: ضعف الأداء المالي (Li, 2008)، والعواقب المحتملة لانخفاض أسعار الأسهم (Callen et al., 2013)، وزيادة تكلفة الاقتراض (Ertugrul et al., 2017; Bonsall & Miller, 2017)، ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (Azadi et al., 2021; Kim et al., 2019; Ertugrul et al., 2017)، وتأخير تقرير المراجع الخارجي (طنطاوي، ٢٠٢١؛ Salehi et al., 2020) وغيرها.

هذا، وتظهر أهمية خاصية القابلية للقراءة - وهي سبب تحقيق خاصية القابلية للفهم - في أنها تمثل حلقة الوصل بين خصائص متخذي القرارات (مستخدمي التقارير المالية) والخصائص النوعية للمعلومات نفسها، وتتأثر خاصية القابلية للقراءة بعاملين رئيسيين؛ يتمثل العامل الأول في مهارة وخبرة معد المعلومات (الإدارة)، أما العامل الثاني فيتمثل في مهارة وخبرة مستخدمي التقارير المالية. لذا، سيتناول الباحث تلك الخاصية بشكل موجز فيما يلي.

٣-٧-١ مفهوم قابلية التقارير المالية للقراءة

تناولت العديد من الدراسات السابقة مصطلح القابلية للقراءة، عرفت دراسة (Smith & Smith 1971) القابلية للقراءة بأنها "مقياس موضوعي وكمي يقدم تقييماً مسبقاً لسهولة فهم المادة المكتوبة، بما يفيد في اتخاذ خطوات لتعديلها حينما يكون مستوى استيعابها غير مناسب للقراء المستهدفين". كما عرفت دراسة (Klare 1974) بأنها "مؤشرٌ لمدى سهولة فهم أو استيعاب النص أو الرسالة لعوامل تتعلق بأسلوب كتابته (Style of Writing)"، أما دراسة (Cotter 2003) فأشارت إلى القابلية للقراءة بأنها "السهولة التي يمكن أن يُقرأ بها نص ما، وترجع إلى كل العوامل التي يمكن أن تؤثر في نجاح قراءة النص وفهمه، ويقع ضمن ذلك اهتمام القارئ ودفاعيته، فضلاً عن وضوح النص وحسن إخراج، ودرجة تعقيد الكلمة والجملة"، وبالتالي توفر القابلية للقراءة نوعاً من التغذية العكسية الفورية لمعد تلك التقارير. وترى دراسة علي (٢٠٢١) أن القابلية للقراءة هي إحدى الخصائص اللغوية للإفصاح النوعي التي تركز على أسلوب الإفصاح (Style of Disclosure).

كما أشارت دراسة (Xu et al., 2018) إلى أن التقارير المالية سهلة القراءة قد تساعد في مراقبة السلوك الانتهازي للإدارة من قِبَل الأطراف الخارجية، وبالتالي الحد من تكاليف الوكالة وتكاليف رأس المال. وعلى النقيض، يفسر المستثمرون الإفصاحات الصعبة على أنها غير ملائمة، وأن الشركة تقوم بحجب وإخفاء المعلومات، أو تضليل المستثمرين، وبالتالي فإنهم ينتقصون من قيمة الشركة، الأمر الذي قد يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الانهيار.

هذا، ويرى الباحث أن مفاهيم القابلية للقراءة قد ساهمت بشكل كبير في تفسير جانب من الأسباب الغامضة الكامنة وراء بعض السلوكيات والظواهر الغريبة في أسواق رأس المال، والتي واجه الباحثون صعوبة في تفسيرها لوقت طويل، ومن أهم تلك الظواهر مخاطر الانهيار المفاجئ لأسعار الأسهم عقب نشر التقارير المالية، وكذلك ردود الأفعال المبالغ فيها أو المنخفضة للغاية من قِبَل المستثمرين تجاه المعلومات التي يتم نشرها من قِبَل الشركات، وكذلك قرارات شراء وبيع الأسهم من قِبَل المستثمرين والتي لا ترتبط بعلاقة خطية مع ربحية وأداء الشركة. وتتمثل قابلية قراءة التقارير المالية في "توفير معلومات متجانسة، بسيطة، واضحة،

سهلة القراءة، ويفهمها جميع المستثمرين". وهذا ما يفضله المحللون الماليون والمستثمرون وباقي أصحاب المصالح. وبالرغم من اشتراط الهيئات التنظيمية على الشركات أن تقدم إفصاحاً موسعاً يصلح لكافة المستثمرين، إلا أنه لا يزال هناك تباين كبير في صياغة المعلومات المقدمة إلى أسواق رأس المال، كما أن الصعوبات المتعلقة بقراءة هذه التقارير قد تكون لها عواقب وخيمة.

٣-٢ أسباب ومحددات صعوبة قابلية التقارير المالية للقراءة

إن صعوبة قابلية التقارير المالية للقراءة لها العديد من الأسباب، يرى الباحث أنه يمكن تقسيمها إلى ثلاث أسباب رئيسية:

١. تعقد العمليات التشغيلية للشركة (Business Operating Complexity)

حيث إن زيادة تعقد أنشطة وعمليات الشركة قد يؤدي إلى زيادة صعوبة الإفصاح عنها في التقارير المالية، لأنها تحتاج إلى مزيد من الإفصاحات التفصيلية. وهنا، قد تستغل الشركات ذات الأداء السيء تعقد عملياتها التشغيلية في مزيد من صعوبة قراءة إفصاحاتها (Hoitash & Hoitash, 2018).

٢. تعقد متطلبات المعايير المحاسبية المستخدمة (Reporting Complexity)

حيث إن تطبيق تلك المعايير قد يؤدي إلى زيادة مستويات حجم وطول الإفصاحات، ومن ثم ارتفاع مستوى تعقدها وصعوبة قراءة التقارير المالية. خلصت دراسة (Jang & Rho, 2016) إلى أن متطلبات تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRS قد أدى إلى صعوبة قراءة الإفصاحات المتممة في التقارير المالية. وفي هذا السياق، أشارت دراسة (Guay et al., 2016) إلى أن متطلبات تطبيق بعض المعايير المحاسبية التي تنظم الإفصاح عن بعض القضايا المحاسبية مثل: معيار القيمة العادلة ومعيار الأدوات المالية وغيرها، قد أدت إلى زيادة صعوبة قابلية التقارير المالية للقراءة، نظراً للمطالبة بمزيد من البنود المحاسبية المفصحة عنها طبقاً لمتطلبات تطبيق تلك المعايير.

٣. التشويش أو التعتيم الإداري عن الأداء السيء (Managerial Obfuscation)

حيث يقوم المديرون التنفيذيون بالتلاعب في أسلوب وصياغة التقارير حسب دوافعهم الانتهازية، وذلك بهدف التشويش عن الأداء السيء غير المرغوب إظهاره للمستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى. حيث يكون لدى الإدارة الحرية الكاملة في كيفية صياغة محتوى التقارير المالية، ووصف الأحداث والعمليات المالية وغير المالية (السردية)، تلك الحرية قد يستغلها المديرون في التلاعب بشكل متعمد في الإفصاحات المحاسبية ومدى قابليتها للقراءة والفهم، خاصة عندما يكون الأداء المالي غير مرغوب فيه، أو الدخول في مشروعات عالية المخاطر (Hasan, 2020; Lim et al., 2018).

هذا، وقد توصلت دراسة (Li, 2008) إلى أن الإفصاحات تكون منخفضة القابلية للقراءة من جانب المستثمرين، عندما يكون أداء الشركة ضعيفاً، وأن الشركات ذات الأرباح المرتفعة، تقدم تقارير مالية أكثر قابلية للقراءة من جانب المستثمرين، فضلاً عن أن تلك الشركات ذات الأداء الجيد يكون لديها الدوافع للإفصاح في التقارير المالية عما يثبت ويوضح هذا الأداء الجيد. وفي السياق ذاته، أكدت دراسة (Schleicher, 2012) إلى أن الخصائص اللغوية للإفصاحات الوصفية من الممكن أن تتغير نتيجة تغير أداء الشركة. كما أن للخصائص اللغوية للتقارير المالية تأثير على حالة عدم تماثل المعلومات وأيضاً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Kong et al., 2021). وقد توصلت دراسة (Lo et al., 2017) إلى أن الشركات التي تمتلك حوافز أكبر للتلاعب بالأرباح، تقدم إفصاحات غير مفهومة ومنخفضة القابلية للقراءة.

أما عن محددات قابلية التقارير المالية للقراءة، فتتمثل تلك المحددات في عاملين رئيسيين (Li, 2017; Bonsall et al., 2008):

١. مهارة وخبرة مستخدمي التقارير المالية، حدد مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) في القائمة رقم (٢) مجموعة من الخصائص التي يجب أن يتسم بها مستخدمي المعلومات المفصحة عنها في التقارير المالية، وهي القدرة على فهم محتوى المعلومات المفصحة عنه، والقدرة على الاستخدام الصحيح للمعلومات في القرارات المناسبة والتي أعدت من أجلها تلك المعلومات، والخبرة النوعية والزمنية المتعلقة بالتعامل مع أنواع المعلومات المحاسبية.

٢. معدي المعلومات المفصحة عنها في التقارير المالية (الإدارة)، فيجب عليهم توفير معلومات متجانسة، بسيطة، واضحة، سهلة القراءة، ويفهمها جميع المستثمرين، بما يؤدي إلى سهولة قابليتها للقراءة، ومن ثم احتمال نجاح القارئ في القراءة والفهم، إلا أن نتائج الدراسات السابقة وضحت تباين قابلية التقارير المالية للقراءة من شركة لأخرى، حسب خصائص وقدرات المديرين التنفيذيين.

كما سبق، يرى الباحث أن أسباب قابلية التقارير المالية للقراءة ومحدداتها، تمثل أحد أهم القضايا المطروحة على الساحة بصفة مستمرة، ويعتبر أحد أهم أسبابها تلاعب المديرين التنفيذيين بأسلوب وصياغة التقارير وذلك حسب دوافعهم الانتهازية بهدف التشويش عن الأداء السيء للشركة أو الدخول في مشروعات عالية المخاطر. ويعتبر أحد محدداتها المديرين التنفيذيين الموكلون بإعداد التقارير المالية. هذا، ويتفق الباحث مع العديد من الدراسات السابقة التي ترى أن التلاعب في قابلية التقارير المالية للقراءة، قد يرجع _ بخلاف ما سبق من عوامل _ إلى تعمد المديرين التنفيذيين تشويش (Obfuscate) المعلومات المفصحة عنها، لإخفاء الأداء السيء للشركة (Ajina et al., 2016; Li, 2008; Bloomfield, 2008)، أو التأثير على سلوك المحللين الماليين

(Aymen et al., 2018)، أو سيولة الأسهم (Boubaker et al., 2019)، أو أثارها على أسعار الأسهم وسلوك حملة الأسهم (Azadi et al., 2021; Ria et al., 2020; Kim et al., 2019; Ertugrul et al., 2017) بالمعلومات المفصّل عنها في التقارير المالية، بحيث تكون أصعب فهماً وتعقيداً على عامة مستخدمي هذه التقارير، وذلك للحد من قدرتهم على الفهم والوصول إلى مؤشرات الأداء الحقيقي للشركة، أو لتحقيق منافع شخصية انتهائية لهؤلاء المديرين تتمثل في تعظيم مكافأتهم والتعويضات الممنوحة لهم.

٣-٧-٣ النظريات التي تفسر دوافع الإدارة للتلاعب في جودة إفصاحات التقارير المالية

أثار القائمون على المؤسسات المهنية والتنظيمية والمستثمرون مخاوف متعددة بشأن إفصاحات التقارير المتزايدة صعوبة القراءة، والتي أصبحت غير مفهومة بالنسبة لكثير من المستثمرين، وترى عدة دراسات أن التقارير المالية صعوبة القراءة والفهم ترجع إلى التعقيد التشغيلي للشركات المفصّحة و/أو الرغبة في إخفاء الأداء الضعيف (Xu et al., 2018). وقد لخص رجل الأعمال الشهير Warren Buffett في عام ٢٠٠٢ ذلك في كلمته التالية "إذا كنت لا تستطيع فهم حاشية أو تفسير إداري آخر، فهذا عادة لأن المدير التنفيذي لا يريدك أن تفهم، وأن هذه الإدارة غير جديرة بالثقة" نقلاً عن (Aymen et al., 2018).

هذا، وتعتبر قضية مدى تأثير درجة القدرة الإدارية للمديرين على جودة إفصاحات التقارير المالية قضية جدلية، حيث توجد وجهتا نظر في هذه الاشكالية، يرى أنصار وجهة النظر الأولى، أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة لديهم القدرة على تحسين مختلف أداء الشركة ومنها عملية إعداد التقارير المالية. وتعتمد وجهة النظر في ذلك على نظرية "التعاقد الفعال Efficient Contracting"، والتي تعني أن المديرين التنفيذيين أصحاب القدرة الإدارية المرتفعة هم الأقدر على تحسين جميع جوانب أداء الشركة (عبد المجيد، ٢٠٢١؛ Choi et al., 2015). ولديهم دراية واسعة ومعرفة بطبيعة نشاط الشركة والظروف التي تعمل فيها، ولديهم القدرة على جمع المعلومات التي تساعدهم على إعداد إفصاحات أكثر سهولة ويسر من المديرين التنفيذيين الأقل قدرة إدارية، وبالتالي لهم أثر إيجابي على إفصاحات التقارير المالية، ومن ثم ثقة المستثمرين وأصحاب المصالح في تلك التقارير (Yan et al., 2021; Abernathy et al., 2018; Demerjian et al., 2012). وبالتالي توصلت العديد من الدراسات التي تبنت وجهة النظر تلك إلى وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على قابلية التقارير المالية للقراءة (كمؤشر لجودة إفصاحات التقارير المالية).

على النقيض مما سبق، توصل أنصار وجهة النظر الثانية إلى رأي عكسي، حيث أشار عدد من الباحثين إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين يتيح لهم قدرة ومرونة أعلى للتلاعب في صياغة اللغة المستخدمة لوصف حدث ما عند الإفصاح عنه، بما يحقق مصالحهم الشخصية أو الانتهازية على حساب مصلحة المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى (Cui et al., 2019; Yung & Chen, 2018; Habib & Hasan, 2017; Graham et al., 2013; Davis & Tama-Sweet, 2012). وتعتمد وجهة النظر في ذلك على نظرية "التربح الإداري Rent Extraction" أو تعظيم المنفعة، وذلك من خلال انخفاض جودة إفصاحات التقارير المالية، بهدف التشويش أو التستر على الأداء الفعلي السيء، ومن أحد أدواته التلاعب في صياغة الإفصاحات بطريقة صعوبة القراءة والفهم للتشويش عليها، ومن ثم زيادة غموض بيئة الإفصاح والتقارير المالية (Baik et al., 2018). وبالتالي توصلت العديد من الدراسات التي تبنت وجهة النظر تلك إلى وجود تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على قابلية التقارير المالية للقراءة (كمؤشر لجودة إفصاحات التقارير المالية).

في سياق آخر، يتمثل هدف المديرين التنفيذيين الرئيس في العمل على تعظيم قيمة الشركة ومن ثم زيادة ثروة حملة الأسهم، ولكن بسبب وجود تعارض للمصالح بين حملة الأسهم (الموكل) والإدارة (الوكيل)، أصبح هناك دوافع انتهازية لدى المديرين في تعظيم مصالحهم ومنفعتهم الشخصية، حتى لو على حساب حملة الأسهم والإضرار بثرواتهم. حيث أشارت دراسة Kalyta & Magnan (2008) إلى أنه قد يقوم المديرون بأنشطة مكلفة تهدف إلى إخفاء المنافع الشخصية لهم من خلال إصدار تقارير مالية منخفضة الجودة؛ مما تسهل من التربح الإداري أو تعظيم المنفعة، والمعروف باسم السلوك الانتهازي.

لذا، فإن وجود هذا التعارض في المصالح يجعل هناك شك وعدم ثقة في عملية إعداد التقارير المالية وما بها من إفصاحات؛ بسبب احتمالية قيام الإدارة بالإفصاح عن المعلومات التي تظهر به الأداء الإيجابي فقط وتخفي المعلومات السلبية عن أداء الشركة التي تضر دوافعها وممارساتها الانتهازية. وهذا ما يؤدي إلى ظهور مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومستخدمي التقارير المالية، نتيجة لتشويش أو تعظيم بعض المديرين للمعلومات المفصّح عنها للتغطية على فشلهم في إدارة الشركة وأدائها السيء (Ajina et al., 2016; Li, 2008; Bloomfield, 2008).

مما سبق، يستنتج الباحث أن الدوافع والأسباب السابق الإشارة إليها، والتي تقود المديرين التنفيذيين إلى اتباع ممارسات انتهازية مثل إعداد التقارير المالية منخفضة القابلية للقراءة، قد تفسرها العديد من النظريات التي تناولتها الكثير من الدراسات، وقد اعتمد الباحث على هذه النظريات في تفسير نتائج البحث التي سيتم التوصل إليها فيما بعد سواء كانت التأثير موجب أو سالب، وفيما يلي عرض لهذه النظريات:

(١) نظرية التشويش الإداري (The Management Obfuscation Theory)

يقصد بالتشويش وجود نية لأحد الأطراف لتضليل الطرف الآخر بتشويه المعلومات أو التلاعب بها أو انتقائها أو تجنبها لأغراض انتهازية خاصة. وقد عرفت دراسة (2004) Courtis التشويش الإداري على أنه "قدرة المديرين على استخدام أسلوب للكتابة عند إعداد التقارير المالية بصورة تؤدي إلى تشتت مستخدمي التقارير المالية، ومن ثم عدم قدرتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة". وعليه، تشير نظرية التشويش الإداري إلى أن المديرين لديهم حوافز للتشويش على الأداء المالي الحقيقي غير المرغوب فيه لشركتهم من خلال الإفصاح منخفض الجودة لتأجيل الآثار السيئة (Dempsey et al., 2012; Li, 2008)، وهذا سيؤدي إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين نتيجة لانخفاض جودة إفصاحات التقارير المالية.

لهذا، يكون لدى المديرين حوافز للتشويش على المعلومات المفصح عنها؛ لإخفاء الأداء الضعيف من خلال العديد من العوامل لجعل بيئة المعلومات منخفضة الجودة، منها، تقديم إفصاحات منخفضة القابلية للقراءة بهدف تخفيف أو تأجيل الآثار غير المرغوب فيها على أسهم تلك الشركات في أسواق المال، الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين.

في سياق متصل، تُظهر دراسة (2019) Kim et al. أن القدرة المنخفضة على القراءة تعزز الارتباط بين ممارسات التلاعب في الأرباح وخطر الانهيار اللاحق. وتشير هذه النتيجة إلى أن المديرين يمكن أن يستخدموا نظرية التشويش على المعلومات المفصح عنها من خلال صعوبة قراءتها والتلاعب في الأرباح بوصفها أداتين مكملتين لإخفاء الأخبار السيئة.

