أثر عدم تماثل المعلومات في زيادة نشوء خطر انهيار سعر السهم"

"دراسة تطبيقية على سوق عمان المالي"

الباحث: محمد أمين محمد نور الكرخ[1]

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار أثر عدم تماثل المعلومات في زيادة نشوء خطر انهيار سعر السهم للقطاع المالي في بورصة عمان للأوراق المالية خلال الفترة الربعية الممتدة من الربع الأول من عام 2019 إلى الربع الرابع عام 2020. لتحقيق هدف الدراسة تم توظيف عدم تماثل وخطر انهيار سعر السهم لاختبار الفرضية باستخدام الانحدار التجميعي للبيانات المقطعية ونموذج التأثيرات الثابتة والعشوائية. توصلت الدراسة إلى وجود أثر إيجابي لعدم تماثل المعلومات في زيادة نشوء مخاطر انهيار سعر السهم، وتوصي الدراسة هيئة الأوراق المالية والسوق عمان المالي بإلزام شركات على الافصاح عن عملياتها التشغيلية، كشوفاتها المالية، والالتزام بالمعايير الدولية من جانب الافصاح والشفافية.

الكلمات المفتاحية: عدم تماثل المعلومات، خطر انهيار سعر السهم، سوق عمان المالي، القطاع المالي.

[1]ماجستير – القسم المالي والمصرفي- المعهد العالي لإدارة الأعمال (HIBA) – سورية – دمشق.

"The effect of information asymmetry in increasing Crash Risk of Stock Price"

"An applied study on the Amman Stock Exchange (ASE)"

Researcher: MHD Amin MHD Nour Al-KARKH[2]

Abstract

This study aims to verify the effect of information asymmetric in increasing crash risk of the stock price of the financial sector at the Amman Stock Exchange during a quarterly period from the first quarter of 2019 to the fourth quarter of 2020. To achieve the objective of the study, information asymmetric, synchronism, and crash risk of stock price are employed to test hypotheses. The study found a positive impact of information asymmetry in increasing the Crash Risk of stock price. The study recommends the Amman Financial Market and Securities Authority to compel companies to disclose their operational operations, financial statements, and adherence to international standards in terms of disclosure and transparency.

Key words: Asymmetric information, Crash Risk, Amman Stock Exchange, Financial Sector

[2] MSc - Financial and Banking Department - Higher Institute of Business Administration (HIBA) - Syria - Damascus.

1. مقدّمة:

يُعتبر الإفصاح عن المعلومات المقدّمة من قبل الشركات المدرجة في الأسواق المالية من العوامل الهامة التي تساهم في تحقيق كفاءة الأسواق المالية مما ينعكس ذلك على سعر السهم المتداول في هذه الأسواق، ويخلق حالة من التوازن بين البائع والمشتري. بالمقابل، قد لا تكون هذه المعلومات المفصح عنها من قبل الشركات المدرجة في الأسواق المالية كافية بالنسبة للمستثمرين لاتخاذ قرار بالاستثمار، مما يعكس حالة عدم تماثل المعلومات.

تُعد مشكلة عدم تماثل المعلومات من المشاكل التي أفرزتها نظرية الوكالة والناتجة عن توفر بعض المعلومات لدى طرف واحد، وعدم توافرها لدى الأطراف الأخرى، مما يؤدي إلى تحقق عوائد غير عادية للطرف الأول من جانب، ومن جانب أخر، قد تمتلك الأطراف الداخلية معلومات سيئة ولا تفصح عنها للأطراف الخارجين، لغاية الوقت الذي يصبح فيه عبء هذه المعلومات كبير بحيث تضطر إلى الإفصاح عنها دفعة واحدة، الأمر الذي من شأنه أن يسبب إنهيار في سعر السهم، وهذا ما يسمى "خطر انهيار سعر السهم". بالتالي، جاءت هذه الدراسة إلى اختبار أثر عدم تماثل المعلومات على تزامن و خطر انهيار سعر السهم.

2. مشكلة البحث:

تتمحور إشكالية البحث بأن ظاهرة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية من الظواهر التي لا يمكن ملاحظتها بصورة مباشرة، مما يسبب دافعاً لإدارة الشركات إلى تقديم معلومات غير كافية، وإخفاء معلومات خاصة قد لا تكون متاحة للغير من الأطراف الخارجية، مما قد يخلق مشكلة في ألية عمل السوق المالي، وربما تنعكس هذه الإشكالية في إخفاء المعلومات الخاصة إلى نشوء مخاطر انهيار في أسعار الأسهم بشكل متسارع. وحيث أن الدراسات السابقة لم تدرس العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار سعر السهم بشكل مباشر؛ واستناداً أيضاً لأهمية أثار عدم تماثل المعلومات وانعكاسه على آلية عمل السوق وعلى المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، تتمحور إشكالية البحث في الإجابة على التساؤلات الرئيسية التالية:

((هل يؤدي عدم تماثل المعلومات إلى نشوء مخاطر انهيار سعر السهم للشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي ؟))

3. فرضية البحث:

H_1: يوجد أثر معنوي لعدم تماثل المعلومات في نشوء مخاطر انهيار سعر السهم للشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي.

4. أهمية البحث:

تتمحور أهمية البحث في كونه يقدم مساهمة علمية تساعد بتوعية المحللين الماليين، إدارة الشركات، والمستثمرين في الأسواق المالية بمفهوم عدم تماثل المعلومات، تزامن وخطر انهيار سعر السهم، وآثارها على الأسواق المالية.

وتمكن أيضاً أهمية البحث من الجانب العملي بهدف مساعدة المستثمرين الحاليين والمحتملين في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة وفاعلة من خلال الاعتماد على المقاييس المتعلقة بعدم تماثل المعلومات، تزامن وخطر انهيار سعر السهم.

5. أهداف البحث:

يهدف هذا البحث إلى:

تحديد فيما إذا كان عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى نشوء خطر انهيار سعر السهم للشركات المالية المدرجة في سوق عمان المالي.

6. مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات المدرجة في سوق عمان المالي في القطاع المالي والبالغ عددها 96 شركة، وتقتصر عينة البحث على (15) مصرف و(21) شركة الخدمات المالية المتنوعة.

7. فترة الدراسة ومصادر جمع البيانات:

تم تطبيق الدراسة خلال الفترة الربعية الممتدة من الربع الأول من عام 2019 إلى الربع الرابع عام 2020، حيث تم استخدام بيانات يومية لحساب العوائد اليومية للشركات المدرجة في سوق عمان المالي– قطاع مالي– وبعد ذلك تم تحويلها لبيانات ربع سنوية لكي تتناسب مع متغيرات الدراسة الأخرى، تم الحصول على بيانات الدراسة عن طريق الموقع الالكتروني لسوق عمان المالي[3].

[3] https://www.ase.com.jo/

8. منهجية البحث:

من أجل الوصول الى الأهداف المرجوة، وبغية الإحاطة بكافة جوانب البحث والتوصل إلى حل لإشكالية البحث سيتم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، حيث سيتم اختيار الأدوات الإحصائية المناسبة لوصف و دراسة المتغيرات الدراسة وتحليل البيانات باستخدام برنامجEviews9.

9. مناقشة الدراسات السابقة:

1- دراسة (Huynh.et al,2020) بعنوان: " Information asymmetry and firm value: is Vietnam different?"[4]

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وقيمة الشركة في الشركات الفتنامية باستخدام بيانات على مستوى الشركة من 250 شركة غير مالية مع 2500 مشاهدة لمدة عشرة أعوام تم جمعها من سوق للأوراق المالية في فيتنام تغطي فترة 10 سنوات من 2008 إلى 2017، وبينت نتائج الدراسة أن عدم تماثل المعلومات لها تأثير سلبي على قيمة الشركة، وبينت الدراسة أيضاً أن الرافعة المالية في الشركات الفتنامية أعلى من البلدان المتقدمة الأخرى، ولكن يمكن أن تلعب دوراً محدوداً فقط في التخفيف من الاثار السلبية لعدم تماثل المعلومات على قيمة الشركة.

2- دراسة (الطويل،ليلى، وأخرون،2017) بعنوان: "أثر التحفظ المحاسبي المشروط في عدم تماثل المعلومات دراسة تجريبية على عينية من الشركات الخدمية المدرجة في الأسواق المالية العربية"[5]

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم مدى تطبيق الشركات الخدمية للتحفظ المحاسبي المشروط وتأثيرها على عدم تماثل المعلومات مما يقدم أدلة حول تأثير ممارسات التحفظ المحاسبي بشكل إيجابي أو سلبي في تحقيق منفعة للقرارات الاستثمارية. وقد تم اختيار عينة من الشركات الخدمية المدرجة في سوقي عمان وأبو ظبي والتي يبلغ عددها 53 شركة من عام 2007 حتى عام 2015.

[4] Huynh.et al,2020," Information asymmetry and firm value: is Vietnam different?", The Journal of Economic Asymmetries, Vol.21.

[5] الطويل،ليلى، وأخرون،2017، "أثر التحفظ المحاسبي المشروط في عدم تماثل المعلومات دراسة تجريبية على عينية من الشركات الخدمية المدرجة في الأسواق المالية العربية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية_ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (39)، العدد(5).

توصلت النتائج إلى أن الشركات الخدمية في كلا السوقين تتبع ممارسات التحفظ المحاسبي المشروط مما يؤثر تطبيق التحفظ المحاسبي عكساً في عدم تماثل المعلومات وبالتالي يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات، مما يعد مؤشراً مهماً لتحقيق منفعة القرار للمستثمر.

