



## **أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية**

إعداد

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

أستاذ إدارة الأعمال المساعد

كلية الإدارة، جامعة الدلتا للعلوم والتكنولوجيا

salmaali333@yahoo.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الأول - الجزء الثالث - يناير ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

سيد أحمد، ميرفت سلمى علي الدين (٢٠٢٥) أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦(١)٣، ١٤٤٥-١٤٨٢.

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

## أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

### ملخص البحث:

يهدف البحث إلى معرفة أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، خلال الفترة من عام 2019 وحتى عام 2023، باستخدام نموذج العزوم المعممة GMM كإحدى نماذج البائل الديناميكية والتي تستخدم المتغيرات القياسية أو الوسيطة *instrumental variables*، غير المرتبطة بالباقي لحساب المعلمات المقدرة بالمرحلة الأولى، ثم استخدام تلك القيم المقدرة في حساب نموذج الانحدار الخطي للمتغير التابع، وتوصل البحث إلى وجود أثر موجب ومعنوي لعدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم بفترة إبطاء واحدة، ووجود أثر معنوي موجب للمتغيرات الحاكمة المتعلقة بكل من مخاطر السوق، والرافعة المالية، والحجم على خطر انهيار سعر السهم بفترة إبطاء واحدة بينما جاء التأثير سالباً للمتغيرات الحاكمة المتعلقة بكل من: عائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية على خطر انهيار سعر السهم عند فترة الإبطاء الثانية، وأوصى البحث بتعديل أليات التأثير السلبى نحو حجب الأخبار السيئه في سوق الأوراق المالية المصرية مستغلة بذلك عدم تماثل المعلومات، لتجنب إرتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

الكلمات الافتتاحية: عدم تماثل المعلومات، خطر انهيار سعر السهم، نموذج العزوم المعممة GMM.

### ١ - مقدمة

تعد ظاهرة انهيار أسعار الأسهم من الأحداث الهامة التي سيطرت على الكثير من الأسواق المالية في كثير من دول العالم، وإنعكست على قرارات المستثمرين والشركات على حد سواء، نظراً لمخاطرها، وتأثيرها السلبى على الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقى للدول، وقد اجتذبت تلك الظاهرة إهتمام المستثمرين والباحثين والمنظمين عقب الانهيارات التي حدثت لكبرى الشركات على مستوى العالم بداية من عام ٢٠٠١، والتي أعقبها حدوث الأزمة المالية العالمية فى عام ٢٠٠٨، بهدف التعرف على مسببات ومحددات خطر انهيار سعر السهم والبحث عن الأليات التي تحد من هذا الانهيار (Jin al. , 2022: Li et al. , 2023: Murata&Hamori,2021)

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

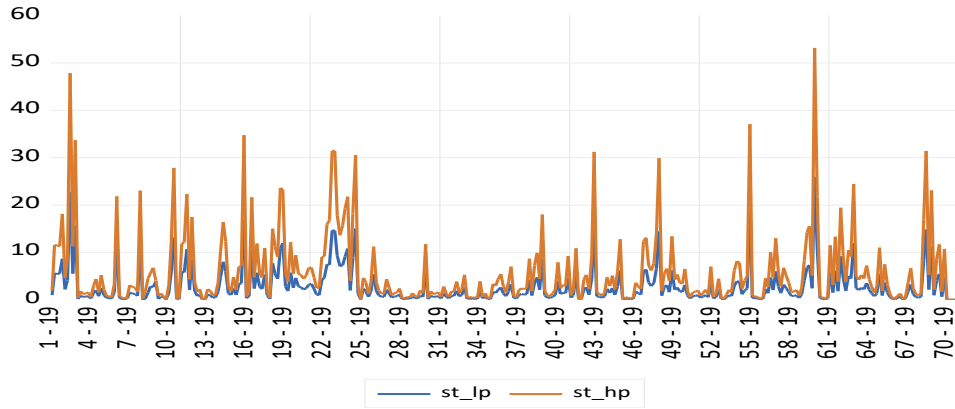
وتدور معظم التفسيرات لأسباب خطر انهيار سعر السهم حول ضعف البيئة المعلوماتية نتيجة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين, وهي تعني أن طرفا واحدا على الأقل تتوافر لديه معلومات ملائمة عن الشركة لا تتوافر لبقية الأطراف الأخرى بنفس الكمية والكيفية, مما يؤدي إلى عدم حصول المستثمرين على معلومات كافية لمساعدتهم على التنبؤ بمستوى المخاطر والعائد الذي سيحصلون عليه من استثماراتهم, حيث تعتبر المعلومات الركيزة الأساسية التي يعتمد عليها المستثمرون لإتخاذ قراراتهم في سوق الأوراق المالية (He et al., 2021; Cao et al., 2023)

وقد أظهر الأدب التمويلي عدم تماثل المعلومات كمسبب بارز لانخفاض أسعار الأسهم, والذي يحركه التأثير السلبي لنظرية عدم كفاءة الأسواق المالية ونظرية الوكالة الناجمة عن التعارض بين الإدارة والمساهمين نتيجة ميل الإدارة نحو حجب الأخبار السيئة مستغلة بذلك عدم تماثل المعلومات؛ الأمر الذي يتتبع معه معرفة أثر تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية.

## ٢ - مشكلة البحث

شهدت أسواق الأوراق المالية المصرية العديد من الأزمات الاقتصادية خلال الفترة الماضية, كان من أبرزها تعويم الجنيه المصري وإرتفاع معدل التضخم وتراجع الجنيه مقابل العملة الأجنبية وانتشار الأوبئة مثل أزمة كوفيد 19 (فيروس كورونا) والحروب مثل الحرب بين روسيا وأوكرانيا عام 2022 مما انعكس على التقلبات في أسعار الأسهم و معدل العائد على الأسهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية.

وباللقاء الضوء على متوسط سعر السهم ومعدل العائد على السهم للشركات محل البحث المقيدة في سوق الأوراق المالية المصريه من عام ٢٠١٩ وحتى عام 2023, يلاحظ التقلب في سعر السهم مقاسا بالانحراف المعياري لسعر السهم وهو ما يوضحه الشكل رقم (١)



شكل رقم (١)

التقلب في سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصريه من عام ٢٠١٩ وحتى عام ٢٠٢٣

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

وتعكس التقلبات في سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية عدم استقرار الأسواق المالية مما قد يسبب آثار سلبية كبيرة على الشركات والمستثمرين في الأسواق المالية، فعلى مستوى الشركات قد تؤدي التقلبات الكبيرة في أسعار الأسهم إلى انخفاض قيمة الشركة، على مستوى السوق قد تؤدي إلى انخفاض ثروة المستثمرين، الأمر الذي قد يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم (Zaman et al., 2021)

وقد أبرزت نظريات التمويل الدور الجوهري الذي تلعبه عدم تماثل المعلومات في التأثير على خطر انهيار سعر السهم للشركات، ومن أهمها نظرية كفاءة السوق، ونظرية الوكالة من منظور الصراع بين حملة الأسهم والمديرين نتيجة قيام الإدارة بقبول مشروعات تدر قيمة حالية موجبة لصالح المديرين دون حملة الأسهم، فضلاً عن قيام الإدارة بحجب المعلومات السيئة لمدة معينة تفوق قدرة الإدارة ثم الإفصاح عنها بشكل مفاجئ مما يؤدي إلى انخفاض حاد في القيمة السوقية للشركة وارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم (Jin & Myers, 2006)، الأمر الذي تتبع معه إهتمام العديد من الدراسات بظاهرة عدم تماثل المعلومات محاوله لفهم مسبباتها وأثرها على خطر انهيار سعر السهم في الأسواق المالية.

وإنطلاقاً مما سبق تتمثل مشكلة البحث في التساؤل الرئيسي التالي :

هل هناك أثر لعدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام 2019-2023

### 3- أهداف البحث:

#### يهدف البحث إلى:

1/1/3 معرفة أثر عدم تماثل المعلومات على انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام 2019-2023.

2/1/3 معرفة أثر المتغيرات الأخرى التي قد تؤثر على انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام 2019-2023.

### 4- أهمية البحث:

1/4 أهمية عملية يعد سوق الأوراق المالية أحد أهم آليات التنمية الاقتصادية حيث محور الاهتمام في الإقتصاد القومي وذلك من خلال حجم الأموال المستثمرة في هذه الأسواق وتحقيق أهداف التنمية و تشجيع تحويل المدخرات المتركمة إلى استثمارات في مشروعات جديدة تحقق التنمية الاقتصادية والاجتماعية .

#### 2/4 أهمية علمية ترجع لأهمية عدم تماثل المعلومات في تفسير ظاهرة انهيار أسعار الأسهم

للعديد من الشركات، للحد من الآثار السلبية على المستثمرين والأسواق المالية، مما قد يؤدي إلى رفع كفاءة القرارات الإستثمارية وتنمية الأسواق المالية .

