

أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر انهيار سعر سهم الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية

أ. ابتسام خالد شباب العتيبي *
أ.د. محمد عبد الله آل عباس **

(*) أ. ابتسام خالد شباب العتيبي: محاضر في الكلية التطبيقية بجامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية في المملكة العربية السعودية طالبة دكتوراه الفلسفة في المحاسبة بجامعة الملك خالد

Email: ekalotaibi@imamu.edu.sa

(**) أ. د. محمد عبدالله آل عباس: أستاذ المحاسبة والمراجعة في كلية الأعمال بجامعة الملك خالد في المملكة العربية السعودية

Email: maalabbas@kku.edu.sa

المستخلص

هدفت الدراسة إلى معرفة أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر انهيار سعر السهم في الشركات السعودية غير المالية خلال الفترة 2019-2021. وتم قياس الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي باستخدام المقياس الذي طوره (Schrand and Zechman (2012) والذي يعتمد على القرارات الاستثمارية والتمويلية على مستوى الشركة. توصلت الدراسة إلى أن الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي تؤثر إيجابياً على خطر الانهيار وفقاً لنظرية تخزين الأخبار السيئة. كما توصلت إلى أنه لا يوجد فرق في هذا التأثير بين الشركات السعودية ذات الملكية المؤسسية والملكية غير المؤسسية بسبب ضعف المراقبة الخارجية نتيجة تشتت انتباه المساهم المؤسسي في عدة استثمارات مختلفة. على حين يوجد فرق في هذا التأثير بين الشركات المتوافقة مع الشريعة والشركات غير المتوافقة مع الشريعة نتيجة الاختلاف في مستوى الالتزام بالإفصاح في التقارير المالية. فالشركات المتوافقة مع الشريعة تميل إلى الالتزام بالأخلاق الإسلامية عند إعداد التقارير المالية، وتؤكد باستمرار شرعية جميع أنشطتها من خلال الإفصاح عن ذلك، مما أسهم في تحسين شفافية الشركة. وعليه أوصت الدراسة الجهات التنظيمية بشأن تحسين مستويات الشفافية في الشركات السعودية.

الكلمات المفتاحية: الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي، خطر انهيار سعر السهم، الملكية المؤسسية، الشركات المتوافقة مع الشريعة

Title: The Impact of CEO Overconfidence on Stock Price Crash Risk: Evidence from Saudi Arabia

Abstract

The study aims to find out the impact of CEO overconfidence on stock price crash risk. The overconfidence of the CEO is measured according to the scale developed by Schrand and Zechman (2012) based on the investment and financing decisions and using a sample of non-financial firms listed on the Saudi Stock Exchange (Tadawul) during the period 2019-2021. This study found that CEO overconfidence impact positively on crash risk based on bad news hoarding theory. In addition, it is found there is no difference in institutional ownership as a result of the institutional shareholder's attention being distracted between several different investments, while there is a difference in according to the company's business compatibility with Sharia as a result of Shariah-compliant firms

tends to be more ethical in financial reporting, which helps to improve corporate transparency. The study concludes with recommendations to the regulatory authorities regarding improving levels of transparency in listed companies.

Keywords: CEO overconfidence; Stock price crash risk; Institutional ownership; Shariah-compliant firms

١ - المقدمة

يعد انهيار السوق المالية السعودية في عام 2006 من المخاطر التي تعرض لها المساهمين في جميع الشركات السعودية، وأثر ذلك في ثروتهم. ولقد تناولت عديد من الدراسات انهيار السوق المالية السعودية في عام 2006 (الغامدي، 2010؛ يوسفات، 2007؛ AI-Twajjry, 2011؛ Alkhaldi, 2015؛ Lerner et al., 2017). إلا أن الباحثين أبدوا مؤخرًا اهتمامًا بدراسة خطر انهيار سعر السهم بشكل جزئي أي على مستوى الشركة في السوق المالية. وتم تطبيق هذا النوع من الدراسات لأول مرة على الأسواق المالية المتقدمة (Chen et al., 2001؛ Hutton et al., 2009؛ Jin & Myers, 2006). وتطبيقها لاحقًا على السوق المالية السعودية (عبدالمجيد، 2019، 2021؛ نصير، 2022؛ Alnafea & Chebbi, 2022).

يُقصد بانهيار سعر السهم Stock Price Crash هو القيم السلبية الكبيرة المتطرفة في توزيع عوائد سهم الشركة خلال فترة زمنية معينة (Jin & Myers, 2006). وهذا الانهيار تفسره الدراسات السابقة من خلال نظريتين، هما:

١. الاختلاف في رأي المساهمين (Chen et al., 2001؛ Hong Differences of Opinion & Stein, 2003).

٢. تخزين الأخبار السيئة (Jin & Myers, 2006) Bad News Hoarding.

تتفق كلتا النظريتين في عدم تماثل المعلومات لفترة طويلة سواءً بين المساهمين في السوق المالية (نظرية الاختلاف في رأي المساهمين) أو بين المساهمين الخارجيين والمطلعين في الشركة (نظرية تخزين الأخبار السيئة). وهذه المعلومات عبارة عن أخبار سيئة ومتراكمة عن الشركة يترتب على ظهورها دفعة واحدة في السوق المالية إحداث صدمة سلبية حول القيمة الحقيقية للشركة؛ مما يتسبب في انهيار سعر سهم الشركة.

ركزت نظرية تخزين الأخبار السيئة على جانبين للتنبؤ بانهيار سعر السهم، هما: شفافية الشركة، وشخصية الرئيس التنفيذي. وتوصلت دراسة (Kothari et al. (2009 إلى أن إخفاء الأخبار السيئة عن المساهمين شائع بين الرؤساء التنفيذيين. وكذلك توصلت الدراسات إلى أن "تحيز الثقة المفرطة" Overconfidence شائع بين الرؤساء التنفيذيين (Graham et al., 2013; Malmendier & Tate, 2005a). ويرى (Bazerman and Moore (2017 أن هذا التحيز هو "الأم لجميع تحيزات اتخاذ القرار". فعلى الرغم من أن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يعمل لمصلحة المساهمين، فإنه يبالغ في تقدير القيمة التي يعتقد أنه يستطيع تحقيقها للشركة (Malmendier & Tate, 2015). فسلوك تخزين الأخبار السيئة عند الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يعود إلى اعتقاده غير العقلاني بأنه ينقل الأداء الحقيقي للمساهمين ويزيد من قيمة الشركة على المدى الطويل، في حين أن الذي يحدث في الواقع هو تراكم الأداء السيئ لاستثمارات الشركة لفترة طويلة دون وعي منه، مما يزيد من خطر الانهيار في المستقبل.

سعت هيئة السوق المالية السعودية إلى تعزيز استقرار السوق المالية من خلال تعزيز مستوى الشفافية لحماية المساهمين. ومن ذلك إلزام الهيئة للشركات السعودية بتطبيق لغة البرمجة المرنة لتقارير الأعمال (لغة XBRL) ابتداءً من القوائم المالية السنوية للعام 2015. وقد أكدت دراسة نصير (2022) أن هذا الإجراء أسهم في الحد من خطر الانهيار. وكذلك إلزام الشركات السعودية بتطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي (IFRS) بدءاً من 2017/1/1، الذي أسهم أيضاً في الحد من خطر الانهيار (عبدالمجيد، 2019). من الملاحظ أن هاتين الدراستين قد ركزتا على شفافية التقارير المالية في السوق المالية السعودية كعامل من عوامل الحد من خطر الانهيار، وفقاً لنظرية تخزين الأخبار السيئة. لكن تتناول الدراستان تأثير شخصية الرئيس التنفيذي على خطر الانهيار. وتظهر أهمية قياس تأثير خاصية الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار من أجل الإسهام في معرفة أبعاد سلوك تخزين الأخبار السيئة في السوق المالية السعودية. وعليه، تسعى هذه الدراسة للإجابة عن السؤال الرئيس الذي يعبر عن مشكلة الدراسة وهو كالاتي:

ما أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار في الشركات السعودية؟

كما أن الدراسة تهدف إلى تحقيق هدفين إضافيين. الهدف الفرعي الأول هو: التعرف على الفرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات التي تتم مراقبتها

خارجياً من خلال المساهم المؤسسي Institutional والشركات الأخرى. فلانحة حوكمة الشركات الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية وضحت أن لجميع مساهمي الشركة الحق في مراقبة أداء الشركة، والحصول على معلومات حول نشاط الشركة واستراتيجيتها التشغيلية والاستثمارية. وألزامت الشركات أن يكون من ضمن اختصاصات المساهمين التصويت على اقتراح طريقة توزيع الأرباح، وزيادة رأس المال، وإصدار أسهم ممتازة أو أدوات دين قابلة للتحويل، وإعادة شراء الأسهم، وكذلك تعيين المراجع الخارجي، والموافقة على القوائم المالية للشركة (لائحة حوكمة الشركات، 2018، 2021). لذا قد يكون للمساهمين المؤسسين قدرة في التأثير على قرارات الرئيس التنفيذي أكثر من غيرهم، وهذا يشكل السؤال الفرعي الأول:

هل يوجد فرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات السعودية وفقاً لهيكل الملكية؟

أما الهدف الفرعي الثاني فهو: التعرف على الفرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات المتوافقة مع الشريعة والشركات غير المتوافقة مع الشريعة. فكثير ما يعتقد بأن التقارير المالية للشركات المتوافقة مع الشريعة أكثر شفافية من الشركات الأخرى (Haseeb et al., 2022; Wan-Ismail et al., 2015)، ذلك أنه لا يمكن تصنيف الشركة إلى متوافقة مع الشريعة ما لم تتوفر في التقارير المالية شفافية كافية تمكن الهيئة الشرعية من إصدار مثل هذا الحكم على جميع أنشطة الشركة (العصيمي، 2019؛ Wan-Ismail et al., 2015). وتتوقع الدراسة أن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة الذي يعمل في هذه الشركات لن يستطيع تخزين الأخبار السيئة لفترة طويلة، فالشركة تؤكد باستمرار على أعمالها المتوافقة مع الشريعة من خلال زيادة مستوى الشفافية. وعليه يكون السؤال الفرعي الثاني كالاتي:

هل يوجد فرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات السعودية وفقاً للتوافق مع الشريعة؟

من خلال الإجابة عن هذه الأسئلة تسهم الدراسة من الناحية العملية في زيادة فهم تحيز الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي في الشركات السعودية، وما يتطلبه ذلك من الرقابة الفعالة على القرارات في الشركة لحماية المساهمين، بناءً على المادة رقم (25) "الإشراف على الإدارة التنفيذية"

والمادة رقم (30) "مهام أعضاء مجلس الإدارة وواجباتهم" والمادة رقم (31) "مهام العضو المستقل" في لائحة حوكمة الشركات (2018، 2021).¹ بالإضافة إلى أن هذه الدراسة تساعد هيئة السوق المالية في معرفة مدى مساهمة المساهمين المؤسسين في تعزيز استقرار أسعار أسهم الشركات السعودية، وتشير إلى تداول السعودية على أهمية التركيز على مستوى التزام الشركات بالإفصاح للانضمام إلى مؤشر تاسي الإسلامي. من جانب آخر، تساعد هذه الدراسة المساهمين في السوق المالية السعودية في تحديد الشركات الأكثر خطراً.