من زاوية أخرى، أشارت دراسة (2016) Ajina et al. أنه يوجد أسلوبان للتشويش أو التغطية على الأداء المنخفض وإخفاء سوء الأداء للمديرين، يتمثل الأسلوب الأول في التلاعب بالمعلومات المفصح عنها من خلال التركيز على الجوانب الإيجابية فقط لدى الشركة أو عمل مقارنات للأداء باختيار المعايير التي تظهر الأداء المالي الحالي في أفضل حالته. أما الأسلوب الثاني فيعتمد على الإخفاء أو التشويش بطرق مختلفة مثل التلاعب باللغة والكلمات بحيث تكون صعبة القراءة على عامة مستخدمي التقارير المالية. هذا، ويعتقد الباحث أن الأسلوب الثاني هو المفضل للإدارة، حيث لا توجد إرشادات توضح كيفية قيام الإدارة بالإفصاح عن المعلومات غير المالية (الوصفية/السردية)، مما يدفعها إلى الإفصاح عن تلك المعلومات بطريقة انتهازية وبما تفيد مصالحها الخاصة فقط، على حساب مصلحة المستثمرين وباقي أصحاب المصالح الأخرى.

(٢) نظرية الإشارة (The Signaling Theory)

طبقاً لنظرية الإشارة، فإن المديرين التنفيذيين ذوي القدرة المرتفعة عادة ما يكون أداؤهم مرتفعاً ومن غير المرجح أن يخفوا أداءهم اللائق. ولذلك، فإنها تميل إلى الإفصاح عن تقارير مرتفعة الجودة للمستثمرين وأصحاب المصالح وأسواق المال، ومن ثم تبلغهم بأدائهم وقدرتهم المرتفعة والمثالية (Gerayli & pitenoei, 2018).

لذا، تعد نظرية الإشارة أحد الأدوات المهمة التي يستعين بها المديرين ذوي الكفاءة والقدرة، والتي تساعدهم في توفير المعلومات للمستثمرين في الأسواق المالية، وبالتالي تساهم في رفع كفاءة الأسواق المالية من خلال القضاء أو الحد من مشكلة عدم التماثل المعلوماتي بين الإدارة من جهة والمساهمين وأصحاب المصالح من جهة أخرى، وفي النهاية الثقة في إفصاحات التقارير المالية، ومن ثم انخفاض المخاطر في استثماراتهم؛ نتيجة لانخفاض حالة عدم تماثل المعلومات وحالة عدم التأكد.

هذا، ويعتمد الباحث عند تفسير نتائج البحث التي سيتم التوصل إليها على هاتين النظريتين، حيث إنه في حالة وجود تأثير سالب بين درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وصعوبة قراءة التقارير المالية، فإن نظرية الإشارة هي التي تفسر هذه النتيجة. حيث إنه في ظل هذه النظرية، سيكون هدف المديرين التنفيذيين ذوي القدرة المرتفعة إرسال إشارات للسوق وأصحاب المصالح الأخرى بأدائهم وقدرتهم وكفاءتهم المرتفعة التي أدت إلى ارتفاع وتحسين أداء وقيمة الشركة، ويتم ذلك من خلال ارتفاع جودة إفصاحات التقارير المالية، ومن ثم ارتفاع قابلية التقارير المالية للقراءة، الأمر الذي سيؤدي إلى انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومستخدمي التقارير المالية، وبالتالي انخفاض مخاطر انهيار أسعار الاسهم.

في المقابل، في حالة وجود تأثير موجب بين درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وصعوبة قراءة التقارير المالية، فإن نظرية التشويش الإداري هي التي تفسر هذه النتيجة. حيث إنه في ظل هذه النظرية، كلما ارتفعت القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين أدى ذلك إلى انخفاض قابلية التقارير المالية للقراءة، ومن ثم انخفاض جودة إفصاحات التقارير المالية، وبالتالي ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومستخدمي التقارير المالية، بما يخدم مصالحهم نتيجة انخراطهم في مشروعات مرتفعة المخاطر والعوائد المحتملة أو التستر والتشويش على الأداء السيء غير المرغوب الإفصاح عنه، الأمر الذي سيؤدي في النهاية إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٨ - الدراسات السابقة ذات الصلة، وصياغة فروض البحث

يكون لدى بعض المديرين التنفيذيين حوافز انتهازية لزيادة تصورات المستثمرين إلى أقصى حد ممكن عن قيمة الشركة، حتى ينعكس ذلك على أسعار الأسهم، ومن ثم ينعكس إيجابياً على مكافآتهم وتطلعاتهم الخاصة. ومن الطرق التي يستخدمها بعض هؤلاء المديرين إخفاء المعلومات السلبية غير المرغوب الإفصاح عنها، لأن تلك المعلومات سيكون الإفصاح عنها أكثر تكلفة على أدائهم. هذا، وبسبب ردود الأفعال التاريخية لأسعار أسهم الكثير من الشركات المنهارة التي سببتها التقارير المالية، فإن المديرين

يقومون بإخفاء الأخبار السيئة بطرق عديدة من خلال نشر تقارير مالية ذات جودة إفصاحات منخفضة، بما يؤدي إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات، وذلك لمنع المستثمرين من الحصول على أي معلومات عن سلوكهم الانتهازي، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويختلف ذلك باختلاف أهداف المديرين وقدراتهم وتطلعاتهم الانتهازية.

هذا، وسيقوم الباحث في هذا الجزء من البحث بمناقشة وتحليل أهم الدراسات التي تناولت هذا الموضوع لتحديد مدى مساهمة كل منها في توصيف متغيرات مشكلة الدراسة وتقييم أثارها، بما يمكن من تحديد الفجوة البحثية الممكنة، وتحديد طبيعة واتجاه العلاقات الممكنة بين هذه المتغيرات، ثم اشتقاق فروض الدراسة الحالية. وعليه، سيقوم الباحث بعرض الدراسات السابقة مصنفة إلى ثلاث مجموعات كما يلي:

٨-١ المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت تأثير درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم

تناولت العديد من الدراسات تأثير درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. حيث قامت دراسة **Park & Jung (2017)** بفحص تأثير القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية الكورية، مع الأخذ في الاعتبار بعض الشركات ذات التأثير الكبير على الاقتصاد الكوري. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الكورية بإجمالي مشاهدات ٣٩٤٤ مشاهدة، خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ حتى عام ٢٠١٤. وأسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ارتباط سلبية بين درجة القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتشير هذه النتيجة إلى أن المديرين ذوي القدرات الإدارية الأعلى لديهم المزيد من الحوافز للإفصاح عن محتوى معلوماتي جيد للإشارة إلى قدرتهم وبعيداً عن الممارسات الانتهازية، مما يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل. فضلاً عن ذلك، توصلت الدراسة أيضاً إلى أن الشركات التي تنتمي إلى مجموعة الشركات التجارية الكبرى تلعب دوراً مؤثراً في إضعاف العلاقة السالبة السابقة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم اللاحقة، نتيجة لوصول الملاك الأساسيين في مجلس الإدارة مباشرة إلى المعلومات الخاصة ومن ثم إمكانية حجب أو تخزين الأخبار السيئة، وبالتالي تزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم في مثل هذه الشركات.

كما هدفت دراسة **Habib & Hasan (2017)** إلى تقديم دليل تطبيقي حول مدى تأثير القدرة الإدارية على كفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى الشركة، وكيفية تأثير ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، بالتطبيق على عينة من الشركات في استراليا، بإجمالي مشاهدات ٧٦٢٤٩ مشاهدة خلال الفترة من عام ١٩٨٧ حتى عام ٢٠١٢. توصل الباحثان إلى عدة نتائج من أهمها أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تزداد لدى الشركات التي بها مديرين ذوي قدرات مرتفعة، وذلك بشكل أساسي من خلال الإفراط في الاستثمارات غير الفعالة أو ليست ذات كفاءة استثمارية. كما يوجد تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على ميل الشركات للاستثمار المفرط، وهذا يدل على أن المديرين ذوي القدرات المرتفعة يركزون على منافعهم الخاصة وذلك وفقاً لنظرية "التربح الإداري Rent Extraction"، بدلاً من نظرية "التعاقد الفعال Efficient Contracting"، ومن ثم يتخذون إجراءات قد تؤدي إلى تفاقم مشاكل الوكالة وضعف بيئة المعلومات، وأن الشركات التي لديها مديرين ذوي قدرات مرتفعة تقوم بالإفراط في الاستثمار في مشاريع تدمر القيمة التي تتضمن استهلاك للموارد ومن ثم تذبذب الأسهم؛ الأمر الذي يؤدي إلى انهيار قيمة الشركات.

أما دراسة **Cui et al. (2019)** فقد استهدفت فحص العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات في المستقبل، وما هو دور كفاءة القرارات الاستثمارية وجودة بيئة المعلومات الخاصة بالشركة في هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على عينة كبيرة من سنوات الشركات الأمريكية بلغت ٥٣١٤٨ مشاهدة، خلال الفترة من عام ١٩٩١ وحتى عام ٢٠١٤. استنتجت الدراسة أنه يوجد تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات، حيث إن المديرين ذوي القدرات المرتفعة يرتبطون بارتفاع احتمالات وقوع حوادث انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحاً عندما يكون لدى المديرين مخاوف مهنية أكبر ومعرفة أفضل بالمعلومات التشغيلية وبشاركون في المزيد من الأنشطة مرتفعة المخاطر. كما أن احتجاز وحجب الأنباء السيئة (وما يستتبعه من غموض ومن ثم انخفاض جودة بيئة المعلومات) والإفراط في الاستثمار يشكلان وسيلتين يعمل من خلالهما المديرين على زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي مصر، قامت دراسة **مليجي (٢٠١٩)** بقياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على جودة التقرير المالي ودورها في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم. وتتمثل مؤشرات جودة التقرير المالي في كل من: التحفظ المحاسبي، إدارة الأرباح الحقيقية، عدم تماثل المعلومات، التوقيت المناسب للتقارير المالية، ولغة الإعلان عن الأرباح. قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٦ وحتى عام ٢٠١٨ لعينة مكونة من ١١٦ شركة بإجمالي مشاهدات ٣٤٨ مشاهدة. وقد أسفرت جهود الباحث إلى عدة نتائج من أهمها: يوجد تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي لعينة الدراسة. كما توجد علاقة ارتباط سلبية معنوية بين درجة القدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

في سياق متصل، اختبرت دراسة **Liu & Lei (2021)** العلاقة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتركيز على الثقة الإدارية المفرطة. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية، بإجمالي مشاهدات بلغت ٢٤٢٨٩ مشاهدة (شركة/سنة) خلال الفترة من عام ١٩٩٤ وحتى عام ٢٠١٨. وقد توصل الباحثان إلى عدة نتائج أهمها أنه توجد علاقة موجبة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، خاصة عندما تكون الثقة الإدارية المفرطة للمديرين التنفيذيين مرتفعة، وتكون تلك

النتيجة أكثر وضوحاً في عدة حالات مثل: أن تكون نظم الرقابة الداخلية للشركة ضعيفة أو غير فعالة، وعدم تجانس معتقدات وميول المستثمرين، وارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات.

بناءً على ما سبق، اتضح للباحث عند تحليل نتائج دراسة مليجي (٢٠١٩)؛ Habib & Hasan (2017); Park & Jung (2017); Cui et al. (2019); Liu & Lei (2021) وجود نتائج متباينة، حيث توصلت دراسة كل من Habib & Hasan (2017), Cui et al. (2019) and Liu & Lei (2021) إلى وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث إن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات الإدارية المرتفعة يميلوا إلى الإفراط في الاستثمار في مشروعات ذات مخاطر مرتفعة غير فعالة، وهذا يدل على أن المديرين ذوي القدرات المرتفعة يركزون على منافعهم الخاصة، ومن ثم يتخذون إجراءات قد تؤدي إلى تزايد مشاكل الوكالة وضعف بيئة المعلومات، ومن ثم ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ووفقاً لذلك، يرى الباحث أن تلك الدراسات قد اتبعت نظرية التشويش الإداري، ومنظور التربح الإداري.

في حين، توصلت دراستا مليجي (٢٠١٩) و Park & Jung (2017) إلى وجود تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث كلما ارتفعت القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين أدى ذلك إلى ارتفاع جودة التقارير المالية نتيجة لانخفاض ممارسات إدارة الأرباح وانخفاض حالة عدم تماثل المعلومات في الشركات. وتضعف هذه العلاقة السالبة حال وجود شركات كبرى مؤثرة في اقتصاديات الدول مثل كوريا الجنوبية، والتي لا يتم فصل الملكية عن الإدارة بشكل فعال. ووفقاً لذلك، يرى الباحث أن تلك الدراسات قد اتبعت نظرية الإشارة، ومنظور التعاقد الفعال. هذا، وبالنظر إلى الآراء المتنافسة السابق الإشارة إليها، بشأن مدى تأثير درجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

H₁: يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

٢-٨ المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت تأثير درجة القدرة الإدارية على قابلية التقارير المالية للقراءة

تعتبر حالة عدم تماثل المعلومات بين المديرين وحملة الأسهم من الموضوعات التي استحوذت على اهتمام العديد من الباحثين، ففي ظل نظرية الوكالة والتي أوضحت الإشكالية والتعارض بين مصالح المديرين وحملة الأسهم، يمكن القول إن المديرين، وفي ظل أفضلية المعلومات التي يمتلكونها، يسعون لتعظيم منافعهم الشخصية على حساب مصالح حملة الأسهم (Jensen & Meckling, 1976). هذا، وقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن توفير مزيد من الإفصاح الجيد والملائم بالتقارير المالية، يساهم معاً في تقليص الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين وبعضهم البعض وبين الإدارة، ويحسن من جودة إفصاحات التقارير المالية، ومن ثم تحسين السيولة في أسواق رأس المال ويزيد من كفاءتها (Yan et al., 2021; Baik et al., 2018).

في هذا السياق، تناولت دراسة Baik et al. (2018) فحص العلاقة بين القدرة الإدارية وجودة بيئة معلومات الشركة. ولتحقيق هدف الدراسة، تم التطبيق على عينة من الشركات الأمريكية مكونة من ١٥٢٠٧ مشاهدة خلال الفترة من عام ١٩٩٣ وحتى عام ٢٠١٠. وتوصلت الدراسة إلى أنه توجد علاقة موجبة بين القدرة الإدارية وجودة بيئة المعلومات للشركة، وبصفة عامة، أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات المرتفعة يعززون بيئة معلومات الشركات، ويعملون على تحقيق الإفصاح الشامل في التقارير المالية، وينظر إليهم من قبل أصحاب المصالح على أنهم بمثابة شهادة جودة في بيئة معلومات الشركة، لأنهم يعملوا على زيادة مستوى الإفصاح والشفافية في التقارير المالية ويخففوا من مشكلة عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية.

هذا، وقد قامت دراسة عبد المجيد (٢٠٢١) بقياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على جودة الإفصاح المحاسبي، بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية السعودية. وتم الاستعانة بعينة من الشركات غير المالية المقيدة في البورصة السعودية خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٨، لعدد ١٢٩ شركة بإجمالي مشاهدات ١٣٣٨ مشاهدة. وتوصلت الدراسة إلى أنه توجد علاقة موجبة معنوية لارتفاع القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين مع جودة حسابات الاستحقاق وحجم التداول، جودة التقارير المالية، فضلاً عن أنه توجد علاقة موجبة غير معنوية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وعدم تماثل المعلومات بشكل يتفق مع الدراسات السابقة في هذه الدراسة.

أما فيما يخص تأثير درجة القدرة الإدارية على قابلية التقارير المالية للقراءة، فقد اختبرت دراسة Gerayli & Piteneoi (2018) مدى تأثير القدرة الإدارية على قابلية التقارير المالية للقراءة، بالاعتماد على فروض نظرية الإشارة، وذلك من خلال التطبيق على عينة من ٩١ شركة غير مالية مدرجة في بورصة طهران لتداول الأوراق المالية، باعتبارها أحد الأسواق الناشئة، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٢ حتى عام ٢٠١٦. وقد توصل الباحثان إلى عدة نتائج لعل أهمها، وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على قابلية التقارير المالية للقراءة، حيث توصلوا إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرة الإدارية المرتفعة يعملون على إعداد تقارير مالية أكثر قابلية للقراءة من قبل المستثمرين وأصحاب المصالح، وبالتالي إمداد الأسواق المالية بالمعلومات التي يحتاجها المستثمرون وأصحاب المصالح الأخرى. كما أن هذه العلاقة يستتبعها الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وأصحاب المصالح، ومن ثم المساعدة على اتخاذ قرارات استثمارية ملائمة ورشيدة، وفي النهاية ارتفاع كفاءة الأسواق المالية. وأن سهولة القراءة تؤدي إلى احتمال نجاح القارئ في القراءة والفهم.

في السياق ذاته، استهدفت دراسة Hasan (2020) اختبار العلاقة بين القدرة الإدارية وقابلية قراءة الإفصاحات السردية لتقارير 10-K، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأمريكية، بإجمالي مشاهدات ٥٦٥٦٨ مشاهدة، خلال الفترة من عام ١٩٩٤ حتى عام ٢٠١٥. وتوصل الباحث إلى أنه يوجد ارتباط موجب معنوي بين القدرة الإدارية

وسهولة قراءة تقارير K-10 من قبل المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى، خاصة في حالة الشركات ذات مستويات الربحية المرتفعة. كما تزداد قوة هذه العلاقة عندما يتوسط الأداء المالي للشركات في العلاقة بين القدرة الإدارية وسهولة قراءة تقارير K-10، وأن من ضمن محددات قابلية التقارير المالية للقراءة الأداء المالي للشركة، والقدرة الإدارية للمديرين، وأخيراً، تساهم القدرة الإدارية في تحسين قراءة تقارير الشركات، مع الأخذ في الحسبان التعقيد التشغيلي لطبيعة أعمال الشركة.

كما هدفت دراسة **Yan et al. (2021)** إلى تحديد أثر القدرة الإدارية على نغمة الإفصاحات السردية المنشورة في نشرات الإعلان عن الأرباح (Earnings Press Releases) وقابليتها للقراءة من قبل المستخدمين، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الأمريكية، بلغت ١١٤٩ شركة بإجمالي مشاهدات ٢٤٠٠٠ مشاهدة، وذلك خلال فترة من عام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠١٣. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن قابلية الإفصاحات السردية غير المالية للقراءة تنخفض كلما انخفضت القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، إضافة لانخفاض الإفصاحات الكمية المالية.