## 5-حدود البحث

1/5 حدود مكانية: إقتصرت البحث على جميع الشركات غير المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٩ وحتى عام ٢٠٢٣ .

2/5 حدود زمنية: إعتد البحث على البيانات المالية المستمدة من التقارير المالية للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى أسعار أسهم الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية أسبوعياً خلال الفترة من عام ٢٠١٩-٢٠١٨ وحتى عام ٢٠٢٤-٢٠٢٣ .

3/5 حدود موضوعية: - إقتصرت البحث على عدم تماثل المعلومات كأحد المسببات الهامة لخطر انهيار سعر السهم، بالإضافة إلى المتغيرات الحاكمة، وتم استبعاد المتغيرات الأخرى التي قد تسبب في خطر انهيار سعر السهم مثل البيات الحوكمة وهيكل الملكية وكفاءة السوق والمسؤولية الاجتماعية.

- إقتصرت البحث على قياس عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار سعر السهم طبقاً للبيانات المتاحة في البيئة المصرية وتمثلت في: الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية كمقياس لخطر انهيار سعر السهم، اعتماداً على دراسة كل من Coa et al., 2001: Chen et al., 2018: Dang et al., (2023) وفروق العرض والطلب لأسعار الأسهم أو ما يسمى بالفرق النسبي لأسعار الأسهم-Bid-Ask Spread of stock prices كمقياس لعدم تماثل المعلومات، اعتماداً على دراسة: Martínez-Ferrero et al., 2018) (Kiswanto&Fitriani, 2019)

- اعتمد البحث على استخدام نموذج العزوم المعممة: GMM لقياس أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم والتي تستخدم المتغيرات القياسية أو الوسيطة instrumental variables ، غير المرتبطة بالبوقي لحساب المعلمات المقدرة بالمرحلة الأولى، ثم استخدام تلك القيم المقدرة في حساب نموذج الانحدار الخطي للمتغير التابع (المرحلة الثانية)، ومن ثم التخلص من مشكلة ارتباط المتغيرات المستقلة بالبواقي.

## 6-الدراسات السابقة:

أوضحت الدراسات السابقة جدلاً حول أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم؛ فتناولت بعض الدراسات عدم تماثل المعلومات منظوراً أثرها على سعر السهم وقيمة المنشأة، وتناول البعض الآخر خطر انهيار سعر السهم من منظور محاسبي، وتبنت مجموعة قليلة من الدراسات العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار سعر السهم من منظوري، وفيما يلي توضيح لهذه الدراسات:

### 1/6: الدراسات التي تناولت عدم تماثل المعلومات

تناولت تلك الدراسات عدم تماثل المعلومات وعلاقتها بكل من سعر السهم وقيمة الشركة كما يلي:  
قدم مرسى، محمد محمود (٢٠١٤) دراسة تحليلية لأثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية، وتضمن المتغير التابع سعر السهم، وتضمن المتغير المستقل محددات عدم تماثل المعلومات المحاسبية، وتوصل البحث إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الأسهم داخل البورصة المصرية وبين عدم تماثل المعلومات المحاسبية على اختلاف حجم التعاملات وعدد العمليات قبل وبعد الإفصاح عن المعلومات الخاصة داخل السوق.

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

قام أحمد، عبد الرحمن أحمد (٢٠١٤) بتحليل دور الإفصاح عن تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات للشركات المقيدة في المصرية، و توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين كمية الإفصاح المتضمنة في تقرير تعليقات الإدارة وتخفيض عدم تماثل المعلومات، ووجود أثر إيجابي لجودة الإفصاح من خلال مبادئ ومتغيرات وخصائص تقرير تعليقات الإدارة على تخفيض عدم تماثل المعلومات، وأوصت الدراسة بالاهتمام بتقرير تعليقات الإدارة من قبل كل من الإدارة وأصحاب المصالح المتمثلة في المستثمرين.

هدفت دراسة (Melegy & Alain (2020) إلى توضيح أثر جودة الإفصاح عن التقارير المتكاملة على القدرة التنبؤية للمعلومات المحاسبية وقيمة الشركة في سوق الأورق المالية المصرية، بالتطبيق على الشركات المدرجة في البورصة المصرية في مؤشر EGX ٣٠ خلال الفترة من ٢٠١٥ إلى 2018 وأشارت الدراسة إلى أن الإفصاح عن جودة التقرير المتكامل يؤدي إلى زيادة التحفظ المحاسبي وأسعار الأسهم، وأن الإفصاح عن تقرير متكامل عالي الجودة يؤدي إلى زيادة قيمة الشركة.

وتناولت دراسة ((Boateng et al. , (2022) اختبار أثر حوكمة الشركات والإفصاحات عن المعلومات الاختيارية على التقارير السنوية للشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية في غانا والذي يعد من الأسواق الناشئة، وذلك في إطار معايير التقارير الدولية المالية، وأظهرت الدراسة أن الإفصاح عن المعلومات بين الشركات لإعداد التقارير المالية تعتبر من المحددات الأساسية للحوكمة وأشارت إلى أن استقلالية مجلس الإدارة ونوع المراجع ليس له تأثير إيجابي على حجم الإفصاح الاختياري للمعلومات المالية المستقبلية.

تناولت دراسة عبد الناصر، أميمة (٢٠٢٢) التقارير المتكاملة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات المحاسبية بسوق الأوراق المالية المصري، كدراسة نظرية، وهدفت إلى تحديد مدى مساهمة المحتوى المعلوماتي للتقارير المتكاملة في تخفيض عدم تماثل المعلومات المحاسبية في سوق الأوراق المالية المصري، وتوصلت الدراسة إلى أن المحتوى المعلوماتي للتقارير المتكاملة من الممكن أن يسهم في تدنية الفجوة المعلوماتية بين المستثمرين و تحقيق أفضل توازن بين جميع الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية.

وتناولت دراسة يونس، محمد عبد الحميد (٢٠٢٣) دور الإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية في زيادة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية الناشئة، من خلال إعداد نموذج لاختبار العوامل التي تؤدي إلى تحول الإفصاح الاختياري إلى إفصاح مضر، وتوصل البحث إلى وجود أثر للإفصاح الاختياري عن البيانات غير الجوهرية في زيادة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية.

وهدفت دراسة الوكيل، حسام السعيد (٢٠٢٣) إلى معرفة أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، وإعتمدت الدراسة على مدخل تحليل المحتوى لعينة من ٥٤ شركة. مقيدة في البورصة ضمن مؤشر EGX100 وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط معنوية بين عدم تماثل المعلومات و خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية.

## 2/6: الدراسات التي تناولت خطر انهيار سعر السهم

تناولت تلك الدراسات خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية من منظور محاسبي وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية أو من خلال استطلاع الرأي كما يلي:

هدفت دراسة خالد , ابتسام (٢٠٢٣) إلى معرفة محددات خطر انهيار سعر السهم ذات الصلة بخصائص الرئيس التنفيذي وشفافية التقارير المالية من خلال المراجعة المنهجية للدراسات السابقة, وتكونت العينه من ٤٩ مفردة خلال الفترة من ٢٠٠٩ حتى ٢٠٢٣ وتوصلت الدراسة إلى وجود ١٨ خاصية للرئيس التنفيذي و١٦ مقياس لشفافية التقارير المالية تؤثر جميعها على خطر انهيار سعر السهم. وقدمت الدراسة مجموعة من المقترحات للدراسات المستقبلية لتطوير المعرفة الحالية, وتعتبر نتائج هذه الدراسة هامة للجهات التنظيمية, ومجلس الإدارة, والمساهمين, والإدارة التنفيذية, والباحثين.

تناولت دراسة كلا من Zhao et al. , (2024) العلاقة بين هيكل ملكية المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم في الشركات غير المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية بالصين, NIAC في الفترة من عام 2004 إلى عام ٢٠٢٣ بإجمالي ١٧ شركة, وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية, وعبر عن المتغيرات المستقلة بهيكل ملكية الشركات المملوكة للدولة, وتضمنت المتغيرات الرقابية الرافعة المالية والحجم ومعدل التداول للأسهم ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية, باستخدام نماذج الانحدار أظهرت النتائج وجود علاقة موجبة بين هيكل ملكية المستثمرين في المؤسسات وخطر انهيار أسعار الأسهم, وأبرزت الدراسة الدور المحوري لتكلفة الوكالة ولهيكل الملكية خاصة بالنسبة للشركات المملوكة للدولة في تخفيض خطر انهيار سعر السهم وإرتفاع عائد المستثمرين في هذه الشركات.