3-دراسة (Dadbeh, Fatemeh, et. al.,2013) بعنوان: "A Study of information asymmetry using Bid-Ask spread on firm value: evidence from Tehran Stock Exchange"[6]

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار تأثير عدم تماثل المعلومات على قيمة الشركة، وقد تم اختيار عينة من الشركة المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية، والتي يبلغ عددها 47 شركة من عام 2007 إلى عام 2012، وتوصلت النتائج إلى أن عدم تماثل المعلومات لا تؤثر على قيمة الشركة.

4- دراسة (Chen, Rongda,2020) بعنوان: "Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk"[7]

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر سلوك المستثمرين الخاصة بالشركة على خطر انهيار سعر السهم في سوق الصين للأوراق المالية، خلال الفترة 2005 إلى 2016، توصلت الدراسة إلى أن سلوك المستثمرين الخاصة بالشركة مرتبط بشكل كبير وإيجابي بمخاطر انهيار سعر السهم، وكان ذلك أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات ذات السيولة الأسوأ.

5-دراسة (عبد الحميد، حميده، 2019) بعنوان: "قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية"[8]

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم مبدئي لتبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية IFRS في المملكة العربية السعودية خلال عام 2017 إلى عام 2018، من خلال دراسة تأثيره على خطر انهيار

---

[6] Dadbeh, Fatemeh, et. al., 2013, "A Study of information asymmetry using Bid-Ask spread on firm value: evidence from Tehran Stock Exchange", International Research Journal of Applied and Basic Sciences, Vol.4, No.9.

[7] Chen, Rongda,2020, "Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk", Finance Research Letters, 101442

[8] عبد الحميد، حميده، 2019، قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية"، الجمعية السعودية للمحاسبة، المجلد (14)،العدد(1).

سعر سهم الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية قد أدى إلى تخفيض خطر انهيار سعر السهم الشركة.

6- دراسة (KHURANA, INDER, et. al., 2018) بعنوان: "Is Real Earnings Smoothing Harmful? Evidence from Firm–Specific Stock Price Crash Risk"[9]

هدفت هذه الدراسة إلى دراسة أثر تمهيد الأرباح الحقيقة على خطر انهيار سعر السهم للشركات العامة الامريكية، للفترة من عام 1993 إلى عام 2014، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن تمهيد الأرباح الحقيقية ترتبط بشكل ايجابي بمخاطر انهيار سعر سهم الشركة، تتوافق هذه النتيجة مع الرأي القائل بأن تمهيد الأرباح الحقيقية يساعد المدراء على حجب الأخبار السيئة، والحفاظ على المشاريع ذات الأداء الضعيف، وإخفاء تحويل الموارد، والانخراط في إدارة غير فعالة للمخاطر، مما يزيد من مخاطر الانهيار. علاوة على ذلك، نجد أن تكون العلاقة أقوى بين مخاطر الانهيار وتمهيد الأرباح الحقيقية عندما تكون درجة عدم اليقين أعلى، والمنافسة في سوق المنتجات أقل، وقيود الميزانية العمومية أعلى. بشكل عام، تشيير هذه الدراسة إلى أن تمهيد الأرباح الحقيقية يفقد قيمة المساهمين لأنه يزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

7-دراسة (Lim, Hyunil, 2016) بعنوان: "Auditor Quality, IFRS Adoption, and Stock Price Crash Risk"[10]

هدفت هذه الدراسة لقياس العلاقة بين جودة التدقيق، اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على خطر انهيار سعر السهم لـ / 657/ شركة مدرجة في سوق كوريا لفترة من 2002 إلى 2014. وجدت هذه الدراسة أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تنخفض، خاصة بالنسبة للشركات التي تستخدم مراجعي إحدى شركات التدقيق الأربعة الكبرى، وذلك بعد اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في كوريا حيث تنخفض خطر انهيار سعر السهم للشركات المدرجة في

[9] KHURANA, INDER, et. al., 2018, "Is Real Earnings Smoothing Harmful? Evidence from Firm–Specific Stock Price Crash Risk", Contemporary Accounting Research, Vol. 35, No. 1.

[10] Lim, Hyunil "Auditor Quality, IFRS Adoption, and Stock Price Crash Risk",(2016)

سوق كوريا للأوراق المالية. وتوصلت أيضاً هذه الدراسة إلى أن الشركات المراجعة الكبرى تقلل من مخاطر انهيار أسعار الأسهم فقط عندما يكون حجم الشركة أعلى من المتوسط.

- **مايميز الدراسة الحالية:**

تتميز الدراسة الحالية عن معظم الدراسات السابقة أنه لم يدرس عدم تماثل المعلومات مع خطر انهيار سعر السهم، وأن الدراسات العربية نادراً التي تتناول خطر انهيار سعر السهم في الأسواق الناشئة على حد علم الباحث.

أولاً: عدم تماثل المعلومات Asymmetric Information:

1-1 مفهوم عدم تماثل المعلومات:

شاع مصطلح عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry بصورة كبيرة في دراسات التمويل و المحاسبة عقب فوز الاقتصادي Akerlof بجائزة نوبل في عام 1970 بعد بحثه الشهير:"The Market for Lemons Quality Uncertainty and Market Mechanism"، والذي قام بتطبيق مفهوم عدم تماثل المعلومات بين البائعين والمشترين على سوق السيارات المستعملة، مبيناً كيف يمكن أن تؤدي عدم تماثل المعلومات بين البائعين والمشترين في هذا السوق إلى بيع السيارات المستعملة ذات الجودة المنخفضة مقارنةً مع بيع السيارات المستعملة ذات الجودة المرتفعة في السوق.[11]يشير عدم تماثل المعلومات إلى وجود طرفين غير متماثلين من حيث المعلومات التي بحوزة كل منهما، حيث تحدث حالة عدم تماثل المعلومات من خلال امتلاك طرف لمعلومة بحكم موقعه في المنشأة، وعدم امتلاكها من قبل الطرف الثاني الذي يحتاج إلى ذات المعلومة، فمثلاً الإدارة من خلال موقعها في المنشأة لديها معلومات خاصة قد لا تكون متاحة للغير من الأطراف الخارجية.[12]عرّف العديد من الباحثين عدم تماثل المعلومات من خلال عدة وجهات نظر متعددة، حيث عرّف الدهراوي وسرايا عام 1994 عدم تماثل المعلومات في السوق بأنها حالة

11 Akerlof, George, 1970," The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and The Market Mechanism", The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No.3, P.488.

12 يوسف، علي، 2013،"المدخل المعاصر للتحليل المالي ودوره في الأسواق المالية" المركز العربي للتعريب والترجمة والتأليف والنشر،دمشق، ص 15.

تنشأ بين الأطراف الخارجية والأطراف الداخلية تستطيع فيها الأطراف الداخلية استخدام ما لديها من معلومات داخلية لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الأطراف الخارجية.[13]

- بينما عرفها كل من Cohen&Dean عام 2005 على أنها قدرة إدارة المنشأة على استغلال ما تمتلكه من معلومات خاصة في القيام ببعض التصرفات النفعية بغية تحويل الثروة من المستثمرين إليها، مثلاً قيام الإدارة باستغلال معلوماتها الداخلية في عمليات التداول على الأوراق المالية للمنشأة وتحقيق عوائد غير عادية على حساب المستثمرين في السوق، كما بيّن كل منهما أن عدم تماثل المعلومات في السوق يعتبر دافعاً أساسياً لقيام إدارة المنشأة بممارسات إدارة الأرباح بهدف زيادة الربح وبالتالي زيادة مكافآتها أو بهدف التأثير على أسعار أسهم المنشأة في السوق وخصوصاً في الفترات التي يتسم فيها أداء تلك الأسهم بالضعف أو في حال قيام المنشأة بطرح أسهم جديدة في السوق.[14]
- في حين عرفها Lu al عام 2010 بأنها ظاهرة عدم تناسق وتكافؤ المعلومات في السوق مما يدل على امتلاك طرف لمعلومة معنية وعدم امتلاكها لدى الطرف الآخر الذي يحتاج لنفس المعلومة، الأمر الذي يؤدي إلى عدم قدرة الأطراف المفتقرة للمعلومة من تصور الوضع الاقتصادي للمنشأة في السوق.[15]
- أما Ruch&Taylor عام 2014 عرفها بأنها ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تحدث عندما تملك الإدارة معلومات خاصة ملائمة لتقييم الأداء المستقبلي للشركة وغير متاحة للمستثمرين أوعندما يملك أحد المستثمرين معلومات تتفوق على مستثمر آخر.[16]

---

[13] الدهراوي، كمال الدين مصطفى، سرايا، محمد السيد، 2006، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة. الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، ص 305.

[14] Cohen, B., et. al., 2005, "information asymmetry and investor valuation of IPO: top management team legitimacy as capital market signal", Strategic management journal, Vol. 26, No.7, PP 683.

[15] Lu C.w., et. al., 2010, "Information Uncertainty Information Asymmetry and Corporate Bond Yield Spreads", Journal of Banking and Finance, Vol.34, No.9, PP 2265.

[16] Ruch, George, et. al, 2015," Accounting conservatism: A review of the literature", Journal of Accounting Literature, Vol.34, No.17, P26.