في سياق آخر، استهدفت دراسة **Taylor & Riley (2017)** اختبار مدى تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على المستثمرين غير المحترفين، مختلفي مستويات الخبرة المالية لديهم، وما إذا كانت سهولة قراءة تلك الإفصاحات تؤدي إلى تحسين أحكام المستثمرين أياً كانت مستوى خبرتهم، وما هي تصوراتهم حول مصداقية الإدارة بناءً على تقييمهم لتلك الإفصاحات، وذلك من خلال دراسة تجريبية على عدد ٣٥٩ مستثمر أمريكي. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج مهمة، وهي أن أحكام وتصورات المستثمرين غير المحترفين الأقل خبرة في ظل وجود إفصاحات غير معقدة سهلة القراءة، تتساوى مع أحكام وتصورات المستثمرين غير المحترفين الأكثر خبرة في ظل إفصاحات صعبة القراءة، وهذا يعني أن زيادة قابلية التقارير المالية للقراءة وجعلها أكثر سهولة يساعد في تعويض النقص في الخبرة والمعرفة المالية لدى المستثمرين غير المحترفين الأقل خبرة وإتاحة فرصة جيدة لهم في مجال الاستثمار. كما أن صعوبة وعدم قابلية التقارير المالية للقراءة تؤدي إلى انخفاض التصورات حول مصداقية الإدارة، وذلك لجميع مستويات المستثمرين غير المحترفين.

هذا، وتحليل نتائج دراسة عبد المجيد (٢٠٢١) و **Baik et al. (2018)** والتان توصلنا إلى وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على البيئة المعلوماتية للشركات، فلقد استنتج الباحث أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات المرتفعة يعملون على تحسين البيئة المعلوماتية، وتحقيق جودة الإفصاح الشامل في التقارير المالية، وبالتالي تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات.

أما باقي دراسات المجموعة الثانية **Yan et al. (2021)**; **Gerayli & Pitenoiei, 2018**; **Hasan, 2020**; **Taylor & Riley, 2017**; **et al., 2021**، والتي تناولت قياس مدى تأثير القدرة الإدارية على قابلية التقارير المالية للقراءة (كمقياس لجودة الإفصاح المحاسبي). فقد تبين للباحث أن دراستا **Gerayli & Pitenoiei (2018) and Hasan (2020)** قد توصلنا إلى وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على قابلية التقارير المالية للقراءة، بما يساعد في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وباقي أصحاب المصالح، وأن القدرة الإدارية مهمة لتحسين قراءة التقارير المالية. كما توصلت دراسة **Yan et al. (2021)** إلى أن قابلية الإفصاحات السردية للقراءة تكون منخفضة كلما انخفضت القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، إضافة لانخفاض الإفصاحات المالية. واستنتجت دراسة **Taylor & Riley (2017)** أنه كلما كانت قابلية التقارير المالية سهلة القراءة كلما تحسنت أحكام وقرارات المستثمرين ذوي الخبرة المالية الأقل، كما أن صعوبة وعدم قابلية التقارير المالية للقراءة تؤدي إلى انخفاض التصورات حول مصداقية الإدارة عند جميع المستثمرين مع اختلاف خبرتهم.

مما سبق، يرى الباحث أن نتائج الدراسات السابقة الذكر يستحوذ عليها نظريتنا الإشارة والتعاقد الفعال، نظراً لوجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على قابلية التقارير المالية للقراءة. ولكن، هل اختلاف بيئة التطبيق والدوافع الانتهازية لدرجة القدرة الإدارية للمديرين تغير من هذا التأثير في البيئة المصرية؟ لذا، سيقوم الباحث باشتقاق الفرض الثاني كما يلي:

H₂: يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

٣-٨ المجموعة الثالثة: الدراسات التي تناولت تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم

إن من الأهمية بمكان البحث عن العوامل والأسباب المحددة لانهيار أسعار الأسهم، والتي قد تؤدي إلى الشك في استمرارية وبقاء الشركة. ويركز هذا البحث على القدرة الإدارية للمدير التنفيذي باعتبارها أحد العوامل الرئيسية التي تلعب دوراً هاماً في انهيار أسعار الأسهم من خلال تأثيرها على سياسات الشركات، ومن ثم تؤثر على نتائج الشركات، الأمر الذي بدوره يؤثر على جودة إفصاحات التقارير المالية من خلال عدة متغيرات منها قابلية التقارير المالية للقراءة، وبما يكون له أكبر الأثر على حالة عدم تماثل المعلومات ومن ثم التأثير على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وتوجد العديد من الدراسات التي فحصت تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. فقد تناولت دراسة **Ertugrul et al. (2017)** التحقق من تأثير قابلية قراءة التقارير السنوية وغموض نبرتها على تكاليف الاقتراض وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية بإجمالي مشاهدات بلغت ٣٢٢٠٧ مشاهدة، خلال الفترة من عام ١٩٩٥ وحتى عام ٢٠١٣. وخُصت الدراسة إلى عدة نتائج لعل أهمها: وجود علاقة ارتباط عكسية بين قابلية التقارير المالية للقراءة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، فكلما انخفضت قابلية التقارير المالية للقراءة زادت مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أن ضعف قابلية التقارير المالية للقراءة يزيد من مخاطر المعلومات التي يتصورها المستثمرون والدائنون وأصحاب المصالح الأخرى، بما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع تكاليف التمويل الخارجية،

بالإضافة إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وأخيراً، يرتبط انخفاض قابلية التقارير المالية للقراءة ببيئة معلومات مشوهة وضعيفة للشركة، وضعف الجدارة الائتمانية للشركة.

كما استهدفت دراسة **Kim et al. (2019)** اختبار العلاقة بين قابلية تقارير 10-K للقراءة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات، وهل القابلية المنخفضة لقراءة التقارير تعزز الارتباط بين ممارسات إدارة الأرباح ومخاطر الانهيار اللاحق، وذلك بالتطبيق على عينة كبيرة من سنوات من الشركات الأمريكية، بلغت ٥٢٨٧٩ مشاهدة (شركة/سنة) لعدد ٧٠١٢ شركة خلال الفترة من عام ١٩٩٤ وحتى عام ٢٠١٤. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج مهمة وهي: أن تقارير 10-K منخفضة القابلية للقراءة ترتبط بارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث إن المبالغة في تأخير انعكاس الأداء السيء للشركة سيؤدي في النهاية إلى خطر الانهيار الحاد لأسعار الأسهم في المستقبل. وأن المديرين يمكنهم أن يستخدموا التشويش على المعلومات المفصح عنها من خلال كتابة تقارير مالية معقدة يصعب قراءتها لإخفاء الأخبار السيئة، مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم عندما تتراكم الأخبار السيئة المخفية وتصل إلى نقطة التحول. وقد أظهرت التحليلات المقطعية للدراسة أن تأثير صعوبة قابلية التقارير المالية على مخاطر الانهيار تكون أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات التي لديها أخبار سلبية مستمرة أو أخبار أرباح موجبة مؤقتة، أو حوافز مرتفعة لخيارات أسهم المديرين التنفيذيين، أو مخاطر تقاضي منخفضة، وتشير الدراسة إلى أن فحص مدى قابلية التقارير المالية للقراءة للشركات يفيد في الكشف عن السلوك الإداري الانتهازي، فضلاً عن مدى تأثيره على بيئة المعلومات وسلوك المستثمرين والمحللين، ومن ثم تأثيره على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

من جانبها، قامت دراسة **Ria et al. (2020)** بفحص وتحليل تأثير غموض الأرباح والثقة المفرطة للمدير التنفيذي وقابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأندونيسية، بلغت ١٥٥ شركة مدرجة في سوق الأوراق المالية الأندونيسية **IDX** خلال الفترة من عام ٢٠١٤ وحتى عام ٢٠١٧. وقد خلصت الدراسة إلى عدة نتائج، من أهمها أنه يوجد تأثير سالب لقابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، وقد سعت دراسة **Azadi et al. (2021)** إلى التحقق من مدى تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتأثيرها كذلك على سلوك حملة الأسهم، في إيران باعتبارها من الأسواق الناشئة، وتم التطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران، بإجمالي مشاهدات بلغت ٩٨٩ مشاهدة (شركة/سنة) لعدد ٨٩ شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٢ وحتى عام ٢٠١٩. وأسفرت الدراسة عن عدد من النتائج المهمة، منها: أنه يوجد تأثير سالب لقابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أشارت الدراسة إلى أن زيادة قابلية قراءة التقارير المالية (أن تكون أكثر سهولة) سيؤدي ذلك إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح. كما يوجد تأثير موجب لقابلية التقارير المالية للقراءة على سلوك حملة الأسهم، حيث كلما كانت التقارير المالية أقل تعقيداً وتمت كتابتها بطريقة سهلة وبسيطة، كلما تم قبولها من قبل حملة الأسهم ويزترب عليها زيادة سيولة الأسهم وحجم المعاملات.

أما دراسة **Kong et al. (2021)** فقد بحثت أثر الخصائص اللغوية للتقارير المالية السنوية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك تأثيرها على حالة عدم تماثل المعلومات كمتغير وسيط وآثارها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الصينية، بإجمالي مشاهدات بلغت ١٦٣٦٨ مشاهدة، خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦. وتوصل الباحثون إلى النتائج التالية: يوجد ارتباط موجب بين تلاعب المديرين بالخصائص اللغوية للتقارير المالية السنوية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصلت الدراسة إلى قيام المديرين بالتلاعب بلغة التقارير المالية لإخفاء المعلومات السلبية غير المرغوبة، بما يؤدي إلى ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما يوجد تأثير لحالة عدم تماثل المعلومات، حيث إنه نتيجة لتلاعب المديرين بلغة التقارير المالية لتصبح أكثر تعقيداً لإخفاء أو مزج المعلومات السلبية والتشويش عليها، سيؤدي تبعاً لها إلى ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات. وقد لاحظت الدراسة أن تلاعب المديرين بالخصائص اللغوية للتقارير المالية السنوية - وما يترتب عليه من ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات - تظهر بشكل واضح عندما تواجه الشركات أداءً ضعيفاً أو أنها مملوكة للدولة، وكذلك عند تدهور وضعف بيئة المعلومات المحيطة بها.

بناءً على ما سبق، وبتحليل نتائج دراسة كل من **Ertugrul et al. (2017)**; **Kim et al. (2019)**; **Ria et al. (2020)**; **Azadi et al. (2021)**; **Kong et al. (2021)**، استنتج الباحث أن تلك الدراسات قد توصلت إلى وجود تأثير سالب لقابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. حيث كلما كانت التقارير المالية أقل تعقيداً وتمت كتابتها بطريقة سهلة وبسيطة كلما تم قبولها من قبل حملة الأسهم، بما يؤدي إلى انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات، ومن ثم انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم. والعكس صحيح، وتظهر هذه العلاقة بشكل أوضح عند تدهور وضعف بيئة المعلومات المحيطة بالشركة. وبالرغم من النتيجة العامة السابقة، فقد توصلت دراسة **Azadi et al. (2021)** في إحدى نتائجها إلى أنه لا يوجد تأثير جوهري لصعوبة قراءة التقارير المالية على العلاقة بين مخاطر انهيار أسعار الأسهم وسلوك حملة الأسهم، وترجع الدراسة تلك النتيجة إلى وجود اختلافات أو ضعف في سوق الأوراق المالية في طهران، أو بسبب وجود مصادر أخرى للحصول على المعلومات الأساسية.

بناءً على ما تقدم، يرى الباحث أن زيادة جودة إفصاحات التقارير المالية، من خلال زيادة قابلية التقارير المالية للقراءة، يخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال الحد من الانتهازية الإدارية للمديرين على حجب الأخبار السيئة. ومن جانب آخر، يتوافر لدى المديرين التنفيذيين كافة المعلومات والتي يمكنهم من استغلالها من خلال استخدام سلطتهم التقديرية للإفصاح عن الأداء الجيد دون السيء أو الإفصاح عنها بطريقة صعبة القراءة والفهم، بما يؤدي في النهاية إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي يتأرجح المديرين بين نظريتي الإشارة (التعاقد الفعال) والتشويش الإداري (التربح الإداري) حسب قدراتهم

وأهدافهم الانتهازية والبيئة التنظيمية التي يعملون بها. وعليه، وبالنظر إلى الآراء السابقة بشأن تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، سيتم اشتقاق الفرضين الآتيين:

H₃: يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

H₄: تؤثر درجة القدرة الإدارية تأثيراً موجباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط.

مما سبق، يتبين للباحث من خلال عرض مجموعات الدراسات السابقة الثلاث وجود تضارب في نتائج بعض الدراسات الخاصة بمتغيرات البحث، ونظراً لعدم وجود أي دراسة عربية أو أجنبية - في ضوء علم الباحث - قد تناولت موضوع قياس أثر درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتفسيرها من خلال قابلية التقارير المالية للقراءة (جودة الإفصاح المحاسبي)، يتضح أهمية البحث الحالي في محاولة ملء تلك الفجوة البحثية.

٩ - الدراسة التطبيقية

تتمثل خطوات البحث المتبعة في الدراسة التطبيقية في تحديد مجتمع وعينة الدراسة، والفترة الزمنية للدراسة، وطرق تجميع البيانات اللازمة للدراسة، وتحديد متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها، ثم تصميم وبناء النماذج الإحصائية للدراسة، ثم تحديد أساليب التحليل الإحصائي للبيانات التي تم تجميعها، ثم اختبار فروض الدراسة، وتحليل ومناقشة نتائجها، وذلك على النحو التالي:

٩-١ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات غير المالية المدرجة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وأختار الباحث عينة الدراسة الشركات المدرجة بمؤشر EGX100، حيث يقاس أداء أعلى ١٠٠ شركة من حيث السيولة والنشاط. هذا، وقد وضع الباحث شرطين عند اختيار الشركات في حجم العينة، وهما:

١. ألا تكون من الشركات المالية، والتي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية.
٢. أن تكون من الشركات التي تتوفر بياناتها خلال الفترة محل الدراسة.

هذا، وبعد تطبيق المعيارين السابقين، بلغ حجم العينة النهائي ٥٨ شركة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، بإجمالي مشاهدات بلغت ٤٠٦ مشاهدة، موزعة على تسع قطاعات وفقاً لتصنيف البورصة المصرية. ويوضح الجدول رقم (١) التالي، الشركات التي تمثل عينة الدراسة والقطاعات التي تنتمي إليها.

جدول رقم (١) الشركات التي تمثل عينة الدراسة، وتقسيمها حسب القطاعات الاقتصادية

| أسم القطاع | عدد الشركات | المشاهدات | النسبة المئوية % |
|--------------------------------------|-------------|-----------|------------------|
| ١. العقارات | ١٢ | ٨٤ | ٢٠,٦٩ |
| ٢. موارد أساسية | ١١ | ٧٧ | ١٨,٩٦ |
| ٣. أغذية ومشروبات | ٧ | ٤٩ | ١٢,٠٧ |
| ٤. تشييد ومواد بناء | ٦ | ٤٢ | ١٠,٣٤ |
| ٥. رعاية صحية وأدوية | ٥ | ٣٥ | ٨,٦٢ |
| ٦. منتجات منزلية وشخصية | ٥ | ٣٥ | ٨,٦٢ |
| ٧. اتصالات وإعلام وتكنولوجيا معلومات | ٤ | ٢٨ | ٦,٩٠ |
| ٨. خدمات ومنتجات صناعية وسيارات | ٤ | ٢٨ | ٦,٩٠ |
| ٩. سياحة وترفيه | ٤ | ٢٨ | ٦,٩٠ |
| الإجمالي | ٥٨ | ٤٠٦ | ١٠٠ % |

المصدر: إعداد الباحث

٩-٢ مصادر البيانات والفترة الزمنية

تعتمد الدراسة الحالية في الحصول على البيانات الثانوية، وقد تنوعت مصادر الحصول على البيانات اللازمة لغرض إجراء الدراسة التطبيقية تبعاً لتنوع البيانات اللازمة لتقدير متغيرات الدراسة، هذا، وقد اعتمد الباحث على البيانات المنشورة في قاعدة بيانات Thomson Reuters، بالإضافة إلى القوائم المالية للشركات التي تم الحصول عليها من خلال الموقع الإلكتروني

للشركات، وموقع البورصة المصرية^١، وموقع مباشر مصر^٢، وموقع Investing^٣ وتمثلت الفترة الزمنية للدراسة في الفترة ما بين عام ٢٠١٤ وحتى عام ٢٠٢٠، وذلك لمدة سبع سنوات، ويرجع اختيار الباحث لتلك الفترة لعدة أسباب، من أهمها: ١. تجنب التأثير السلبي للأحداث السياسية المصاحبة لثورتني ٢٥ يناير ٢٠١١ و ٣٠ يونيو ٢٠١٣، والتي أثرت على سوق الأوراق المالية المصرية، ٢. تجنب التأثير السلبي للأزمة الوبائية المصاحبة لفيروس كورونا المستجد COVID-19، والذي ظهر تقلباتها الحادة بشكل واضح بعد عام ٢٠٢٠.

٣-٩ متغيرات البحث ومؤشرات قياسها

يعتمد البحث الحالي على أربعة أنواع من المتغيرات، سيتم تناولها ومؤشرات قياسها باختصار فيما يلي:

١-٣-٩ المتغير التابع (مخاطر انهيار أسعار الأسهم)

هناك العديد من الطرق لقياس تلك المخاطر، اعتمدت في معظمها على العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم، والتي تقدر كبواق في نموذج السوق الموسع، وهو ما يضمن أن هذه المقاييس تعكس العوامل الخاصة بالشركة بدلاً من التحركات في سوق الأوراق المالية (Kim et al., 2019). هذا، وقد اعتمد الباحث عند قياس هذا المتغير على طريقة التقلب من أسفل إلى أعلى The Down-to-Up Volatility (DUVOL).

في البداية، وقبل تناول خطوات طريقة (DUVOL)، يتم إعداد معادلتين انحدار لتحديد وقياس العوائد الأسبوعية على السهم، حيث يتم قياس احتمال أن تكون العوائد غير العادية الأسبوعية للأسهم سالبة بكل شركة من شركات العينة، وذلك من خلال الخطوات التالية (Hutton et al., 2009; Kim & Zhang, 2014; Kim et al., 2019):

١- حساب العوائد غير العادية الأسبوعية المجمع لسهام كل شركة من شركات العينة خلال فترة الدراسة Cumulative Extremely Firm Specific Weekly Returns (CEWER) ويتم ذلك وفقاً لنموذج الانحدار الخطي المعبر عن حساب العائد المقدر لسهام الشركة r_{it} بالاعتماد على نموذج السوق R_m ، ويأخذ النموذج العلاقة الخطية التالية:

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

حيث إن:

r_{it} : عائد سهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t)،
 α_i : ثابت المعادلة للشركة (i) وهو الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق R_m وعائد الشركة R_i
 β_i : ميل العلاقة بين العائد على سهم الشركة R_i خلال الأسبوع (t) وعائد السوق R_m خلال نفس الأسبوع (t)،
 R_{m-2} : عائد السوق خلال الأسبوع قبل السابق (t-2)،
 R_{m-1} : عائد السوق خلال الأسبوع السابق (t-1)،
 R_m : عائد السوق خلال الأسبوع الحالي (t)،
 R_{m+1} : عائد السوق خلال الأسبوع التالي (t+1)،
 R_{m+2} : عائد السوق خلال الأسبوع بعد التالي (t+2)،
 ε_{it} : الخطأ العشوائي لنموذج الانحدار، وهو يعبر عن العوائد غير العادية لسهام الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

٢- تقدير قيمة المعلمات ($\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$, and α) في نموذج الانحدار السابق لكل شركة من شركات عينة الدراسة من خلال بيانات العوائد الفعلية الأسبوعية لسهم كل شركة، وكذلك العوائد الفعلية الأسبوعية للسوق وذلك بالاعتماد على البيانات الخاصة بمؤشر سوق الأوراق المالية المصرية خلال فترة الدراسة.