من الناحية العلمية تسهم الدراسة في عدة مجالات. أولاً: تسهم في مجال الدراسات المحلية التي تهتم بكل من العوامل المؤثرة على خطر انهيار سعر سهم الشركة السعودية (عبدالمجيد، 2019، 2021؛ نصير، 2022؛ Alnafeha & Chebbi, 2022) وتأثير شخصية الرئيس التنفيذي على أداء الشركة السعودية (الجربوع وآخرون، 2019؛ حسن، 2021). ثانياً: تسهم في مجال الدراسات في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة التي تهتم بدراسة العلاقة بين الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي وخطر الانهيار، باعتبار السوق المالية السعودية من الأسواق المالية الناشئة التي انضمت لمؤشر أم أس سي آي للأسواق الناشئة MSCI Emerging Markets Index خلال عام 2019. ثالثاً: تسهم في مجال الدراسات في الأسواق المالية الإسلامية. فهذه الدراسة هي الدراسة الأولى التي ميزت بين الشركات وفقاً للتوافق مع الشريعة عند دراسة أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار.

تم تقسيم الدراسة إلى ستة أقسام. يتناول القسم الثاني مراجعة الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات، ويوضح القسم الثالث العينة وتصميم الدراسة، ويعرض القسم الرابع النتائج، ويتناول القسم الخامس مناقشة النتائج، والخاتمة في القسم السادسة.

¹ يقوم الرئيس التنفيذي بعملية الاقتراح وتنفيذ القرار، وتُعرف هذه العملية بإدارة القرار Decision Management، أما مجلس الإدارة فيقوم بالاعتماد والرقابة على تنفيذ القرار، وتُعرف هذه العملية بالرقابة على القرار Decision Control. ويتم الفصل بين إدارة القرار والرقابة على القرار لحماية المساهمين من المخاطر (Fama & Jensen, 1983).

٢- مراجعة الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات

٢-١ الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة

الثقة المفرطة من التحيزات الشائعة عند اتخاذ القرار (Bazerman & Moore, 2017). وتُعرف بأنها: "الثقة أكبر مما يبرره الواقع" (Greater confidence than reality justifies) (Moore & Schatz, 2017). وتأخذ ثلاثة أشكال، هي: المبالغة في تقدير القدرات الذاتية Overestimation، أي يعتقد الشخص بأنه أفضل مما هو عليه في الواقع. والمبالغة في تحديد المستوى Overplacement، وتعني اعتقاد الشخص بأنه أفضل من الآخرين. والمبالغة في الدقة Overprecision (تُعرف أيضًا بالتقدير الخاطئ Miscalibration)، أي يكون الشخص متأكد جدًا بأنه يعرف الحقيقة (Bazerman & Moore, 2017; Moore & Healy, 2008; Moore & Schatz, 2017) وتعد الثقة المفرطة من التحيزات التي تحدث تلقائيًا دون وعي من الشخص نفسه (Bazerman & Moore, 2009). وهي تحيز شائع بين الرؤساء التنفيذيين (Graham et al., 2013; Malmendier & Tate, 2005a). وهذا بناءً على الفرضية القائلة بأن كبار متخذي القرار في الشركة يبالغون باستمرار في تقدير قدراتهم مقارنة بالآخرين، ونتيجة لذلك فهم يبالغون في تقدير الأداء المستقبلي للشركة (Malmendier & Tate, 2005a, 2015). وقد وضحت دراسة Malmendier and Tate (2015) مفهوم الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي بأنها المبالغة في تقدير القيمة التي يعتقد الرئيس التنفيذي أنه يستطيع تحقيقها للشركة، ويظهر هذا التحيز في شكلين، هما: أن يعتقد الرئيس التنفيذي بأن سعر سهم الشركة مقوم بأقل من قيمته الحقيقية في السوق المالية، وأن يبالغ الرئيس التنفيذي في تقدير قيمة الاستثمارات المستقبلية المحتملة التي قد يختارها (Malmendier & Tate, 2015). ويشير ما سبق إلى أن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يتفاعل باستمرار مع الواقع بطريقة غير عقلانية دون وعي منه.

يتم التمييز بين الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة والرئيس التنفيذي العقلاني Rational من خلال القرارات الاستثمارية والتمويلية التي يتخذها في الشركة. فالرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يبالغ في الاستثمارات سواء الاستثمارات الداخلية كالنفقات الرأسمالية Capital Expenditure (Malmendier & Tate, 2005a, 2005b; Park & Chung, 2016) والإنفاق على البحث

والتطوير (Galasso & Simcoe, 2011; Hirshleifer et al., 2012) أو الاستثمارات الخارجية كالاندماج والاستحواذ (Ben-David et al., 2007; Merger and Acquisition Malmendier & Tate, 2008). ويعتمد في اتخاذ القرارات الاستثمارية على مدى توفر التمويل الداخلي. فهو يرى أن تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة؛ لذا يقوم بتخفيض توزيع الأرباح النقدية على مساهمي الشركة لتلبية احتياجات الاستثمارات المستقبلية (Chee et al., 2019; Deshmukh et al., 2013; Vinh, 2020). وعند الحاجة إلى التمويل الخارجي فإنه يعتمد على التمويل بالديون أكثر من اعتماده على التمويل بإصدار الأسهم؛ لاعتقاده بأن سعر سهم الشركة مقوم بأقل من قيمته الحقيقية، لذا يحاول حماية المساهمين الحاليين من انخفاض سعر سهم الشركة عند إصدار أسهم جديدة (Ben-David et al., 2007; Malmendier et al., 2011; Seo et al., 2017).^٢ فقرارته حول مستوى استثمارات الشركة تتأثر بتوفر التمويل الداخلي، وحين توفرها سيبالغ في الاستثمارات. أما الرئيس التنفيذي العقلاني فيركز على مستوى تعظيم القيمة للاستثمار بصرف النظر عن نوع التمويل متاح للشركة (Malmendier & Tate, 2015).

نظرًا إلى حساسية استثمارات الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة للتدفقات النقدية (Chiu et al., 2022; Malmendier & Tate, 2005b) فإنه قد يتخلى عن الفرص الاستثمارية التي تحقق القيمة بسبب تكلفة التمويل الخارجي المرتفعة. وعند توفر التمويل الداخلي يبالغ في الاستثمارات التي تدمر القيمة Value-Destroying، والتي يتخلى عنها الرئيس التنفيذي العقلاني (Malmendier & Tate, 2008, 2015). ولا يهدف من المبالغة في الاستثمارات إلى بناء إمبراطورية Empire-Building على حساب المساهمين لتحقيق مصلحته الشخصية، إنما يعمل دائمًا لتحقيق مصلحة المساهمين (Kim et al., 2016; Malmendier & Tate, 2005a, 2008). إلا أنه بسبب الثقة المفرطة يتجاهل الملاحظات السلبية Negative Feedback حول التدفقات النقدية الناتجة عن الاستثمارات ويبالغ في دقة معلوماته، وتعد هذه المبالغة من أكثر أشكال الثقة المفرطة خطرًا (Kraft et al., 2022). فيختار ويستمر في الاستثمارات التي تكون

^٢ يقوم الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة بإعادة شراء الأسهم للإشارة إلى السوق المالية أن الشركة مقومة بأقل من قيمتها (Banerjee et al., 2018; Ben-David et al., 2007; Shu et al., 2013)، حيث يتوقع من السوق المالية في هذه الحالة أن تقوم بتصحيح سوء التسعير برفع سعر سهم الشركة (Vermaelen, 1981).

صافي قيمتها الحالية (NPV) سالبة اعتقاداً منه بأنه يستطيع تحقيق القيمة من خلالها بدلاً من تدمير القيمة (Ben-David et al., 2007; Heaton, 2002).^٣ لذا يتم الحكم على الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة بأنه يُعرض الشركة التي يعمل فيها إلى الخطر (Moore, 2021). وعلى الرغم من ذلك، فإنه عند مقارنته مع الرئيس التنفيذي العقلاني يعد الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة الشخص المناسب للعمل في الشركات التي تسعى إلى النمو مقارنة مع الشركات التي تسعى إلى الربحية (Kim & Jang, 2021). ولأنه من الأشخاص الذين يتحملون المخاطر، فإنه أيضاً الشخص المناسب للعمل في الشركات التي تهتم بالاستثمار في المشاريع المبتكرة فهو يحقق نجاحاً كبيراً (اقتباسات وبراءات اختراع أكثر) في القطاعات التي تهتم بالابتكار مقارنة بالرئيس التنفيذي العقلاني (Galasso & Simcoe, 2011; Hirshleifer et al., 2012). ويعني ذلك أن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يميل إلى اتخاذ قرارات مرتفعة المخاطر مقارنة بالرئيس التنفيذي العقلاني.

من ناحية الإفصاح، فالرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يقوم بالإفصاح غير الإلزامي وبيالغ حينها في توقعات الأرباح المستقبلية (Hribar & Yang, 2016)، أما عند الإفصاح الإلزامي، فيقل من تقدير الخسائر أو يتجاهل الاعتراف بها؛ ويقل من التحفظ المحاسبي المشروط (Ahmed & Duellman, 2013; Salehi et al., 2020) والتحفظ المحاسبي غير المشروط عند إعداد التقارير المالية (Ahmed & Duellman, 2013). مما يؤدي إلى إعداد تقارير مالية خاطئة بسبب الثقة المفرطة. وتعد هذه نقطة البداية لإخفاء الأخبار السيئة بطريقة متعمدة في التقارير المالية اللاحقة (Schrand & Zechman, 2012). في ضوء ما سبق، تؤثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي سلبياً على شفافية الشركة.

^٣ صافي القيمة الحالية (NPV) يستخدم لتقدير ربحية استثمار معين. ويمثل الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الداخلة والقيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة خلال فترة معينة.

٢-٢ أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار

١-٢-٢ الدراسات السابقة

يوجد عدة دراسات اهتمت بدراسة العلاقة بين الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي وخطر الانهيار. وتعد دراسة (Kim et al. (2016 هي الدراسة الأولى التي اهتمت بذلك. وقد تم تطبيق هذه الدراسة على شركات مؤشر إس أند بي S&P 500 index 500 خلال الفترة 1993-2010. وتوصلت إلى وجود تأثير إيجابي للثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً عند هيمنة Dominant الرئيس التنفيذي على كبار التنفيذيين ووجود اختلاف كبير في الرأي بين المساهمين، وأقل وضوحاً في الشركات التي تتبع سياسة التحفظ المحاسبي. تتفق النتيجة السابقة من ناحية وجود تأثير إيجابي للثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار مع الدراسات اللاحقة لها. وقد أضافت الدراسات اللاحقة أيضاً إلى أن هذا التأثير يضعف في الشركات غير المسؤولة اجتماعياً بسبب إدراك المساهمين بالإجراءات غير المسؤولة لهذه الشركات، كما في دراسة (Lee et al. (2019 المطبقة على الشركات المتاحة على قاعدة بيانات مركز أبحاث أسعار الأوراق المالية Center for Research in Security Prices (CRSP) خلال الفترة 2006-2014. ويضعف هذا التأثير أيضاً عند ارتفاع شفافية الشركة، كما في دراسة (Liang et al. (2019 المطبقة على الشركات الصينية غير المملوكة للدولة خلال الفترة 2000-2012. وبينت دراسة (Depoers et al. (2022 المطبقة على الشركات الفرنسية خلال الفترة 2007-2016 إلى أن ارتفاع المنافسة في سوق المنتج Product Market Competition يخفف Mitigate أيضاً هذا التأثير. من ناحية أخرى، وجدت دراسة (Ryu (2017 المطبقة على شركات السوق المالية الكوري الجنوبي (KOSDAQ و KOSPI) خلال الفترة 2006-2013 أن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في الشركات التي لا تنتمي إلى التكتلات التجارية العائلية (تشايبول Chaebol). وأن هذا التأثير يتضخم Amplify عندما يكون المدير المالي مفرط في الثقة أيضاً، كما في دراسة (Qiao et al. (2022 المطبقة على شركات الولايات المتحدة خلال الفترة 1993-2019. وأضافت دراسة (Liu and Lei (2021 المطبقة على الشركات المتاحة على قاعدة بيانات CRSP خلال الفترة 1994-2018، أن الثقة المفرطة مع ارتفاع القدرة الإدارية تؤثر إيجابياً على

خطر الانهيار، وأن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يقوم بتخزين الأخبار السيئة من خلال قناة Channel إدارة الأرباح.