وتناول عبد الحليم, أحمد حامد (٢٠٢٢), أثر قابلية القوائم المالية للمقارنة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وتم تطبيقها على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية لعدد ٦٠ شركة مقيدة في البورصة بإجمالي ٢٤٠ مشاهدة في الفترة 2016-2019 باستخدام نماذج الانحدار, وأظهرت النتائج وجود أثر سلبي لقابلية القوائم المالية للمقارنة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وقام عوض, حمدي محمد (2023) بدراسة تأثير جودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية لعينة مكونة من ٦٥ شركة مقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١١ وحتى ٢٠٢٠ وتوصل البحث إلى تأثير إيجابي ومعنوي لميول المستثمرين بطريقة المربعات الصغرى على خطر انهيار سعر السهم, كما وجد أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية, وأوصي البحث بتفعيل اليات الحوكمة لمنع الممارسات الانتهازية من جانب المديرين.

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

وجاءت دراسة صلاح, نفين (٢٠٢٣) لإختبار أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار سعر السهم المستقبلية، وكذلك أثر ميول المستثمرين وجائحة فيروس كورونا كمتغيرات معدلة Variables Moderating على هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على ٣٥ شركة غير مالية مقيدة بسوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٧ وحتى ٢٠٢٢، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي غير معنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم، بالإضافة إلى زيادة قوة التأثير الإيجابي باختلاف غموض التقارير المالية، فضلا عن عدم إختلاف ذلك الأثر الإيجابي باختلاف اثر جائحة فيروس كورونا، ووجود تأثير معنوي لمتوسط العوائد الأسبوعية للسهم على خطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية، وعدم وجود تأثير معنوي لحجم الشركة ومعدل العائد على الأصول، كمتغيرين رقابيين، على خطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تم تعزيز هذه النتيجة من خلال إجراء التحليلات الإضافية.

وقام (Yuan et al., 2024) بدراسة تأثير الإفصاح عن الابتكارات على خطر انهيار سعر السهم في الشركات غير المالية المقيدة في سوق الأوراق المالية بالصين خلال الفترة من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠٢٠ وتوصل البحث إلى وجود تأثير معنوي للإفصاح عن الابتكارات و الإبداع على خطر انهيار سعر السهم، وأوضحت الدراسة أن السلوكيات الإستراتيجية للشركات ذات الإبداع تساهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتعزز العلاقة الإيجابية بين جودة الإفصاح عن المعلومات وخطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة بالبورصة، وأقترح البحث بتفعيل نظام للكشف عن الابتكارات للحد من خطر انهيار سعر السهم، وتعزيز الإستقرار للأسواق المالية الناشئة .

### 3/6: الدراسات التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات و خطر انهيار سعر السهم

تناولت تلك الدراسات خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية، وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية وعبر عن عدم تماثل المعلومات بالفرق النسبي لأسعار الأسهم، كما يلي:

تسأل دراسة سليمان, وليد شحاته ومحمد قاسم (٢٠٢٠) هل عدم تماثل المعلومات يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للمنشآت المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية، بالتطبيق على المؤشر EGX1٠٠، خلال الفترة من عام ٢٠١٤ إلى عام ٢٠١٨، وتم الحصول على ٣٥٨ مشاهدة تمثل ٧٧ شركة، واعتمد الباحث على نموذج المعادلات الهيكلية باستخدام برامج SmartPis، واسفرت الدراسة أن تقليل مستويات عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما استنتجت وجود تأثير غير مباشر لجودة مراجعة الحسابات على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال عدم تماثل المعلومات. وأوصت الدراسة بالتركيز على مجال اختبار أثر جودة المراجعة على أسواق الأوراق المالية بشكل عام، وعلى كل من عدم تماثل المعلومات و مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل خاص.

وتناولت دراسة كلا من (He et al., 2021) أثر المعلومات المختلفة عبر شبكة التواصل الإجتماعي على خطر انهيار سعر السهم في سوق الأوراق المالية بالصين في الفترة من عام 2011 إلى عام 2019 لتتضمن ٢٧١٥ مشاهدة، باستخدام تحليل الإنحدار بطريقة المربعات الصغرى، وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية، وعبر عن المعلومات بالتقارير السنوية للشركات



د. سلمى علي الدين سيد أحمد

والإشعارات عن الأسهم خلال تلك الفترة , وتضمنت المتغيرات الرقابية : عمر الشركة والحجم و معدل العائد على الأصول ومعدل التداول للأسهم ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية و التقلب في عائد السوق , وأظهرت النتائج وجود أثر معنوي موجب لمصادر المعلومات المختلفة على خطر انهيار أسعار الأسهم.

وبحثت دراسة كلا من Shi et al., (2023) أثر الإبطاء في الإفصاح عن المعلومات على خطر انهيار سعر السهم في سوق الأوراق المالية في شنغهاي بالصين في الفترة من يناير 2011 إلى ديسمبر 2022 شهرياً, باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى, وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية, وعبر عن أثر الإفصاح عن المعلومات بالفرق بين التقرير السنوي للشركة الحالي و التقرير السنوي للشركة السابق , وتضمنت المتغيرات الرقابية : الرافعة المالية والحجم , ومعدل التداول للأسهم , ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية , بالإضافة إلى المتغير الوهمي نوع الصناعة , وأظهرت النتائج وجود أثر معنوي موجب للإبطاء في الإفصاح عن المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم.

وهدفت دراسة كلا من Li et al., (2023) إلى معرفة أثر تفاعل المعلومات بين المستثمرين والمديرين على خطر انهيار سعر السهم في سوق الأوراق المالية بالصين من خلال شبكة التواصل الإجتماعي في الفترة من عام 2011 إلى عام 2019 لتتضمن ٢٧١٥ مشاهدة , باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى, وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية, وعبر عن عدم تماثل المعلومات بالفرق بين أعلى سعر يكون المستثمر على استعداد لتحمله عند شراء السهم, وأدى سعر للأسهم خلال تلك الفترة , وتضمنت المتغيرات الرقابية: عمر الشركة , والحجم , ومعدل العائد على الأصول , ومعدل التداول للأسهم, و التقلب في عائد السوق , وأظهرت النتائج وجود أثر معنوي سالب لعدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم, وأبرزت الدراسة الدور المحوري لتكلفة الوكالة في تخفيض خطر انهيار سعر السهم وحوكمة الشركات .

وهدفت دراسة كلا من Cao et al. , (2023) إلى معرفة أثر عدم تماثل المعلومات على العلاقة بين المسؤولية الإجتماعية و خطر انهيار سعر السهم وألية حوكمة الشركات في سوق الأوراق المالية بفاتينام في الفترة من عام 2014 إلى عام 2019 لتتضمن 225 شركة , باستخدام تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى, وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية, وعبر عن عدم تماثل المعلومات بمقياس فروق العرض والطلب لأسعار الأسهم أو ما يسمى بالفرق النسبي لأسعار الأسهم , وهو الفرق Bid-Ask Spread of stock prices, وتمثلت المتغيرات الرقابية في : عمر الشركة والحجم و معدل العائد على الأصول ومعدل النمو و التقلب في عائد السوق , وأظهرت النتائج وجود تأثير معنوي للمسؤولية الإجتماعية على تخفيض عدم تماثل المعلومات و خطر انهيار أسعار الأسهم, مما يؤثر على الإستثمار وألية حوكمة الشركات في الدول النامية .

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

وركزت دراسة Saleeb, (2024) على معرفة أثر تماثل المعلومات والسيولة على خطر انهيار سعر السهم وألية قراءة البيانات المالية, وتم تطبيقها على 107 شركة غير مالية مقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية في الفترة من عام 2016 إلى عام 2019, بإستخدام نمذجة المعادلات الهيكلية, وعبر عن خطر انهيار سعر السهم بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية, وعبر عن عدم تماثل المعلومات بمقياس فروق العرض والطلب لأسعار الأسهم أو ما يسمى بالفارق النسبي لأسعار الأسهم, وهو الفرق Bid-Ask Spread of stock prices, وتضمنت المتغيرات الرقابية: عمر الشركة والحجم و معدل العائد على الأصول ومعدل النمو و التقلب في عائد السوق, وأوضحت الدراسة أن إخفاء المديرين للأخبار السيئة لمدة كبيرة و إنخفاض متغير السيولة كمتغير وسيط يؤدي إلى ارتفاع خطر انهيار سعر السهم, كما أظهرت النتائج وجود أثر معنوي سالب لعدم تماثل المعلومات على خطر انهيار أسعار الأسهم.

#### ونستنتج من الدراسات السابقة ما يلي:

- تناولت الدراسات السابقة عدم تماثل المعلومات, وندرت الدراسات العربية والأجنبية التي تناولت أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم من منظور مالي.
- إعتمدت العديد من الدراسات على قياس أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم بالمقاييس التقليدية أو من خلال استطلاع الرأي, وتجاهلت المقاييس الحديثة المبنيه على أسعار وعوائد أسهم الشركة في السوق والمتعلقة بفرص الاستثمار المتاحة امام الشركة في البيئة المصرية.
- اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم, وقد يرجع الإختلافات بين هذه الدراسات لإختلاف المقاييس بالإضافة إلى الإختلافات في بيئة الدراسات التطبيقية, لذلك تحاول الدراسة الحالية سد هذه الفجوة من خلال معرفة أثر عدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية.