٣- بالتعويض عن قيمة المعلمات المحددة في الخطوة السابقة، وذلك لكل شركة من الشركات على حدة خلال فترة الدراسة، يتم حساب القيمة ε_{it} وهي قيمة العائد غير العادي الأسبوعي لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

٤- تقدير قيمة R_{it} وهي عبارة عن العوائد غير العادية الأسبوعية السالبة لسهم الشركة (i) في الأسبوع (t)، وتُحسب تلك القيمة بأخذ اللوغاريتم الطبيعي (LN) لمجموع العائد غير العادي الأسبوعي ε_{it} مضافاً إليها واحد صحيح، ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$R_{it} = LN(1 + \varepsilon_{it}) \quad (2)$$

بعد إعداد المعادلتين السابقتين والحصول على نتائجهما، يتم قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لطريقة التقلب من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، والتي تعد من المقاييس شائعة الاستخدام في الدراسات السابقة، وتم اقتراح هذا المقياس لأول مرة في

(1) <https://www.egx.com.eg>

(2) <https://www.mubasher.info/countries/eg>

(3) <https://sa.investing.com>

دراسة (Chen et al. (2001)، ويعتمد هذا المقياس على تقسيم العوائد الأسبوعية لكل شركة على مدار الفترة الزمنية محل القياس إلى مجموعتين، المجموعة الأولى، هي المجموعة المنخفضة (down' weeks) والتي تمثل مجموعة المشاهدات التي انخفضت عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية محل القياس، أما المجموعة الثانية، هي المجموعة المرتفعة (up' weeks) والتي تمثل مجموعة المشاهدات التي ارتفعت عن هذا المتوسط، ثم يتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدة. وتكون قيمة مقياس التقلب من أسفل إلى أعلى هي اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة، وقد اعتمدت عليه العديد من الدراسات (e.g., Shahab et al., 2020; Habib et al., 2018; Kim et al., 2016)، ويأخذ هذه المقياس الشكل التالي:

$$NCSKEW_{it} = \frac{-[n(n-1)^{3/2} \sum R_{it}^3]}{[(n-1)(n-2)(\sum R_{it}^2)^{3/2}]}$$

حيث إن:

R_{it} : تمثل العوائد الأسبوعية على سهم الشركة (i) في الأسبوع t،
n عدد المشاهدات خلال الفترة (إجمالي عدد الأسابيع المتداول فيها السهم في البورصة).

ويلاحظ أن هذا المقياس يتم ضربه في (-1)، لتسهيل وتحسين تفسير النتائج، حتى تكون المعادلة طردية. وطبقاً للمعادلة السابقة فإنه كلما زاد معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t)، كلما زاد احتمال تعرض أسعار الأسهم تلك الشركة لمخاطر الانهيار.

٩-٣-٢ المتغير المستقل (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين)

يتم قياس القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بأسلوب تحليل مغلف البيانات (Data Envelope Analysis (DEA)، وفقاً لدراسة (Demerjian et al. (2012). ويتم حساب القدرة الإدارية وفقاً لهذا المقياس على مرحلتين، وهما:

المرحلة الأولى: تقدير الكفاءة الكلية للشركة داخل الصناعة باستخدام أسلوب (DEA)

وتقدر الكفاءة الكلية للشركة داخل الصناعة عن طريق المعادلة التالية:

$$\max \theta = \frac{Sales}{V_1GOGS+V_2SG\&A+V_3PPE}$$

حيث إن:

- $\max \theta$: الكفاءة الكلية للشركة.
- Sales: المبيعات للسنة t، وتمثل المخرجات (الإيرادات).
- وتمثل المدخلات فيما يلي:
 ١. COGS: تكلفة البضاعة المباعة للسنة t،
 ٢. SG&A: المصروفات البيعية والإدارية للسنة t،
 ٣. PPE: صافي القيمة الدفترية الأصول الثابتة القابلة للإهلاك في بداية السنة t.

هذا، وقد اعتمدت الدراسة الحالية على البنود الثلاثة السابق ذكرها أنفاً فقط، بسبب توافرها جميعاً في عينة الدراسة، علماً بأن دراسة (Demerjian et al. (2012) قد اعتمدت على سبعة مدخلات في مقام معادلة الخطوة الأولى، إلا أن الباحث قام بحذف أربعة بنود منها (وهم: صافي عقود الإيجار التشغيلي، وصافي مصروفات البحث والتطوير، والشهرة المشتراة، والأصول غير الملموسة الأخرى المرسمة أو المكتسبة بخلاف الشهرة)، بسبب عدم توافر تلك البنود في غالبية عينة الدراسة، كما أن بعض الدراسات أوضحت أنه من الأفضل أن يكون عدد المدخلات والمخرجات المستخدمة في قياس القدرة قليلاً نسبياً، حتى تكون النتائج دقيقة (مثل: Baik et al., 2018).

هذا، وتتراوح درجة الكفاءة الكلية للشركة وفقاً لأسلوب تحليل مغلف البيانات (DEA) ما بين الصفر والواحد الصحيح، بحيث تشير الشركات التي تأخذ القيمة واحد إلى الشركات الأكثر كفاءة (أي التي تحقق أقصى استفادة من الموارد المتاحة مقارنة بالشركات الأخرى التي تعمل في نفس القطاع/الصناعة)، أما الشركات التي تقل كفاءتها عن الواحد الصحيح فتصنف على أنها شركات ذات كفاءة كلية منخفضة.

المرحلة الثانية: تحديد درجة القدرة الإدارية، من خلال استبعاد تأثير بعض خصائص الشركة المؤثرة على درجة الكفاءة الكلية باستخدام (Tobit Regression)

ويتم تحقيق هذا الهدف من خلال نموذج انحدار (Tobit) على النحو الموضح بالمعادلة:

Firm Efficiency

$$= \beta_0 + \beta_1 \ln (Total Assets) + \beta_2 Market Share + \beta_3 Positive Free Cash Flow + \beta_4 \ln (Age) + \beta_5 Foreign Currency Indicator + Year Indicators + \varepsilon$$

حيث إن:

- *Firm Efficiency*: الكفاءة الكلية للشركة في السنة t،
- $\ln (Total Assets)$: لوغاريتم إجمالي الأصول للشركة في نهاية السنة t،
- *Market Share*: النصيب السوقي للشركة معبراً عنها بنسبة مبيعات الشركة إلى إجمالي مبيعات الصناعة/القطاع في السنة t،
- *Positive Free Cash Flow*: التدفقات النقدية الحرة الموجبة من خلال متغير وهمي (Dummy) يأخذ القيمة (واحد) إذا كانت الإشارة موجبة، والقيمة (صفر) إذا كانت الإشارة سالبة، (وتعرف التدفقات النقدية الموجبة بأنها الفرق بين صافي التدفق النقدي الداخل من النشاط التشغيلي والتدفق النقدي الخارج لشراء أصول ثابتة في السنة t)،
- $\ln (Age)$: لوغاريتم عمر الشركة، وهو عبارة عن عدد سنوات إدراج الشركة في سوق الأوراق المالية المصرية حتى السنة t،
- *Foreign Currency Indicator*: مؤشر للعملة الأجنبية، وهو متغير وهمي يأخذ (واحد) إذا حققت الشركة أرباح من ترجمة أو تسوية العملات الأجنبية، وقيمة (صفر) في غير ذلك،
- *Year Indicators*: متغير وهمي للسنة لكل شركة،
- ε (Residual) البواقي: وهي النسبة غير المفسرة من معادلة الانحدار (Topit) وهي تشير إلى القدرة الإدارية.

٣-٣-٩ المتغير الوسيط (صعوبة قراءة التقارير المالية)

تم قياس صعوبة قراءة التقارير المالية من خلال الإيضاحات المتممة للقوائم المالية، وذلك وفقاً للعديد من الدراسات السابقة (طنطاوي، ٢٠٢١؛ e.g., Salehi et al., 2020)، وتم استخدام مؤشر "LIX" Lasbarhetsindex في قياس مدى صعوبة القراءة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر ملائمة لطبيعة البيئة المصرية والتي تصدر تقاريرها المالية باللغة العربية، كما أشارت دراسة Lewise et al. (1986) إلى أن هذا المؤشر لديه العديد من المزايا، منها: سهولة حسابه، قابليته للتطبيق على الإفصاحات المكتوبة بلغات غير الإنجليزية، وأنه ذو قوة تفسيرية كبيرة عند التنبؤ بمدى صعوبة قراءة الإفصاحات المختلفة، مقارنة بباقي المقاييس الأخرى (نقلاً عن: طنطاوي، ٢٠٢١). ويتم التعبير عن هذا المؤشر من خلال المعادلة التالية:

$$LIX = 100 \times (B/W) + (W/S)$$

حيث إن:

- *LIX*: قيمة معادلة *LIX*.
- *B*: يشير إلى إجمالي عدد الكلمات التي تتكون من سبعة أحرف فأكثر.
- *W*: يشير إلى إجمالي عدد الكلمات الواردة في الإفصاحات المتممة للقوائم المالية.
- *S*: يشير إلى إجمالي عدد الجمل الواردة في الإفصاحات المتممة للقوائم المالية.

هذا، ويتم حساب مستوي القابلية للقراءة وفقاً لهذا المؤشر كما يلي: إذا كانت قيمة المؤشر تتراوح بين ٢٠-٢٩؛ فهذا يعني أن النص سهل جداً في قراءته، أما إذا كانت قيمة المؤشر تتراوح بين ٣٠-٣٩؛ فهذا يعني أن النص سهل في قراءته، ويكون النص متوسط القراءة (يمكن قراءته إلى حد ما) إذا كانت قيمة المؤشر تتراوح بين ٤٠-٤٩، ويكون النص صعب القراءة عندما تتراوح القيمة ما بين ٥٠-٥٩، ولكن إذا تجاوزت قيمة المؤشر ٦٠؛ فهذا يعني أن النص يصعب قراءته بدرجة كبيرة. بناءً على ما سبق، كلما ارتفعت درجة مؤشر *LIX* المقابلة للإيضاحات المتممة، كلما زادت درجة صعوبة قراءتها، والعكس صحيح.

٣-٣-٩ المتغيرات الرقابية

- (١) الانحراف المعياري لعوائد الأسهم، يشير هذا المتغير إلى التقلبات في العوائد الأسبوعية لسهم شركة معينة خلال السنة، ويتم قياسه عن طريق الجزر التربيعي لمجموعات مربعات الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للسهم عن وسطها الحسابي. ومن ثم فمن المتوقع أن يكون للانحراف المعياري لعوائد الأسهم علاقة موجبة بمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Dang et al., 2018; Callen & Fang, 2017).
- (٢) حجم الشركة، يستخدم للتحكم في أثر حجم الشركة، ويتم قياسه عن طريق اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. ومن ثم فمن المتوقع أن يكون لحجم الشركة علاقة سالبة بمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Lim et al., 2018).
- (٣) عمر الشركة، يعبر عن مدة بقاء الشركة في السوق، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ إدراج الشركة بالبورصة وحتى الفترة الزمنية للدراسة. ومن ثم فمن المتوقع أن يكون لعمر الشركة علاقة عكسية بمخاطر انهيار أسعار الأسهم (حسين، ٢٠٢٠؛ Moradi et al., 2021).

- (٤) الرافعة المالية، يعبر هذا المتغير عن مقدار الالتزامات التي تتحملها الشركة، ويقاس عن طريق قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول. ومن ثم فمن المتوقع أن يكون للرافعة المالية علاقة موجبة بمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Dang et al., 2018).
- (٥) معدل العائد على الأصول، يعبر هذا المتغير عن الأداء المالي للشركة، ويقاس عن طريق قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول. ومن ثم فمن المتوقع أن يكون لمعدل العائد على الأصول علاقة سالبة بمخاطر انهيار أسعار الأسهم (Kim et al., 2011).
- (٦) السنوات، متغير وهمي لكل سنة من سنوات الدراسة، وتم إدراج سبعة متغيرات وهمية كل منها يعبر عن سنة من سنوات الدراسة، وتم إضافة هذا المتغير لتحديد تأثيره بين المتغيرات الأساسية.
- (٧) القطاعات، متغير وهمي لنوع القطاع أو الصناعة، وتم إدراج تسعة متغيرات وهمية كل منها يعبر عن قطاع محدد داخل عينة الدراسة، وتم إضافة هذا المتغير لتحديد تأثيره بين المتغيرات الأساسية.
- هذا، ويوضح الجدول رقم (٢) التالي، متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها.

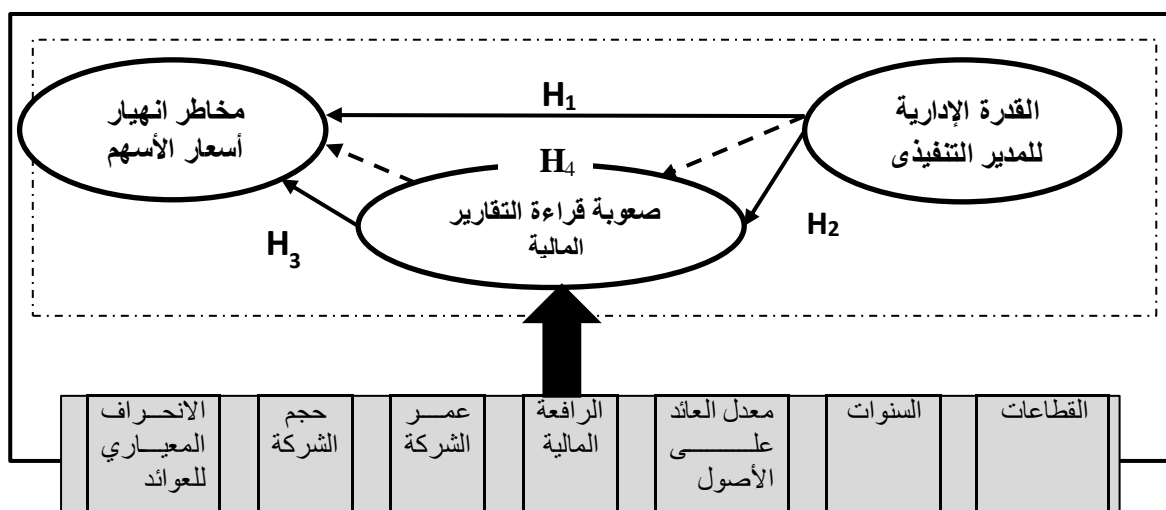
جدول رقم (٢) متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

| نوع المتغير | المتغير | الرمز | مؤشر القياس |
|---------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------|--|
| التابع Dependent Variable | مخاطر انهيار أسعار الأسهم | <i>DUVOL</i> <i>NCSKEW</i> | تم الاعتماد على المقياسين التاليين لقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم: - مقياس التقلب من أسفل إلى أعلى، - معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية. |
| المستقل Independent Variable | القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين | <i>MA</i> | تم قياس هذا المتغير من خلال مرحلتين: المرحلة الأولى: حساب الكفاءة الكلية للشركة باستخدام أسلوب تحليل مغلف البيانات (DEA). المرحلة الثانية: حساب القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين عن طرق بواقي معادلة انحدار لوجاريتم إجمالي الأصول، والحصة السوقية، والتدفقات النقدية الحرة الموجبة، ولوجاريتم عمر الشركة، والسنوات على الكفاءة الكلية المستخرجة من المرحلة الأولى. |
| الوسيط Mediator Variables | صعوبة قراءة التقارير المالية | <i>Readability</i> | تم الاعتماد على مؤشر (<i>LIX</i>) لحساب صعوبة القراءة بالإيضاحات المتممة، ويعتمد هذا المؤشر على إجمالي عدد الكلمات، وإجمالي عدد الجمل، وعدد الكلمات التي تتكون من سبعة أحرف فأكثر. |
| الرقابي Control Variables | الانحراف المعياري لعوائد الأسهم | <i>SIGMA</i> | الجذر التربيعي لمجموعات مربعات الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للسهم عن وسطها الحسابي. |
| | حجم الشركة | <i>SIZE</i> | اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول. |
| | عمر الشركة | <i>AGE</i> | اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ إدراج الشركة بالبورصة وحتى الفترة الزمنية للدراسة. |
| | الرافعة المالية | <i>LEV</i> | قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول |
| | معدل العائد على الأصول | <i>ROA</i> | قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول. |
| | السنوات | <i>Years</i> | متغير وهمي لكل سنة من سنوات الدراسة. |
| | القطاعات | <i>Industries</i> | متغير وهمي لنوع القطاع أو الصناعة. |

المصدر: إعداد الباحث

٩-٤ فروض ونموذج الدراسة

اعتمد الباحث على أربعة نماذج أساسية لاختبار فروض الدراسة، تناول الباحث في النموذج الأول والثاني والثالث علاقات مباشرة ما بين كل متغيرين من متغيرات الدراسة، وتم اختبارهم من خلال تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (OLS). أما النموذج الرابع، فقد تم ما بين متغير القدرة الإدارية (كمتغير مستقل) ومتغير مخاطر انهيار أسعار الأسهم (كمتغير تابع) من خلال متغير صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة (كمتغير وسيط / علاقة غير مباشرة)، وتم اختباره بطريقة تحليل المسارات (Path Analysis). ويمكن توضيح هذه النماذج في الشكل رقم (١) التالي:



شكل رقم (١) النموذج العام للدراسة "متغيرات الدراسة والعلاقات بينها"

المصدر: إعداد الباحث

هذا، وبناءً على الشكل رقم (١) السابق، يمكن صياغة فروض ونماذج الدراسة، على النحو التالي:

النموذج الأول

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرض الأول، والذي ينص على:

H_1 . يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

وتتمثل معادلة الانحدار الخاصة بهذا النموذج في:

$$DUVOL_{it} = \alpha + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIGMA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Years + \beta_8 Industries + \varepsilon_{it}$$

النموذج الثاني

يقيس هذا النموذج الفرض الثاني، الذي ينص على:

H_2 . يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

وتتمثل معادلة الانحدار الخاصة بهذا النموذج في:

$$Readability_{it} = \alpha + \beta_1 MA_{it} + \beta_2 SIGMA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Years + \beta_8 Industries + \varepsilon_{it}$$

النموذج الثالث

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرض الثالث، والذي ينص على:

H_3 . يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

وتتمثل معادلة الانحدار الخاصة بهذا النموذج في:

$$DUVOL_{it} = \alpha + \beta_1 Readability_{it} + \beta_2 SIGMA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 AGE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Years + \beta_8 Industries + \varepsilon_{it}$$

حيث إن:

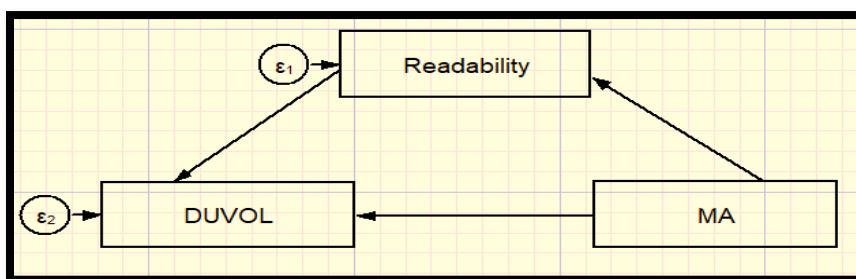
- MA_{it} : القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين في الشركة (i) في السنة (t).
- $Readability_{it}$: صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة في الشركة (i) في السنة (t).
- $DUVOL_{it}$: مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركة (i) في السنة (t).
- $SIGMA_{it}$: الانحراف المعياري لعوائد أسهم الشركة (i) في السنة (t).
- $SIZE_{it}$: حجم الشركة (i) في السنة (t).
- AGE_{it} : عمر الشركة (i) في السنة (t).
- LEV_{it} : الرافعة المالية للشركة (i) في السنة (t).
- ROA_{it} : معدل العائد على الأصول للشركة (i) في السنة (t).
- $Years$: تأثير السنوات.
- $Industries$: تأثير القطاعات.
- ε_{it} : البواقي أو Residual أو الأخطاء.