ووفقاً للتعاريف أعلاه، يمكن أن نستنتج بأن ظاهرة عدم تماثل المعلومات تتركز بثلاثة اتجاهات تحمل وجهات نظر مختلفة ومكملة لبعضها البعض:[17]

1- **الاتجاه الأول:** هناك شكلين لعدم تماثل المعلومات:

- الأول عدم التماثل أو عدم المساواة بين الإدارة و الأطراف الداخلية من جهة، والأطراف الخارجية من جهة أخرى.
- الثاني يتضمن عدم التماثل أو المساواة بين الأطراف الخارجية، كعدم تماثل المعلومات بين المستثمرين المحليين أو بين المستثمرين المحليين من جهة والمستثمرين الأجانب من جهة أخرى.

2- **الاتجاه الثاني:** إن عدم تماثل المعلومات سلوك مُتعمّد من قبل الأطراف التي تمتلك معلومات مميزة بهدف تحقيق عائد غير عادي، فقد تلجأ الإدارة إلى ذلك بقصد تحقيق منافع شخصية أو غير مباشرة من خلال عدم الإضرار بمركز الشركة التنافسي، كما قد يلجأ إليها بعض المستثمرين ذوي المعلومات الخاصة لتحقيق عائد غير عادي على حساب المستثمرين الذين لم تصل إليهم المعلومات الخاصة أو على حساب الإدارة.

3- **الاتجاه الثالث:** إن استفادة أي طرف على حساب الطرف الآخر يمكن أن يتم من خلال الاستفادة من توقيت توفير المعلومات، حيث يتم الحصول على المعلومات واستخدامها قبل نشرها بشكل عام، أو قد يتم حجبها تماماً عن الطرف الثاني، وبعبارة أخرى وجود عدم تماثل المعلومات مرتبط أساساً بالتقسيم الشائع للمعلومات إلى معلومات عامة ومعلومات خاصة.

بالتالي، يمكن القول بأن عدم تماثل المعلومات تتمثل بحيازة الإدارة أو الأطراف الداخلية لمعلومات حول الأداء الاقتصادي الحالي والمستقبلي للمنشأة، بشكل أكبر من حيازة الأطراف الخارجية لها من المستثمرين والدائنين والمحللين وغيرهم من المتعاملين في السوق. فعدم تماثل المعلومات هي درجة المعلومات التي لا تشاركها الإدارة مع المستثمرون والمساهمون، والتي يمكن أن تؤثر بالعديد من العوامل على مستوى عدم تماثل المعلومات في السوق، مثل حوكمة الشركات، جودة

[17] سمعان، أحمد،2018، " المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية"، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، مصر، ص 14.

الإفصاح، القوانين والتشريعات.[18] حيث بين كل من Beltran و Thomas (2010) ، أن عدم تماثل المعلومات يعتبر السبب الرئيسي في فشل السوق، حيث أن ارتفاع مستوى عدم التماثل في المعلومات على ثقة المستثمر في إجراء المعاملة بسبب الخوف من وجود أطراف مستفيدة على حسابه. بالتالي، فإن عدم تماثل المعلومات تحتاج إلى مراقبة من قبل الحكومة لضمان كفاءة سوق الأوراق المالية.[19]

2-1 قياس عدم تماثل المعلومات:

تعد ظاهرة عدم تماثل المعلومات في السوق من الظواهر غير المنظورة التي لايمكن ملاحظتها بصورة مباشرة، وهو ما كان دافعاً لعدد كبير من الباحيثن خصوصاً في مجال التمويل نحو البحث في كيفية قياس تلك الظاهرة.

يمكن قياس عدم تماثل المعلومات كمايلي:

1-2-1 مقياس المدى المقدر Bid – ask Spread Estimator.

يعتمد هذا المقياس باستخدام المدى المقدر بين أعلى سعر وأدنى سعر، المطوّر من قبل Corwin&Schultz (2012) بالاعتماد على أعلى وأدنى سعر يومي، بعد أن كان يعتمد على أسعار العرض والطلب، حيث يقوم هذا المقياس على الافتراضات التالية:[20]

الافتراض الأول: إن الأسعار اليومية المرتفعة تبدأ من المشتري والأسعار اليومية المنخفضة تبدأ من البائع. بالرغم من أن نسبة الأسعار المرتفعة إلى الأسعار المنخفضة اليومية تعكس كلا التقلبات الأساسية في أسعار الأسهم و المدى بين العرض والطلب عليها.

18 Hwang, Josephine,2019," The Effects of Ownership Structures on Firm Information Asymmetry in Malaysia", International Journal of Academic Research in Business Social Sciences, Vol. 9, No. 9, PP 960.

19 Beltran, Daniel O., 2010, "Could Asymmetric Information Alone Have Caused the Collapse of Private-Label Securitization?" International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, pp 9.

20 Ripamonti, Alexandre, 2016, "Corwin-Schultz Bid-ask Spread Estimator in the Brazilian Stock Market", BAR, Rio de Janeiro, Vol.13, NO.1, pp 81-82.

الافتراض الثاني: إن التقلبات في نسبة السعر المرتفع إلى السعر المنخفض تزداد بشكل متناسب مع زيادة فترة التداول بينما المدى لا يعكس ذلك.

ويمكن التعبير عن هذا المقياس وفق الشكل الآتي:

$$S = \frac{2(e^{a}-1)}{1+e^{a}} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)$$

$$a = \frac{\sqrt{2\beta}-\sqrt{\beta}}{3-2\sqrt{2}} - \sqrt{\frac{\gamma}{3-2\sqrt{2}}} \quad \ldots\ldots (3)$$

$$\beta = \mathrm{E}\left\{\sum_{j=0}^{1}[\ln(\frac{H_{t+j}^{0}}{L_{t+j}^{0}})]^{2}\right\} \quad \ldots (4)$$

$$\gamma = \mathrm{E}\left\{\sum_{j=0}^{1}[\ln(\frac{H_{t,t+j}^{0}}{L_{t,t+j}^{0}})]^{2}\right\} \quad \ldots (5)$$

حيث:S: المدى بين السعر الأعلى و الأدنى للسهم

a: الفرق بين الفترة لليوم الأول و اليوم الثاني للسهم المتداول وفقاً للمعادلة رقم(4) والمعادلة رقم(5).

β: السعر الأعلى لليوم الأول (H) مقسوماً على السعر الأدنى لليوم الأول (L).

γ: السعر الأعلى لليوم التالي (H) مقسوماً على السعر الأدنى لليوم التالي (L).

– حيث توصل الباحثان Corwin&Schultz إلى أن هذا المقياس فعّال في تقدر مشكلة عدم تماثل المعلومات، وذلك بعد ما طبقه على الأسهم المتداولة في الأسواق المالية على إحدى عشر بلد (هونغ كونغ، الهند، كوريا، اليابان، ايطاليا، فرنسا، بلجيكا، السويد، المملكة المتحدة، برازيل، ونيوزيلندا).[21]

ثانياً: خطر انهيار سعر السهم:

2-1 مفهوم خطر انهيار سعر السهم:

عرضت العديد من الدراسات السابقة مفهوم خطر انهيار سعر السهم الشركة في ضوء عوائد سعر السهم؛ حيث يرى الباحث (Zhu,2016)، أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يشير إلى احتمالية

[21] Ibid.,p 82.

حدوث انخفاض أو هبوط كبير ومفاجئ وغير متكرر في سعر السهم الشركة.[22]بينما يرى الباحث (DeFond et all.,2015) ، أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يمثل تكرار حدوث عوائد سلبية على السهم، وتكون ذات قيم عالية أو شاذةextreme.[23]

في حين يرى (Dang,Lee,Lin&Zeng,2018)، أن خطر انهيار سعر السهم أنه عبارة عن الانهيار الشديد extreme collapse في القيمة السوقية للأسهم، والذي يؤدي إلى انخفاض حاد في ثروة المساهمين.[24]من ناحية أخرى، يتمثل مفهومَ خطر انهيار سعر السهم الشركة يتمثل في ضوء شكل توزيع العائد على السهم، على أنه الانحراف أو الالتواء السالب Negative Skewness في توزيع العائد على سعر السهم الشركة. وعند التعبير عن عائد سهم الشركة على شكل رسم بياني فإنه يظهر فيه التواء في أحد جانبي الشكل البياني، فلذلك يُسمى أيضاً بخطر الذيل Tail Risk لأنه يكون بطرف المنحنى. كما أنه يرتبط بجزء ضئيل من المنحنى، لذلك يُسمى أيضاً بالخطر الجانبي أو الهامشي، أي خطر ذو احتمال حدوث منخفض لكن ذو تأثير قوي، يقع هذا الخطر يقع في الجزء الأقل نسبة 0.1% من التوزيع الطبيعي.ويرى Jin&Myers (2006)، أن الانهيارات ليست حدثاً عاماً على مستوى سوق المال، وإنما انهيارات في سعر سهم شركة معينة،أي أنه يجب التفريق بين خطر انهيار سعر سهم الشركة وبين خطر انهيار السوق ككل، والذي ينشأ عن انهيار سعر سهم شركة معينة ثم تنتقل العدوى إلى أسهم الشركات الأخرى المتداولة في السوق.[25]تعتمد معظم الدراسات على نظرية Jin&Myers (2006)، حيث قدمت هذه النظرية تحليلاً نظرياً يربط بين الأخبار السيئة و مخاطرة انهيار أسعارالأسهم. كما أكدت هذه النظرية على أن المدراء يتحكمون في الإفصاحات عن معلومات الشركة للمجتمع المالي، وأن

[22] Zhu, W., 2016,"Accruals and price crashes, Review of Accounting Studies, Vol. 21.No.2, pp349.