#### 7-فروض البحث:

بناء على الدراسات السابقة ومشكلة البحث يمكن صياغة فروض البحث في الفرضين التاليين:

**الفرض الأول:** ليس هناك تأثير ذات دلالة إحصائية لعدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية.

**الفرض الثاني:** ليس هناك تأثير ذات دلالة إحصائية للمتغيرات الحاكمة المتعلقة بكل من: الحجم, الرفع المالي, ومخاطر السوق, عائد السوق, ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية, ومعدل العائد على الأصول, ومعدل العائد على حق الملكية, على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية.

## 8- الإطار النظري:

اجتذبت ظاهرة انهيار أسعار الأسهم اهتمام المستثمرين والباحثين والمنظمين عقب الانهيارات التي حدثت، والتي أعقبها حدوث الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ أو ما يعرف بمصطلح الفقاعة العقارية وانهيار الأسواق المالية، خاصة بعد انهيار وافلاس العديد من الشركات العالمية على مستوى العالم بداية من عام ٢٠٠١ وذلك بهدف التعرف على مسببات ومحددات خطر انهيار سعر السهم والبحث عن الآليات التي تحد من هذا الانهيار (Gao et al., 2021) نظرا لتأثيرها السلبي على كفاءة الأسواق المالية والقيمة السوقية للشركات وثروه المستثمرين. مما جعلها مجالاً خصبا للعديد من الباحثين (Hong & Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006; stein, 2001)

ويعرف انهيار سعر السهم بأنه التدهور الحاد والمفاجئ في سعر السهم بشكل غير مبرر بسبب حجب الإدارة الأخبار السيئة عن حملة الأسهم، ويعرف (Rahul Bharagava, 2017) بأنه التذبذبات التي تؤثر كلياً أو جزئياً على قيمة الأسهم في السوق مما ينعكس على حجم الإصدار وأسعار الأسهم، وعرفها (Chauhan, 2017) بأنه قيام المديرين باكتناز وإخفاء المعلومات لفترات طويلة ثم الإفصاح عنها مرة واحدة، مما يؤدي إلى حدوث مفاجئ في أسعار الأسهم، كما عرف خطر انهيار سعر السهم على أنه انهيار المفاجئ في أسعار الأسهم نتيجة حدوث فقاعات سعرية والتي تمثل بيع وشراء كميات كبيرة من الأسهم بأسعار تفوق قيمتها الحقيقية (Jin-hui Luo, 2016)، ويرى (Liu, 2018) بأنه انهيار حاد في سعر السهم يؤدي إلى خسائر لثروة الملاك.

ويعرف البعض انهيار أسعار الأسهم من منظوري سعر السهم وعائد التوزيعات، فهو انخفاض حاد ومفاجئ في سعر السهم أو انخفاض حاد ومفاجئ في القيمة السوقية للسهم يترتب عليه انخفاض شديد في ثروة المساهمين من منظور سعر السهم، فهو الانحراف أو الالتواء السالب في توزيعات عائد السهم خلال فترة التداول أو احتمال حدوث قيم متطرفة سلبية كبيرة في توزيعات عائد السهم من منظور عائد السهم: (Chen, 2020; Lee et al., 2020; Dang et al., 2019; Balachandran et al., 2020; Chowdhury et al., 2021)

وقد يرجع أسباب انهيار أسعار الأسهم للعديد من العوامل منها عوامل خاصة بالشركة مثل قيام المديرين بحجب المعلومات السيئة عن الأطراف الخارجية، دون انعكاس هذه المعلومات على أسعار الأسهم الحقيقية، بما يؤدي إلى تقدير سعر السهم أعلى من قيمته الحقيقية وظهور فقاعة السعر، وعندما تتراكم المعلومات السيئة ويتم الإعلان عنها؛ يحدث تعديل سلبي كبير ومفاجئ في أسعار الأسهم، وحدث انهيار في أسعار الأسهم (Jin and Myers, 2006)

أو عوامل خاصة بالسوق مثل دخول بعض المستثمرين بهدف المضاربة وتحقيق الربح السريع مما يؤدي إلى رفع سعر السهم بشكل غير مبرر وتضخيم قيمته بالخطأ، وظهور ما يطلق عليه في أدبيات الأسواق المالية فقاعة السعر وحدث خطر انهيار سعر السهم (Andraszewicz, 2020)

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

أو عوامل خاصة بالأزمات الاقتصادية مثل الازمة المالية فى اليابان، والازمه المالية فى جنوب شرق آسيا وأزمة الرهون العقارية عالية الخطر والتي حدثت خلال ٢٠٠٧-٢٠٠٨ م وأدت إلى انهيار العديد من الشركات الكبيرة حول العالم، أو بسبب الحروب والابوئة حيث أدى تفشى فيروس COVID-19 إلى ظهور عوائد سلبية كبيرة فى غالبية أسواق الأسهم (Liu et al., 2021) وقد أشارت دراسة (Huang and Liu, 2021) أن COVID-19 يزيد من خطر انهيار سوق الأسهم.

ويعتبر عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح الآخرين، أحد المسببات الأساسية لخطر انهيار سعر السهم، وهى تعنى ان طرفاً واحداً على الأقل تتوافر لديه معلومات ملائمة عن الشركة لا تتوافر لباقي الاطراف الاخرى بنفس الكمية والكيفية، وبالتالي تؤدي حالة عدم تماثل المعلومات المرتفعة إلى عدم حصول المستثمرين على معلومات كافية لمساعدتهم على التنبؤ بمستوى المخاطر والعائد الذى سيحصلون عليه من استثماراتهم، مما يتطلب تخفيض عدم تماثل المعلومات، حيث إن الافتقار لعدم توافر المعلومات، قد يؤدي إلى انسحاب المستثمرين الأقل اطلاعاً من السوق لعدم توافر المعلومات التى تمكنهم من اتخاذ قرارات استثمارية سليمة، (Suharsono et al., 2020).

وقد تناول الأدب التمويلي عدة نظريات تربط بعدم تماثل المعلومات كأحد مسببات خطر انهيار أسعار الأسهم، فافترضت نظرية كفاءة السوق (Fama, 1970) تماثل المعلومات بين المستثمرين والإدارة، وأن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة، كما افترضت عدم وجود سماسرة وانخفاض تكلفة المعاملات، وهو ما يصعب افتراضه في الواقع العملي للأسواق المالية النامية نظراً لعدم كفاءة هذه الأسواق، الأمر الذي ينعكس على انخفاض حجم التعاملات وارتفاع تكلفة المعاملات الناشئ عن ارتفاع تكلفة المحللين الماليين والسماسرة، وارتفاع المخاطر التي يتحملها المستثمرين، والتي تؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم.

وافترضت نظريته الإشاره (Rose, 1977) عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين بإصدار أسهم عادية أو سندات جديدة يقدم إشاره ايجابية للسوق لتقييم الأسهم بأقل من قيمتها الحقيقية و توزيع الأرباح على المساهمين القدامى، الأمر الذي يؤثر على انخفاض سعر السهم نتيجة تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين.

وعلى الجانب الأخرى (Cui et al., 2022) أن المبالغة في رد الفعل تجاه الأخبار الإيجابية عن إصدار الأسهم الجديدة في السوق يؤدي إلى ارتفاع تقاؤل المستثمرين لشراء هذه الأسهم مما يؤثر على ارتفاع أسعار الأسهم، وعندما يدرك المستثمر أن تقييم الأسهم مغالى بقيمه أكبر من قيمتها في السوق، يلجأ الى بيعها بسرعه، مما يؤدي إلى حدوث فقاعات السعر وانهيار أسعار الأسهم.

وفسرت نظرية الوكالة (McColgan, 2001) عدم تماثل المعلومات من منظور تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة نتيجة اتخاذ قرارات إدارية لتعظيم منافعهم الشخصية دون مصلحة المساهمين، ومن المعتقد بشكل عام ان الإدارة قد يكون لديها الدافع لحجب الاخبار السيئة أو المعلومات الغير موثوقة عن الاداء داخل الشركة لاغراض المصلحة الذاتية، مثل الحقوق والمكافآت، وتجنب التكاليف القانونية والخوف من فقدان السمعة وفقدان الثقة فى قدرة إدارة الشركة على التنبؤ بالاتجاهات والأحداث المستقبلية، والوضع المالى السيء للشركة مما يجعل أسعار الأسهم تنحرف عن القيمة الجوهرية للشركة (Newman: 2019, Habib et al., 2016).