النموذج الرابع

يستخدم هذا النموذج لاختبار الفرض الرابع، والذي ينص على:

H_4 . تؤثر درجة القدرة الإدارية تأثيراً موجباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط.

ويتم التعبير عن هذا النموذج من خلال شبكة تحليل المسارات Path Analysis، كما تظهر بالشكل رقم (٢) التالي:



شكل رقم (٢) العلاقة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة
المصدر: إعداد الباحث

٩-٥ اختبارات التحقق من تطبيق نموذج الانحدار الخطي ونموذج تحليل المسارات

حتى تكون نتائج التحليل الإحصائي للبيانات جيدة وغير متحيزة ويمكن الاعتماد عليها وتعميمها على المجتمع، قام الباحث بالتحقق من افتراضات نموذج الانحدار الخطي وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (OLS) والخاصة بالفروض الأول والثاني والثالث، وكذلك نموذج تحليل المسارات (Path Analysis) الخاص بالفرض الرابع، وذلك بإيجاز كما يلي:

٩-٥-١ افتراضات تطبيق نموذج الانحدار الخطي

يوضح الجدول رقم (٣) التالي، نتائج افتراضات نموذج الانحدار الخطي لنماذج الفروض الثلاثة للبحث، وتتمثل تلك الافتراضات في اختبار كل من: اختبار الارتباط الخطي المتعدد (Multicollinearity)، واختبار مشكلة عدم ثبات التباين (Heteroscedasticity)، واختبار مشكلة الارتباط الذاتي / التسلسلي للبواقي (Autocorrelation).

جدول رقم (٣) نتائج افتراضات نموذج الانحدار الخطي

| الافتراضات | نوع الاختبار | الفرض الأول | الفرض الثاني | الفرض الثالث |
|--------------------|----------------------------------|-------------|--------------|--------------|
| Multicollinearity | VIF | ١,٥٣ | ١,٥٣ | ١,٥٥ |
| Heteroscedasticity | Breusch-Pagan / Cook-Weisberg | ٠,٥٢٩٧ | ٠,٠٠٢٣ | ٠,٦٨١٣ |
| Autocorrelation | Durbin-Watson | ١,٨٥٢٧ | ١,٩٠٨ | ١,٨٦٠٤ |

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- أن قيم معامل (VIF) لجميع المتغيرات في نماذج الدراسة الثلاث أقل من (١٠)، ومن ثم فإنها في الحدود المقبولة. وبالتالي تحقق شرط استقلالية المتغيرات المستقلة، وعدم وجود مشكلة ارتباط خطي بينهم. ومن ثم فإن كل نموذج من نماذج البحث لا يعاني من مشكلة الارتباط الخطي ويصلح لتفسير الأثر على المتغير التابع.
- أن قيم الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار (Breusch-Pagan/Cook-Weisberg) للنموذج الأول والنموذج الثالث أكبر من (٠,٠٥)، مما يعني أن تلك النماذج لا تعاني من مشكلة عدم ثبات التباين. في حين أن النموذج الثاني قيمة الاحتمال المحسوب وفقاً لاختبار (Breusch-Pagan/Cook-Weisberg) ٠,٠٠٢٣، وهو أقل من (٠,٠٥) مما يعني وجود مشكلة عدم ثبات التباين في النموذج الثاني. ونظراً لما قد يصاحبه تلك المشكلة من آثار عكسية على مدى ملائمة واتساق النتائج المستخلصة من نموذج الانحدار الثاني، فقد عالج الباحث مشكلة هذا النموذج وفقاً لأمر أو تقنية (Robust Estimate Ordinary Least Squares)، والتي تعمل على تقدير معاملات نماذج الانحدار التي تعاني من مشكلة عدم ثبات التباين.
- أن جميع قيم (Durbin-Watson) للنماذج الثلاث تقع ما بين (١,٥ : ٢,٥)، وهو يدل على أن جميع النماذج لا تعاني من وجود مشكلة الارتباط الذاتي/ التسلسلي بين البواقي.

جدير بالذكر، أنه بالإضافة إلى الاختبارات أو الافتراضات الثلاثة السابقة لشرط تطبيق نموذج الانحدار الخطي، يوجد اختبار رابع وهو اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي (Normal distribution of Residuals)، وقد أشارت دراسة (Field 2013) إلى أن شرط التوزيع الطبيعي للبواقي يعتبر شرطاً أساسياً يجب التأكد من تحققه في حالة العينات الصغيرة (أقل من ٣٠ مفردة)، أما في حالة العينات الكبيرة التي تزيد عن ٣٠ مفردة، فإنه يمكن التخلي عن هذا الشرط؛ حيث إن توزيع البيانات يؤول إلى التوزيع الطبيعي وفقاً لنظرية (Central Limit Theory). ونظراً لأن عينة الدراسة الحالية ٤٠٦ مفردة، يمكن الافتراض بأن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

٢-٥-٩ افتراضات (معايير) تطبيق نموذج تحليل المسارات

نظراً لاعتماد الباحث في اختبار الفرض الرابع على نموذج تحليل المسارات، فإنه يجب التأكد من جودة توافق النماذج ومعنوية المسارات، وفي سبيل ذلك سوف يتم الاستعانة بمجموعة من المعايير الإحصائية للتعبير عن جودة توافق النموذج الكلي، إلى جانب التأكد من تمثيل النموذج لطبيعة المشكلة البحثية. هذا، وتوضح النتائج الواردة بالجدول رقم (٤) التالي، مؤشرات جودة المطابقة الكلية (Goodness of Fit) لنموذج الفرض الرابع.

جدول رقم (٤) مؤشرات جودة المطابقة لنموذج الفرض الرابع

| SRMSR | TLI | CFI | RMSEA | بيان |
|-------|-----|-----|-------|---|
| ٠,٠٠٠ | ١ | ١ | ٠,٠٠٠ | عند استخدام صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة |

المصدر: إعداد الباحث

بناءً على جدول رقم (٤)، يمكن تفسير نتائجه على النحو التالي:

١. بلغ مؤشر الجذر التربيعي لمتوسط مربعات خطأ التقدير (RMSEA) للنموذج صفر، ويدل ذلك على التطابق التام للنماذج المقدره وبيانات عينة البحث.
٢. بلغت قيمة مؤشر جودة التوفيق المقارن (CFI) ومؤشر توكر- لويس (TLI) للنموذج ١٠٠٪، وهذا يعني مطابقة البيانات للنموذج مطابقة جيدة.
٣. بلغ مؤشر معيار الجذر التربيعي (SRMR) للنموذج صفر، ويدل ذلك على التطابق التام للنماذج المقدره وبيانات عينة البحث.

مما سبق، ويعد أن أكدت النتائج أن جميع المؤشرات تحوز على قيم جيدة للمطابقة، وبالتالي يمكن الاعتماد على هذا النموذج في اختبار الفرض الرابع.

٦-٩ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يتناول الباحث عند إجراء الإحصاء الوصفي الأساليب الوصفية التالية: الوسط الحسابي (Mean)، والانحراف المعياري (Std. Deviation)، وأدنى قيمة (Min) وأعلى قيمة (Max). والذي يوضحه جدول رقم (٥) التالي.

جدول رقم (٥) الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

| Max أعلى قيمة | Min أدنى قيمة | Std. Deviation الانحراف المعياري | Mean الوسط الحسابي | Variables المتغيرات |
|------------------|------------------|-------------------------------------|-----------------------|---------------------------|
| 1.051 | -0.374 | 0.514 | 0.522 | التقلب من أسفل لأعلى |
| 51.429 | 36.474 | 3.933 | 45.025 | صعوبة القراءة |
| 0.257 | -0.356 | 0.152 | -0.048 | القدرة الإدارية |
| 0.041 | 0.016 | 0.008 | 0.025 | الانحراف المعياري للعوائد |
| 7.583 | 4.969 | 0.717 | 6.348 | حجم الشركة |
| 3.304 | 0.903 | 0.903 | 1.653 | عمر الشركة |
| 0.914 | 0.129 | 0.226 | 0.516 | الرافعة المالية |
| 0.234 | -0.057 | 0.077 | 0.084 | معدل العائد على الأصول |

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (STATA)

يتضح للباحث من الجدول السابق ما يلي:

- أن الوسط الحسابي لمخاطر انهيار أسعار الأسهم مقاسة بطريقة التقلب من أسفل لأعلى بلغ (٠,٥٢٢) بانحراف معياري قدره (٠,٥١٤)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٠,٣٧٤)، (١,٠٥١) على التوالي. هذا، ويزيد الوسط الحسابي للدراسة الحالية عما توصلت إليه دراسة Kim et al. (2019) والتي تمت على عينة من الشركات في البيئة الأمريكية، حيث بلغ وسطها الحسابي (٠,٠١٥)، وقد ترجع الزيادة في الوسط الحسابي إلى اختلاف البيئة الأمريكية في خصائصها وطبيعتها الاقتصادية والثقافية عن خصائص بيئة الأعمال المصرية مجال تطبيق الدراسة الحالية. في حين يقترب إلى حد ما الانحراف المعياري للدراسة الحالية مع الانحراف المعياري لدراسة Kim et al. (2019). أما ارتفاع المدى بين أعلى وأدنى قيمة يشير إلى اختلاف شركات العينة في تعرضها لتلك المخاطر.
- أن الوسط الحسابي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين بلغ (-٠,٠٤٨) بانحراف معياري قدره (٠,١٥٢)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٠,٣٥٦)، (٠,٢٥٧) على التوالي. ويتضح من هذه البيانات ارتفاع المدى بين أعلى وأدنى قيمة، وهو ما يشير إلى اختلاف القدرة الإدارية لدى المديرين التنفيذيين بشركات عينة الدراسة، وتميل العينة إلى انخفاض القدرة الإدارية لهؤلاء المديرين إلى حد ما. وتشير أعلى قيمة إلى قدرة المديرين التنفيذيين في تحويل موارد الشركة إلى إيرادات بكفاءة مرتفعة، والعكس صحيح بالنسبة لأدنى قيمة.
- أن الوسط الحسابي لصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة بلغ (٤٥,٠٢٥) بانحراف معياري قدره (٣,٩٣٣)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٣٦,٤٧٤)، (٥١,٤٢٩) على التوالي. وهذا يشير إلى أن الإيضاحات المتممة للقوائم المالية لدى شركات عينة الدراسة متوسطة القراءة، حيث إنه وفقاً لمؤشر (LIX) يكون النص متوسط القراءة إذا كانت قيمة المؤشر تتراوح بين ٤٠-٤٩. وتشير القيمة (٥١,٤٢٩) إلى وجود بعض الشركات بعينة الدراسة تتسم الإيضاحات المتممة لها بصعوبة القراءة.
- الوسط الحسابي للانحراف المعياري لعوائد الأسهم بلغ (٠,٠٢٥) بانحراف معياري قدره (٠,٠٠٨)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠,٠١٦)، (٠,٠٤١) على التوالي. ويشير ذلك إلى أن انحراف العوائد عن وسطها الحسابي يبلغ (٢,٥٪)، وانخفاض المدى بين أعلى وأدنى قيمة يشير إلى تقارب شركات عينة الدراسة في انحراف عوائد الأسهم.
- الوسط الحسابي لحجم الشركة بلغ (٦,٣٤٨) بانحراف معياري قدره (٠,٧١٧)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٤,٩٦٩)، (٧,٥٨٣) على التوالي. وانخفاض المدى بين أعلى وأدنى قيمة يرجع إلى أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول، وبالتالي يوجد اختلاف بين شركات عينة الدراسة في حجم الأصول التي تمتلكها.
- الوسط الحسابي لعمر الشركة بلغ (١,٦٥٣) بانحراف معياري قدره (٠,٩٠٣)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠,٩٠٣)، (٣,٣٠٤) على التوالي. وارتفاع المدى بينهما إلى اختلاف شركات العينة في عدد السنوات منذ الإدراج وحتى ٢٠٢٠.
- الوسط الحسابي للرافعة المالية بلغ (٠,٥١٦) بانحراف معياري قدره (٠,٢٢٦)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (٠,١٢٩)، (٠,٩١٤) على التوالي. وهذا يشير إلى أن قيمة الالتزامات لدى شركات عينة الدراسة تمثل ٥١,٦٪ من إجمالي أصولها، وارتفاع المدى بين أعلى وأدنى قيمة يشير إلى اختلاف شركات عينة الدراسة في حجم الأصول والالتزامات.
- الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول بلغ (٠,٠٨٤) بانحراف معياري قدره (٠,٠٧٧)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-٠,٠٥٧)، (٠,٢٣٤) على التوالي. وهذا يشير إلى أن شركات عينة الدراسة تحقق في المتوسط عائد على أصولها يبلغ ٨,٤٪، وتشير أدنى قيمة البالغة (-٠,٠٥٧) إلى تحقيق بعض شركات العينة لخسائر خلال الفترة محل الدراسة.

٧-٩ تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة (Correlation Analysis)

قام الباحث بإجراء اختبار تحليل الارتباط (Correlation Analysis) عن طريق استخدام معامل ارتباط بيرسون لمعرفة مدى وجود علاقة ارتباط بين متغيرات الدراسة وقياس معنوية هذا الارتباط واتجاه العلاقة بين المتغيرات، حيث أشارت دراسة Brooks (2008) إلى أن مصفوفة الارتباط المتعدد تستخدم لتحديد العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة من ناحية، وبين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض من ناحية أخرى، وتتراوح قيمة معامل ارتباط بيرسون ما بين (-١، +١)، حيث تشير القيمة الموجبة إلى وجود ارتباط طردي بين المتغيرين محل الدراسة، بينما تشير القيمة السالبة إلى وجود ارتباط عكسي بين

المتغيرين محل الدراسة، أما معامل الارتباط الصفري يشير إلى عدم وجود ارتباط خطي بين المتغيرين نهائياً. وكانت نتائج التحليل الإحصائي كما توضحها مصفوفة ارتباط بيرسون بالجدول رقم (٦) كما يلي:

جدول رقم (٦) مصفوفة الارتباط المتعدد - بيرسون

| ROA | LEV | AGE | SIZE | SIGMA | DUVOL | Readability | MA | المتغيرات |
|-------|-----------|---------|-----------|------------|------------|-------------|------------|---------------------------------------|
| | | | | | | | 1.000 | الارتباط القدرة الإدارية |
| | | | | | | | | Sig. MA |
| | | | | | | 1.000 | -0.212 | الارتباط القابلية للقراءة |
| | | | | | | | (0.000)*** | Sig. Readability |
| | | | | | 1.000 | -0.138 | 0.071 | الارتباط مخاطر انهيار أسعار الأسهم |
| | | | | | | (0.005)*** | (0.150) | Sig. DUVOL |
| | | | | 1.000 | -0.422 | 0.135 | -0.113 | الارتباط الانحراف المعياري للعوائد |
| | | | | | (0.000)*** | (0.006)*** | (0.023)** | Sig. SIGMA |
| | | | 1.000 | -0.110 | -0.125 | 0.160 | 0.014 | الارتباط حجم الشركة |
| | | | | (0.027)** | (0.012)** | (0.001)*** | (0.782) | Sig. SIZE |
| | | 1.000 | -0.053 | 0.062 | -0.212 | -0.075 | 0.058 | الارتباط عمر الشركة |
| | | | (0.288) | (0.212) | (0.000)*** | (0.133) | (0.245) | Sig. AGE |
| | 1.000 | -0.011 | 0.418 | -0.064 | -0.103 | 0.058 | 0.083 | الارتباط الرافعة المالية |
| | | (0.821) | (0.000)** | (0.195) | (0.039)** | (0.242) | (0.094)* | Sig. LEV |
| 1.000 | -0.145 | -0.034 | 0.031 | -0.200 | 0.065 | -0.085 | 0.021 | الارتباط معدل العائد على الأصول |
| | (0.003)** | (0.488) | (0.534) | (0.000)*** | (0.189) | (0.089)* | (0.668) | Sig. ROA |

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (STATA)

يتضح من الجدول رقم (٦) السابق، ما يلي:

- أن العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة علاقة ارتباط عكسية ضعيفة، حيث بلغ معامل الارتباط (-0,٢١٢)، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى ١٪، حيث بلغ مستوي المعنوية (٠,٠٠٠). وهذا يعني أنه عندما تزيد القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين تنخفض صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة، وهذا سيؤدي إلى ارتفاع جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية الناتجة عن ارتفاع جودة الإفصاحات (انخفاض صعوبة قراءة التقرير المالية).
- أن العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم علاقة ارتباط طردية ضعيفة، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٠٧١)، ولكن هذه العلاقة غير معنوية، حيث بلغ مستوي المعنوية (٠,١٥٠). وهذا يعني عدم وجود علاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أن العلاقة بين صعوبة قراءة التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم علاقة ارتباط عكسية ضعيفة، حيث بلغ معامل الارتباط (-٠,١٣٨)، كما أن هذه العلاقة معنوية عند مستوى ١٪، حيث بلغ مستوي المعنوية (٠,٠٠٥). وهذا يعني أنه عندما تقل صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة تزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- بالنسبة للمتغيرات الرقابية في علاقتها بمخاطر انهيار أسعار الأسهم، اتضح وجود علاقة عكسية بين كل من الانحراف المعياري للعوائد، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت معاملات الارتباط لهذه المتغيرات (-٠,٤٢٢، -٠,١٢٥، -٠,٢١٢، -٠,١٠٣) على التوالي، وهذا الارتباط معنوي عند مستوى ١٪ لكل من الانحراف المعياري للعوائد وعمر الشركة، وعند مستوى ٥٪ لكل من حجم الشركة والرافعة المالية. على الجانب الآخر، اتضح وجود علاقة موجبة بين معدل العائد على الأصول ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الارتباط (٠,٠٦٥)، وهذا الارتباط غير معنوي، حيث بلغ مستوي المعنوية (٠,١٨٩).