يتضح مما سبق أن الدراسات السابقة في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة قد توافقت على وجود علاقة إيجابية بين الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي وخطر الانهيار، إلا أن هذه الدراسات لم تميّز بين الشركات وفقاً لهيكل الملكية (الملكية المؤسسية وغير المؤسسية) أو التوافق مع الشريعة.

٢-٢-٢ تطوير الفرضيات

يفسر (Jin and Myers (2006) من خلال نظرية تخزين الأخبار السيئة، أن انهيار سعر سهم الشركة يحدث عندما يعمل الرئيس التنفيذي لتحقيق مصلحته الشخصية. فيقوم بتخزين الأخبار السيئة لفترة طويلة حتى يصل إلى نقطة تحول لا يستطيع عندها منع نشر الأخبار السيئة المتراكمة للمساهمين، مما يؤدي إلى انهيار سعر السهم. فالنظرية توضح الارتباط الإيجابي بين خطر الانهيار وغموض الشركة بالإضافة إلى مشكلة الوكالة.^٤ ثم وضع (Kim et al. (2016 في دراسته أن تفسير خطر الانهيار لا يقتصر على مشكلة الوكالة، بل إن الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي مرتبطة إيجابياً بخطر الانهيار. فعلى الرغم من عدم وجود خطر أخلاقي عقلائي Rational Moral Hazard^٥، فإن تراكم الأداء السيئ لاستثمارات الشركة (الذي يعتقد بأنه مؤقت) واحتفاظه بهذه الاستثمارات لفترة طويلة نتيجة مبالغته في تقدير عوائدها وتجاهله للملاحظات السلبية، يترتب عليه تخزين الأخبار السيئة لفترة طويلة؛ لاعتقاده غير العقلاني بأنه ينقل أداء الشركة الحقيقي للمساهمين ويزيد من قيمة الشركة على المدى الطويل، مما يؤدي إلى انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل.

توصلت الدراسات السابقة إلى أن الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي تؤثر إيجابياً على خطر الانهيار سواء كانت الشركة في الأسواق المالية المتقدمة أو الناشئة (Beshkooch & Keshavarz, 2018; Depoers et al., 2022; Kim et al., 2016; Lee et al., 2019; Liang et al., 2019; Liu & Lei, 2021; Qiao et al., 2022; Ryu, 2017). وتتوقع هذه

^٤ الغموض Opaque هو نقص المعلومات الجيدة أو السيئة التي تُمكن المساهمين من ملاحظة التدفقات النقدية التشغيلية والدخل وتحديد قيمة الشركة (Jin & Myers, 2006).

^٥ الخطر الأخلاقي هو أحد جانبي مشكلة الوكالة (الخطر الأخلاقي والانتقاء العكسي Adverse Selection)، ويُقصد به أن الرئيس التنفيذي لا يبذل الجهد المتفق عليه عند التعاقد معه (Eisenhardt, 1989).

الدراسة أن هذا التأثير موجود أيضًا في السوق المالية السعودية. وأنه يمثل أحد العوامل المؤثرة على خطر الانهيار في الشركات السعودية، وعليه تم صياغة الفرضية الآتية:
الفرضية الأولى: يوجد أثر للثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار في الشركات السعودية.

تسهم المراقبة الخارجية في الحد من سلوك تخزين الأخبار السيئة، مما يحد من خطر الانهيار. ويوجد عدة آليات للمراقبة الخارجية، منها: الملكية المؤسسية، وفترة استحقاق الديون، وجودة المراجع الخارجي، وتغطية المحللين الماليين، والتهديد بالاستحواذ العدائي على الشركة (عبدالمجيد، 2021؛ An & Zhang, 2013؛ Balachandran et al., 2020؛ Callen & Lim et al., 2016؛ Kim et al., 2019؛ He et al., 2019؛ Dang et al., 2018؛ Fang, 2013). ويتم تعريف الملكية المؤسسية بأنها جزء من أسهم الشركة التي يحتفظ بها المساهمين المؤسسين (Chung & Zhang, 2011). والتي تشمل خمس فئات من المساهمين حسب تصنيف هيئة السوق المالية السعودية، هم: الجهات الحكومية، والشركات، والصناديق الاستثمارية، والمستثمرين الأفراد المتخصصين، ومحافظ المؤسسات المدارة التي تملك حصة من أسهم الشركة. لم تتفق الدراسات السابقة بشأن الدور الرقابي للملكية المؤسسية في الحد من خطر الانهيار. فقد توصلت دراسة (An and Zhang (2013) و (Callen and Fang (2013) إلى أن المساهم المؤسسي المستقر في الشركة (أهدافه الاستثمارية طويلة الأجل) يقوم بدوره الرقابي، في حين أن المساهم المؤسسي العابر (أهدافه الاستثمارية قصيرة الأجل) يرتبط إيجابيًا بخطر الانهيار. أما دراسة (Fan and Fu (2020) فوجدت أن كلاهما يسهمان في ارتفاع خطر الانهيار. وتناولت الدراسات السابقة أيضًا تأثير صندوق التقاعد العام باعتباره مساهم مؤسسي (جهة حكومية) مستقل عن الشركة. فقد بينت دراسة (Callen and Fang (2013) أنه يسهم في الحد من خطر الانهيار. إلا أن دراسة (Wen et al. (2020) توصلت إلى أنه يسهم في ارتفاع خطر الانهيار، باعتباره من المساهمين المؤسسين العابرين في الأسواق المالية الناشئة. من جانب آخر، اتفقت الدراسات السابقة على أن تشتت انتباه Distracted المساهم المؤسسي بسبب تنوع محفظته الاستثمارية في قطاعات مختلفة يسهم في ارتفاع خطر الانهيار (Ni et al., 2020; Xiang et al., 2020). ويتضح مما

سبق، أن اختلاف الأهداف الاستثمارية للمساهم المؤسسي في الشركة ومدى تنوع محفظته الاستثمارية يؤثران على ثروة جميع المساهمين في الشركة.

ترتبط الملكية المؤسسية بالسلطة الكامنة Latent Power للمساهمين، وهي سلطة فعالة في تقييد خيارات قرار معين في الشركة بدلاً من التحكم في مجموعة كاملة من القرارات الرئيسية (Chaganti & Damanpour, 1991; Herman, 1981). فقد وجدت دراسة Park and Chung (2016) أن الملكية المؤسسية في الشركة تسهم في تخفيف Mitigated العلاقة بين الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي والمبالغة في الاستثمارات، ويكون هذا واضحاً عندما يكون المساهم المؤسسي من المساهمين المستقرين أو كبار المساهمين في الشركة. لذا تتوقع الدراسة وجود اختلاف في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات التي تتم مراقبتها خارجياً من خلال المساهم المؤسسي والشركات الأخرى. وعليه تم صياغة الفرضية الآتية:

الفرضية الثانية: يوجد فرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات السعودية ذات الملكية المؤسسية والملكية غير المؤسسية.

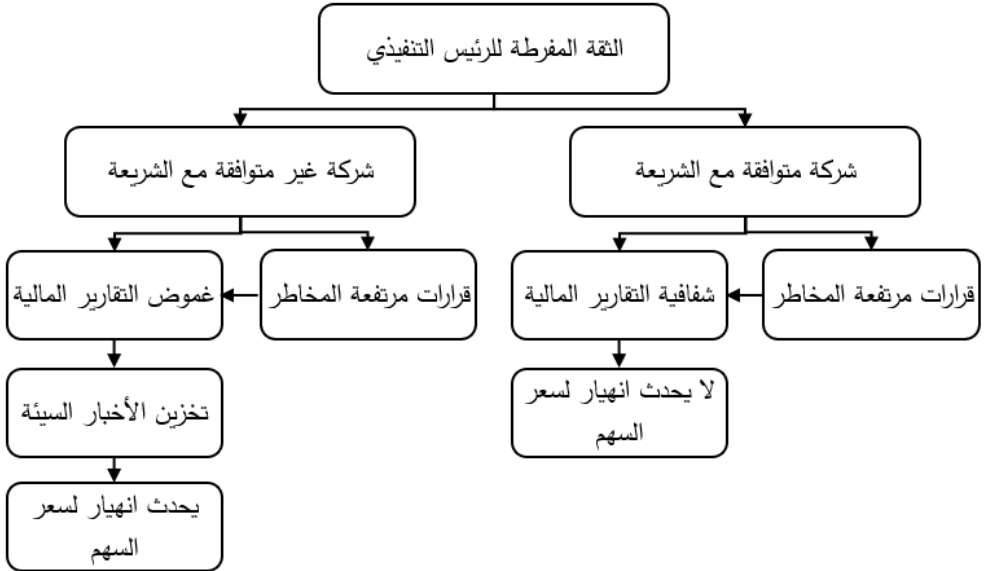
وجدت دراسة (AI-Mansour 2018) أنه عندما يتم تصنيف الشركة السعودية إلى غير متوافقة مع الشريعة، فإن عدد الأفراد المشاركين في الطرح العام الأولي ينخفض بنسبة ٨٠٪. فالشركة السعودية يتم تصنيفها من عدة هيئات شرعية مستقلة إلى متوافقة مع الشريعة بناءً على ما يتم الإفصاح عنه في تقاريرها المالية بشأن التزامها بالشريعة عند ممارسة نشاطها واستثماراتها ومصادر تمويلها (العصيمي، 2019). ومؤخراً، قامت تداول السعودية في 2022/7/17 بإطلاق مؤشر تاسي الإسلامي كأول مؤشر لمتابعة أداء أسهم الشركات السعودية المتوافقة مع الشريعة (تداول السعودية، 2022).

تفوقت المؤشرات الإسلامية في الأداء على المؤشرات التقليدية خلال الأزمات المالية العالمية (Al-Khazali et al, 2014). فعند انخفاض السوق المالية تميل الأخبار السيئة المترابطة لفترة طويلة في الشركة إلى الظهور، مما يؤدي إلى انهيار سعر سهم الشركة (Chen et al., 2001; Kim et al., 2011; Liu & Lei, 2021). وتم تفسير هذا بأن الشركة المتوافقة مع

الشريعة تلتزم بالأخلاق الإسلامية عند إعداد التقارير المالية، فتتجنب إخفاء أي أخبار عن المساهمين مما يزيد من شفافية الشركة (Haseeb et al., 2022; Li & Cai, 2016).

توصلت دراسة (Shahdila-Shahar et al. (2020) إلى أن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة الذي يعمل في شركة متوافقة مع الشريعة، يعتمد بنسبة كبيرة على التمويل التقليدي ولكن في حدود النسبة المسموح بها (لا تتجاوز نسبة الديون بفائدة ٣٣% من إجمالي الأصول) للحصول على الإعفاء الضريبي. باعتبارها إحدى الطرق المتاحة لتوفير التدفقات النقدية، وبالتالي زيادة أرباح الشركة وقيمتها السوقية بناءً على نظرية التبادل (Trade-Off Theory (TOT). فالديانة لم تحد من تحيز الثقة المفرطة في اتخاذ القرارات مرتفعة المخاطر. إلا أن هذه الدراسة تتوقع أن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة الذي يعمل في شركة متوافقة مع الشريعة لن يستطيع تخزين الأخبار السيئة لفترة طويلة. فسياسة الشركة تسعى إلى التوافق مع الشريعة، لذا ستحد من ظهور الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على التقارير المالية، وبالتالي فإن سعر سهم الشركة لن ينهار بناءً على نظرية تخزين الأخبار السيئة. فالمساهم على اطلاع مستمر على النتائج الحقيقية للشركة، كما في الشكل (1). وبناء على ما سبق، تم صياغة الفرضية على النحو الآتي:

الفرضية الثالثة: يوجد فرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات السعودية المتوافقة مع الشريعة والشركات غير المتوافقة مع الشريعة.