[23] DeFond, M. L., Hu, X., Hung, M., & Li, S., 2011, "The impact of mandatory IFRS adoption on foreign mutual fund ownership: The role of comparability", Journal of Accounting and Economics, Vol.51, No.3, pp240.

[24] Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C., 2018, "Corporate debt maturity and stock price crash risk", European Financial Management, Vol.24, No.3, pp451.

[25] Jin, L., & Myers, S. C., 2006, "R2 around the world: New theory and new tests". Journal of Financial Economics, Vol.79, No.2.

المدراء على استعداد شخصياً بالتحكم في مخاطر الأداء السيء للإدارة عن طريق إخفاء الأخبار السيئة الخاصة بالشركة.[26]وبالمقابل، إذا تراكمت الأخبار السيئة على المدى البعيد وصولاً إلى مستوى حرج ، يختار المدراء التخلي عن إخفاء الأخبار السيئة، وتصبح جميع الأخبار السيئة للشركة علنية ، وهذا الإفصاح يؤدي انهياراً بأسعارأسهم الشركة مما يؤدي عوائد سلبية كبيرة في سعر السهم.[27]وبناء على ما سبق، يمكن أن نقول أن خطر انهيار سعر سهم الشركة هو احتمال حدوث انخفاض كبير في سعر السهم الشركة، والذي يمكن ملاحظته من خلال الالتواء السالب في توزريع العائد على السهم خلال فترة زمنية من التداول عليه.

2-2 قياس خطر انهيار سعر السهم:

قدمت أدبيات المحاسبة والتمويل طرق لقياس خطر انهيار سعر السهم، وتعتمد هذه الطرق على العوائد على سعر سهم الشركة، ويمكن الاعتماد إما على العائد اليومي أو العائد الأسبوعي لسهم الشركة. وقد اعتمدت الدراسات السابقة، كدراسة (Xiang et al.,2020;Kim&Yao, 2017; Callen&Fang, 2013)،على العوائد الأسبوعية عند قياس الخطر لفترة السنة المالية، أما عند قياس الخطر على فترات أقل من السنة المالية فيتم على العوائد اليومية، ويتم حساب العائد اليومي على سعر سهم الشركة من خلال تحديد قيمة النمو في سعر السهم. وأحد طرق حساب قيمة النمو في سعر السهم هو أخذ الفرق بين سعر الإغلاق و سعر الافتتاح لهذا السهم وقسمته على سعر الافتتاح. وتتمثل نقطة البداية في قياس خطر انهيار سعر السهم في إجراء تطبيق معادلة الانحدار لنموذج السوق الموسع Expanded Market Model الآتي:

$$R_{j,t} = \alpha_j + \beta_{1j}R_{mt-2} + \beta_{2j}R_{mt-1} + \beta_{3j}R_{mt} + \beta_{4j}R_{mt+1} + \beta_{5j}R_{mt+2} + \varepsilon_{j,t} \quad (8)..$$

$R_{j,t}$: تمثل معدل العائد على سهم الشركة j في اليوم t.

R_m: تمثل معدل العائد على مؤشر السوق المالية خلال اليوم t.

وقد تضمن النموذج مشاهدات سابقة ومشاهدات لاحقة لليوم محل الدراسة للعائد على مؤشر السوق للسماح بالتداول غير المتزامن والذي يمثل عدم تماثل حجم التعامل على أسهم الشركات

[27] Jeffrey L. et. al., 2015, "Short interest and stock price crash risk", Journal of Banking & Finance, Vol. 60, No.3, pp181–194.

المختلفة.[28]وعند تقدير هذا النموذج فإنه يجب توافر عدد معين من العوائد اليومية على سهم كل شركة على حدى بغرض التخفيف من مشكلة ضعف التداول على سعر السهم لبعض الشركات.ونظراً لأن البواقي أو معامل الخطأ $\varepsilon_{j,t}$ في المعادلة (8) تكون عالية الالتواء، فإنه يتم تحويلها إلى توزيع متماثل تقريباً، لذلك فإن الخطوة التالية في حساب خطر انهيار سعر السهم تتمثل في تحديد العائد الخاص بكل شركة على حدة عن طريق حساب اللوغاريتم الطبيعي لواحد مضافاً إليه معامل الخطأ $\varepsilon_{j,t}$ في المعادلة (8) طبقاً للمعادلة التالية:[29]

$$W_{j,t} = \ln(1 + \varepsilon_{jt}) \quad \ldots(9)$$

بعد ذلك يتم قياس خطر انهيار سهم الشركة باستخدام أحد المقاييس التالية:

أولاً– معامل الإلتواء السالب لتوزيع لعوائد الشركة في فترة زمنية " "The Negative Coefficient of Skewness:

تم اقتراح هذا المقياس للمرة الأولى من قبل Chen et al. (2001) ، يعتبر هذا المقياس من المقاييس الأكثر استخداماً ويعتمد هذا المقياس على الالتواء في العوائد على سهم الشركة، والذي يمثل عدم التماثل في توزيع هذه العوائد. وتشير القيم السالبة في الالتواء إلى أن البيانات تلتوي في اتجاه اليسار، والعكس بالعكس. ويتم حساب قيمة هذا المقياس عن طريق أخذ المقدار السالب للعزم الثالث للعوائد اليومية على سهم الشركة المحددة في كل فترة، ثم تحويلها إلى التوزيع الطبيعي عن طريق أخذ الانحراف المعياري للعوائد اليومية مرفوعاً إلى القوة الثالثة. ويأخذ هذا المقياس الشكل الآتي:

$$NCSKEW = -\left[n\,(n-1)^{\frac{3}{2}}\sum W_{i,t}^{3}\right] / \left[(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^{2})^{3/2}\right] \quad (10)$$

حيث أن :

$W_{i,t}$: تمثل العوائد اليومية لسهم الشركة j خلال الفترة t.

حيث n: عدد المشاهدات خلال الفترة، المتمثلة بعدد أيام العمل في السوق المالي.

---

[28] Zhang, Hongbo, et. al., 2016, "The Effect of Information Disclosure Quality on Stock Price Crash Risk", Journal of Modern Accounting and Auditing, Vol. 12, No. 8, 406.

29 Habib, Ahsan, et. al., 2017, "Stock price crash risk: Review of the empirical literature", Accounting and Finance, Vol.42, No.1, PP 141.

وأي الزيادة في NCSKEW تُظهر مزيداً من الانحراف إلى اليسار في توزيع العوائد الزائدة الخاصة بالشركة، وتشير بأن الشركة أكثر عرضة للانهيار. [30]

ثانياً- تقلبات عوائد الشركة في فترة زمنية "the down-to-up volatility of firm-specific daily returns" (DUVOL):

تم اقتراح هذا المقياس للمرة الأولى من قبل Chen et al.(2001) ، وهو مقياس شائع الاستخدام أيضاً، ويستخدم جنباً إلى جنب مع المقياس السابق. حيث اقترح Chen et al. (2001) بأن المقياس لا يتطلب أخذ العزم الثالث مما يقلل من احتمال تأثره بالعوائد اليومية الشاذة extreme.

وبناء على هذا المقياس فإنه بالنسبة لكل شركة على مدار الفترة الزمنية المدروسة يتم تقسيم العوائد اليومية إلى مجموعتين. المجموعة الأولى هي المجموعة المنخفضة (down)، وهي مجموعة المشاهدات التي انخفضت عن متوسط العوائد المحسوبة عن الفترة الزمنية المدروسة. والمجموعة الثانية فهي المجموعة المرتفعة (up)، وهي مجموعة المشاهدات التي زادت عن المتوسط. ثم يتم تحديد بعد ذلك حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حده، وتكون قيمة مقياس التقلب من الأسفل إلى الأعلى (DUVOL) من خلال اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة، ويأخذ المقياس الشكل الآتي:

$$DUVOL_{i,t} = log\left[\frac{(n_{u-1})\sum_{down} W_{i,t}^2}{(n_{d-1})\sum_{up} W_{i,t}^2}\right] \quad (10)$$ [31]

حيث أن: u اختصار up و d اختصار down

n_u: تمثل عدد مشاهدات (أيام) المجموعة المرتفعة. n_d: تمثل عدد مشاهدات (أيام) المجموعة المنخفضة،

تشير القيم العالية لهذا المقياس إلى ارتفاع خطر انهيار سعر سهم الشركة، والتي تعني زيادة الالتواء السالب (أو الالتواء إلى اليسار) في توزيع العوائد.

---

[30] Yin, Yugang, 2017, "Investor Sentiment, Financial Report Quality and Stock Price Crash Risk: Role of Short-Sales Constraints" Emerging Markets Finance & Trade, Vol. 53, pp.510.

31 Fu, Junhui, et. al., 2020," Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk", https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101442.