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

وقد اشارت بعض الدراسات التطبيقية (Liao,2016: Jeon,2019: Xie et.al., 2021:Murata&Hamori,2020) إن حدوث انهيار في أسعار الأسهم الشركات قد يكون نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين, وفي هذا السياق, يري (Jin & Myers, 2006) أن عدم تماثل المعلومات ينشأ نتيجة قيام الإدارة بحجب الأخبار السيئة عن الشركة لفترات طويلة والإفصاح عنها بشكل مفاجئ مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم , وترى (Habib et al ., 2018) أن الإدارة يمكن أن تعتمد على وسائل لحجب الأخبار السيئة , مستغلين بذلك عدم تماثل المعلومات بينها وبين الأطراف الخارجية الأخرى, مما يزيد من حالة عدم التأكد لدى المستثمرين وبالتالي احتمال تعرض أسهم الشركات للانهيار.

وأشارت دراسة (Kothari et al., 2009) أن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح الخارجيين يمكن أن يساهم في زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم, حيث تسمح المعلومات غير المتماثلة إلى قيام المديرين بالتهرب من مخاوف التفاضل الناتج من الإفصاح عن الأخبار السيئة , ولكن عندما يتم الإفصاح عن تلك الأخبار مرة واحدة وبشكل مفاجئ يحدث الانهيار السريع لأسعار الأسهم.

وأوضحت دراسة (KHodarahmi et al., ٢٠١٦) إن حجب المديرين معلومات مالية وغير مالية , لفترات طويلة يترتب عليه ارتفاع خطر انهيار سعر السهم عندما يتم الكشف عن تلك المعلومات المتركمة مرة واحدة. وقد أشارت دراسة سليمان (٢٠٢٠) إلى ان تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات نتيجة توافر قدر اكبر من المعلومات لحملة الأسهم, يعزز من ثقة حملة الاسهم في اداء الشركة, مما ينعكس على قراراتهم الإستثمارية بشكل إيجابي وتخفيض خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم.

أفترحت دراسة (Yilidiz&Karan, ٢٠٢٠) تضيق الفجوة المعلوماتية وحالة عدم التأكد للشركات التي ترغب في الحد من خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم لتقليل قدرة الإدارة على حجب الاخبار السيئه.

## 9-قياس متغيرات الدراسة

### 1/9 المتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم)

قدمت الدراسات السابقة ثلاث نماذج مختلفة لقياس خطر انهيار سعر السهم معتمدة على عوائد الأسهم الأسبوعية للشركات , تضمن النموذج الأول الانحراف المعياري لمتوسط عوائد الأسهم الأسبوعية , فإذا كان قيمة الانحراف المعياري يقع في المدى 3.9 فإن مخاطر انهيار سعر السهم تأخذ قيمة واحد صحيح , وإذا كان غير ذلك فإن مخاطر انهيار سعر السهم تأخذ قيمة صفر , بمعنى أن كل إنحراف معياري بقيمة 3.9 ينتج 0.1% من التوزيع , ويوضح هذا المقياس هبوط الأسهم خلال الأسبوع الواحد Kim & (Zhang,2019), وتضمن النموذج الثاني الانحراف المعياري السلبي المشروط لعوائد الأسهم الأسبوعية , ويقاس النسبة بين الانحراف المعياري المشروط لعوائد الأسهم الأسبوعية إلى الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الأسبوعية مرفوعة للقوة الثالثة (Arianwuri et al., 2017), أما المقياس الثالث فتضمن

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

التقلب في عوائد الأسهم لأعلى وأدنى , وهو من أكثر النماذج تطبيقاً ويشير إلى التقلبات في أسعار الأسهم ويتم تقسيمها إلى مجموعتين , تشير المجموعة الأولى إلى الأسابيع التي تنخفض فيها عوائد الأسهم Down Weeks ويكون العوائد أقل من المتوسط السنوي , وتشير المجموعة الثانية إلى الأسابيع التي تنخفض فيها عوائد الأسهم Up Weeks , ويكون العوائد أكبر من المتوسط السنوي ويتم حساب الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية من خلال اللوغاريتم الطبيعي للنسبة بين الانحراف المعياري للأسابيع المنخفضة إلى الانحراف المعياري للأسابيع المرتفعة , وتعتبر القيمة المرتفعة للانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية عن ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم : Chen et al., 2001: Dang et al., 2018: Coa et al., 2023) وسوف تعتمد الدراسة الحالية على هذا المقياس.

## 2/9 المتغير المستقل (عدم تماثل المعلومات)

تضمنت الدراسات السابقة ثلاث مقاييس يمكن استخدامها في قياس عدم تماثل المعلومات إعتد المقياس الأول على المحللين الماليين , وإعتد المقياس الثاني على المقاييس المرتبطة بتداول أسهم الشركة, أما المقياس الثالث فتضمن المقاييس المرتبطة بأسعار وعوائد اسهم الشركة في السوق والمتعلقة بفرص الاستثمار المتاحة امام الشركة , فعلى سبيل المثال يمكن استخدام مقياس اختلاف تنبؤات المحللين الماليين عن أرباح الشركة كمؤشر لعدم تماثل المعلومات , فكلما ارتفعت درجة اختلاف تنبؤات المحللين الماليين كلما ارتفع درجة عدم تماثل المعلومات ويمكن حساب عدم تماثل المعلومات وفقاً للمقياس السابق (Martínez-Ferrero et al.,2018: Zia et al., 2020) وتساوي الفرق بين ربحية السهم ومتوسط التوقعات لربحية السهم على سعر السهم .

كما يمكن قياس عدم تماثل المعلومات من خلال مقياس فروق العرض والطلب لأسعار الأسهم أو ما يسمى بالفرق النسبي لأسعار الأسهم , وهو الفرق Bid-Ask Spread of stock prices بين أعلى سعر يكون المستثمر على استعداد لتحمله عند شراء السهم, وأدنى سعر يكون على استعداد لقبوله عند بيع السهم, وكلما زاد الفرق النسبي لسعر السهم دل ذلك على زيادة عدم تماثل المعلومات ,نتيجة قيام المستثمرين أصحاب المعلومات الاكثر باستغلال تلك المعلومات في زيادة فرق السعر الأقل لتنظيم مكاسبهم الخاصة على حساب المستثمرين أصحاب المعلومات (Martínez-Ferrero et al., 2018) (Kiswanto&Fitriani,2019)

ويتم حسابه بالمعادلة الآتية

$$\text{Spread } j_t = \{(Askj_t - Bidj_t) / (Askj_t + Bidj_t) / 2\} \times 100$$

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

حيث  $jt$  Spread: متوسط فروق أسعار العرض والطلب لسهم الشركة في اليوم  $t$

Ask $jt$ : أدنى سعر بيع لسهم الشركة في اليوم  $t$

Bid $jt$ : أعلى سعر بيع لسهم الشركة في اليوم  $t$

وسوف يتم قياس عدم تماثل المعلومات باستخدام المعلومات المتاحة في سوق الأوراق المالية المصرية من خلال أعلى سعر تداول للأسهم وأدنى سعرتداول للأسهم ليعبر عن (الفرق بين أعلى سعرتحملة المستثمر عند شراء السهم وادني سعر تم قبولة عند بيع السهم)

### 3/9 المتغيرات الحاكمة

تشمل المتغيرات الرقابية على بعض العناصر المؤثرة على المتغير التابع, ولكنها لا تدخل في نطاق الدراسة, وقد تم إضافتها من اجل ضبط العلاقة بين متغيرات الدراسة في نموذج الانحدار, وبمراجعة الدراسات السابقة تم التواصل إلى أن من اهم هذه المتغيرات ما يلي:

حجم الشركة SIZE : وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين الحجم وخطر انهيار سعر السهم, إلا إنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة, توصل (Richardson,2017) إلى انه توجد علاقة موجبة بين حجم الشركة وخطر انهيار سعر السهم بمعنى أنه كلما زاد حجم الشركة زاد خطر انهيار أسعار الأسهم, حيث تزداد مخاطر الائتمان لدى الشركات كبيرة الحجم وبالتالي تصبح هذه الشركات أكثر عرضه لمخاطر الإفلاس والتصنيف الائتماني من قبل وكالات التصنيف, مما قد يعرض أسعار أسهمها للانهيار, في حين توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سالبة مثل (Li et al., 2018: Dang et al., 2017: Zhu, 2020), ويتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام.

الربحية : والمعبر عنها بمعدل العائد على الأصول, ومعدل العائد على حق الملكية ويتم قياسها من خلال إجمالي أصول الشركة إلى صافي الدخل, و إجمالي حقوق الملكية إلى صافي الدخل, وقد توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة موجبة بين الربحية وخطر انهيار أسعار الأسهم (Liu et al., 2021), في حين توصلت عدة من الدراسات إلى وجود علاقة سالبة, (Robin, 2019: Kim et al., 2018: Dang et al., 2015) (& Zhang, 2015).