شكل (1) الأثر المتوقع للثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر انهيار سعر السهم وفقاً للتوافق مع الشريعة (من إعداد الباحثين)

٣- العينة وتصميم الدراسة

٣-١ عينة الدراسة

تتكون عينة الدراسة من الشركات السعودية غير المالية المدرجة في تداول السعودية ضمن شركات السوق الرئيسية (تاسي). فقد تم استبعاد شركات السوق الموازية (نمو) بسبب اختلاف طبيعة المتداولين فيها، وشركات قطاع المالية وقطاع الصناديق العقارية المتداولة (أحد القطاعات الفرعية (4-digit GICS) لقطاع العقار حسب المعيار العالمي لتصنيف القطاعات Global Industry Classification Standard (GICS) بسبب اختلاف طبيعة نشاطها،^٦ والشركات التي تم تداول أسهمها لمدة أقل من 26 أسبوع خلال السنة المالية (السنة المالية مدتها 12 شهر تنتهي بعد ثلاثة أشهر من نهاية العام؛ لتجنب تحيز التطلع إلى المستقبل (Look-Ahead Bias)

^٦ تُصنف تداول السعودية القطاعات بناءً على المعيار العالمي لتصنيف القطاعات (GICS) من 2017/1/8. وهو نظام يعتمد في التصنيف على المصدر الرئيس لمعظم إيرادات الشركة لتحديد نشاطها الرئيس.

بسبب عدم ملاءمتها لمقاييس خطر الانهيار.^٧ وتتفق هذه الشروط في اختيار العينة مع دراسة Kim et al. (2011).^٨ بالإضافة إلى استبعاد الشركات التي لا تنتهي فترتها المالية في 31 ديسمبر. واستبعاد القطاعات الرئيسية (2-digit GICS) التي تقل عدد شركاتها المدرجة في السوق الرئيسية عن ثمان شركات خلال العام، لأنها متطلب لقياس بعض المتغيرات. نظرًا إلى إعادة هيكلة قطاعات السوق المالية وتطبيق الشركات السعودية للمعايير الدولية للتقرير المالي (IFRS) من بداية عام 2017، فإن مدة الدراسة هي: 2019-2021 (2018-2020 بالنسبة إلى المتغيرات المستقلة والرقابية). وعليه تتكون العينة الرئيسية للدراسة من 300 مشاهدة. تم تجميع بياناتها يدويًا من موقع تداول السعودية، وموقع أرقام، وموقع مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية. ثم تم معالجة القيم المتطرفة للمتغيرات المتصلة من خلال الوسط الحسابي التعويضي Winsorizing عند 1% و 99%، باستخدام برنامج ستاتا Stata.

٢-٣ قياس المتغيرات

٣-٢-١ قياس خطر انهيار سعر السهم

تم استخدام مقياسين لخطر الانهيار اقترحهما Chen et al. (2001). المقياس الرئيس في هذه الدراسة هو: تقلب العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى Down-to-Up Volatility (DUVOL). أما المقياس البديل فهو: معامل الالتواء السالب لتوزيع العوائد الأسبوعية Negative Coefficient of Skewness (NCSKEW). ويتميز المقياس الرئيس مقارنة بالبديل أنه يعكس عدم تماثل العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة (Firm-Specific Weekly Returns (W_i) خلال السنة المالية بدون استخدام العزم الثالث (الالتواء)، لذا من غير المرجح أن يتأثر بشكل كبير بالقليل من العوائد الأسبوعية المتطرفة.

^٧ تستخدم هذه الدراسة مصطلح "العام" للإشارة إلى السنة الميلادية التي مدتها 12 شهر وتبدأ من يناير. ومصطلح "السنة المالية" للإشارة إلى السنة الميلادية التي مدتها 12 شهر وتبدأ من أبريل؛ أي بعد نهاية مهلة الإعلان عن التقارير المالية السنوية.

^٨ استبعدت الدراسات السابقة الأسهم التي نقل قيمتها عن واحد دولار لاستبعاد تأثير العمولة على حجم التداول (Chen et al., 2001; Kim et al., 2011, 2016). فالعمولة في الأسواق المالية في الولايات المتحدة تختلف بين الأسهم التي قيمتها واحد دولار وأعلى والأسهم التي تقل قيمتها عن واحد دولار (NYSE, 2022). أما العمولة في السوق المالية السعودية موحدة، وتساوي 0.155% من قيمة عملية الشراء أو البيع من تاريخ 2016/7/17 (هيئة السوق المالية، 2016).

في البداية، يتم تقدير العائد غير العادي الأسبوعي لكل شركة في كل سنة مالية لاستبعاد تأثير الأحداث الخاصة في السوق المالية والقطاع على عائد الشركة والتركيز على الأحداث الأخرى، كما في الدراسات السابقة (Hutton et al., 2009; Kim et al., 2016; Liang et al., 2019). ويمثل العائد غير العادي المقدر لسهم الشركة القيمة المتبقية من نموذج السوق الموسع الآتي:

$$(1) \quad r_{jt} = \alpha_j + \beta_{1j} r_{m\tau-2} + \beta_{2j} r_{m\tau-1} + \beta_{3j} r_{m\tau} + \beta_{4j} r_{m\tau+1} + \beta_{5j} r_{m\tau+2} + \beta_{6j} r_{i\tau-2} + \beta_{7j} r_{i\tau-1} + \beta_{8j} r_{i\tau} + \beta_{9j} r_{i\tau+1} + \beta_{10j} r_{i\tau+2} + \varepsilon_{jt}$$

حيث إن: r_{jt} : العائد على سهم الشركة j في الأسبوع τ ، $r_{m\tau}$: العائد على مؤشر السوق m في الأسبوع τ ، $r_{i\tau}$: العائد على مؤشر القطاع الفرعي i في الأسبوع τ ، ε_{jt} : القيمة المتبقية (العائد غير العادي) للشركة j في الأسبوع τ . ويتضمن النموذج عوائد متباطئة ومتقدمة زمنياً Lag and Lead ومؤشر السوق والقطاع الفرعي لكي يأخذ في الاعتبار التداول غير المتزامن Nonsynchronous Trading (Dimson, 1979). قيم البواقي شديدة الالتواء، لذا تم تحويلها إلى توزيع متماثل تقريباً باستخدام اللوغاريتم الطبيعي، هكذا: $W_{jt} = \ln(1 + \varepsilon_{jt})$. ويعد العائد الأسبوعي الخاص بالشركة (W_{jt}) هو القيمة المستخدمة في مقاييس خطر الانهيار.

يتطلب حساب مقياس تقلب العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL) لكل سنة مالية، تقسيم العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة إلى مجموعتين. المجموعة الأولى تتضمن العوائد الأسبوعية الأقل من المتوسط السنوي (أسابيع الهبوط)، والمجموعة الثانية تتضمن العوائد الأسبوعية الأكبر من المتوسط السنوي (أسابيع الصعود). ثم يتم حساب المقياس باستخدام النموذج الآتي:

$$(2) \quad DUVOL_{jt} = \log \frac{(n_u - 1) \sum_{Down} W_{jt}^2}{(n_d - 1) \sum_{UP} W_{jt}^2}$$

حيث إن: W_{jt} : العائد الأسبوعي للشركة j في الأسبوع τ ، n_u : عدد العوائد الأسبوعية للشركة الأكبر من المتوسط خلال السنة المالية t ، n_d : عدد العوائد الأسبوعية للشركة الأقل من المتوسط خلال السنة المالية t . ويشير ارتفاع قيمة DUVOL إلى ارتفاع خطر الانهيار. أما المقياس البديل لخطر الانهيار، فهو معامل الالتواء السالب لتوزيع العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة (NCSKEW) لكل سنة مالية. ويتم حسابه باستخدام النموذج الآتي:

$$(3) \quad \text{NCSKEW}_{jt} = - \frac{n(n-1)^{\frac{3}{2}} \sum W_{jt}^3}{(n-1)(n-2) (\sum W_{jt}^2)^{\frac{3}{2}}}$$

حيث إن: W_{jt} : العائد الأسبوعي للشركة j في الأسبوع t ، n : عدد العوائد الأسبوعية للشركة خلال السنة المالية t . ويشير ارتفاع قيمة NCSKEW إلى ارتفاع خطر الانهيار.

٢-٢-٣ قياس الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي

تعددت مقاييس الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي بسبب عدم إمكانية قياسها مباشرة (Ahmed & Duellman, 2013; Kim et al., 2016; Malmendier & Tate, 2005b; Schrand & Zechman, 2012). وفي هذه الدراسة تم استخدام مقياسين غير مباشرين (Proxy) للثقة المفرطة نظرًا إلى توفر بياناتهما. المقياس الرئيس هو الثقة المفرطة على مستوى الشركة (CEO_OC) الذي طوره (Schrand and Zechman (2012، وتم استخدامه في العديد من الدراسات السابقة (Depoers et al., 2022; Kim et al., 2016; Liang et al., 2019; Liu & Lei, 2021). أما المقياس البديل فهو الثقة المفرطة على مستوى الرئيس التنفيذي (OC_MSZ) وهو مقياس معدل للمقياس الرئيس اقترحه (Kim et al. (2016. ويتميز المقياس البديل في أنه يقوم بتحويل المقياس الرئيس من مقياس على مستوى الشركة إلى مقياس على مستوى الرئيس التنفيذي. ويُعاب عليه في هذه الدراسة أنه قد يتم تصنيف رئيس تنفيذي مفرط في الثقة إلى رئيس تنفيذي عقلاني بسبب عدم توفر بيانات الفترات السابقة.

المقياس الرئيس للثقة المفرطة (CEO_OC) يأخذ القيمة (1) إذا تحققت ثلاثة معايير على الأقل خلال العام من المعايير الخمسة، والقيمة (0) إذا كان خلاف ذلك. وهذه المعايير كالآتي:

1. فائض استثمارات الشركة أكبر من وسيط القطاع الفرعي. ويمثل فائض الاستثمارات القيمة المتبقية من انحدار نمو إجمالي الأصول على نمو المبيعات، الذي يتم تقديره لكل قطاع رئيس تنتمي إليه الشركة في كل عام.
2. صافي النقد من عمليات الاستحواذ في قائمة التدفقات النقدية أكبر من وسيط القطاع الفرعي. ونظرًا إلى انخفاض عدد شركات العينة التي اعتمدت على التمويل النقدي في عمليات الاستحواذ، فقد تم افتراض أن قيمة الوسيط تساوي صفر.

٣. نسبة الديون طويلة الأجل إلى القيمة السوقية للشركة أكبر من وسيط القطاع الفرعي.
٤. الدين القابل للتحويل أو الأسهم الممتازة أكبر من الصفر.^٩
٥. لم تدفع الشركة توزيعات أرباح للمساهمين.