- **النتائج والمناقشة**

أولاً: الاحصاء الوصفي – المصارف:

التوصيف الإحصائي- المصارف الجدول رقم(1)

	NCSKEW	DOULV	Spread	SIGMA	RET	KURT
Mean	-0.2295	-0.0405	0.0186	0.0067	0.0013	9.2555
Maximum	9.3842	1.1850	2.0000	0.0248	0.0169	62.0000
Minimum	-5.3224	-0.9764	-1.0190	0.0000	-0.0025	-0.12669
Std. Dev.	2.1854	0.3140	0.2798	0.0037	0.0029	12.3230
Skewness	0.6106	0.4681	5.5791	1.0191	2.3193	2.3153
Kurtosis	6.2082	6.1263	44.6737	6.8370	9.7923	8.7886
Jarque-Bera	58.4281	52.8056	9228.450	93.5999	335.4517	272.4729
Probability	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Observations	119	119	119	119	119	119

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

- نلاحظ من الجدول رقم (1) بأن متوسط عدم تماثل المعلومات(Spread) يبلغ (0.0186) والانحراف المعياري يبلغ (0.2798) وهو دليل على وجود تشتت في بيانات عدم تماثل المعلومات، وبلغت أعلى قيمة لعدم تماثل المعلومات (2) في الربع الرابع في عام 2020 بالمصرف سوسيته جنرال – الأردن ، وبلغت أدنى قيمة لعدم تماثل المعلومات (1.0190-) في الربع الرابع في عام 2020 بالمصرف الإتحاد. ويشير أيضاً اختبار Jarque-Bers على أن سلسة عدم تماثل المعلومات لا تخضع للتوزيع الطبيعي، منحنى المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.
- أن متوسط خطر انهيار سعر السهم لكل مصرف المتمثلة بسلسلة معامل الإلتواء السالب لعوائد المصارف (NCSKEW) يبلغ (0.2295-) والانحراف المعياري يبلغ (2.1854) وهو دليل وجود تشتت في بيانات خطر انهيار سعر السهم، وبلغت أعلى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (9.38) في الربع الرابع في عام 2019 بالمصرف سوسيته جنرال – الأردن، وبلغت أدنى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (5.32-) في الربع الثاني في عام 2019 بالمصرف التجاري الأردني. ويشير أيضاً اختبار Jarque-Bers على أن سلسة معامل الإلتواء السالب لعوائد المصارف (NCSKEW) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.
- أن متوسط خطر انهيار سعر السهم لكل مصرف المتمثلة بسلسلة تقلبات عوائد المصارف (DOULV) ، يبلغ (0.0405-) والانحراف المعياري يبلغ (0.3140) وهو دليل وجود تشتت في بيانات خطر انهيار سعر السهم، وبلغت أعلى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (1.185) في الربع

الرابع في عام 2019 بالمصرف التجاري الأردني، وبلغت أدنى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (0.976-) في الربع الثاني في عام 2019 بالمصرف سوسيته جنرال – الأردن. ويشير أيضاً اختبار Jarque-Bers على أن سلسلة تقلبات عوائد المصارف (DOULV) لا تخضع للتوزيع الطبيعي الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.

- أن متوسط الانحراف المعياري لعوائد أسهم المصارف المتمثلة بسلسلة انحراف عوائد الأسهم (SIGMA) يبلغ (0.0067) والانحراف المعياري يبلغ (0.0037) وهو دليل وجود تشتت في بيانات الانحراف المعياري لعوائد الأسهم، وبلغت أعلى قيمة للانحراف المعياري لعوائد الأسهم (0.0248) في الربع الثاني في عام 2020 بالمصرف الاسكان للتجارة والتمويل، وبلغت أدنى قيمة للانحراف المعياري لعوائد الأسهم (0) في الربع الثاني في عام 2019 بالمصرف سوسيته جنرال – الأردن. ويشير أيضاً اختبار Jarque-Bers على أن سلسة الانحراف المعياري لعوائد الأسهم (SIGMA)، لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.
- أن متوسط سلسلة متوسطات عوائد الأسهم (RET) يبلغ (0.0013) والانحراف المعياري يبلغ (0.0029) وهو دليل وجود تشتت في بيانات متوسطات عوائد الأسهم، وبلغت أعلى قيمة لمتوسط عوائد الأسهم (0.0169) في الربع الرابع في عام 2019 بمصرف الاردن، وبلغت أدنى قيمة لتموسط عوائد الأسهم (0.0025-) في الربع الثالث في عام 2020 بمصرف القاهرة عمان. ويشير أيضاً اختبار Jarque-Bers على أن متوسطات عوائد الأسهم (RET)، لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير نحو اليمين ومدبب.
- أن متوسط سلسلة تفلطح عوائد الأسهم (KURT) يبلغ (9.2555) والانحراف المعياري يبلغ (12.3230) وهو دليل وجود تشتت في بيانات تفلطح عوائد الأسهم، وبلغت أعلى قيمة لتفلطح عوائد الأسهم (62) في الربع الثاني في عام 2019 بمصرف الاسكان للتجارة والتمويل، وبلغت أدنى قيمة لتفلطح عوائد الأسهم (0.1267-) في الربع الثالث في عام 2019 بمصرف الاهلي الاردني. ويشير أيضاً اختبار Jarque-Bers على أن تفلطح عوائد الأسهم (KURT)، لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير نحو اليمين ومدبب.

ثانياً: الاحصاء الوصفي – الخدمات المالية المتنوعة:

التوصيف الإحصائي– الخدمات المالية المتنوعة الجدول رقم(2)

	NCSKEW	DOULV	Spread	SIGMA	RET	KURT
Mean	−1.1894	−0.1207	0.0001	0.0158	0.0156	0.0155
Maximum	2.1264	0.1230	0.1407	0.0368	0.0367	0.0365
Minimum	−7.5918	−1.2326	−0.07817	0.0000	0.0000	0.0000
Std. Dev.	1.4239	0.2233	0.028913	0.0064	0.0064	0.0064
Skewness	−1.5618	−2.2083	1.2427	0.1566	0.1499	0.1534
Kurtosis	6.7496	8.3934	7.7402	3.8024	3.7376	3.6637
Jarque−Bera	165.7336	338.1331	199.3365	5.1627	4.4116	3.7195
Probability	0.000000	0.000000	0.000000	0.0757	0.110161	0.155711
Observations	167	167	167	167	167	167

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

- نلاحظ من الجدول رقم (2)، بأن متوسط عدم تماثل المعلومات(Spread) يبلغ (0.0001) والانحراف المعياري يبلغ (0.28913) وهو دليل على وجود تشتت في بيانات عدم تماثل المعلومات، وبلغت أعلى قيمة لعدم تماثل المعلومات (0.1407) في الربع الرابع في عام 2019 بشركة الديرة للاستثمار والتطوير العقاري، وبلغت أدنى قيمة لعدم تماثل المعلومات (0.07817−) في الربع الثالث في عام 2019 بشركة الديرة للاستثمار والتطوير العقاري. ويشير أيضاً اختبار Jarque−Bers على أن سلسة عدم تماثل المعلومات لا تخضع للتوزيع الطبيعي، منحنى المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.
- أن متوسط خطر انهيار سعر السهم لكل شركة الخدمات المالية المتنوعة المتمثلة بسلسلة معامل الإلتواء السالب لعوائد شركات الخدمات المالية المتنوعة (NCSKEW) يبلغ (1.1894−) والانحراف المعياري يبلغ (1.4239) وهو دليل على وجود تشتت في بيانات خطر انهيار سعر السهم، وبلغت أعلى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (2.13) في الربع الأول في عام 2019 بشركة اتحاد المستثمرون العرب للتطوير العقاري، وبلغت أدنى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (7.5918−) في الربع الثاني في عام 2019 بشركة الإحداثيات العقارية. ويشير أيضاً اختبار Jarque−Bers على أن سلسة معامل الإلتواء السالب لعوائد شركات الخدمات المالية المتنوعة (NCSKEW) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليسار ومدبب.

- أن متوسط خطر انهيار سعر السهم لكل شركة الخدمات المالية المتنوعة المتمثلة بسلسلة معامل الإلتواء السالب لعوائد شركات الخدمات المالية المتنوعة(DOULV)، يبلغ (0.1207−) والانحراف المعياري يبلغ (0.2233) وهو دليل على وجود تشتت في بيانات خطر انهيار سعر السهم، وبلغت أعلى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (0.12) في الربع الأول في عام 2019 بشركة اتحاد المستثمرون العرب للتطوير العقاري، وبلغت أدنى قيمة لخطر انهيار سعر السهم (1.2326−) في الربع الثالث في عام 2019 بشركة الإحداثيات العقارية. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers على أن سلسلة تقلبات عوائد شركات الخدمات المالية المتنوعة (DOULV) لا تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليسار ومدبب.
- أن متوسط الانحراف المعياري لعوائد أسهم شركات الخدمات المالية المتنوعة المتمثلة بسلسلة انحراف عوائد الأسهم (SIGMA) يبلغ (0.0158) والانحراف المعياري يبلغ (0.0064) وهو دليل على وجود تشتت في بيانات الانحراف المعياري لعوائد الأسهم، وبلغت أعلى قيمة للانحراف المعياري لعوائد الأسهم (0.04) في الربع الرابع في عام 2020 بشركة إعمار للتطوير والاستثمار العقاري، وبلغت أدنى قيمة للانحراف المعياري لعوائد الأسهم (0) في الربع الأول في عام 2019 بشركة الإحداثيات العقارية. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers على أن سلسلة الانحراف المعياري لعوائد الأسهم (SIGMA)، تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير ملتوي نحو اليمين ومدبب.
- أن متوسط سلسلة متوسطات عوائد الأسهم (RET) يبلغ (0.0156) والانحراف المعياري يبلغ (0.0064)) وهو دليل على وجود تشتت في بيانات متوسطات عوائد الأسهم ، وبلغت أعلى قيمة لمتوسط عوائد الأسهم (0.04) في الربع الرابع في عام 2020 بشركة إعمار للتطوير والاستثمار العقاري، وبلغت أدنى قيمة لتموسط عوائد الأسهم (0) في الأول الثالث في عام 2019 بشركة الإحداثيات العقارية. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers على أن متوسطات عوائد الأسهم (RET) تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير نحو اليمين ومدبب.
- أن متوسط سلسلة تفلطح عوائد الأسهم (KURT) يبلغ (0.0155) والانحراف المعياري يبلغ (0.0064) وهو دليل على وجود تشتت في بيانات تفلطح عوائد الأسهم ، وبلغت أعلى قيمة لمتوسط عوائد الأسهم (0.0365) في الربع الرابع في عام 2020 بشركة إعمار للتطوير والاستثمار العقاري، وبلغت أدنى قيمة لتموسط عوائد الأسهم (0) في الأول الثالث في عام 2019 بشركة الإحداثيات العقارية. ويشير أيضاً اختبار Jarque–Bers على أن متوسطات عوائد الأسهم (KURT) تخضع للتوزيع الطبيعي ومنحنى المتغير نحو اليمين ومدبب.