الرافعة المالية للشركة Leverage: ويقصد بها مدى اعتماد الشركة على اموال الغير في تمويل عملياتها وتعكس المخاطر التي قد تواجهها الشركة في حالة عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها تجاه المقرضين, ويتم التعبير عن هذا المتغير بإجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول في نهاية العام, وقد اختلفت نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة تلك العلاقة, فقد توصلت دراسة كل من (Li et al., 2020: Wu & Kong

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

(2022), إلى وجود علاقة سالبة بين درجة الرفع المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم, وتوصلت دراسة كل من (Njah & Trabelsi, 2019; Huang & Liu, 2021; Smales, 2022) إلى وجود علاقة موجبة بين درجة الرفع المالي وخطر انهيار سعر السهم, فالشركات ذات درجة الرفع المالي المرتفعة يكون لديها احتمال مرتفع للإفلاس وعدم القدرة على السداد بالمقارنة بالشركات الأخرى ذات درجة الرفع المالي المنخفضة, وذلك بغرض الوفاء بشرط المديونية واتفاقات الديون بما ينعكس على أسعار الأسهم حيث قد يؤدي ذلك إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم. ومبرر ذلك أن الشركات ذات درجة الرفع المالي المرتفعة تولد عوائد مستقبلية للأسهم بمتوسط أعلى من تلك العوائد التي تولدها الشركات ذات درجة الرفع المنخفضة, بالإضافة إلى ان الجهد المانحة للقروض تمارس دوراً رقابياً خارجياً فعالاً على سلوك الإدارة, مما يخفض من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة, ومن ثم الحد من خطر انهيار سعر السهم كذلك أشارت دراسة كل من (Habib,2018: Zhu,2017:Dang et al.,2018) إلى ان أحد التفسيرات المحتملة لتلك النتيجة هو ان الشركات ذات درجة الرفع المالي المرتفعة يتم تخفيض قيمتها من قبل المستثمرين, مما يجعل حدوث خطر انهيار سعر السهم أقل احتمالاً كما أن المستثمرين يعطون قيمة أقل للشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة, مما يجعلها أقل اهتماماً بمتابعة أسعار أسهم هذه الشركات مستقبلاً (Ishmail, 2024).

نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية : وقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وخطر انهيار سعر السهم, إلا إنها اختلفت فيما بينها حول طبيعة هذه العلاقة, فقد اشار (Baker and Wurgler, 2006) إلى وجود علاقة سالبة بين نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية وخطر انهيار سعر السهم بمعنى أنه كلما ارتفعت نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية انخفض خطر انهيار أسعار الأسهم.

مخاطر السوق : و أشارت بعض الدراسات مخاطر السوق وعلاقتها بخطر انهيار سعر السهم وتم قياسها بمعامل بيتا واستنتج (Saleeb, 2024) وجود تأثير معنوي موجب لمخاطر السوق على خطر انهيار سعر السهم مقاسا بالتقلب في عائد السوق.

ويوضح الجدول التالي متغيرات البحث وكيفية قياسها:



جدول رقم (1)

متغيرات البحث وكيفية قياسها

رمز المتغير	طرق القياس	اسم المتغير	التصنيف
Y1	اللوغاريتم الطبيعي للنسبة بين الانحراف المعياري للأسابيع المنخفضة إلى الانحراف المعياري للأسابيع المرتفعة المصدر: (Jiang & Jin, 2021, Coa et al., 2023, Chen et al., 2001)	انهيار سعر السهم (الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الكلية)	المتغير التابع
X1	(الفرق بين أعلى سعرتحتملة المستثمر عند شراء السهم وادني سعر تم قبولة عند بيع السهم) المصدر: (Cho et al., 2013; Naqvi et al., 2021, Cao et al., 2023)	عدم تماثل المعلومات (الفرق النسبي لأسعار الأسهم)	المتغير المستقل (عدم تماثل المعلومات)
X2	متوسط عائد مؤشر السوق ٣٠ EGX باستخدام بيانات شهرية (اعداد الباحث)	عائد السوق	
X3	القيمة السوقية على القيمة الدفترية المصدر: (Baker and Wurgler, 2006)	نسبة القيمة السوقية على القيمة الدفترية	
X4	من خلال نموذج إحدار عائد السهم على عائد السوق المصدر: اعداد الباحث	مخاطر السوق (بيتا Beta) cov/var	
X5	معدل العائد على الأصول (صافي الربح/ الأصول) المصدر: (Liu et al., 2021)	الربحية	المتغيرات الرقابية
X6	معدل العائد على حق الملكية (صافي الربح/ حقوق الملكية) المصدر: (Gong et al., 2022, 2024)		
X7	إجمالي الإلتزامات على إجمالي الأصول المصدر: (Gong et al., 2022, 2024)	الرافعة المالية	
X8	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول المصدر: (Zhang, (Gong et al., 2022, 2024) and Cao, 2023)	الحجم	

(المصدر: إعداد الباحث)

10-مجتمع وعينة البحث

يتمثل مجتمع البحث في جميع الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية و عددها ٢١٣ شركة وفقا للبيانات في سوق الأوراق المالية المصرية عام ٢٠١٩, وتم اختيار عينه الدراسة وفقا للشركات التي استمر قيدها خلال فترة الدراسة من عام ٢٠١٩ وحتى عام ٢٠٢٣ لامكانية الحصول على بيانات الشركات الخاصة بمتغيرات الدراسة , مع استبعاد الشركات التابعة للبنوك والخدمات المالية , لإختلاف طبيعة نشاط هذه

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

الشركات واختلاف المتطلبات القانونية الخاضعة لها. والشركات التي تعد قوائمها بالعمله غير المحلية. ليصبح عدد شركات عينه البحث بعد استبعاد الشركات السابقه ٧٢ شركة , وتمثل حوالي ٣٤٪ من إجمالي عدد الشركات المقيدة باجمالي عدد مشاهدات ٣٥٠ مشاهدة.

### 11- التحليل الإحصائي ونتائج البحث

يتضمن هذا الجزء نتائج التحليل الإحصائي الوصفي و مناقشة إختبار الفروض

1/11 اختبار Jarque-Bera لقياس اعتدالية مؤشرات البحث:

جدول رقم (3)

اختبار Jarque-Bera لقياس اعتدالية المؤشرات المؤثرة على خطر انهيار سعر السهم

المؤشرات	المقاييس	المتوسط الحسابي	الوسيط	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التفرطح	Jarque-Bera	مستوى المعنوية	العدد
خطر انهيار سعر السهم: Y1		.0435	.0430	.0140	.0749	2.7319	1.3750	.5028	350
عدم تماثل المعلومات: X1		.0010	.0010	.0024	-.2090	3.0148	2.5506	.2793	350
عائد السوق: X2		2.3734	1.9861	1.6083	.7271	2.6401	32.7274	.0001***	350
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: X3		.0959	.0515	.1565	.4733	2.6299	15.0631	.0001***	350
مخاطر السوق X4		.0471	.0413	.0713	.2372	2.8068	3.8278	.1475	350
معدل العائد على الأصول X5		.1357	.1211	.1546	.2296	2.7952	3.6868	.1583	350
معدل العائد على حق الملكية x7		.5272	.5256	.2422	.2085	2.6794	4.0352	.1330	350
الرافعة المالية x7		6.9057	7.0344	1.8067	-2.2478	4.0414	19.4001	.0001***	350
الحجم x8		.9799	.9742	.0611	.0624	2.9746	.2368	.8883	350

يتضح من الجدول رقم (3) ما يلي:

- اعتدالية توزيع مؤشرات كل من: خطر انهيار سعر السهم ، وعدم تماثل المعلومات ، ومخاطر السوق ، ومعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حق الملكية ، والحجم، وذلك عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥).
- عدم اعتدالية توزيع مؤشرات كل من: عائد السوق ، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، والرافعة المالية ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥).

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

2/11 اختبار Unit Root Test لقياس استقرار السلاسل الزمنية:

جدول رقم (4)

نتائج اختبارات جذر الوحدة لمؤشرات النموذج الأول

الاختبارات	القيمة المحسوبة	مستوى المعنوية	القرار
Levin, Lin & Chu t	-31.4008	***٠,٠٠١	رفض $H_0$
Im, Pesaran and Shin W-stat	-31.3214	***٠,٠٠١	رفض $H_0$
ADF - Fisher Chi-square	697.275	***٠,٠٠١	رفض $H_0$
PP - Fisher Chi-square	794.079	***٠,٠٠١	رفض $H_0$

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٠١

- يتضح من الجدول رقم (4) أن القيمة المحسوبة لاختبارات كل من: LLC, IPSW, ADF, PP، دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١)، ومن ثم رفض فرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة، الأمر الذي يدل على سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات المتعلقة بكل: خطر انهيار سعر السهم، وعدم تماثل المعلومات، وعائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومخاطر السوق، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية، والرافعة المالية، والحجم، واستقرارها عند المستوى (0)  $I \sim$  وفقاً لحالة حد ثابت فقط.