بناءً على ما سبق، لاحظ الباحث أن قوة درجة الارتباط بين المتغيرات منخفضة. في هذه الحالة، وحتى يمكن الحكم على ما إذا كانت هذه النتائج يمكن الاعتماد عليها، يجب الرجوع إلى نتائج الدراسات السابقة التي تم إجراؤها في نفس المجال؛ بحيث يمكن القول إن نتائج الدراسة الحالية تكون ملائمة إذا كانت هذه النتائج تقترب من نتائج الدراسات السابقة. وفي حالة ما إذا كانت قوة درجة الارتباط التي توصلت إليها الدراسات السابقة مختلفة بشكل كبير عن الدراسة الحالية، فإن النتائج التي تم التوصل إليها قد تكون غير ملائمة، والعكس صحيح (Pallant, 2016).

هذا، وبعد الرجوع إلى الدراسات السابقة التي تناولت طبيعة العلاقة بين القدرة الإدارية وقابلية قراءة التقارير المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وجد أن أغلب هذه الدراسات توصلت إلى نتائج متقاربة من حيث اتجاه العلاقات ودرجة قوتها مع النتائج التي تم التوصل إليها في البحث الحالي من خلال جدول السابق، ومن أمثلة هذه الدراسات (Park & Jung, 2017; Habib & Hasan, 2017; Cui et al., 2019; Liu & Lei, 2021; Kim et al., 2019; Ertugrul et al., 2017).

أما فيما يتعلق بدراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض بمصفوفة الارتباط الواردة بالجدول (٦)، اتضح أن أعلى معامل ارتباط بين المتغيرات المستقلة بالمصفوفة كان بين الرافعة المالية وعمر الشركة بمعامل قدره (٠,٤١٨)، يليه الارتباط بين معدل العائد على الأصول والانحراف المعياري للعوائد بمعامل قدره (-٠,٢٠٠). وبالتالي يمكن الإقرار بانعدام مشكلة الارتباط

الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة المتعدد (Multicollinearity)، حيث إن أعلى معامل ارتباط لم يتجاوز ٩٠٪ (Pallant, 2014; Hair, 2016)، وهو ما يؤكد النتائج التي استنتجت من اختبار (VIF).

٩-٨ اختبار فروض الدراسة

اعتمد الباحث عند اختبار فروض الدراسة على أساليب الإحصاء التحليلي أو الاستدلالي والمتمثلة في تحليل الانحدار الخطي المتعدد (Multiple Linear Regression Analysis) وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وذلك للفروض الثلاثة الأولى، أما الفرض الرابع، تم وفقاً لتحليل المسارات (Path Analysis).

٩-٨-١ اختبار الفرض الأول

يقوم الباحث فيما يلي باختبار الفرض الأول (H₁) والذي يتمثل فيما يلي: "يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية". ويوضح الجدول رقم (٧) التالي نتائج تحليل الانحدار لاختبار صحة الفرض الأول.

جدول رقم (٧) نتائج اختبار الفرض الأول

| مستوى المعنوية Sig. | قيمة T | معاملات الانحدار | مخاطر انهيار أسعار الأسهم |
|---------------------|----------|------------------|------------------------------|
| **0.032 | 2.16 | 0.295 | القدرة الإدارية |
| ***0.00 | -11.35 | -32.282 | الانحراف المعياري للعوائد |
| **0.016 | -2.42 | -0.08 | حجم الشركة |
| ***0.000 | -4.54 | -0.129 | عمر الشركة |
| ***0.004 | -2.88 | -0.3 | الرافعة المالية |
| | -0.38 | -0.104 | معدل العائد على الأصول |
| ***0.00 | 9.21 | 2.134 | ثابت الانحدار |
| | Included | | تأثير السنوات |
| | Included | | تأثير القطاعات |
| | 0.000 | | احتمالية F |
| | 0.417 | | معامل التحديد R ² |

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (STATA)

تشير نتائج انحدار الفرض الأول الواردة بالجدول رقم (٧) إلى إمكانية الاعتماد على النموذج ككل بسبب انخفاض احتمالية (F-Statistic) عن ٥٪، وتشير النتائج أيضاً إلى أن قيمة معامل التحديد R² بلغت ٤١,٧٪. وهذه النتائج تشير إلى أن المتغيرات المستقلة تستطيع في مجملها تفسير نحو ٤١,٧٪ من سلوك المتغير التابع، وهذا يعني أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، والانحراف المعياري للعوائد، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، وتأثير السنوات، وتأثير القطاعات يفسرون ٤١,٧٪ من سلوك مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما باقي النسبة (٥٨,٣٪) تعود إلى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان.

هذا، وتحليل نتائج اختبارات (T-Statistic) ومعاملات الانحدار (Coefficient) الواردة بالجدول (٧)، يتضح وجود تأثير موجب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (٠,٢٩٥)، وهذا التأثير معنوي عند مستوى ٥٪. وتشير هذه النتيجة إلى أن القدرة الإدارية المرتفعة تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات الرقابية، اتضح أن معاملات الانحدار لكل من الانحراف المعياري للعوائد، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول سلبية -٣٢,٢٨٢، -٠,٠٠٨، -٠,١٢٩، -٠,٠٠٣، -٠,١٠٤، وهذا يدل على وجود تأثير سالب للمتغيرات المستقلة السابقة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير معنوي لكل من الانحراف المعياري للعوائد، وعمر الشركة، والرافعة المالية عند مستوى ١٪، ولحجم الشركة عند مستوى ٥٪، ولكنه غير معنوي لمعدل العائد على الأصول. وبناءً على ما سبق، يتم رفض الفرض الأول، والذي ينص على "يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية".

٩-٨-٢ اختبار الفرض الثاني

يقوم الباحث فيما يلي باختبار الفرض الثاني (H₂) والذي يتمثل فيما يلي: "يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية". ويوضح الجدول رقم (٨) التالي نتائج تحليل الانحدار لاختبار صحة الفرض الثاني.

جدول رقم (٨) نتائج اختبار الفرض الثاني

| مستوى المعنوية Sig. | قيمة T | معاملات الانحدار | صعوبة القراءة |
|---------------------|----------|------------------|------------------------------|
| ***0.00 | -4.30 | -5.336 | القدرة الإدارية |
| **0.022 | 2.30 | 59.524 | الانحراف المعياري للعوائد |
| **0.016 | 2.42 | 0.722 | حجم الشركة |
| | 0.71 | 0.182 | عمر الشركة |
| | 0.63 | 0.599 | الرافعة المالية |
| | -0.96 | -2.422 | معدل العائد على الأصول |
| ***0.00 | 17.06 | 35.872 | ثابت الانحدار |
| | Included | | تأثير السنوات |
| | Included | | تأثير القطاعات |
| | 0.000 | | احتمالية F |
| | 0.180 | | معامل التحديد R ² |

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (STATA)

تشير نتائج انحدار الفرض الثاني الواردة بالجدول رقم (٨) إلى إمكانية الاعتماد على النموذج ككل بسبب انخفاض احتمالية F-statistic عن ٥٪، وتشير النتائج أيضاً إلى أن قيمة معامل التحديد R² بلغت ١٨٪. وهذه النتائج تشير إلى أن المتغيرات المستقلة تستطيع في مجملها تفسير نحو ١٨٪ من سلوك المتغير التابع، وهذا يعني أن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، والانحراف المعياري للعوائد، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، وتأثير السنوات، وتأثير القطاعات يفسرون ١٨٪ من سلوك صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة، بينما باقي النسبة (٨٢٪) تعود إلى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان.

هذا، وتحليل نتائج اختبارات (T-Statistic) ومعاملات الانحدار (Coefficient) الواردة بالجدول (٨)، يتضح وجود تأثير سالب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة، حيث بلغ معامل الانحدار (-٥,٣٣٦)، وهذا التأثير معنوي عند مستوي ١٪. وهذه النتيجة تشير إلى أن القدرة الإدارية المرتفعة تخفض من صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة. أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات الرقابية، اتضح أن معاملات الانحدار لكل من الانحراف المعياري للعوائد، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية موجبة ٥٩,٥٢٤، ٠,٧٢٢، ٠,١٨٢، ٠,٥٩٩، وهذا يدل على وجود تأثير موجب للمتغيرات المستقلة السابقة على صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة، وهذا التأثير معنوي لكل من الانحراف المعياري للعوائد وحجم الشركة عند مستوى ٥٪، وغير معنوي لكل من عمر الشركة والرافعة المالية. على الجانب الآخر، اتضح أن معاملات الانحدار لمعدل العائد على الأصول كانت سالبة -٢,٤٢٢، وهذا يدل على وجود تأثير سالب لمعدل العائد على الأصول على صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة، ولكن هذا التأثير غير معنوي. وبناءً على ما سبق، تم قبول الفرض الثاني، والذي ينص على "يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية".

٩-٣-٨ اختبار الفرض الثالث

يقوم الباحث فيما يلي باختبار الفرض الثالث (H₃) والذي يتمثل فيما يلي: "يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية". ويوضح الجدول رقم (٩) التالي نتائج تحليل الانحدار لاختبار صحة الفرض الثالث.

جدول رقم (٩) نتائج اختبار الفرض الثالث

| مستوى المعنوية Sig. | قيمة T | معاملات الانحدار | مخاطر انهيار أسعار الأسهم |
|---------------------|----------|------------------|------------------------------|
| ***0.005 | -2.80 | -0.015 | صعوبة القراءة |
| ***0.000 | -11.16 | -31.772 | الانحراف المعياري للعوائد |
| **0.03 | -2.17 | -0.072 | حجم الشركة |
| ***0.000 | -4.40 | -0.124 | عمر الشركة |
| ***0.009 | -2.64 | -0.272 | الرافعة المالية |
| | -0.47 | -0.129 | معدل العائد على الأصول |
| ***0.00 | 8.93 | 2.693 | ثابت الانحدار |
| | Included | | تأثير السنوات |
| | Included | | تأثير القطاعات |
| | 0.000 | | احتمالية F |
| | 0.422 | | معامل التحديد R ² |

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (STATA)

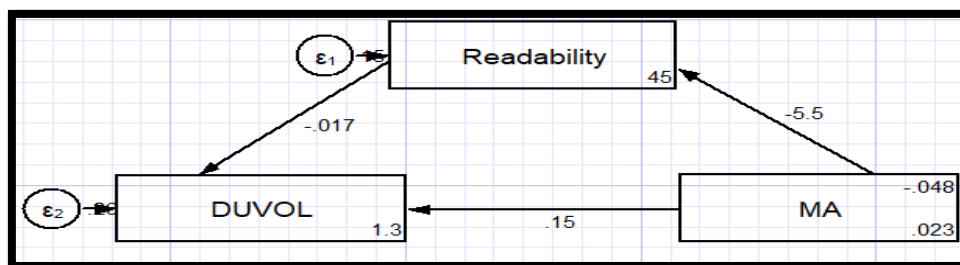
تشير نتائج انحدار الفرض الثالث الواردة بالجدول رقم (٩) إلى إمكانية الاعتماد على النموذج ككل بسبب انخفاض احتمالية F-statistic عن ٥٪، وتشير النتائج أيضاً إلى أن قيمة معامل التحديد R^2 بلغت ٤٢,٢٪. وهذه النتائج تشير إلى أن المتغيرات المستقلة تستطيع في مجملها تفسير نحو ٤٢,٢٪ من سلوك المتغير التابع، وهذا يعني أن صعوبة القراءة، والانحراف المعياري للعوائد، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، وتأثير السنوات، وتأثير القطاعات يفسرون ٤٢,٢٪ من سلوك مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما باقي النسبة (٥٧,٨٪) تعود إلى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان.

هذا، وتحليل نتائج اختبارات (T-Statistic) ومعاملات الانحدار (Coefficient) الواردة بالجدول رقم (٩)، يتضح وجود تأثير سالب لصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغ معامل الانحدار (-٠,٠١٥)، وهذا التأثير معنوي عند مستوي ١٪. وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة تقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. أما بالنسبة لمعاملات المتغيرات الرقابية، اتضح أن معاملات الانحدار لكل من الانحراف المعياري للعوائد، وحجم الشركة، وعمر الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول سلبية -٣١,٧٧٢، -٠,٠٧٢، -٠,١٢٤، -٠,٢٧٢، -٠,١٢٩، وهذا يدل على وجود تأثير سالب للمتغيرات المستقلة السابقة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير معنوي لكل من الانحراف المعياري للعوائد، وعمر الشركة، والرافعة المالية عند مستوي ١٪، ولحجم الشركة عند مستوي ٥٪، ولكنه غير معنوي لمعدل العائد على الأصول. وبناءً على ما سبق، يتم رفض الفرض الثالث، الذي ينص على "يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية".

٩-٤-١-٤ اختبار الفرض الرابع

يقوم الباحث فيما يلي باختبار الفرض الرابع (H_4) والذي يتمثل فيما يلي: "تؤثر درجة القدرة الإدارية تأثيراً موجباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط". اعتمد الباحث على أسلوب تحليل المسارات لتوضيح وتفسير العلاقات المباشرة وغير المباشرة بين متغيرات البحث.

هذا، ولتوضيح العلاقات السببية بين المتغيرات الخارجية (القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم) والمتغير الداخلي (صعوبة قراءة التقارير المالية) تم صياغة النموذج الهيكلي السابق الإشارة إليه في الشكل رقم (٢). وتم تقدير هذا النموذج باستخدام دالة الإمكان العظمي (Maximum Likelihood)، ويوضح الشكل رقم (٣) التالي، النموذج المقترح للعلاقات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات بعد تقدير المعاملات.



شكل رقم (٣) النموذج المقترح للعلاقات المباشرة وغير المباشرة بين المتغيرات الرئيسية بعد تقدير المعاملات الخاصة بالنموذج يوضح الجدول رقم (١٠) التالي، معاملات الانحدار والخطأ المعياري ومستوي المعنوية ومعاملات الثقة للعلاقات بين المتغيرات.

جدول رقم (١٠) معاملات الانحدار والخطأ المعياري ومستوي المعنوية ومعاملات الثقة للعلاقات بين المتغيرات

| المتغيرات | معاملات الانحدار | الخطأ المعياري | قيمة Z | مستوى المعنوية Sig. |
|---------------------------------------|------------------|----------------|--------|---------------------|
| مخاطر انهيار أسعار الأسهم كمتغير تابع | | | | |
| صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة | -0.0168585 | 0.0065646 | -2.57 | **0.010 |
| القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين | 0.1494745 | 0.1700883 | 0.88 | 0.380 |
| ثابت الانحدار | 1.287993 | 0.2950229 | 4.37 | 0.000 |
| صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة كوسيط | | | | |
| القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين | -5.488034 | 1.256703 | -4.37 | ***0.000 |
| ثابت الانحدار | 44.7602 | 0.199718 | 223.83 | 0.000 |

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level.

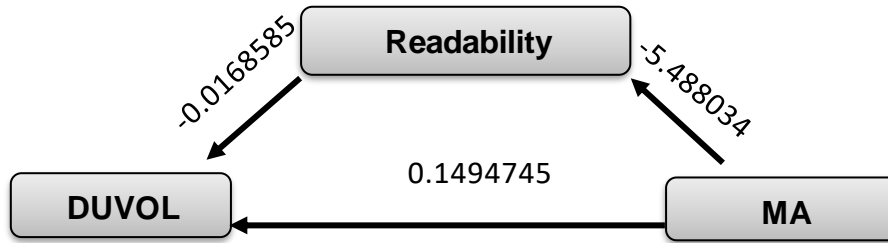
المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (STATA)

يتضح من بيانات الجدول رقم (١٠) ما يلي:

- وجود تأثير سالب لصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ وهذا يعني أنه كلما زادت صعوبة قراءة التقارير السنوية انخفضت مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير معنوي عند مستوى ٥٪ (٠,٠١٠).
- وهذه النتيجة تؤكد النتيجة التي تم التوصل إليها في الفرض الثالث.
- وجود تأثير سالب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على صعوبة قراءة التقارير المالية؛ وهذا يعني أنه كلما زادت القدرة الإدارية تنخفض صعوبة قراءة التقارير المالية، وهذا التأثير معنوي عند مستوى ١٪ (٠,٠٠٠). وهذه النتيجة تؤكد النتيجة التي تم التوصل إليها في الفرض الثاني.
- وجود تأثير موجب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تؤكد النتيجة التي تم التوصل إليها في الفرض الأول، إلا أن هذا التأثير أصبح غير معنوي (٠,٣٨٠)، بسبب دخول صعوبة القراءة كمتغير وسيط، وبالتالي أصبح لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، ويتضح من الجدول رقم (١٠) أن الأثر الكلي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم يبلغ (٠,٢٤١٩٩٤٦)، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأثر المباشر الموجب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (٠,١٤٩٤٧٤٥) وهذا الأثر غير معنوي (٠,٣٨٠)، والأثر غير المباشر الموجب للقدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار من خلال صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة (٠,٠٩٢٥٢)، وهو عبارة عن حاصل ضرب العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة والعلاقة بين صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (-٠,١٦٨٥٨٥ × ٥,٤٨٨٠٣٤)، والعلاقة بين القدرة الإدارية وصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة معنوية عند مستوى ١٪ (٠,٠٠٠)، والعلاقة بين صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم معنوية عند مستوى ٥٪ (٠,٠١). وبالتالي تعتبر وساطة صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة في هذه الحالة وساطة كلية (Full Mediation)، بسبب عدم معنوية العلاقة المباشرة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم ومعنوية العلاقات غير المباشرة. وبالتالي تم قبول الفرض الرابع، الذي ينص على "تؤثر درجة القدرة الإدارية تأثيراً موجباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط".

هذا، ويوضح الشكل رقم (٤) الأثر المباشر وغير المباشر للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة.