- **اختبار استقرار السلاسل الزمنية:**

تم اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث، بناء على اختبار Unit Root Test، وذلك وفقاً لفرضية Levin,Lin and Chu(2002)، تم استخدام ذلك توافقاً مع الدراسات السابقة.

اختبار استقرار متغيرات الدراسة – القطاع المالي– الجدول (3)

Method	Null Hypothesis variable has a unit root	t-Statistic شـركات الخـدمات المالية والمتنوعة	t-Statistic المصارف	متغيرات الدراسة
Levin, Lin & Chu	Rejected	-14.8798**	-12.5241**	Spread
	Rejected	-16.5635**	-7.12808**	Synch
	Rejected	-56.8129**	-10.4989**	DOULV
	Rejected	-7.25938**	-13.8857**	NCSKEW
	Rejected	-7.51756**	-10.7884**	SIGMA
	Rejected	-8.01198**	-6.21257**	RET
	Rejected	8.40435**	-8.42341**	KURT

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews **5%

- نلاحظ من الجدول (8) بالقيمة الاحصائية المحسوبة للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى الدلالة الاحصائية 5%، بناء على اختبار Levin, Lin & Chu، أي إن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى ولا تحتوي على جذر الوحدة.

-اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج:

للإجابة على الفرضية نقوم بتقدير معلمات النموذج الذي يعبر عن العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار سعر السهم في القطاع المالي، سنقوم بتطبيق النموذج على المصارف، شركات الخدمات المالية والمتنوعة كلاً على حدى وذلك وفقاً لخطوات المذكورة في أسلوب التحليل المقطعي للسلاسل الزمنية لتقدير النموذج، وكانت نتائج كمايلي:

أ- القطاع المالي- المصارف:

أولاً: طريقة معامل الإلتواء السالب لتوزيع عوائد المصارف(NCSKEW)، لقياس خطر انهيارسعر السهم (Crash).

نتائج اختبار النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى –المصارف- الجدول (4)

المتغيرات	قيمة المعلمات	القيمة الاحتمالية
الثابت(C)	1.111514	0.2303
Spread- عدم تماثل المعلومات	-0.102116	0.9061
الانحراف المعياري SIGMA	-61.49923	0.3573
متوسط العوائد RET	-105.9267	0.1862
التفلطح KURT	-0.052127	0.0244
المتغير الوهمي D2	-0.715837	0.5259
المتغير الوهمي D3	0.201162	0.8609
المتغير الوهمي D4	-0.258854	0.8175
المتغير الوهمي D5	-0.325595	0.7729
المتغير الوهمي D6	-0.599291	0.5974
المتغير الوهمي D7	-0.621600	0.5823
المتغير الوهمي D8	-0.111692	0.9221
المتغير الوهمي D9	0.578157	0.6452
المتغير الوهمي D10	-0.722861	0.5217
المتغير الوهمي D11	-1.246191	0.2679
المتغير الوهمي D12	0.431491	0.7393
المتغير الوهمي D13	-0.351234	0.7551
المتغير الوهمي D14	-0.567184	0.6206
المتغير الوهمي D15	-0.225108	0.8413
R-squared	0.114064	
Durbin-Watson stat	2.541245	

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- تبين من خلال نتائج طريقة المربعات الصغرى (GLS)، وبعد إدخال المتغيرات الوهمية التي تساوي إلى(1−n)، وتبلغ عددها (14)، تبين عدم معنوية معلمات الدراسة عند مستوى دلالة 5% مما يدل إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي.
- ولذلك، سوف يتم اختبار معنوية المتغيرات الوهمية باستخدام اختبار Wald Test، وكانت نتائج الاختبار مايلي:

نتائج اختبار Wald Test – المصارف الجدول(5)

Wald Test			
Test Statistic	**Value**	**Df**	**Probability**
F−statistic	3.910086	(8, 100)	0.9905
Chi−square	31.28069	8	0.9919

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- بناء على نتائج اختبار Wald Test، نقبل فرضية العدم التي تنص بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير معلمات النموذج الثاني، نموذج الانحدار التجميعي،حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F−Statistic و Chi−square ، أكبر من مستوى الدلالة 5%.
- ومن خلال تطبيق نموذج الانحدار التجميعي Pooled least Squares، نحصل على النتائج التالية ضمن الجدول (6):

نتائج اختبار النموذج – المصارف− جدول (6)

Dependent Variable: NCSKEW				
Method: Pooled least Squares				
Sample: 2019Q1 2020Q4				
Included observations: 119				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t−Statistic**	**Prob.**
C	0.1895	0.033462	6.559088	0.0000
Spread	0.1030	0.031362	−3.601613	0.0003
SIGMA	−17.062	2.416363	−7.475013	0.0000
RET	−15.004	2.891309	−4.843487	0.0000
KURT	−0.0189	0.000828	−10.71099	0.0000
R−squared	0.190255	Mean dependent var		−0.030537
F−statistic	1.503009	Durbin−Watson stat		2.023626
Prob(F−statistic)	0.000026			

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

من الجدول أعلاه نجد أن:

- وجود أثر معنوي موجب لعدم تماثل المعلومات (Spread) في خطر انهيار سعر سهم (Crash) المصارف المتداول في السوق عند مستوى دلالة 5%، حيث تبلغ قيمة معامل عدم تماثل المعلومات (0.1030)، وهذا يعني أنه كلما تم اخفاء المعلومات السلبية، أي اخفاء إدارة المصارف للمعلومات الخاصة عن السوق، وهذا يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم متداول في السوق المالي، ويفسر عدم تماثل المعلومات نسبة 19.03% من التغير في خطر انهيار سعر السهم، أي أن عدم تماثل المعلومات يزيد خطر انهيار سعر السهم بنسبة 19.03%. وتبلغ القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F-statistic (0.000)، مما يدل على معنوية النموذج عند مستوى دلالة 5%. و قيمة اختبار Durbin-Watson، تبلغ (2.0236) مما يدل إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي.

$$NCSKEW_{i,t} = 0.190 + 0.103Spread - 17.062SIGMA - 15.004RET - 0.019KURT + \varepsilon_{i,t}$$

ثانياً: طريقة تقلبات عوائد المصارف (DOULV)، لقياس خطر انهيارسعر السهم (Crash).

نتائج اختبار النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى –المصارف – جدول (7)

المتغيرات	قيمة المعلمات	القيمة الاحتمالية
الثابت(C)	0.219483	0.0897
Spread– عدم تماثل المعلومات	−0.112953	0.3490
الانحراف المعياري SIGMA	−18.06235	0.0536
متوسط العوائد RET	−14.00401	0.2087
التفلطح KURT	−0.008874	0.0062
المتغير الوهمي D2	−0.153093	0.3301
المتغير الوهمي D3	0.020367	0.8985
المتغير الوهمي D4	−0.023488	0.8803
المتغير الوهمي D5	−0.018264	0.9073
المتغير الوهمي D6	−0.076769	0.6266
المتغير الوهمي D7	−0.085005	0.5886
المتغير الوهمي D8	0.019201	0.9038
المتغير الوهمي D9	0.106537	0.5420
المتغير الوهمي D10	−0.091848	0.5582
المتغير الوهمي D11	−0.122544	0.4327
المتغير الوهمي D12	−0.001972	0.9913
المتغير الوهمي D13	−0.087646	0.5758
المتغير الوهمي D14	−0.009681	0.9515
المتغير الوهمي D15	−0.019788	0.8993
R-squared	0.170255	
Durbin-Watson stat	2.478460	

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- تبين من خلال نتائج تطبيق استخدام طريقة المربعات الصغرى (GLS)، وبعد إدخال المتغيرات الوهمية التي تساوي إلى(n−1)، وتبلغ عددها (14)، تبين عدم معنوية معلمات الدراسة عند مستوى دلالة 5 مما يدل إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي.
- ولذلك، سوف يتم اختبار معنوية المتغيرات الوهمية باستخدام اختبار Wald Test، وكانت نتائج الاختبار مايلي:

نتائج اختبار Wald Test – المصارف–الجدول(8)

Wald Test			
Test Statistic	**Value**	**Df**	**Probability**
F–statistic	0.278920	(13, 100)	0.9935
Chi–square	3.625964	13	0.9946

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

بناء على نتائج اختبار Wald Test، نقبل فرضية العدم التي تنص بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير معلمات النموذج الثاني، نموذج الانحدار التجميعي، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F–Statistic و Chi–square، أكبر من مستوى الدلالة 5%. ومن خلال تطبيق نموذج الانحدار التجميعي Pooled least Squares، نحصل على النتائج التالية ضمن الجدول (9):