المقياس البديل للثقة المفرطة (OC_MSZ) يأخذ القيمة (1) من بداية تصنيف الرئيس التنفيذي باستخدام المقياس الرئيس السابق (CEO_OC) إلى أنه مفرد في الثقة في عام معين ويحتفظ بهذا التصنيف إلى أن يستقيل/يُفصل من منصبه، والقيمة (0) إذا كان خلاف ذلك.^{١٠} ونظرًا إلى توفر بيانات المقياس الرئيس من عام 2017، فقد تم الاعتماد عليها في المقياس البديل للحد من خطأ تصنيف الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة إلى رئيس تنفيذي عقلائي.

٣-٢-٣ قياس المتغيرات الرقابية

تناولت الدراسات السابقة مجموعة من العوامل التي تؤثر على خطر الانهيار، كالاختلاف في الرأي بين المساهمين وخصائص عائد سهم الشركة، وخصائص الشركة، وغموض التقارير المالية. وقد تم إضافة هذه العوامل إلى نموذج الدراسة كمتغيرات رقابية كما في الدراسات السابقة (Beshkooch & Keshavarz, 2018; Kim et al., 2016; Liang et al., 2019; Liu & Lei, 2021; Qiao et al., 2022).

تم قياس الاختلاف في الرأي بين المساهمين باستخدام مقياس غير مباشر وهو معدل دوران الأسهم بدون اتجاه Detrended Turnover (DTURN)، والذي يمثل متوسط معدل دوران الأسهم الشهري خلال السنة المالية مخصوم منه متوسط معدل دوران الأسهم الشهري خلال السنة المالية السابقة، وتم حساب معدل دوران الأسهم الشهري بقسمة حجم التداول خلال الشهر على عدد الأسهم القائمة خلال الشهر. وبناءً على نظرية الاختلاف في رأي المساهمين، فإن هذا الاختلاف يسهم في التنبؤ بخطر الانهيار (Chen et al., 2001).

تم قياس خصائص عائد سهم الشركة، والتي تمثل ثلاث خصائص على النحو الآتي: الالتواء السالب لتوزيع العوائد الأسبوعية للشركة خلال السنة المالية السابقة (NCSKEW)، فارتفاع خطر الانهيار خلال فترة معينة يزيد من احتمال حدوث سلسلة من الانهيارات خلال الفترة

^٩ بناءً على تقرير مجلس الإدارة لشركات العينة، فإنه لم يتم إصدار أدوات دين قابلة للتحويل أو أسهم ممتازة.

^{١٠} في حال وجود عضو منتدب في الشركة، فإن هذه الدراسة تقوم بتصنيفه كرئيس تنفيذي؛ لأنه أكبر تنفيذي في الشركة.

القادمة (Chen et al., 2001)، ويوجد تفسير مختلف لهذه العلاقة بناءً على نظرية تخزين الأخبار السيئة، فاحتمال انهيار سعر السهم مرة أخرى خلال الفترة القادمة منخفض؛ لأن جميع المعلومات الداخلية السيئة قد تم التخلي عنها، ويتطلب تراكم الأخبار السيئة مرة أخرى فترة أطول (Jin & Myers, 2006). والانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للشركة خلال السنة المالية السابقة (SIGMA)، فالتقلبات المرتفعة السابقة تزيد من خطر الانهيار في المستقبل (Chen et al., 2001). كما أن إضافة هذا المتغير الرقابي يسهم في استبعاد التفسير البديل القائل بأن العلاقة الإيجابية بين الثقة المفرطة وخطر الانهيار ناتجة عن المخاطر المرتفعة التي يتسبب بها الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة (Kim et al., 2016). ومتوسط العوائد الأسبوعية للشركة خلال السنة المالية السابقة (RET) يتم ضربها في (100)، فالعوائد المرتفعة السابقة ترتبط إيجابياً بخطر الانهيار نتيجة الفقاعة Bubble (حدث ضعيف الاحتمال ينتج عنه عوائد سلبية كبيرة) على مستوى الشركة (Chen et al., 2001).

خصائص الشركة تم قياسها على النحو الآتي: حجم الشركة (SIZE) يقاس بلوغارتم القيمة السوقية لحقوق الملكية. ونمو الشركة (MB) تقاس بنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، فالشركات مرتفعة النمو ترتبط أكثر بخطر الانهيار مقارنة مع الشركات منخفضة النمو. كما أن إضافة هذا المتغير الرقابي يسهم في معالجة مشكلة أن النمو المرتفع للشركة ناتج عن الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي، في حين أن الشركة مرتفعة النمو قد تكون هي من تقوم بتعيين الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة. والرفع المالي (LEV) يقاس بقسمة إجمالي الديون طويلة الأجل على إجمالي الأصول. والعائد على الأصول (ROA) يقاس بقسمة صافي الدخل على إجمالي الأصول بداية العام (Kim et al., 2016).

تم قياس غموض التقارير المالية (OPAQUE) بتطبيق المرحلتين التي حددها Hutton et al. (2009) في دراسته. المرحلة الأولى: تقدير الاستحقاقات التقديرية Discretionary Accruals باتباع الخطوتين الآتيتين:

١. تقدير نموذج جونز (Jones, 1991) باستخدام البيانات المقطعية Cross-Sectional لكل قطاع رئيس في كل عام للحصول على المعاملات المقدرة، كما في المعادلة رقم (4).^{١١}
٢. استخدام المعاملات المقدرة من نموذج جونز (1991) في نموذج جونز المعدل Modified Jones Model (Dechow et al., 1995) لحساب الاستحقاقات العادية. ثم حساب الاستحقاقات التقديرية لكل شركة في كل عام باستخدام المعادلة رقم (5).

$$(4) \quad \frac{TA_{jt}}{A_{jt-1}} = \alpha_0 \frac{1}{A_{jt-1}} + \beta_1 \frac{\Delta SALES_{jt}}{A_{jt-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{jt}}{A_{jt-1}} + \varepsilon_{jt}$$

$$(5) \quad DA_{jt} = \frac{TA_{jt}}{A_{jt-1}} - \left(\widehat{\alpha}_0 \frac{1}{A_{jt-1}} + \widehat{\beta}_1 \frac{\Delta SALES_{jt} - \Delta REC_{jt}}{A_{jt-1}} + \widehat{\beta}_2 \frac{PPE_{jt}}{A_{jt-1}} \right)$$

حيث إن: TA_{jt} : الاستحقاقات الكلية للشركة z خلال العام t (الفرق بين صافي الدخل والتدفقات النقدية التشغيلية)، $\Delta SALES_{jt}$: التغير في إيرادات الشركة z في العام t (إيرادات العام t مخصوم منه إيرادات العام السابق $t-1$)، PPE_{jt} : الممتلكات والمصانع والمعدات للشركة z في العام t ، A_{jt-1} : إجمالي أصول الشركة z في العام السابق $t-1$ ، DA_{jt} : الاستحقاقات التقديرية للشركة z خلال العام t ، ΔREC_{jt} : التغير في الذم المدينة للشركة z في العام t ، $(\widehat{\beta}_2, \widehat{\beta}_1, \widehat{\alpha}_0)$: المعاملات المقدرة من المعادلة رقم (4).

المرحلة الثانية: قياس غموض التقارير المالية لكل شركة في كل عام من خلال المجموع التراكمي لمدة عامين للقيمة المطلقة للاستحقاقات التقديرية، وذلك على النحو الآتي:

$$(6) \quad OPAQUE_t = |DA_{t-1}| + |DA_{t-2}|$$

حيث إن: $OPAQUE$: غموض التقارير المالية، DA : الاستحقاقات التقديرية. ويشير ارتفاع قيمة $OPAQUE$ إلى ارتفاع غموض التقارير المالية وانخفاض شفافية الشركة. وقد تم الاعتماد على عامين بدلاً من ثلاثة أعوام؛ كي لا يتأثر حجم عينة الدراسة، مع ضمان قياس سياسة الشركة في إدارة الأرباح من خلال حساب المجموع التراكمي. ومن ناحية أخرى، قد وضح

^{١١} يتطلب تقدير النموذج توفر بيانات ثمان شركات على الأقل في كل قطاع رئيس في كل عام (Cohen et al., 2008; Cohen & Zarowin, 2010)

(1996) Dechow et al. أن التلاعب في الاستحقاقات التقديرية يحدث من عام إلى ثلاثة أعوام قبل أن يتم اكتشافها، كما وضحت دراسة (2009) Hutton et al. إلى إمكانية قياس غموض التقارير المالية بالاعتماد على عام واحد للتنبؤ بخطر الانهيار.

٣-٣ نموذج الدراسة

تم الاعتماد على نموذج الدراسة الآتي لاختبار أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على

خطر الانهيار:

$$(7) \text{CrashRisk}_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEOoverconfidenc}_{jt-1} + \beta_2 \text{DTURN}_{jt-1} \\ + \beta_3 \text{NCSKEW}_{jt-1} + \beta_4 \text{SIGMA}_{jt-1} + \beta_5 \text{RET}_{jt-1} \\ + \beta_6 \text{SIZE}_{jt-1} + \beta_7 \text{MB}_{jt-1} + \beta_8 \text{LEV}_{jt-1} + \beta_9 \text{ROA}_{jt-1} \\ + \beta_{10} \text{OPAQUE}_{jt} + \text{Year FE} + \text{Industry FE} + \varepsilon_{jt}$$

حيث إن: CrashRisk_{jt} : خطر انهيار سعر سهم الشركة z في العام t ويقاس باستخدام DUVOL_{jt} أو NCSKEW_{jt} ، $\text{CEOoverconfidenc}_{jt-1}$: الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي في الشركة z في العام السابق $t-1$ وتقاس باستخدام CEO_OC_{jt-1} أو OC_MSZ_{jt-1} ، β_1 : معامل Coefficient الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي الذي يوضح العلاقة بين الثقة المفرطة وخطر الانهيار، ومن المتوقع أن يكون إيجابياً. أما باقي متغيرات النموذج فهي متغيرات رقابية، وكذلك متغيرات وهمية Dummy للعام والقطاع الفرعي لضبط التأثيرات الثابتة (Fixed Effects (FE للزمن والصناعة.

تم تقدير نموذج الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية Ordinary Least Squares (OLS). واستخدام القيم المحسوبة للإحصائية (ت) التي تعتمد على الأخطاء المعيارية المجمعة Cluster-Robust Standard Errors على مستوى الشركة. حيث تستخدم لتصحيح الأخطاء المعيارية في نماذج البائل الخطية Linear Panel Models من أثر مشكلة اختلاف تباين البواقي Heteroscedasticity والارتباط الذاتي بين البواقي Autocorrelation (Cameron & Trivedi, 2005) كما في الدراسات السابقة (Lee et al., 2019; Liang et al., 2019; Liu & Lei, 2021; Qiao et al., 2022).

٤ - نتائج الدراسة

٤-١ الإحصاءات الوصفية والتحليل أحادي المتغير

يوضح الجدول (1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة. ويتضح من الجدول أن متوسط خطر الانهيار في الشركات السعودية DUVOL و NCSKEW هو -0.13 و -0.37 بالترتيب، والانحراف المعياري هو 0.30 و 0.84 بالترتيب. أما متوسط تكرار الرؤساء التنفيذيين المفرطين في الثقة بناءً على مقياس CEO_OC هو 0.13. والذي يشير إلى أن تحيز الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي كان واضحاً في 13.3% من عينة الدراسة (300 مشاهدة). وعند تحويل هذا المقياس من مستوى الشركة إلى مستوى الرئيس التنفيذي (أي OC_MSZ)، يكون تكرار الرؤساء التنفيذيين المفرطين في الثقة هو 23%.