شكل رقم (٤) الأثر المباشر وغير المباشر للقدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة

المصدر: إعداد الباحث

٩-٩ الاختبارات الإضافية

في هذا الجزء من البحث، اعتمد الباحث على مقياس آخر لمخاطر انهيار أسعار الأسهم وهو معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم (NCSKEW) لتحديد مدى ثبات النتائج من عدمها، وسوف يتم إعادة اختبار فروض البحث.

هذا، ويعتبر هذا المقياس من المقاييس شائعة الاستخدام أيضاً، ويقوم باستخدام معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للسهم (NCSKEW) كمقياس إضافياً للتعبير عن احتمال حدوث مخاطر انهيار الأسهم، ويمثل الالتواء (Skewness) عدم التماثل في توزيع العوائد على سهم الشركة، وتشير القيم السالبة إلى أن البيانات تلتوي في اتجاه اليسار، والعكس بالعكس، وقد اعتمدت عليه العديد من الدراسات (e.g., Habib & Hassan, 2017; Kim et al., 2019). ويمكن حساب هذا المعامل من خلال المعادلة التالية:

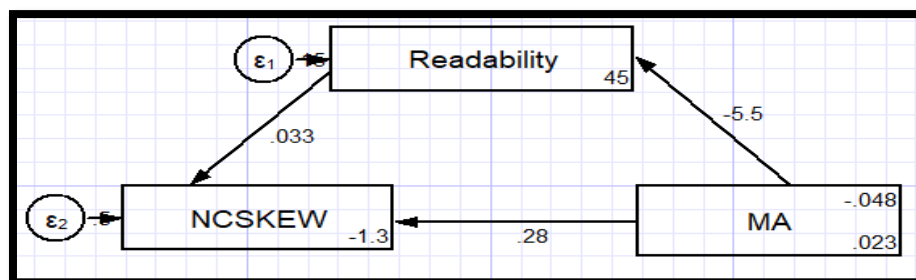
$$NCSKEW_{it} = \frac{-[n(n-1)^{3/2} \sum R_{it}^3]}{[(n-1)(n-2)(\sum R_{it}^2)^{3/2}]}$$

حيث إن:

R_{it} : تمثل العوائد الأسبوعية على سهم الشركة (i) في الأسبوع t،
n: عدد المشاهدات خلال الفترة (إجمالي عدد الأسابيع المتداول فيها السهم في البورصة).

ويلاحظ أن هذا المقياس يتم ضربه في (-1)، لتسهيل وتحسين تفسير النتائج، حتى تكون المعادلة طردية وطبقاً للمعادلة السابقة فإنه كلما زاد معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t)، كلما زاد احتمال تعرض أسعار الأسهم تلك الشركة لمخاطر انهيار.

يوضح الشكل رقم (٥) التالي، النموذج الهيكلي لاختبار الأثر المباشر وغير المباشر للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة بعد تقدير معاملات النموذج.



شكل رقم (٥) النموذج الهيكلي لاختبار الأثر المباشر وغير المباشر للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة بعد تقدير معاملات النموذج

المصدر: إعداد الباحث

يوضح الجدول رقم (١١) التالي، معاملات الانحدار والخطأ المعياري ومستوي المعنوية ومعاملات الثقة للعلاقات بين المتغيرات.

جدول رقم (١١) معاملات الانحدار والخطأ المعياري ومستوي المعنوية ومعاملات الثقة للعلاقات بين المتغيرات

| المتغيرات | معاملات الانحدار | الخطأ المعياري | قيمة Z | مستوى المعنوية Sig. |
|---------------------------------------|------------------|----------------|--------|---------------------|
| مخاطر انهيار أسعار الأسهم كمتغير تابع | | | | |
| صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة | 0.032722 | 0.0091587 | 3.57 | ***0.000 |
| القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين | 0.2816886 | 0.2373004 | 1.19 | 0.235 |
| ثابت الانحدار | -1.2958 | 0.411604 | -3.15 | 0.002 |
| صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة كوسيط | | | | |
| القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين | -5.488034 | 1.256703 | -4.37 | ***0.000 |
| ثابت الانحدار | 44.7602 | 0.199718 | 223.83 | 0.000 |

*** Significant at the 0.01 level, ** Significant at the 0.05 level, * Significant at the 0.10 level.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج (STATA)

بناء على النتائج الواردة بالجدول رقم (١١) تم اختبار فروض البحث الأربعة وذلك كما يلي:

الفرض الأول

لاختبار الفرض الأول، الذي ينص على "يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم"، استخدم الباحث أسلوب تحليل المسارات الذي أوضح وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت القدرة الإدارية زادت مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير غير معنوي، وبالتالي، أصبح لا يوجد تأثير لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وعليه، تم رفض الفرض الأول.

الفرض الثاني

لاختبار الفرض الثاني، الذي ينص على "يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية"، استخدم الباحث أسلوب تحليل المسارات الذي أوضح وجود تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة، وهذا يعني أنه كلما زادت القدرة الإدارية انخفضت صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة، وهذا التأثير معنوي عند مستوى ١٪ (٠,٠٠٠). وعليه، تم قبول الفرض الثاني.

الفرض الثالث

لاختبار الفرض الثالث، الذي ينص على "يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم"، استخدم الباحث أسلوب تحليل المسارات الذي أوضح وجود تأثير موجب لجودة المحتوى المعلوماتي

المقاسة بصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت صعوبة قراءة التقارير المالية زادت مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا التأثير معنوي عند مستوى ١٪ (٠,٠٠٠)، وعليه، تم قبول الفرض الثالث.

الفرض الرابع

لاختبار الفرض الرابع، الذي ينص على "تؤثر درجة القدرة الإدارية تأثيراً موجباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط"، استخدم الباحث أسلوب تحليل المسارات الذي أوضح أن الأثر الكلي للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم يبلغ (٠,١٠٢١٠٩)، ويمكن إرجاع ذلك إلى الأثر المباشر الموجب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم (٠,٢٨١٦٨٨٦)، وهذا الأثر غير معنوي (٠,٢٣٥)، والأثر غير المباشر السالب للقدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار من خلال صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة (٠,١٧٩٥٧٩٦-)، وهو عبارة عن حاصل ضرب العلاقة بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة والعلاقة بين صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (-٠,٣٢٧٢٢٢ × ٥,٤٨٨٠٣٤)، والعلاقة بين القدرة الإدارية وصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة معنوية عند مستوى ١٪ (٠,٠٠٠)، والعلاقة بين صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم معنوية عند مستوى ١٪ (٠,٠٠٠). وبالتالي تعتبر وساطة متغير صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة في هذه الحالة وساطة كلية Full Mediation، وعليه، تم قبول الفرض الرابع.

٩-١٠ تحليل وتفسير نتائج البحث

يتمثل الهدف من مناقشة وتفسير النتائج التي تم التوصل إليها في التحليل الإحصائي السابق، في تقديم التفسيرات والمبررات المنطقية التي تدعم النتائج التي تم التوصل إليها، بالإضافة إلى مقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة لتحديد مدى اتفاقها أو تعارضها، وتوضيح أسباب الاختلافات إن وجدت، والنظريات التي تدعم تلك النتائج. لذا، سيقوم الباحث بتناول النقاط التالية:

٩-١٠-١ العلاقة بين درجة القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

أشارت نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٧) إلى وجود تأثير موجب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تشير إلى أن ارتفاع درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، تزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم لدى شركات العينة. وهذا التأثير معنوي وفقاً لنموذج الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وقد اختلفت تلك النتيجة عما تم استنتاجها وفقاً لتحليل المسارات (Path Analysis) بالاختبارات الإضافية بالجدول رقم (١١)، حيث أصبح التأثير غير معنوي، وبالتالي لا يوجد تأثير للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولعل السبب في وجود هذا الاختلاف في النتائج يرجع إلى اختلاف المقياس المستخدم في قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وجدير بالذكر، أن هناك انتقاد للمقياس المستخدم في التحليلات الإضافية يتمثل في أنه أكثر عرضة للتأثر بالعوائد الأسبوعية للأسهم الشاذة والمتطرفة، لأنه يتطلب أخذ قيمة العزم الثالث عند قياس تقلبات العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (Dang et al., 2018). لذلك، يرى الباحث أن نتيجة نموذج الانحدار الخطي وفقاً لطريقة المربعات الصغرى (OLS) ووفقاً لطريقة DUVOL هي الأكثر ترجيحاً عن طريقة NCSKEW المستخدمة في تحليل المسارات. وبناءً عليه، يوجد تأثير موجب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عند مستوي ٥٪. وعليه، تم رفض الفرض الأول للبحث. وقد اتفقت هذه النتيجة مع الدراسات التالية (Habib & Hasan, 2017; Cui et al., 2019; Liu & Lei, 2021) (٢٠١٩) ودراسة (Park & Jung (2017)، وقد يرجع هذا التعارض إلى اختلاف حجم العينة، أو اختلاف سنوات التطبيق، أو الأخذ في الحسبان بعض المتغيرات الرقابية في نموذج الانحدار للدراسة الحالية والتي لم يتم تناولها من قبل هاتين الدراستين.

هذا، ويمكن تفسير النتيجة السابقة في ضوء نظرية التشويش الإداري ومن منظور التبرج الإداري، حيث إنه وفقاً لهما، يسعى المديرون التنفيذيون ذوي القدرة المرتفعة إلى اتباع أدوات وأساليب لخفض جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، بما يخدم مصالحهم ودوافعهم الشخصية نتيجة انخراطهم في مشروعات مرتفعة المخاطر والعوائد المحتملة ومحاولتهم إخفاء والتعتيم على تلك المخاطر المحتملة، أو من خلال حجب الأخبار السيئة وتخزينها، والذي قد يحقق منافع للمديرين التنفيذيين على المدى القصير، ولكن في لحظة ما لا يستطيع المديرون التنفيذيون الاستمرار في حجب تلك الأخبار، ومن ثم يتم الإفصاح عن تلك الأخبار السيئة دفعة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث انهيار في أسعار أسهم تلك الشركات.

٩-١٠-٢ العلاقة بين درجة القدرة الإدارية وصعوبة قراءة الإيضاحات المتممة

أشارت نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٨) إلى وجود تأثير سالب للقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة بالقوائم المالية، وهذه النتيجة تشير إلى أن ارتفاع درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، تخفض من صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة لدى شركات العينة، ومن ثم ارتفاع جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية (جودة الإفصاح المحاسبي). والعكس صحيح، حيث إن انخفاض درجة القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، تزيد من صعوبة قراءة الإيضاحات المتممة لدى شركات العينة، ومن ثم انخفاض جودة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية (جودة الإفصاح المحاسبي). هذا، وقد

تأكدت تلك النتيجة على مستوى التحليل وفقاً لنموذج الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى (OLS) وكذلك على مستوى تحليل المسارات (Path Analysis) بالاختبارات الإضافية بالجدول رقم (١١). وبناءً عليه، تم قبول الفرض الثاني للبحث، وذلك عند مستوي معنوية ١٪. وقد اتفقت هذه النتيجة مع عدد من الدراسات السابقة (e.g., Gerayli & Pitenoei, 2018; Hasan, 2020; Yan et al., 2021).

هذا، وتتفق تلك النتيجة مع نظرية الإشارة ومن منظور التعاقد الفعال، حيث ترى هذه النظرية أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرة المرتفعة عادة ما يكون أداءهم جيداً ومن غير المرجح أن يخفوا أداءهم المرتفع. ولذلك، فإنها تميل إلى الإفصاح عن تقارير ذات جودة محتوى معلوماتي مرتفع من خلال تقارير سهلة القراءة والفهم وبعيدة عن التعقد والغموض، وهي بذلك تبلغ حملة الأسهم وأصحاب المصالح الأخرى والأسواق بأدائهم وقدراتهم وكفاءتهم المثلى، وهذا سيؤدي إلى انخفاض حالة عدم تماثل المعلومات نتيجة ارتفاع جودة إفصاحات المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية.

٩-١-٣ العلاقة بين صعوبة قراءة الإفصاحات المتممة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

أشارت نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (٩) إلى وجود تأثير سالب لصعوبة قراءة الإفصاحات المتممة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تشير إلى أن زيادة صعوبة قراءة الإفصاحات المتممة خفضت مخاطر انهيار أسعار الأسهم لدى شركات العينة. وذلك وفقاً لنموذج الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى (OLS)، وقد اختلفت تلك النتيجة عما تم استنتاجها وفقاً لتحليل المسارات (Path Analysis) بالاختبارات الإضافية بالجدول رقم (١١)، حيث أصبح التأثير موجب، وبالتالي كلما زادت صعوبة قراءة الإفصاحات المتممة كلما ارتفعت مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولعل السبب في وجود هذا الاختلاف في النتائج يرجع إلى اختلاف المقياس المستخدم في قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ولكن الاتجاه العام للدراسات السابقة - بما في ذلك الدراسات التي تمت في أسواق ناشئة مثل إيران - هو الرأي الثاني بوجود تأثير موجب. لذلك، يرى الباحث أن نتيجة تحليل المسارات وفقاً لطريقة (NCSKEW) هي الأكثر ترجيحاً عن نموذج الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى (OLS) وفقاً لطريقة (DUVOL). وبناءً عليه، يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة الإفصاحات المتممة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. لذا، تم قبول الفرض الثالث للبحث. وقد اتفقت هذه النتيجة مع الدراسات التالية (Ertugrul et al., 2017; Kim et al., 2019; Ria et al., 2020; Azadi et al., 2021; Kong et al., 2021).

هذا، ويمكن تفسير النتيجة السابقة في ضوء نظرية التشويش الإداري ومن منظور التبرج الإداري، حيث إنه وفقاً لهما يسعى المديرون التنفيذيون ذوي القدرة المرتفعة إلى اتباع أدوات وأساليب لخفض جودة إفصاحات التقارير المالية، ومن ثم يتخذون إجراءات قد تؤدي إلى تزايد مشاكل الوكالة وضعف بيئة المعلومات، ويتم ذلك من خلال التلاعب في صياغة الإفصاحات غير المالية (الوصفية) كالإفصاحات المتممة بجعلها أكثر صعوبة قراءة وفهم، بما يخدم مصالحهم ودوافعهم الشخصية، وبالتالي يتم إخفاء وتعطيم وحجب الأخبار السيئة وتخزينها، وذلك على المدى القصير، ولكن في لحظة ما يتم الإفصاح عن تلك الأخبار السيئة دفعة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث انهيار في أسعار أسهم تلك الشركات.

٩-١-٤ العلاقة بين القدرة الإدارية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال صعوبة قراءة الإفصاحات المتممة

أشارت نتائج التحليل الإحصائي بالجدول رقم (١٠) إلى وجود تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة الإفصاحات المتممة كمتغير وسيط، وتعتبر وساطة صعوبة قراءة الإفصاحات المتممة في هذه الحالة وساطة كلية (Full Mediation). وقد تأكدت تلك النتيجة على مستوى الاختبارات الأساسية وكذلك على مستوى الاختبارات الإضافية بالجدول رقم (١١)، وعليه، تم قبول الفرض الرابع.

في النهاية، يرى الباحث أن النتائج السابقة للبحث الحالي يمكن تفسيرها في ضوء نظرية التشويش ومن منظور التبرج الإداري، حيث توصلت إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرة المرتفعة يسعون نحو تحقيق مصالحهم الانتهازية ودوافعهم الشخصية من خلال محاولاتهم في إخفاء أو التعطيم على الأخبار السيئة أو تخزينها إلى أطول وقت ممكن، وذلك نتيجة دخولهم في مشروعات مرتفعة المخاطر والعوائد المحتملة أو تحقيق أداء مالي مخيب لتطلعات حملة الأسهم وباقي أصحاب المصالح. وهذا الأمر قد يحقق منافع للمديرين التنفيذيين على المدى القصير، ولكن في لحظة ما لا يستطيع المديرين التنفيذيين الاستمرار في حجب تلك الأخبار، لأن حجبها سيؤدي إلى تكاليف أكبر بكثير من منافعها، ومن ثم يتم الإفصاح عن تلك الأخبار السيئة دفعة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث انهيار في أسعار أسهم تلك الشركات. لذا، يسعى المديرون التنفيذيون ذوي القدرة المرتفعة إلى اتباع أدوات وأساليب تساعدهم في عملية الإخفاء والتعطيم والتخزين وذلك من خلال خفض جودة إفصاحات التقارير المالية. حيث يستغل هؤلاء المديرين ما قد يشوب التقارير المالية من صعوبة فهم التقارير المالية نتيجة لصعوبة قراءة تلك التقارير في تمرير عملية الإخفاء والتخزين لتلك لأخبار السيئة، مما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم.

١٠ - الخلاصة والنتائج والتوصيات والدراسات المستقبلية

١-١٠ الخلاصة والنتائج

استهدف هذا البحث قياس أثر القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع بيان تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على هذه العلاقة (كمتغير وسيط). وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من ٥٨ شركة غير مالية مدرجة بالبورصة المصرية في مؤشر (EGX100) خلال الفترة من عام ٢٠١٤ وحتى عام ٢٠٢٠. وقد توصل الباحث إلى النتائج التالية:

- ١) يوجد تأثير موجب لدرجة القدرة الإدارية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات في البورصة المصرية.
- ٢) يوجد تأثير سالب لدرجة القدرة الإدارية على صعوبة قراءة التقارير المالية للشركات في البورصة المصرية.
- ٣) يوجد تأثير موجب لصعوبة قراءة التقارير المالية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات في البورصة المصرية.
- ٤) تؤثر درجة القدرة الإدارية تأثيراً موجباً على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال صعوبة قراءة التقارير المالية كمتغير وسيط، وتعتبر هذه الوساطة وساطة كلية.

وتشير هذه النتائج إلى أن المديرين التنفيذيين ذوي القدرات المرتفعة قد اعتمدوا على ضعف كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية وضعف إجراءات الرقابة على الإفصاحات السردية غير المالية وضعف نظام الحوكمة، وذلك بما يحقق أهداف ومكاسب شخصية انتهازية لهم في المقام الأول، وذلك من خلال تخفيض جودة إفصاحات التقارير المالية، ومن ثم إمكانية إخفاء أو حجب أو تخزين الأخبار السيئة الناتجة عن الأداء السيء غير المرغوب فيه أو الانخراط في مشروعات عالية الخطورة ذات صافي قيمة مالية سالبة، وذلك بمجموعة من الأدوات والأساليب منها صعوبة قراءة التقارير المالية، هذا الإخفاء أو الحجب للأخبار السيئة يكون على المدى القريب، ومع مرور الوقت ترتفع تكاليف الاحتفاظ بتلك الأخبار، إلا أنه عند لحظة معينة، يتم الإفصاح عن تلك الأخبار المخزنة دفعة واحدة، بما يؤدي إلى انهيار أسعار أسهم الشركات بشكل حاد ومستمر.