نتائج اختبار النموذج–المصارف– جدول (9)

Dependent Variable: DOULV				
Method: Pooled least Squares				
Sample: 2019Q1 2020Q4				
Included observations: 119				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t–Statistic**	**Prob.**
C	0.2195	0.033462	6.559088	0.0000
Spread	0.1130	0.031362	−3.601613	0.0003
SIGMA	−18.0624	2.416363	−7.475013	0.0000
RET	−14.004	2.891309	−4.843487	0.0000
KURT	−0.0089	0.000828	−10.71099	0.0000
R–squared	0.170255	Mean dependent var		−0.040537
F–statistic	1.503009	Durbin–Watson stat		2.433626
Prob(F–statistic)	0.000026			

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

من الجدول أعلاه نجد أن:

- وجود أثر معنوي موجب لعدم تماثل المعلومات (Spread) في خطر انهيار سعر سهم (Crash) المصارف المتداول في السوق عند مستوى دلالة 5%، حيث تبلغ قيمة معامل عدم تماثل المعلومات (0.1130)، وهذا يعني أنه كلما تم اخفاء المعلومات السلبية، أي اخفاء إدارة المصارف للمعلومات الخاصة عن السوق، وهذا يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم متداول في السوق المالي. ويفسر عدم تماثل المعلومات نسبة 17.03% من التغير في خطر انهيار سعر السهم، أي

أن عدم تماثل المعلومات يزيد خطر انهيار سعر السهم بنسبة 17.03%. وتبلغ القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F-statistic (0.000)، مما يدل على معنوية النموذج عند مستوى دلالة 5%.

وقيمة اختبار Durbin-Watson، تبلغ (2.4336)مما يدل إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي.

$$DOULV_{i,t} = 0.22 + 0.113Spread - 18.062\ SIGMA - 14.0RET - 0.01\ KURT + \varepsilon_{i,t}$$

وبالتالي يمكن القول، بأن عندما تكون المعلومات المتوفرة في سوق المالي، تفتقر إلى التماثل، هذا يؤدي إلى خطر انهيار سعر أسهم المصارف المتداولة في السوق، وذلك يعود على اخفاء الإدارة عن المعلومات السيئة، و احجابها عن السوق، إلى أن تصل الإدارة إلى وقت غير قادرة على الإخفاء عن تلك المعلومات، وإفصاحها بشكل مفاجئ مما يؤدي إلى انهيار سعر سهم المصرف المتداول في السوق.

ب- القطاع المالي – الشركات الخدمات المالية المتنوعة:

أولاً: طريقة معامل الإلتواء السالب لتوزيع عوائد شركات الخدمات المالية المتنوعة (NCSKEW)، لقياس خطر انهيارسعر السهم (Crash).

نتائج اختبار النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى – الشركات الخدمات المالية المتنوعة

الجدول (10):

المتغيرات	قيمة المعلمات	القيمة الاحتمالية
الثابت(C)	−1.392134	0.0037
Spread– عدم تماثل المعلومات	−4.392108	0.1603
الانحراف المعياري SIGMA	−434.0671	0.0154
متوسط العوائد RET	301.2084	0.3083
التفلطح KURT	175.8833	0.4548
المتغير الوهمي D2	−0.343104	0.5366
المتغير الوهمي D3	−0.091706	0.8770
المتغير الوهمي D4	−1.541061	0.0057
المتغير الوهمي D5	−0.262479	0.6827
المتغير الوهمي D6	−0.008891	0.9879
المتغير الوهمي D7	0.347146	0.5277
المتغير الوهمي D8	−3.375497	0.0000
المتغير الوهمي D9	−0.660934	0.2250
المتغير الوهمي D10	0.077757	0.8904
المتغير الوهمي D11	−0.125973	0.8206
المتغير الوهمي D12	−2.118092	0.0002
المتغير الوهمي D13	−0.092723	0.8712
المتغير الوهمي D14	0.334824	0.5401
المتغير الوهمي D15	−0.693830	0.2120
المتغير الوهمي D16	0.138693	0.8076
المتغير الوهمي D17	0.368543	0.5015
المتغير الوهمي D18	0.317274	0.5662
المتغير الوهمي D19	0.175527	0.7553
المتغير الوهمي D20	0.180141	0.7464
المتغير الوهمي D21	−0.208918	0.7096
R-squared	0.516860	
Durbin-Watson stat	1.803339	

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- تبين من خلال نتائج طريقة المربعات الصغرى (GLS)، وبعد إدخال المتغيرات الوهمية التي تساوي إلى(n−1)، وتبلغ عددها (7) بعدم معنوية معلمات الدراسة عند مستوى دلالة 5%، مما يدل إلى وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي. ولذلك، سوف يتم اختبار معنوية المتغيرات الوهمية باستخدام اختبار Wald Test، وكانت نتائج الاختبار مايلي:

نتائج اختبار Wald Test– شركات الخدمات المالية المتنوعة الجدول(11)

Wald Test			
Test Statistic	**Value**	**Df**	**Probability**
F−statistic	6.867025	(15, 143)	0.0000
Chi−square	103.0054	15	0.0000

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

بناء على نتائج اختبارWald Test، نرفض فرضية العدم التي تنص بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير معلمات النموذج الثاني، ونقبل الفرضية البديلة بأن نموذج نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model، هو النموذج الملائم لتقدير معلمات النموذج، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F−Statistic وChi−squar، أقل من مستوى الدلالة 5%. وحيث قبل تقدير معلمات النموذج وفقاً لنموذج التاثيرات الثابتة، لابد من إجراء اختبار Hausman−Test، للمفاضلة بين النموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية أيهما أفضل نموذج ملائم، وكانت نتيجة الاختبار مايلي:

نتائج اختبار Hausman−Test– شركات الخدمات المالية المتنوعة− الجدول(12)

Hausman Test			
Test Statistic	**Value**	**Chi−Sq. d.f**	**Probability**
Chi−square	19.865984	4	0.0005

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- حيث تنص فرضية العدم بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير معلمات النموذج هو نموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model ، وتنص الفرضية البديلة بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير المعلمات، هو نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model، بناء على النتائج نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، والنموذج الملائم، هو نموذج التأثيرات الثابتة. ومن خلال تطبيق نموذج التأثيرات الثابتة باستخدام طريقة Panel Least Squares ، نحصل على النتائج التالية ضمن الجدول (13):

نتائج اختبار النموذج –الشركات الخدمات المالية المتنوعة– جدول (13)

Dependent Variable: NCSKEW				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2019Q1 2020Q4				
Included observations: 168				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t-Statistic**	**Prob.**
C	−1.0028	0.367469	−2.728828	0.0073
Spread	5.9036	1.093803	−5.397341	0.0000
SIGMA	−312.8712	175.0726	−1.787094	0.0764
RET	143.5506	146.8742	0.977371	0.3303
KURT	162.6395	136.9318	1.187741	0.2372
R-squared	0.652034	Mean dependent var		−1.175016
F-statistic	5.080193	Durbin-Watson stat		2.497987
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

من الجدول أعلاه نجد أن:

- وجود أثر معنوي موجب لعدم تماثل المعلومات (Spread) في خطر انهيار سعر سهم (Crash) الشركات الخدمات المالية المتنوعة المتداول في السوق عند مستوى دلالة 5%، حيث تبلغ قيمة معامل عدم تماثل المعلومات (5.9036)، وهذا يعني أنه كلما تم اخفاء المعلومات السلبية، أي اخفاء إدارة الشركات الخدمات المالية المتنوعة للمعلومات الخاصة عن السوق، وهذا يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم متداول في السوق المالي. ويفسر عدم تماثل المعلومات نسبة 65.20% من التغير في خطر انهيار سعر السهم، أي أن عدم تماثل المعلومات يزيد خطر انهيار سعر السهم بنسبة 65.20%. وحيث تبلغ القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F-statistic (0.000)، مما يدل على معنوية النموذج عند مستوى دلالة 5%. وقيمة اختبار Durbin-Watson، تبلغ (2.4979) مما يدل إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي.

$$NCSKEW_{i,t} = -1.0028 + 5.904\ Spread + \varepsilon_{i,t}$$

ثانياً: طريقة تقلبات عوائد شركات الخدمات المالية المتنوعة (DOULV)، لقياس خطر انهيارسعر السهم (Crash).