يوضح الجدول (2) التحليل أحادي المتغير لمقارنة خطر الانهيار بين الشركات التي يعمل فيها الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة والشركات التي يعمل فيها الرئيس التنفيذي العقلاني، باستخدام اختبار (ت) لعينتين مستقلتين. ويتضح من الجدول أنه يوجد فرق ذا دلالة إحصائية بين متوسط خطر الانهيار في الشركات التي يعمل فيها الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة والشركات التي يعمل فيها الرئيس التنفيذي العقلاني. حيث يرتفع خطر الانهيار في شركة الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة.

جدول (1) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

95%	75%	Median	25%	5%	SD	Mean	N	Variables
0.361	0.054	-0.120	-0.337	-0.621	0.297	-0.131	300	DUVOL _t
1.008	0.167	-0.339	-0.893	-1.866	0.843	-0.374	300	NCSKEW _t
1	0	0	0	0	0.341	0.133	300	CEO_OC _{t-1}
1	0	0	0	0	0.422	0.230	300	OC_MSZ _{t-1}
1.131	0.143	0.016	-0.004	-0.083	0.494	0.187	300	DTURN _{t-1}
0.935	0.167	-0.344	-0.875	-1.838	0.826	-0.354	300	NCSKEW _{t-1}
0.056	0.039	0.030	0.025	0.018	0.013	0.033	300	SIGMA _{t-1}
0.807	0.292	0.006	-0.241	-0.631	0.449	0.042	300	RET _{t-1}
7.501	6.706	6.203	5.893	5.554	0.574	6.332	300	SIZE _{t-1}
6.205	2.660	1.568	1.093	0.765	1.956	2.261	300	MB _{t-1}
0.465	0.267	0.134	0.049	0.008	0.143	0.175	300	LEV _{t-1}
0.147	0.056	0.016	-0.021	-0.132	0.080	0.015	300	ROA _{t-1}
0.204	0.112	0.072	0.041	0.013	0.062	0.085	300	OPAQUE _t

جدول (2) التحليل أحادي المتغير

DUVOL _t		
CEO_OC _{t-1} =0	CEO_OC _{t-1} =1	
260	40	Observations
-0.143	-0.052	Mean
	0.09	Mean-Diff
	1.81*	t-test

ملحوظة: تشير **** و*** و** و* إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى 0.01 و 0.05 و 0.10 بالترتيب.

٤-٢ مصفوفة الارتباط

يعرض الجدول (3) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة. ويتضح من الجدول وجود علاقة ارتباط إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مقياس خطر الانهيار DUVOL و NCSKEW. وعلى الرغم من اختلاف طريقة حسابها فإنهما يشتركان في تقديم نفس المعلومة (قياس خطر الانهيار). كذلك يتضح وجود علاقة ارتباط إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مقياس الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي CEO_OC و OC_MSZ، أي أن مقياس CEO_OC يشير بنسبة كبيرة إلى الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي وليس الثقة المفرطة الإدارية Managerial Overconfidence في الشركة. بالإضافة إلى ذلك، يتضح وجود علاقة ارتباط إيجابية ذات دلالة إحصائية بين خطر الانهيار والثقة المفرطة للرئيس التنفيذي. وهذه النتيجة تدعم مبدئيًا الفرضية الأولى. كما يتضح وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية بين خطر الانهيار ومعظم المتغيرات الرقابية.

من ناحية أخرى، يتضح من الجدول (3) عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي القوي Multicollinearity بين المتغيرات التفسيرية (المستقلة والرقابية). فجميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية لم تساوي أو تتجاوز $0.90 \pm$ (Saunders et al., 2019).^{١٢}

^{١٢} تم التحقق من مشكلة الارتباط الخطي أيضًا باستخدام معامل تضخيم التباين (VIF). Variance inflation factor (VIF). وكانت قيمة VIF لجميع المتغيرات التفسيرية أقل من 10 في كل من العينة الرئيسية والعينات الفرعية.

جدول (3) مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة (عدد المشاهدات: 300)

		Variables					
(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)	(1)	(1) DUVOL _t
						1	(1) DUVOL _t
					1	0.91***	(2) NCSKEW _t
			1	0.10*	0.10*		(3) CEO_OC _{t-1}
		1	0.72***	0.08	0.12**		(4) OC_MSZ _{t-1}
	1	0.08	0.10*	0.14**	0.18***		(5) DTURN _{t-1}
1	-0.27***	0.04	0.06	-0.10*	-0.16***		(6) NCSKEW _{t-1}
-0.40***	0.68***	0.05	0.02	0.09	0.15***		(7) SIGMA _{t-1}
-0.62***	0.38***	0.01	-0.07	0.21***	0.29***		(8) RET _{t-1}
0.05	-0.24***	0.04	0.03	0.16***	0.18***		(9) SIZE _{t-1}
-0.15***	0.45***	-0.06	0.01	0.11*	0.14**		(10) MB _{t-1}
0.04	0.01	0.42***	0.32***	0.04	0.05		(11) LEV _{t-1}
0.05	-0.28***	-0.19***	-0.17***	0.13**	0.12**		(12) ROA _{t-1}
-0.14**	0.18***	0.01	0.06	-0.01	0.01		(13) OPAQUE _t
(12)	(11)	(10)	(9)	(8)	(7)		
						1	(7) SIGMA _{t-1}
				1	0.40***		(8) RET _{t-1}
			1	0.01	-0.35***		(9) SIZE _{t-1}
		1	0.12**	0.13**	0.32***		(10) MB _{t-1}
	1	0.11*	0.26***	-0.11*	0.01		(11) LEV _{t-1}
1	-0.10*	0.11*	0.50***	0.10*	-0.39***		(12) ROA _{t-1}
-0.29***	0.01	0.27***	-0.27***	0.03	0.22***		(13) OPAQUE _t

ملحوظة: تشير *** و ** و * إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى 0.01 و 0.05 و 0.10 بالترتيب.

٤-٣ اختبار فرضيات الدراسة

يوضح الجدول (4) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة. فيتضح من العمود (1) أن معامل الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي إيجابي ذا دلالة إحصائية. أي أن الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة يؤثر إيجابياً على خطر الانهيار في الشركات السعودية. ويتفق هذا مع الفرضية الأولى.

يبين العمود (2) و (3) نتائج اختبار الفرضية الثانية. ويتضح في كلا العمودين أن معامل الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي إيجابي ذا دلالة إحصائية. وتشير هذه النتيجة إلى عدم وجود فرق في

أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات السعودية ذات الملكية المؤسسية والملكية غير المؤسسية. وهذه النتيجة لا تتفق مع الفرضية الثانية. وعند إجراء مقارنة بين المعاملات المقدرة للثقة المفرطة للرئيس التنفيذي في العمود (2) و(3) يتضح عدم وجود فرق ذا دلالة إحصائية بينهما.

يوضح العمود (4) و(5) نتائج اختبار الفرضية الثالثة. في العمود (4) الخاص بالعينة الفرعية للشركات المتوافقة مع الشريعة يتضح أن معامل الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي ليس ذا دلالة إحصائية. أما في العمود (5) الخاص بالعينة الفرعية للشركات غير المتوافقة مع الشريعة، فيتضح أن معامل الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي إيجابي ذا دلالة إحصائية. وتشير هذه النتيجة إلى أن أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار يكون أكثر وضوحاً في الشركات غير المتوافقة مع الشريعة. وتتفق النتيجة مع الفرضية الثالثة. وعند إجراء مقارنة بين المعاملات المقدرة للثقة المفرطة للرئيس التنفيذي في العمود (4) و(5) يتضح عدم وجود فرق ذا دلالة إحصائية بينهما.

جدول (4) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة

DUVOL _t					Variables
(5) Non-Shariah	(4) Shariah	(3) Non-IO(SOE)	(2) IO(SOE)	(1) ALL	
0.144*	0.080	0.109**	0.268*	0.119**	CEO_OC _{t-1}
(1.82)	(1.13)	(2.06)	(1.87)	(2.31)	
0.046	-0.054	-0.003	0.028	-0.037	DTURN _{t-1}
(0.63)	(-0.83)	(-0.06)	(0.07)	(-0.79)	
0.003	0.007	0.027	-0.027	0.028	NCSKEW _{t-1}
(0.09)	(0.19)	(0.97)	(-0.66)	(1.19)	
1.247	2.468	1.712	6.081	3.038*	SIGMA _{t-1}
(0.39)	(1.05)	(0.88)	(0.58)	(1.80)	
0.238**	0.172***	0.215***	0.304**	0.225***	RET _{t-1}
(2.53)	(2.76)	(3.74)	(2.16)	(4.61)	
0.168***	0.002	0.125***	0.082	0.088***	SIZE _{t-1}
(4.03)	(0.02)	(2.76)	(0.55)	(2.69)	
0.053**	0.016	0.003	0.013	0.009	MB _{t-1}
(2.28)	(0.92)	(0.29)	(0.48)	(1.05)	
-0.297	0.170	0.093	0.009	0.066	LEV _{t-1}
(-1.32)	(0.88)	(0.75)	(0.02)	(0.58)	
0.091	0.624	0.264	0.827	0.320	ROA _{t-1}
(0.17)	(1.49)	(0.89)	(1.22)	(1.18)	
-0.021	0.120	0.271	-0.346	0.342	OPAQUE _t
(-0.04)	(0.24)	(0.82)	(-0.31)	(1.12)	
-1.264***	-0.271	-0.915***	-1.098	-0.806***	Constant
(-4.14)	(-0.60)	(-3.03)	(-0.88)	(-3.51)	
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Year FE
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Industry FE
Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Firm Cluster
114	163	241	50	300	Observations
0.226	0.099	0.186	0.274	0.175	Adj. R ²
χ ² =0.45 p-value=0.502		χ ² =1.65 p-value=0.199		Difference in coefficients (CEO_OC)	

ملحوظة: يوضح الجدول نتائج تحليل الانحدار لأثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار. في العمود (1) العينة الرئيسية، في العمود (2-5) العينات الفرعية: (2) شركات يكون فيها كبار المساهمين من المساهمين المؤسسين (جهات حكومية)، (3) شركات كبار المساهمين من غير المساهمين المؤسسين، (4) شركات متوافقة مع الشريعة (شركة نقية) حسب تصنيف مركز المقاصد للاستشارات الاقتصادية، و(5) شركات غير متوافقة مع الشريعة (شركة مختلطة، غير متوافقة، غير متوافقة النشاط). القيم المحسوبة للإحصائية (ت) بين قوسين. وتشير *** و** و* إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى 0.01 و 0.05 و 0.10 بالترتيب.

٤ - ٤ اختبارات المتانة

تم إجراء اختبارات المتانة Robustness Checks للتأكيد على متانة العلاقة بين الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة وخطر الانهيار. حيث تم إعادة اختبار الفرضية الأولى باستخدام مقياس بديل لكل من المتغير التابع والمستقل. ويبين الجدول (5) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبارات المتانة. فيتضح من العمود (1) أن معامل الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي مازال إيجابياً ذا دلالة إحصائية عند قياس خطر الانهيار باستخدام معامل الالتواء السالب لتوزيع العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة NCSKEW. ويتضح من العمود (2) أن معامل الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي مازال إيجابياً ذا دلالة إحصائية عند قياس الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي باستخدام المقياس البديل OC_MSZ. وكلتا النتيجةين تتفقان مع الفرضية الأولى.