3/11 اختبار التكامل المشترك بين متغيرات البحث:

تم اختبار التكامل المشترك بين مؤشرات البحث المستقلة والتابعة، باستخدام اختبار Engle-Granger، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (5):

نتائج اختبار التكامل المشترك بين مؤشرات البحث المستقلة والتابعة

المؤشرات	tau-statistic	مستوى المعنوية	z-statistic	مستوى المعنوية
خطر انهيار سعر السهم: Y1	-12.91529	***0.0001	-225.6419	***0.0001
عدم تماثل المعلومات: X1	-6.654585	**0.0015	-202.1988	***0.0001
عائد السوق: X2	-19.12310	***0.0001	-357.6696	***0.0001
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: X3	-8.357682	***0.0001	-117.1638	***0.0001
مخاطر السوق: X4	-16.18081	***0.0001	-299.9214	***0.0001
معدل العائد على الأصول: X5	-10.37486	***0.0001	-165.4070	***0.0001
معدل العائد على حق الملكية: x6	-11.70720	***0.0001	-198.9280	***0.0001
الرافعة المالية: x7	-9.639837	***0.0001	-148.6585	***0.0001
الحجم: x8	-7.286783	***0.0001	-92.57559	***0.0001

\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠١

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٠١

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

يتضح من الجدول رقم (5) أن القيمة المحسوبة لاختبار كل من : *tau-statistic* ، *z-statistic* ، دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١) ، ومن ثم رفض فرض العدم القائل بعدم وجود علاقات توازنه في الأجل الطويل بين مؤشرات البحث المستقلة والتابعة، مما يدل وجود علاقات توازنه طويلة الأجل بين المتغيرات محل البحث، بما يضمن الحصول على معلمات نماذج البيانات المقطعية بصفة حقيقية وفق مؤشرات التقدير الجيد الذي يضمن كل من: عدم التحيز ، والكفاءة ، والاتساق ، والكفاية.

4/11 اختبار التكامل المشترك بين مؤشرات نموذج البائل:

جدول رقم (6):

نتائج اختبار التكامل المشترك لمؤشرات بيانات نموذج البائل

الاختبار	القيمة المحسوبة	المعنوية	القرار
Kao Residual Cointegration Test	-6.228060	***.0001	رفض $H_0$

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من ٠,٠٠١

يتضح من الجدول رقم (6) أن القيمة المحسوبة لاختبار **Kao Residual Cointegration**، دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١) ، ومن ثم رفض فرض العدم القائل بعدم وجود علاقات توازنه في الأجل الطويل بين مؤشرات البحث المستقلة والتابعة وفق نموذج البيانات المقطعية، مما يدل وجود علاقات توازنه طويلة الأجل بين المتغيرات محل البحث، بما يضمن الحصول على معلمات نماذج البيانات المقطعية بصفة حقيقية.

5/11 مصفوفة ارتباط بيرسون:

تم تطبيق معامل ارتباط بيرسون لتحديد قوة واتجاه العلاقة بين متغيرات البحث وتم التوصل إلى النتائج التالية كما يوضحها الجدول رقم (7):

جدول رقم (7)

مصفوفة ارتباط بيرسون لقياس معنوية العلاقة بين المتغيرات

X8	X7	X6	X5	X4	X3	X2	X1	Y1	المؤشرات
								1	خطر انهيار سعر السهم: Y1
							1	0.389***	عدم تماثل المعلومات: X1
						1	0.209***	-0.324***	عائد السوق: X2
					1	-0.019	0.157**	-0.307***	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة
				1	-0.044	0.133*	0.128*	0.203***	مخاطر السوق X4
			1	-0.013	0.222***	0.090	-0.214***	-0.358***	معدل العائد على الأصول x5
		1	0.661***	-0.039	0.178***	0.154**	-0.253***	-0.271***	معدل العائد على حق الملكية x6
	1	0.042	-0.135*	-0.0139	-0.017	-0.26	-0.039	0.249***	الرافعة المالية x7
1	0.175**	0.282**	0.163**	0.112*	-0.028	0.043	-0.178***	0.226***	الحجم x8

\*\*\* دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).

يتضح من الجدول رقم (7):

- وجود علاقة معنوية موجبة بين المتغيرات المستقلة التفسيرية المتعلقة بكل من: عدم تماثل المعلومات، مخاطر السوق، والرافعة المالية، والحجم وبين المتغير التابع: خطر انهيار سعر السهم معبرا عنه باللوغار يتم الانحراف المعياري للسعر المنخفض على لوغار يتم الانحراف المعياري للسعر المرتفع، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).
  - وجود علاقة معنوية سالبة بين المتغيرات المستقلة التفسيرية المتعلقة بكل من: عائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).
  - لا تعاني المتغيرات المستقلة من مشكلة وجود ازدواج خطي Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، حيث إن قيم معاملات الارتباط بين تلك المتغيرات المستقلة لا تزيد عن (٠,٦٦١)، فيما بين المتغيرين المستقلين لكل من: معدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية.
- نتيجة لثبوت وجود علاقات دالة إحصائياً فإنه يمكن تطبيق نماذج البائل لتقدير معاملات النموذج لكل من:

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

### - نموذج التأثيرات الثابتة: Fixed Effect model

يتم الاستعانة بنموذج التأثيرات الثابتة في حالة اختلاف معلمة القطع من مجموعة بيانات مقطعية لأخرى مع بقاء معلمات ميل الانحدار ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، بمعنى التعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجموعات، مع إمكانية استخدام متغيرات وهمية بعدد (N-1) لتجنب الارتباط الخطي التام، مع استخدام طريقة المربعات الصغرى في تقدير معلمات النموذج، بفروض من أهمها أن حد الخطأ يتبع التوزيع الطبيعي بمتوسط حسابي يساوي الصفر وتباين الخطأ يساوي  $\sigma^2$ ، ثبات تباين الخطأ لجميع المشاهدات المقطعية، عدم وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء بين كل مجموعة مشاهدات مقطعية

### - نموذج التأثيرات العشوائية: Random Effect model

يتم الاستعانة بنموذج التأثيرات العشوائية في حالة عدم توافر بعض الفروض التي بني عليها نموذج التأثيرات الثابتة، حيث يعامل معلمة القطع أو الجزء الثابت، كمتغير عشوائي بمتوسط حسابي  $\mu$ ، وحد الخطأ  $V_i$ ، وذلك يطلق عليه أحياناً نموذج مكونات الخطأ بسبب أن النموذج به حدين للخطأ هما  $V_i$ ،  $\epsilon_{it}$ ، مع استخدام طريقة المربعات الصغرى المعممة (GLS) في تقدير معلمات النموذج، لقياس التأثير المعنوي لمؤشرات النموذج على المتغير التابع: خطر انهيار سعر السهم معبرا عنه باللوغاريتم الانحراف المعياري للسعر المنخفض على لوغاريتم الانحراف المعياري للسعر المرتفع.

### - نموذج العزوم المعممة: Panel Generalized Method of Moments

نظراً لأن نماذج الانحدار الخطية المعتمدة على طريقة المربعات الصغرى العادية أو المعممة تشترط توافر الفرضيات المتعلقة بالخطأ العشوائي، من حيث أن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية يساوي الصفر، واعتدالية توزيع البواقي، وتجانس أو ثبات تباين الخطأ، وعدم وجود ارتباط ذاتي أو تسلسلي بين الأخطاء العشوائية، كذلك ينبغي أن تكون البواقي غير مرتبطة بالمتغيرات المستقلة، وأن المتغيرات المستقلة أحادية الاتجاه نحو المتغير التابع، بمعنى أنه لا توجد علاقات ثنائية الاتجاه بينهما، ومن ثم في حالة عدم توافر تلك الشروط، فإن المعلمات المقدرة بالنموذج تتصف بعدم الكفاءة، والتحيز، وعدم الاتساق، وعدم الكفاية.

ولعلاج تلك المشكلات المتعلقة بفروض نموذج المربعات الصغرى، تم الاعتماد على نماذج البنائ الديناميكية، التي تستخدم المتغيرات القياسية (الوسيلة) instrumental variables، غير المرتبطة بالبواقي لحساب المعلمات المقدرة بالمرحلة الأولى، بمعنى قياس تأثير المتغيرات الوسيطة على المتغيرات المستقلة التفسيرية، ثم استخدام تلك القيم المقدرة في حساب نموذج الانحدار الخطي للمتغير التابع (المرحلة الثانية)، باعتبار أن القيم المقدرة متغير تفسيري للمتغير التابع، ومن ثم التخلص من مشكلة ارتباط المتغيرات المستقلة بالبواقي.

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

يوجد العديد من النماذج الإحصائية التي تستخدم المتغيرات القياسية في تقدير معاملات النموذج، ومنها طريقة المربعات الصغرى على مرحلتين (TSLs)، وطريقة العزوم المعممة (GMM)، وطريقة الإمكان الأعظم المحدود المعلومات (LIML) بهدف الحصول على تقديرات تتصف بالكفاءة والاتساق وعدم التحيز.