نتائج اختبار النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى–الشركات الخدمات المالية المتنوعة– الجدول (14)

المتغيرات	قيمة المعلمات	القيمة الاحتمالية
الثابت(C)	−0.245769	0.0067
Spread– عدم تماثل المعلومات	0.917182	0.1217
الانحراف المعياري SIGMA	−56.12997	0.0960
متوسط العوائد RET	107.2883	0.0563
التفلطح KURT	−39.09928	0.3803
المتغير الوهمي D2	−0.007993	0.9393
المتغير الوهمي D3	0.065363	0.5601
المتغير الوهمي D4	−0.134028	0.1990
المتغير الوهمي D5	−0.197277	0.1061
المتغير الوهمي D6	−0.085700	0.4415
المتغير الوهمي D7	0.039595	0.7034
المتغير الوهمي D8	−0.367276	0.0006
المتغير الوهمي D9	−0.039746	0.6992
المتغير الوهمي D10	−0.031166	0.7704
المتغير الوهمي D11	0.021620	0.8371
المتغير الوهمي D12	−0.246799	0.0206
المتغير الوهمي D13	−0.093687	0.3875
المتغير الوهمي D14	0.004871	0.9624
المتغير الوهمي D15	−0.101055	0.3363
المتغير الوهمي D16	−0.008549	0.9368
المتغير الوهمي D17	0.031624	0.7605
المتغير الوهمي D18	0.019044	0.8556
المتغير الوهمي D19	0.034974	0.7428
المتغير الوهمي D20	−0.019046	0.8566
المتغير الوهمي D21	−0.049200	0.6431
R-squared	0.284972	
Durbin-Watson stat	1.246333	

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- من خلال نتائج طريقة المربعات الصغرى (GLS)، وبعد إدخال المتغيرات الوهمية التي تساوي إلى(n−1)، وتبلغ عددها (20) بعدم معنوية معلمات الدراسة عند مستوى دلالة 5%، مما يدل إلى وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي. ولذلك، سوف يتم اختبار معنوية المتغيرات الوهمية باستخدام اختبار Wald Test، وكانت نتائج الاختبار مايلي:

نتائج اختبار Wald Test –الشركات الخدمات المالية المتنوعة الجدول(15)

Wald Test			
Test Statistic	**Value**	**Df**	**Probability**
F−statistic	2.431253	(15, 143)	0.0035
Chi−square	36.46880	15	0.0015

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- بناء على نتائج اختبارWald Test، نرفض فرضية العدم التي تنص بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير معلمات النموذج السادس، ونقبل الفرضية البديلة بأن نموذج نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model، هو النموذج الملائم لتقدير معلمات النموذج، حيث كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F−Statistic وChi−squar، أقل من مستوى الدلالة 5%. وقبل تقدير معلمات النموذج الثاني وفقاً لنموذج التاثيرات الثابتة، لابد من إجراء اختبار Hausman−Test، للمفاضلة بين النموذج التأثيرات الثابتة أو نموذج التأثيرات العشوائية أيهما أفضل نموذج ملائم، وكانت نتيجة الاختبار مايلي:

نتائج اختبار Hausman−Test–الشركات الخدمات المالية المتنوعة الجدول(16)

Hausman Test			
Test Statistic	**Value**	**Chi−Sq. d.f**	**Probability**
Chi−square	13.015797	4	0.0112

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

- حيث تنص فرضية العدم بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير معلمات النموذج هو نموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model ، وتنص الفرضية البديلة بأن أفضل نموذج ملائم لتقدير المعلمات، هو نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects Model، بناء على النتائج نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، والنموذج الملائم، هو نموذج التأثيرات الثابتة. ومن خلال تطبيق نموذج التأثيرات الثابتة باستخدام طريقة Panel Least Squares، نحصل على النتائج التالية ضمن الجدول (17):

نتائج اختبار النموذج الثاني –الشركات الخدمات المالية المتنوعة– جدول (17)

Dependent Variable: DOULV				
Method: Panel Least Squares				
Sample: 2019Q1 2020Q4				
Included observations: 168				
Variable	**Coefficient**	**Std. Error**	**t–Statistic**	**Prob.**
C	−0.1216	0.002345	−51.86775	0.0000
Spread	0.0725	0.033586	2.157366	0.0329
SIGMA	−11.633	3.995519	−2.911631	0.0043
RET	11.3637	3.762531	3.020214	0.0031
KURT	0.5070	0.309014	1.647055	0.1021
R–squared	0.927193	Mean dependent var		−0.114873
F–statistic	34.52603	Durbin–Watson stat		2.401847
Prob(F–statistic)	0.000000			

المصدر من إعداد الباحث بناء على مخرجات برنامج Eviews

من الجدول أعلاه نجد أن:

- وجود أثر معنوي موجب لعدم تماثل المعلومات (Spread) في خطر انهيار سعر سهم (Crash) الشركات الخدمات المالية المتنوعة المتداول في السوق عند مستوى دلالة 5%، حيث تبلغ قيمة معامل عدم تماثل المعلومات (0.0725)، وهذا يعني أنه كلما تم اخفاء المعلومات السلبية، أي اخفاء إدارة الشركات الخدمات المالية المتنوعة للمعلومات الخاصة عن السوق، وهذا يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم متداول في السوق المالي.ويفسر عدم تماثل المعلومات نسبة 92.72% من التغير في خطر انهيار سعر السهم، أي أن عدم تماثل المعلومات يزيد خطر انهيار سعر السهم بنسبة 92.72%.وتبلغ القيمة الاحتمالية لاختبار فيشر F–statistic (0.000)، مما يدل على معنوية النموذج عند مستوى دلالة 5%. وقيمة اختبار Durbin–Watson، تبلغ (2.4018) مما يدل إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي(Autocorrelation) بين البواقي.

$$DOULV_{i,t} = -0.122 + 0.073Spread - 11.63SIGMA + 11.36\ RET + \varepsilon_{i,t}$$

- وبالتالي يمكن القول، بأن عندما تكون المعلومات المتوفرة في سوق المالي، تفتقر إلى التماثل، هذا يؤدي إلى خطر انهيار سعر أسهم شركات الخدمات المالية المتنوعة المتداولة في السوق، وذلك

يعود على اخفاء الإدارة عن المعلومات السيئة، وحجبها عن السوق، إلى أن تصل الإدارة إلى وقت غير قادرة على الإخفاء عن تلك المعلومات، وإفصاحها بشكل مفاجئ مما يؤدي إلى انهيار سعر سهم تلك الشركات المتداولة في السوق.

- ومن ثم بينت الدراسة أن سوق عمان المالي يعاني من ضعف في تطبيق قوانين الحوكمة، وعدم وجود الاهتمام في الإفصاحات بشكل كافي مما يخلق ضعف في ثقة المستثمرين في السوق، كما أن بعض الشركات المدرجة فيه تعاني من حالات الفساد كما ورد في وكالة الانباء بترا بمقال تم نشره بتاريخ 17 تشرين الأول 2018. وتبين أيضاً أن القيمة السوقية للسهم اقتربت من قيمته الدفترية، مما يشير انخفاض عائد السهم.

النتائج:

1- وجود أثر إيجابي لأن عدم تماثل المعلومات في انهيار سعر السهم في سوق عمان المالي – القطاع المالي– وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة كل من (Chen,2020)، (حميده،2019)، (KHURANA, et. al., 2018)، (Lim,2016).

التوصيات:

أ- يوصي الباحث على هيئة الأوراق المالية والسوق عمان المالي معايير أكثر تشدداً من خلال إصدار قوانين صارمة تجبر الشركات على الافصاح عن كافة المعلومات الجوهرية الناتجة عن عملياتها التشغيلية، وذلك ضمن تقاريرها المالية، بالإضافة إلى التأكد من التزام هذه الشركات بالمعايير الدولية من جانب الافصاح والشفافية.

ب- من الضروري أن يعتمد سوق عمان المالي تطبيق قوانين الحوكمة كما يجب، للحفاظ على آلية عمل السوق المالي وذلك من خلال تقييم عملية إدارة المخاطرة ومتابعة أعمال المراجعة الخارجية، والاهتمام باستقلالية المراجع الداخلي والخارجي وذلك عن طريق تعيين لجان المراجعة حتى تمارس دورها الرقابي على مجلس الإدارة، وتقليل ضغط الإدارة على المراجعين، مما يساهم بشكل فعال في رفع كفاءة الاسواق.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

1. الدهراوي، كمال الدين مصطفى، سرايا، محمد السيد، 2006، دراسات متقدمة في المحاسبة والمراجعة، الطبعة الأولى، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.
2. يوسف، علي، 2013،"المدخل المعاصر للتحليل المالي ودوره في الأسواق المالية" المركز العربي للتعريب والترجمة والتأليف والنشر ،دمشق.

ب- المجلات العملية:

1. الدهراوي، كمال الدين،1994،"دور الإفصاح المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وزيادة كفاءة سوق رأس المال"، مجلة كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، العدد الأول.
2. الطويل،ليلى، وأخرون،2017، "أثر التحفظ المحاسبي المشروط في عدم تماثل المعلومات دراسة تجريبية على عينية من الشركات الخدمية المدرجة في الأسواق المالية العربية"، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية_ سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد (39)، العدد(5).
3. عبد الحميد، حميده، 2019، قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية"، الجمعية السعودية للمحاسبة، المجلد (14)،العدد(1).

ت- رسائل الماجستير والدكتوراه:

1. سمعان، أحمد،2018، " المتغيرات المنظمة لعلاقة الإفصاح الاختياري بعدم التماثل المعلوماتي في سوق الأوراق المالية المصرية"، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، مصر.

المراجع باللغة الانكليزية:

أ-المجلات العلمية:

[illegible] 1970 [illegible] "[illegible]"
[illegible] 1 [illegible]
[illegible]

. 2010

9

. . 2017

.34 .3 1715.

2020

. . 2013

.24

□□□□ □□□□□ □. □.□ □□□□ □.□ □□□□□□ □.□ □ □□□□ □.□ **2011**□ □□□□□ □□□□□□ □□ □□□□□□□□□□ □□ □□□□□□□□□ □□ □□□□□□□□ □□□□□□ □□□□□ □□ □□□□□□□□□□ □□□□□ □□□□□ □□ □□□□□□□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□ □□ □□□□□□□□□□□ □□□□ □□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□□□□□□

□□□□□□□□□ □□□□□□ □□□□□□ □□□□□□ □□□□□□□ □□□□□□□□□□□□□□
□□□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□ □□□□□□□□□□□□□□