جدول (5) نتائج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لاختبار المتانة: المقاييس البديلة

DUVOL _t	NCSKEW _t	Variables
(2)	(1)	
	0.323** (2.18)	CEO_OC _{t-1}
0.084* (1.96)		OC_MSZ _{t-1}
-0.022 (-0.49)	0.001 (0.01)	DTURN _{t-1}
0.026 (1.06)	0.077 (1.15)	NCSKEW _{t-1}
2.842* (1.67)	5.112 (0.95)	SIGMA _{t-1}
0.213*** (4.28)	0.511*** (3.61)	RET _{t-1}
0.091*** (2.73)	0.235** (2.37)	SIZE _{t-1}
0.010 (1.11)	0.021 (0.77)	MB _{t-1}
0.047 (0.37)	0.109 (0.30)	LEV _{t-1}
0.315 (1.15)	0.968 (1.17)	ROA _{t-1}
0.368 (1.19)	1.000 (1.13)	OPAQUE _t
-0.821*** (-3.47)	-1.991*** (-2.89)	Constant
Yes	Yes	Year FE
Yes	Yes	Industry FE
Yes	Yes	Firm Cluster
300	300	Observations
0.170	0.114	Adj. R ²

ملحوظة: يوضح الجدول نتائج تحليل الانحدار لأثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار. القيم المحسوبة للإحصائية (ت) بين قوسين. وتشير *** و** و* إلى الدلالة الإحصائية عند مستوى 0.01 و0.05 و0.10 بالترتيب.

٥ - مناقشة النتائج

وضحت الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة وجود تباين بين الشركات السعودية من ناحية خطر الانهيار. وهذه النتيجة تتشابه مع دراسات خطر الانهيار (عبدالمجيد، 2021؛ Kim et al., 2016). أما تحيز الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي فكان واضحاً في 13.3% من عينة الدراسة. وتتشابه هذه النتيجة مع دراسة (Kim et al., 2016). ونسبة الرؤساء التنفيذيين المفرطين في الثقة هي 23% من عينة الدراسة. وتتشابه هذه النتيجة مع دراسات الثقة المفرطة (Ahmed & Duellman, 2013; Park & Chung, 2016)

نتائج الدراسة وضحت أن الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي تؤثر إيجابياً على خطر الانهيار في الشركات السعودية. وتتفق هذه النتيجة مع الدراسات السابقة في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة (Beshkooch & Keshavarz, 2018; Depoers et al., 2022; Kim et al., 2016; Lee et al., 2019; Liang et al., 2019; Liu & Lei, 2021; Qiao et al., 2017; Ryu, 2022). ويمكن تفسير هذه النتيجة بناءً على نظرية تخزين الأخبار السيئة.

بينت نتائج الدراسة عدم وجود فرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات السعودية ذات الملكية المؤسسية والملكية غير المؤسسية. وتتفق هذه النتيجة مع الدراسات التي تناولت التأثير الإيجابي للملكية المؤسسية على خطر الانهيار (Fan & Fu, 2020; Ni et al., 2020; Wen et al., 2020; Xiang et al., 2020) التي تناولت الدور الرقابي للملكية المؤسسية في الحد من خطر الانهيار (An & Zhang, 2013; Callen & Fang, 2013). ومن المحتمل أن يكون تفسير هذه النتيجة يعود إلى فئة المساهم المؤسسي التي ركزت عليه هذه الدراسة، حيث تعود إلى كبار المساهمين من الجهات الحكومية. وقد وضحت هذه الجهات في تقاريرها السنوية أنها تعتمد على محفظة متنوعة من الاستثمارات تنوزع بين مجموعة واسعة من القطاعات وفئات الأصول والمناطق الجغرافية على مستوى العالم. ويعني هذا تشتت انتباه المساهمين المؤسسين (الجهات الحكومية) في الشركات السعودية، مما أدى إلى ضعف المراقبة الخارجية على شركات الرؤساء التنفيذيين المفرطين في الثقة.

وضحت النتائج أيضاً وجود فرق في أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار بين الشركات السعودية المتوافقة مع الشريعة والشركات غير المتوافقة مع الشريعة. وتتفق هذه النتيجة مع الدراسات التي تناولت أثر الشريعة في الحد من خطر الانهيار (Haseeb et al., 2016; Li & Cai, 2022). ويمكن تفسير هذه النتيجة بناءً على نظرية تخزين الأخبار السيئة، فالشركة المتوافقة مع الشريعة تلتزم بالأخلاق الإسلامية عند إعداد التقارير المالية وتؤكد باستمرار

على شرعية جميع أنشطتها من خلال الإفصاح عن ذلك في تقاريرها المالية. فعندما يكون الرئيس التنفيذي مفرطاً في الثقة، فإن مخاطر هذا التحيز لن تمتد إلى شفافية الشركة، مما يجعل مساهمي الشركة على اطلاع مستمر على النتائج الحقيقية للشركة.

٦ - الخاتمة

تناولت الدراسة تأثير الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار في الشركات السعودية غير المالية خلال الفترة 2019-2021. وتوصلت إلى أن الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي تؤثر إيجابياً على خطر الانهيار. كما أنه لا يوجد فرق في هذا التأثير بين الشركات ذات الملكية المؤسسية (الجهات الحكومية) والملكية غير المؤسسية بسبب ضعف المراقبة الخارجية نتيجة تشتت انتباه المساهم المؤسسي في عدة استثمارات مختلفة. بينما يوجد فرق في هذا التأثير بين الشركات المتوافقة مع الشريعة والشركات غير المتوافقة مع الشريعة نتيجة الاختلاف في مستوى الالتزام بالإفصاح في التقارير المالية. وتستنتج الدراسة أن الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي تؤثر إيجابياً على خطر الانهيار في الشركات السعودية وتكون أقل وضوحاً في الشركات المتوافقة مع الشريعة بناءً على نظرية تخزين الأخبار السيئة. وتعد هذه الدراسة هي الأولى من ناحية التمييز بين أثر الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على خطر الانهيار في الشركات المتوافقة مع الشريعة والشركات غير المتوافقة مع الشريعة.

بناءً على النتائج، توصي الدراسة مجلس الإدارة بالرقابة الفعالة على القرارات خلال مرحلتي الاعتماد والتنفيذ، حتى لا ينعكس تحيز الثقة المفرطة للرئيس التنفيذي على شفافية الشركة، مما يؤثر على ثروة المساهمين. وتوصي هيئة السوق المالية على تشجيع المساهمين المؤسسين بتفعيل الدور الرقابي لهم في زيادة شفافية الشركة والحد من خطر الانهيار. كما توصي الدراسة أن تتطلب معايير الانضمام إلى مؤشر تاسي الإسلامي مزيداً من الإفصاح بشأن طبيعة نشاط الشركة، وجميع استثماراتها، ومصادر تمويلها؛ لزيادة مستوى شفافية الشركات في السوق المالية، والحد من ظهور تحيز الثقة المفرطة على إفصاحات الشركة.

نتائج الدراسة مقيدة من حيث مقياس الثقة المفرطة على مستوى الشركة (أي CEO_OC). وهو مقياس غير مباشر يعتمد على مجموعة من القرارات الاستثمارية والتمويلية على مستوى الشركة، والتي تتطلب موافقة مجلس الإدارة و/أو المساهمين. ونظرًا إلى الحصول على بيانات هذا المقياس من التقارير المالية السنوية، فمن المتوقع أنها تأثرت بقرارات مجلس الإدارة

والمساهمين. بالتالي تأثرت المعايير المستخدمة في مقياس الثقة المفرطة من خلال تصنيف بعض الرؤساء التنفيذيين المفرطين في الثقة إلى رؤساء تنفيذيين عقلانيين، والعكس صحيح. تقترح الدراسة أن تركز الدراسات المستقبلية على البحث عن القنوات التي يستخدمها الرئيس التنفيذي المفرط في الثقة لتخزين الأخبار السيئة، والقيام بمزيد من الدراسات حول أثر التمييز بين الشركات المتوافقة مع الشريعة وغير المتوافقة مع الشريعة. ونظرًا إلى قلة الدراسات التي تركز على شخصية الرئيس التنفيذي في الشركات السعودية، تقترح الدراسة البحث عن خصائص أخرى لشخصية الرئيس التنفيذي من المتوقع أنها تؤثر على خطر الانهيار.

المراجع

- تداول السعودية. (2022). تداول السعودية تطلق مؤشر تاسي الإسلامي. https://bit.ly/SaudiExchange_TASI_Islamic_Index
- الجربوع، منار، ويوسف، حنان، والبراك، هشام. (2019). أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين سلوك المدير التنفيذي وإدارة الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة بسوق الأسهم السعودي. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، 3(3)، 228-295. <https://doi.org/10.21608/aljalexu.2019.56635.295-228>
- حسن، نصر. (2021). التحفظ المحاسبي والثقة الإدارية الزائدة وأداء الشركة خلال جائحة كورونا: دور هيكل رأس المال. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، 3(4)، 88-127. <https://doi.org/10.21608/sjar.2021.214656>
- عبدالمجيد، حميده. (2019). قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. *البحوث المحاسبية*، 14(1)، 69-143. <https://bit.ly/ResearchGate-Abdelmageed2019>
- عبدالمجيد، حميده. (2021). قياس أثر التمويل بالديون قصيرة الأجل على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. *مجلة عجمان للدراسات والبحوث*، 20(1)، 1-37. <https://bit.ly/ResearchGate-Abdelmageed2021>
- العصيمي، محمد. (2019). منهجية قراءة القوائم المالية. <https://bit.ly/Alosaimi2019>
- الغامدي، عبدالسلام. (2010). ضبابية انهيار سوق المال السعودية عام 2006 وأثر الأداء المالي للشركة المساهمة. *المجلة العربية للمحاسبة*، 13(1)، 88-117. <https://doi.org/10.12785/aja/130103>
- لائحة حوكمة الشركات. (2018). الصادر عن مجلس هيئة السوق بموجب القرار رقم 8-16-2017 وتاريخ 1438/5/16هـ - الموافق 2017/2/13م بناء على نظام الشركات الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/3 وتاريخ 1437/1/28هـ - المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 3-45-2018 وتاريخ 1439/8/7هـ - الموافق 2018.4.23

- لائحة حوكمة الشركات. (2021). الصادر عن مجلس هيئة السوق المالية بموجب القرار رقم 16-8-2017 وتاريخ 1438/5/16هـ - الموافق 2017/2/13م بناء على نظام الشركات الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/3 وتاريخ 1437/1/28هـ - المعدلة بقرار مجلس هيئة السوق المالية رقم 1-7-2021 وتاريخ 1442/6/1هـ - الموافق 2021/1/1.
- نصير، عبدالناصر. (2022). أثر تطبيق لغة تقارير الأعمال الموسعة على خطر انهيار أسعار الأسهم: دليل من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية*، 6(1)، 233-290. <https://doi.org/10.21608/aljalexu.2022.225054>
- هيئة السوق المالية. (2016). تعديل عمولة تداول الأسهم المدرجة وإلغاء الحد الأدنى للعمولة. https://cma.org.sa/Market/NEWS/pages/cma_n_2087.aspx
- يوسفات، علي. (2007). انهيار السوق المالي السعودي عام 2006: دروس وعبر مع الإشارة إلى حالة شركة بيشة للتنمية الزراعية. *الملتقى الوطني الثاني: أثر أداء البورصة على فعالية التمويل في الاقتصاد الجزائري*، 288-280. <https://dspace.univ-adrar.edu.dz/jspui/handle/123456789/1462>
- Ahmed, A., & Duellman, S. (2013). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51(1), 1-30. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00467.x>
- Al-Khazali, O., Lean, H., & Samet, A. (2013). Do Islamic stock indexes outperform conventional stock indexes? A stochastic dominance approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 28, 29-46. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2013.09.003>
- Al-Mansour, A. (2018). *The Impact of Shari'a Compliance Advices (SCAs) on the Saudi Capital Market: Evidence from the IPO Market*. https://cma.org.sa/en/Market/Documents/The_Impact_of_Shari%27a_Compliance_Advices.pdf
- Al-Twajjry, A. (2011). Stock Crises and Stock Behavior: Case of Saudi Stock Market. *Journal of Administrative and Economics Science*, 5(1), 1-19. <https://jaes.qu.edu.sa/index.php/jae/article/view/1755/1841>
- Alkhaldi, B. (2015). the Saudi Capital Market: the Crash of 2006 and Lessons To Be Learned. *International Journal of Business, Economics and Law*, 8(4), 135-146. <https://www.ijbel.com/wp-content/uploads/2016/01/Law-102.pdf>
- Alnafea, M., & Chebbi, K. (2022). Does Investor Sentiment Influence Stock Price Crash Risk? Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Asian Finance*, 9(1), 143-0152. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2022.vol9.no1.0143>
- An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. *Journal of Corporate Finance*, 21, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.01.001>
- Balachandran, B., Duong, H., Luong, H., & Nguyen, L. (2020). Does takeover