هذا، وقد اتفقت دوافع المديرين التنفيذيين ذوي القدرة المرتفعة مع نظرية التشويش الإداري ومنظور التبرج الإداري (تعظيم المنفعة)، حيث يستغل هؤلاء المديرين قدراتهم ومعرفتهم المرتفعة في تحديد التغيرات في البيئة التشغيلية للشركة وخبراتهم العالية في فهم وتطبيق السياسات والمعايير المحاسبية، في التلاعب في صياغة إفصاحات التقارير المالية، وعدم الإفصاح عن المعلومات بشكل واضح لمستخدمي تلك التقارير؛ وذلك بسبب مصالحهم الخاصة، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم تلك الشركات مستقبلاً.

٢-١٠ التوصيات والدراسات المستقبلية

يرى الباحث ضرورة توعية المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى بالتضليل المالي الذي قد يُمارس من قبل مديري بعض الشركات في أسواق الأوراق المالية، من خلال تقديم إرشادات توعوية وندوات تثقيفية للمستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى، مع ضرورة قيام هؤلاء المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى بتقديم أي ملاحظات أو مخالفات للجهات المعنية. ويوصي الباحث ضرورة العمل على تطوير مقاييس لقابلية القراءة تراعي طبيعة وخصائص لغتنا العربية، كما يجب على معدي التقارير المالية تطبيق أحد مقاييس القابلية للقراءة بعد إعداد الإفصاحات الوصفية وقيل نشرها وإتاحتها للمستخدمين، للتأكد من ملائمتها لمستوى إدراك وقدرات المستخدمين في قراءة وفهم إفصاحات التقارير المالية، وبما يمكن من التقييم المسبق لمدى نجاح عملية الاتصال مع المستخدمين عبر التقارير المالية، وما إذا كانت تحتاج إلى إجراء تعديلات في الصياغة بما يلائم طبيعة وخصائص المستخدمين في بيئة الأعمال المصرية. فضلاً عن ذلك، يجب على الهيئات التنظيمية والرقابية المعنية بأسواق الأوراق المالية تفعيل دورها في مجال تنظيم متطلبات وإجراءات القياس والإفصاح، وتعزيز عملية الرقابة على إفصاحات الشركات فيما يخص إدارة الخصائص اللغوية للإفصاحات السردية بالتقارير المالية، من خلال سياسات محاسبية مفعلة، وذلك لرصد تلاعبات المديرين في تلك الإفصاحات، بما تمنع أو تحد من الدوافع الانتهازية للإدارة، وبما يعزز من مستوى كفاءة وفعالية سوق الأوراق المالية المصرية.

وفي ضوء النتائج المستخلصة، يقترح الباحث العديد من المجالات لأبحاث مستقبلية والتي تتمثل في:

- ١) تناول نفس متغيرات البحث، ولكن بالتطبيق على الشركات المالية بقطاعي البنوك والمؤسسات المالية غير المصرفية.
- ٢) قياس أثر القدرة الإدارية على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٣) قياس أثر القدرة الإدارية على مخاطر عملية المراجعة وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٤) قياس أثر صعوبة قراءة التقارير المالية على دقة تنبؤات المحللين الماليين بالأرباح وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- ٥) قياس أثر مخاطر انهيار أسعار الأسهم على تكلفة رأس المال: من منظور الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية CSR.
- ٦) قياس أثر الأداء المالي الحالي والمستقبلي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: من منظور ممارسات تهديد الدخل.
- ٧) قياس أثر التحصين الإداري على العلاقة بين صعوبة قراءة التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، وانعكاس ذلك على تكلفة التمويل.

المراجع

أولاً: مراجع باللغة العربية

- الصباغ، أحمد عبده. (٢٠١٩). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٣)، العدد (٤)، ١-٥٣.
- حسين، علاء علي أحمد (٢٠٢٠). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الإجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٤)، العدد (١)، ١-٦٧.
- سليمان، وليد شحاتة محمد. (٢٠٢٠). دور جودة المراجعة في تقليل عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد (٣)، ٧٩٦-٨٣٢.
- شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم. (٢٠٢١). دراسة واختبار العلاقة بين قابلية التقارير المالية السنوية للقراءة وتكلفة التمويل في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد (٥)، العدد (٣)، ١١٧-١٦٨.
- شعيب، عيد فتحى شعبان. (٢٠١٩). إطار مقترح لقياس أثر خصائص الشركة على مقومات الإفصاح الاختياري، وانعكاس ذلك على تعزيز الثقة بالمحتوى المعلوماتي للتقارير المالية: دراسة تطبيقية مقارنة مع البورصات العربية والدولية. *رسالة دكتوراة غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة بنى سويف.
- طنطاوي، سعاد موسى. (٢٠٢١). دراسة مدى تأثير قابلية التقارير المالية للقراءة على أتعاب وتأخر تقرير المراجع الخارجى: دراسة تطبيقية. *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية*، كلية التجارة، جامعة بنى سويف المجلد (٢)، العدد (٢)، ١٠١-١٤٥.
- عبد الرحيم، رضا محمود محمد. (٢٠٢٢). دراسة واختبار تأثير قوة المديرين التنفيذيين وخطر انهيار اسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل إدارة الأرباح. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٣ (١) ج٢. ٨١٧-٨٧١.
- عبد المجيد، حميده محمد. (٢٠٢١). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة الإفصاح المحاسبي في الشركات السعودية، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٥)، العدد (١)، ص ١-٤١.
- علي، نيفين صلاح علي. (٢٠٢١). محددات قابلية التقرير المالي السنوي للقراءة، وأثرها على تكاليف الوكالة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد (٥)، العدد (١)، ١-٦٨.
- مليجي، مجدي مليجي. (٢٠١٩). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الاسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، المجلد (٣)، العدد (٣)، ٢٩٣-٣٧٩.

ثانياً: مراجع باللغة الإنجليزية

- Abernathy, J. L., Kubick, T. R., & Masli, A. (2018). Evidence on the relation between managerial ability and financial reporting timeliness. *International Journal of Auditing*, 22(2), 185-196.
- Ajina, A., Laouiti, M., & Msolli, B. (2016). Guiding through the Fog: Does annual report readability reveal earnings management?. *Research in International Business and Finance*, 38, 509-516.
- Al Shaar, I. M., Zalloum, N. O., Khattab, S. A., & Alfalah, T. F. (2022). Managerial Ability, Earnings Quality, and Future Performance. *Jordan Journal of Economic Sciences*, 9(2), 113-135.
- Andreou, P. C., Karasamani, I., Louca, C., & Ehrlich, D. (2017). The impact of managerial ability on crisis-period corporate investment. *Journal of Business Research*, 79, 107-122.
- Aymen, A., Sourour, B. S., & Badreddine, M. (2018). The effect of annual report readability on financial analysts' behavior. *Journal of Economics Finance and Accounting*, 5(1), 26-37.

- Azadi, K., Azizmohammadlo, H., Tasaddi Kari, M. J., & Khedmatgozar, H. (2021). The readability effect of financial statements on stock price risk and shareholder behavior. *Financial Accounting Knowledge*, 8(28), 121-144.
- Baik B., Brockman P. A., Farber D. B., & Lee S. (2018). Managerial Ability and the Quality of Firms' Information Environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(4) 506–527.
- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The accounting review*, 85(4), 1131-1162.
- Beest, F. V., Braam, G. J. M., & Boelens, S. (2009). Quality of Financial Reporting: measuring qualitative characteristics. *Nijmegen Centre for Economics (NiCE)*, Work Paper. 9-108.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly journal of economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bhutta I., A., Sheikh, M. F., Munir, A., Naz, A., & Saif, I. (2021). Managerial ability and firm performance: Evidence from an emerging market. *Cogent Business & Management*, 8(1), 1-22.
- Bloomfield, R. (2008). Discussion of “annual report readability, current earnings, and earnings persistence”. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 248-252.
- Bonsall, S. B., & Miller, B. P. (2017). The impact of narrative disclosure readability on bond ratings and the cost of debt. *Review of Accounting Studies*, 22(2), 608-643.
- Bonsall, S. B., Holzman, E. R., & Miller, B. P. (2017). Managerial ability and credit risk assessment. *Management Science*, 63(5), 1425–1449.
- Boubaker, S., Gounopoulos, D., & Rjiba H. (2019), Annual report readability and stock liquidity, *Financial Markets*, 28:159–186.
- Brooks, C. (2008). *Introductory Econometrics for Finance*. Second edition published in the United States of America by Cambridge University Press. New York.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 60, 181-194.
- Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor–client relationship. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1715-1750.
- Callen, J. L., Khan, M., & Lu, H. (2013). Accounting quality, stock price delay, and future stock returns. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 269-295.
- Chatjuthamard, P., Jiraporn, P., Tong, S., & Singh, M. (2016). Managerial talent and corporate social responsibility (CSR): How do talented managers view corporate social responsibility? *International Review of Finance*, 16(2), 265-276
- Choi, W., Han, S., Jung, S. H., & Kang, T. (2015). CEO's operating ability and the association between accruals and future cash flows. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6), 619-634.
- Core, J. E. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 441-456.
- Cotter, J. (2003). *Readability and Reading Ability: Measurement and Assessment*. Edwardsville: Southern Illinois University.
- Courtis, J. K. (2004). Corporate Report Obfuscation: Artefact or Phenomenon? *The British Accounting Review*, 36(3), 291-312.

- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., & Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26(5), 532-554.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24(3), 451-484.
- Davis, A. K., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: Earnings press releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 804-837.
- Dechow, P., & Schrand, C. (2004). Earnings Quality. *The Research Foundation of CFA Institute*. Charlottesville, Virginia.
- Dechow, P., W. Ge, and C. Schrand. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50,344– 401.
- DeFond, Mark et al. (2015). Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk?. *The Accounting Review*, 90(1), 265-299.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88 (2), 463–498.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58 (7), 1229–1248.
- Dempsey, S. J., Harrison, D. M., Luchtenberg, K. F., & Seiler, M. J. (2012). Financial opacity and firm performance: the readability of REIT annual reports. *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, 45(2), 450-470.
- Dougal, C., Engelberg, J., Garcia, D., & Parsons, C. A. (2012). Journalists and the stock market. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 639-679.
- El-Masry, A., & El-Ghouty, A. (2017). Effect of Ownership Structure on Firm Stock Return Performance: Evidence from the Egyptian Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 160, 63-83.
- Ertugrul, M., Lei, J., Qiu, J., & Wan, C. (2017). Annual report readability, tone ambiguity, and the cost of borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(2), 811-836.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. Fourth Edition (4th), Sage.
- Firth, M., Wong, S. M. L., & Zhao, X. (2019). Corporate Accessibility and Stock Price Crash Risk. Available at SSRN 2706977.
- Fu, J., Wu, X., Liu, Y., & Chen, R. (2021). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 38, 101442.
- Gan, H. (2019). Does CEO managerial ability matter? Evidence from corporate investment efficiency. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52(4), 1085-1118.
- Gerayli, M. S. & Pitenoiei, Y. R. (2018). Managerial Ability and Financial Reporting Readability: A Test of Signaling Theory. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2), 191-218.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103-121.
- Guay, W., Samuels, D., & Taylor, D. (2016). Guiding through the fog: Financial statement complexity and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 62(2-3), 234-269.

- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262-274.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: Review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Hair, J. F. Jr., Hult, G. T. M., Ringle, C. M., Sarstedt, M. (2014). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Sage Publications.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9 (2), 193–206.
- Harper, J., Johnson, G., & Sun, L. (2020). Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis. *Research in International Business and Finance*, 51, 101094.
- Hasan, M. M. (2020). Readability of narrative disclosures in 10-K reports: Does managerial ability matter? *European Accounting Review*, 29(1), 147-168.
- Hoitash, R., & Hoitash, U. (2018). Measuring Accounting Reporting Complexity with XBRL. *The Accounting Review*, 93(1), 259-287.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487-525.
- Huang, X. S., & Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management. *Advances in accounting*, 39, 91-104.
- Hunjra, A. I., Mehmood, R., & Tayachi, T. (2020). How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock Price Crash Risk?. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(2), 30.
- Hutton, A. P., Marcus A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk, *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67-86.
- Jang, M. H., & Rho, J. H. (2016). IFRS adoption and financial statement readability: Korean evidence. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(1), 22-42.
- Jensen, M. C. (1976). Meckling. WH 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R² around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Kalyta, P., & Mangan, M. (2008). Executive pensions, disclosure quality, and rent extraction. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27(2), 133-166.
- Kim, C., Wang, K., & Zhang, L. (2019). Readability of 10-K Reports and Stock Price Crash Risk. *Contemporary Accounting Research*, 36(1), 1184–1216.
- Kim, J. B. & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kim, J. B., Li, X., Luo, Y., & Wang, K. (2020). Foreign investors, external monitoring, and stock price crash risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 35(4), 829-853.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of financial Economics*, 100(3), 639-662.
- Klare, G. R. (1974). Assessing readability. *Reading research quarterly*, 62-102.
- Kong, D., Shi, L., & Zhang, F. (2021). Explain or conceal? Causal language intensity in annual report and stock price crash risk. *Economic Modelling*, 94, 715-725.

- Lee, A., & Chae, S. J. (2018). The effect of management disclosure and analysis on the stock crash risk: Evidence from Korea. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 5(4), 67-72.
- Li, F. (2008). Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2), 221-247.
- Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 76, 74-91.
- Lim, E. K., Chalmers, K., & Hanlon, D. (2018). The influence of business strategy on annual report readability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 37(1), 65-81.
- Liu, J., & Lei, D. (2021). Managerial ability and stock price crash risk—the role of managerial overconfidence. *Review of Accounting and Finance*, 20(2), 167-193.
- Lo, K., Ramos, F., & Rogo, R. (2017). Earnings management and annual report readability. *Journal of accounting and Economics*, 63(1), 1-25.
- Luo, J. H., Li, X., & Chen, H. (2018). Annual report readability and corporate agency costs. *China Journal of accounting research*, 11(3), 187-212.
- Luo, Y., & Zhou, L. (2017). Managerial ability, tone of earnings announcements, and market reaction. *Asian Review of Accounting*. 25(4), 454-471.
- Ma, Z., Novoselov, K. E., Zhou, K., & Zhou, Y. (2019). Managerial academic experience, external monitoring and financial reporting quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 46(7-8), 843-878.
- Moradi, M., Appolloni, A., Zimon, G., Tarighi, H., & Kamali, M. (2021). Macroeconomic Factors and Stock Price Crash Risk: Do Managers Withhold Bad News in the Crisis-Ridden Iran Market?. *Sustainability*, 13(7), 3688.
- Olsen, B. C., Sisodiya, S. R., & Swisher, J. (2016). A note on assessing its role in managerial compensation. *The Journal of Finance*, 62, 1551–1587.
- Pallant, J. (2016). *SPSS Survival Manual: A step by step guide to data analysis using IBM SPSS*. 6th, Allen & Unwin.
- Park S. Y., & Jung H. (2017). The Effect of Managerial Ability on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Korea. *Sustainability*, 9(12), 2334.
- Rahman, M. T., Nielsen, R., Khan, M. A., & Ankamah-Yeboah, I. (2020). Impact of management practices and managerial ability on the financial performance of aquaculture farms in Bangladesh. *Aquaculture Economics & Management*, 24(1), 79-101.
- Ressas, M. S. & Hussainey, K. (2014). Does financial crisis affect financial reporting of good news and bad news? *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 10, 410-429.
- Ria, R., Manurung, A. H., Murwaningsari, E., & Herawaty, V. (2020). Earning Opacity, Ceo Overconfidence, Financial Report Readability Effect on Stock Price Crash Risk. *Psychology and Education*, 57(9), 2302-2308.
- Salehi, M., Bayaz, M. L. D., Mohammadi, S., Adibian, M. S., & Fahimifard, S. H. (2020). Auditors' response to readability of financial statement notes. *Asian Review of Accounting*, 28(3), 463-480.
- Schleicher, T. (2012). When is good news really good news?. *Accounting and Business Research*, 42(5), 547-573.

- Shahab, Y., Ntim, C. G., Ullah, F., Yugang, C., & Ye, Z. (2020). CEO power and stock price crash risk in China: Do female directors' critical mass and ownership structure matter?. *International Review of Financial Analysis*, 68, 101457, 1-19.
- Smith, J. E., & Smith, N. P. (1971). Readability: A measure of the performance of the communication function of financial reporting. *The Accounting Review*, 46(3), 552-561.
- Taylor, E., & Riley, J. (2017). Leveling the playing field for less-sophisticated non-professional investors: does plain English matter?. *Journal of Capital Markets Studies*. 1(1), 36-57.
- Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts?. *Journal of accounting and economics*, 8(1), 53-71.
- Wang, W. K., Lu, W. M., Kweh, Q. L., & Lee, J. J. (2021). Management characteristics and corporate performance of Chinese chemical companies: the moderating effect of managerial ability. *International Transactions in Operational Research*, 28(2), 976-995.
- Xu, Q., Fernando, G. D., & Tam, K. (2018). Executive age and the readability of financial reports. *Advances in accounting*, 43, 70-81.
- Yan, B., Arslan-Ayaydin, Ö., Thewissen, J., & Torsin, W. (2021). Does managerial ability affect disclosure? Evidence from earnings press releases. *Asian Review of Accounting*, 29(2), 192-226.
- Yung, K., & Chen, C. (2018). Managerial ability and firm risk-taking behavior. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 51(4), 1005-1032.
- Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*, 21(2), 349-399.

Measuring the Impact of Managerial Ability on Stock Price Crash Risk: A Readability of Financial Reports Perspective

Essam Hussein Mohamed Hassan El-Saadi

Assistant Lecturer in Accounting Department
Faculty of Commerce
Cairo University
Essam.Hussein@foc.cu.edu.eg

Hala Abdullah Al-Kholy

Professor of Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Amira Mohamed Kamal

Lecturer of Accounting
Faculty of Commerce
Cairo University

Abstract

The main objective of this research is to measure the impact of managerial ability on stock price crash risk, as well as that relationship via the readability of financial reports as a mediator variable. To achieve this objective, an empirical study is conducted using a sample of 58 non-financial companies listed in the EGX100 index in the Egyptian Stock Market, with a total of 406 observations during the period from 2014 to 2020. The data is analyzed based on OLS regression and path analysis. The results of the statistical analysis showed the existence of a significant positive impact of the degree of managerial ability on stock price crash risk and a significant negative impact of the degree of managerial ability on difficulty reading financial reports. There is also a significant positive impact of the difficulty reading financial reports on stock price crash risk. Finally, the difficulty of reading financial reports as a mediator variable has a significant positive impact on the degree of managerial ability on stock price crash risk. Moreover, the motives of high-ability CEOs agreed with the management obfuscation theory and the rent extraction perspective.

Keywords

Degree of managerial ability, Stock price crash risk, Readability of financial reports, Quality of accounting disclosure.