- activity affect stock price crash risk? Evidence from international M&A laws. *Journal of Corporate Finance*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101697>
- Banerjee, S., Humphery-Jenner, M., & Nanda, V. (2018). Does CEO bias escalate repurchase activity? *Journal of Banking and Finance*, 93, 105–126. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.02.003>
- Bazerman, M., & Moore, D. (2009). *Judgment in Managerial Decision Making* (7th ed.). John Wiley & Sons. <https://bit.ly/BazermanMoore2009>
- Bazerman, M., & Moore, D. (2017). *Judgment in Managerial Decision Making* (8th ed.). John Wiley & Sons.
- Ben-David, I., Graham, J., & Harvey, C. (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies. In *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w13711>
- Beshkooh, M., & Keshavarz, F. (2018). The Relationship between the Managerial Overconfidence and Stock Price Crash Risk in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*, 6(21). <https://doi.org/https://doi.org/10.22051/jfm.2018.15245.1366>
- Callen, J., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3047–3063. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.02.018>
- Cameron, C., & Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics: Methods and Applications*. Cambridge university press. www.cambridge.org/9780521848053
- Chaganti, R., & Damanpour, F. (1991). Institutional ownership, capital structure, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 12(7), 479–491. <https://doi.org/10.1002/smj.4250120702>
- Chee, C., Ab Razak, N., & Wong, D. (2019). CEO Overconfidence and Dividend Policy: Evidence from Tiger Cub Economies. *Indian Journal of Finance*, 13(10), 34. <https://doi.org/10.17010/ijf/2019/v13i10/147746>
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61(3), 345–381. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00066-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00066-6)
- Chiu, C.-J., Ho, A., & Tsai, L.-F. (2022). Effects of financial constraints and managerial overconfidence on investment-cash flow sensitivity. *International Review of Economics & Finance*, 82, 135–155. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.06.008>
- Chung, K., & Zhang, H. (2011). Corporate governance and institutional ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(1), 247–273. <https://doi.org/10.1017/S0022109010000682>
- Cohen, D., Dey, A., & Lys, T. (2008). Real and Accrual-Based Earnings

- Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757–787. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.757>
- Cohen, D., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 2–19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Dang, V., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24(3), 451–484. <https://doi.org/10.1111/eufm.12134>
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(20), 193–225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Depoers, F., Guizani, A., & Lakhali, F. (2022). How do overconfident CEOs behave in competitive product markets: Evidence from stock price crash risk. *Finance Contrôle Stratégie*, 25–2. <https://doi.org/10.4000/fcs.9412>
- Deshmukh, S., Goel, A., & Howe, K. (2013). CEO overconfidence and dividend policy. *Journal of Financial Intermediation*, 22(3), 440–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2013.02.003>
- Dimson, E. (1979). Risk measurement when shares are subject to infrequent trading. *Journal of Financial Economics*, 7(2), 197–226. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(79\)90013-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(79)90013-8)
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57–74. <https://doi.org/10.5465/amr.1989.4279003>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fan, Y., & Fu, H. (2020). Institutional investors, selling pressure and crash risk: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 42. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2019.100670>
- Galasso, A., & Simcoe, T. (2011). CEO Overconfidence and Innovation. *Management Science*, 57(8), 1469–1484. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1374>
- Graham, J., Harvey, C., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 103–121. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.01.010>
- Haseeb, M., Mahdzan, N., & Wan-Ahmad, W.-M. (2022). Are Shariah-compliant firms less prone to stock price crash risk? Evidence from Malaysia.

- International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*.
<https://doi.org/10.1108/IMEFM-06-2021-0223>
- He, G., Bai, L., & Ren, H. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. *Journal of Applied Accounting Research*, 20(1), 63–77. <https://doi.org/10.1108/JAAR-09-2017-0096>
- Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31(2), 33–45. <https://doi.org/https://doi.org/10.2307/3666221>
- Herman, E. (1981). *Corporate control, corporate power*. Cambridge University Press. [http://www.iot.ntnu.no/innovation/norsi-pims-courses/harrison/Herman\(1981\).PDF](http://www.iot.ntnu.no/innovation/norsi-pims-courses/harrison/Herman(1981).PDF)
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. (2012). Are Overconfident CEOs Better Innovators? *The Journal of Finance*, 67(4), 1457–1498. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01753.x>
- Hong, H., & Stein, J. (2003). Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes. *The Review of Financial Studies*, 16(2), 487–525. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhg006>
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO Overconfidence and Management Forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204–227. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12144>
- Hutton, A., Marcus, A., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94(1), 67–86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>
- Jin, L., & Myers, S. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257–292. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.11.003>
- Jones, J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Kim, H., & Jang, S. (2021). CEO Overconfidence and Firm Performance: The Moderating Effect of Restaurant Franchising. *Cornell Hospitality Quarterly*, 62(2), 276–292. <https://doi.org/10.1177/1938965519899926>
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.07.007>
- Kim, J.-B., Lu, L., & Yu, Y. (2019). Analyst Coverage and Expected Crash Risk: Evidence from Exogenous Changes in Analyst Coverage. *The Accounting Review*, 94(4), 345–364. <https://doi.org/10.2308/accr-52280>
- Kim, J.-B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720–1749.

- <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12217>
- Kothari, S., Shu, S., & Wysocki, P. (2009). Do Managers Withhold Bad News? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241–276. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00318.x>
- Kraft, P., Günther, C., Kammerlander, N., & Lampe, J. (2022). Overconfidence and entrepreneurship: A meta-analysis of different types of overconfidence in the entrepreneurial process. *Journal of Business Venturing*, 37(4). <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2022.106207>
- Lee, Y.-C., Lu, Y.-C., & Wang, Y.-C. (2019). Corporate social irresponsibility, CEO overconfidence, and stock price crash risk. *Applied Economics Letters*, 26(14), 1143–1147. <https://doi.org/10.1080/13504851.2018.1540835>
- Lerner, J., Leamon, A., & Dew, S. (2017). *The CMA and the Saudi Stock Market Crash of 2006*. https://cma.org.sa/en/Market/Documents/CMA_Crash2006_en.pdf
- Li, W., & Cai, G. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 235–250. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2016.04.003>
- Liang, Q., Ling, L., Tang, J., Zeng, H., & Zhuang, M. (2019). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk. *China Finance Review International*, 10(3), 271–296. <https://doi.org/10.1108/CFRI-01-2019-0007>
- Lim, H., Kang, S., & Kim, H. (2016). Auditor Quality, IFRS Adoption, and Stock Price Crash Risk: Korean Evidence. *Emerging Markets Finance and Trade*, 52(9), 2100–2114. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2016.1184142>
- 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. <https://doi.org/10.1108/RAF-05-2020-0111>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005a). Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649–659. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00302.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005b). CEO Overconfidence and Corporate Investment. *The Journal of Finance*, 60(6), 2661–2700. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00813.x>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89(1), 20–43. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.07.002>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The Role of Managerial Overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37–60.

- <https://doi.org/10.1257/jep.29.4.37>
- Malmendier, U., Tate, G., & Yan, J. (2011). Overconfidence and Early-Life Experiences: The Effect of Managerial Traits on Corporate Financial Policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687–1733. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01685.x>
- Moore, D. (2021). Perfectly Confident Leadership. *California Management Review*, 63(3), 58–69. <https://doi.org/10.1177/0008125621992173>
- Moore, D., & Healy, P. (2008). The trouble with overconfidence. *Psychological Review*, 115(2), 502–517. <https://doi.org/10.1037/0033-295X.115.2.502>
- Moore, D., & Schatz, D. (2017). The Three Faces of Overconfidence. *Social and Personality Psychology Compass*, 11(8). <https://doi.org/10.1111/spc3.12331>
- Ni, X., Peng, Q., Yin, S., & Zhang, T. (2020). Attention! Distracted institutional investors and stock price crash. *Journal of Corporate Finance*, 64. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101701>
- NYSE. (2022). *NYSE American Equities Price List*. NYSE Group. <https://www.nyse.com/markets/nyse-american/trading-info#trading-fees>
- Park, J., & Chung, C. (2016). CEO Overconfidence, Leadership Ethics, and Institutional Investors. *Sustainability*, 9(1). <https://doi.org/10.3390/su9010014>
- Qiao, L., Adegbite, E., & Nguyen, T. (2022). Chief financial officer overconfidence and stock price crash risk. *International Review of Financial Analysis*, 84. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102364>
- Ryu, H. (2017). The Effect of Managerial Overconfidence on Crash Risk. *International Journal of Industrial Distribution & Business*, 8(5), 87–93. <https://doi.org/http://dx.doi.org/10.13106/ijidb.2017.vol8.no5.87>
- Salehi, M., Lari DashtBayaz, M., Hassanpour, S., & Tarighi, H. (2020). The effect of managerial overconfidence on the conditional conservatism and real earnings management. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(3), 708–720. <https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2017-0030>
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2019). *Research Methods for Business Students* (8th ed.). Pearson Education. www.pearson.com/uk
- Schrand, C., & Zechman, S. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 311–329. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.09.001>
- Seo, K., Kim, E., & Sharma, A. (2017). Examining the determinants of long-term debt in the US restaurant industry. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, 29(5), 1501–1520. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-06-2015-0274>
- Shahdila-Shahar, W., Ahmad, N., & Jaafar, M. (2020). Impacts of CEO's Overconfidence in Financing Decisions on Shariah-Compliant Firms Listed on

- the Bursa Malaysia. *Journal of King Abdulaziz University: Islamic Economics*, 33(1), 117–131. <https://doi.org/10.4197/Islec.33-1.9>
- Shu, P.-G., Yeh, Y.-H., Chiang, T.-L., & Hung, J.-Y. (2013). Managerial Overconfidence and Share Repurchases. *International Review of Finance*, 13(1), 39–65. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2443.2012.01162.x>
- Vermaelen, T. (1981). Common stock repurchases and market signalling. An empirical study. *Journal of Financial Economics*, 9(2), 139–183. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(81\)90011-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(81)90011-8)
- Vinh, N. (2020). Impact of overconfident ceo on dividend policy: Evidence in enterprises listed on hose of Vietnam. *Academy of Entrepreneurship Journal*, 26(1), 1–8. <https://api.semanticscholar.org/CorpusID:216357866>
- Wan-Ismail, W.-A., Kamarudin, K., & Sarman, S. (2015). The quality of earnings in Shariah-compliant companies: evidence from Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 6(1), 19–41. <https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2013-0005>
- Wen, F., Xu, L., Chen, B., Xia, X., & Li, J. (2020). Heterogeneous Institutional Investors, Short Selling and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(12), 2812–2825. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1522588>
- Xiang, C., Chen, F., & Wang, Q. (2020). Institutional investor inattention and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 33. <https://doi.org/10.1016/j.fr1.2019.05.002>