نموذج البيانات المقطعية ذو التأثيرات الثابتة مقابل نموذج التأثيرات العشوائية:

جدول رقم (8)

نموذج التأثيرات الثابتة مقابل نموذج التأثيرات العشوائية بطريقة المربعات الصغرى الكلي

أولاً: نموذج التأثيرات الثابتة					
VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
1.255222	0.0016**	3.196641	0.324778	1.038198	عدم تماثل المعلومات: X1
1.126304	0.7352	-0.338605	1.360865	-0.460796	عائد السوق: X2
1.129888	0.1731	-1.365885	0.003260	-0.004453	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: X3
1.056192	0.2956	1.047905	0.022461	0.023537	مخاطر السوق X4
1.925599	0.5092	0.660927	0.081129	0.053620	معدل العائد على الأصول x5
2.022971	0.3970	-0.848410	0.036077	-0.030608	معدل العائد على حق الملكية x6
1.085079	0.5564	-0.588944	0.021475	-0.012648	الرافعة المالية x7
1.161253	0.5597	-0.584006	0.010076	-0.005885	الحجم x8
--	٠,٠٠١***	15.00737	0.072150	1.082784	C
R2=50,5% F-test= 3.37 sig=0.001*** RMSE=0.043 U= 0.022 DW=2.27JB=41.89 SIG=001*** BGSC Ftest=0.183 SIG=0.83 Heteroskedasticity Test: BPG F-test=1.33 Sig=0.22 Ramsey RESET Test F test=1.93 Sig=0.054)					
Y1 = 1.03819794848*X1 - 0.460796229363*X2 - 0.00445282464395*X3 + 0.0235366541723*X4 + 0.0536202515898*X6 - 0.0306080102236*X7 - 0.0126477733361*X8 - 0.00588463139388*X9 + 1.08278387582					
ثانياً: نموذج التأثيرات العشوائية					
VIF	Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
1.255222	0.0008***	-3.392963	0.235718	0.799782	عدم تماثل المعلومات: X1

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

1.126304	0.0023**	-3.064780	0.459230	-1.407439	عائد السوق: X2
1.129888	0.0128*	-2.502290	0.002374	-0.005939	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: X3
1.056192	0.0465*	1.997771	0.019236	0.038429	مخاطر السوق X4
1.925599	0.0811	1.749700	0.065920	-0.115340	معدل العائد على الأصول x5
2.022971	0.0260*	-2.235415	0.023928	-0.053489	معدل العائد على حق الملكية x6
1.085079	0.0323*	-2.147076	0.004624	0.009931	الرافعة المالية x7
1.161253	0.0220*	-2.300294	0.004076	0.009376	الحجم x8
--	٠,٠٠١***	46.53894	0.022209	1.033605	C

R2=59,1% F-test= 4.25 sig=0.001\*\*\* RMSE=0.045 U= 0.023 DW=1.83V JB=0.82 SIG=0.66  
BGSC Ftest=2.63 SIG=0.096 Heteroskedasticity Test: BPG F-test=1.25 Sig=0.27 Ramsey RESET  
Test F test=1.69 Sig=0.092

$$Y1 = 0.799781851675*X1 - 1.40743896096*X2 - 0.00593927142146*X3 + 0.038428965945*X4 + 0.0534889038698*X7 + 0.0099311304058*X8 + 0.009376*X9 + +- 0.115339782462*X6 - 1.03360522003$$

\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥). \*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠١). \*\*\*دالة عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١).

يتضح من الجدول رقم (٦) ما يلي:

- أن المتغيرات المستقلة بنموذجي التأثيرات الثابتة مقابل نموذج التأثيرات العشوائية تفسر نسبة تتراوح بين (٥١-٥٩٪) من التغير الكلي في المتغير التابع: خطر انهيار سعر السهم. وباقي النسبة يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج بيانات البائل وفق التأثيرات الثابتة أو العشوائية.
- أن قيمة اختبار (F-test) تتراوح بين (٤,٢٥-٣,٤) وهي ذات معنوية عند مستوى أقل من (٠,٠٠١) مما يدل على تأثير المتغيرات المستقلة ككل، على المتغير التابع خطر انهيار سعر السهم.
- أن المتغيرات المستقلة باستخدام اختبار (t-test) ذات التأثير المعنوي الموجب في نموذج بيانات البائل وفق التأثيرات الثابتة هي: عدم تماثل المعلومات، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥)، مقابل نموذج التأثيرات العشوائية حيث التأثير المعنوي الموجب لكل من: عدم تماثل المعلومات، ومخاطر السوق، والرافعة المالية، والحجم، عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥)



د. سلمى علي الدين سيد أحمد

، كذلك التأثير المعنوي السالب لكل من: عائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية، عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥).

- أن القيمة المحسوبة لاختبار Durbin-Watson Test لقياس الارتباط الذاتي بين الأخطاء Autocorrelation تتراوح بين (٢,٢٧-١,٨٣) ، اي اكبر من الحد الأعلى للقيمة الجدولية التي تتراوح بين (١,٥٨-١,٧٧) ، وعند مستوى معنوية (١٪) ، مما يدل على قبول فرض عدم القائل بوجود ارتباط تسلسلي بين بواقي النموذج.

### 6/11- اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات Cross-Section Dependence Test:

جدول رقم (9)

نتائج اختبار ارتباط البواقي داخل القطاعات بنموذج التأثيرات الثابتة مقابل نموذج التأثيرات العشوائية

مقابل نموذج التأثيرات العشوائية			نموذجي التأثيرات الثابتة			النموذج
القرار الإحصائي	مستوى المعنوية	القيمة المحسوبة	القرار الإحصائي	المعنوية	القيمة المحسوبة	الاختبار
قبول H0	0.9278	0.090600	قبول H0	0.3550	-0.924927	Pesaran CD

يتضح من الجدول رقم (9)

- أن القيمة المحسوبة بإجراء اختبار Pesaran CD ، لقياس ارتباط البواقي داخل القطاعات غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥) ، مما يدل على قبول فرض عدم وجود ارتباط بين البواقي في قيم المتغير التابع داخل القطاعات بنموذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

- تتراوح قيمة Theil's inequality U لقياس دقة التقديرات (٠,٠٢٢-٠,٠٢٣) ، وهي قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة توفيق نموذج PANEL Data وفق التأثيرات الثابتة، بنسبة لا تقل عن (٩٧٪) بنموذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

- أن المتغيرات المستقلة المقبولة من خلال معامل تضخم التباين (VIF) لا تعاني من مشكلة الازدواج الخطي في أي من هذه المتغيرات حيث أن قيم VIF أقل من (١٠) مما يدل على عدم وجود مشكلة ازدواج خطي خطير بالنموذج.

- لا يوجد ارتباط تسلسلي في سلسلة البواقي للمتغير التابع : خطر انهيار سعر السهم ، وهي غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥) ، باستخدام اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test ومن ثم قبول فرض عدم كلاً من : نموذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

- أن مستوى المعنوية لاختبارات كل من : Scaled ، Obs\*R-squared ، F-statistic ، explained SS أكبر من (٠,٠٥)، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على ثبات تباين أخطاء نموذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

- أن مستوى المعنوية لاختبارات كل من : Likelihood ratio ، F-statistic ، t-statistic أكبر من (٠,٠٥) ، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على كفاية وملائمة المتغيرات المستقلة بالنموذج ، ودقة توصيف النموذج وفق نموذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

#### 7/11 اختبار Hausman Test:

يستخدم اختبار Hausman لمعرفة أي من التأثيرات أكثر ملائمة لتقدير معاملات النموذج سواء كانت نماذج التأثيرات الثابتة ام التأثيرات العشوائية ، بناءً على فرضية العدم بملائمة نموذج التأثيرات العشوائية ، ولمعلمة اختبار مربع كاي بدرجات حرية حسب عدد المتغيرات المستقلة ، إجمالاً وتفصيلاً ، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (10)

#### نتائج اختبار Hausman Test على المستوى الإجمالي

القرار	المعنوية	درجات الحرية	القيمة	ملخص الاختبار
قبول H0	0.4172	8	8.167974	التأثير العشوائي وفق الزمن

يتضح من الجدول رقم (10) أن القيمة المحسوبة لاختبار Hausman Test ، غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥) ، ومن ثم قبول فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية ، ورفض الفرض البديل القائل بأفضلية نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البائل، على المستوى الكلي ، وتفصيلاً كما بالجدول رقم (11):

جدول رقم (11)

#### نتائج اختبار Hausman Test على مستوى المؤشرات

القرار	مستوى	Var(Diff.)	Random	Fixed	المؤشرات
قبول H0	0.3804	0.010902	-0.799782	-0.891362	عدم تماثل المعلومات: X1
قبول H0	0.0396	0.144102	-1.407439	-0.626214	عائد السوق: X2
قبول H0	0.3447	0.000004	-0.005939	-0.003942	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: X3
قبول H0	0.4087	0.000072	0.038429	0.031412	مخاطر السوق X4
قبول H0	0.2030	0.002162	0.115340	0.056148	معدل العائد على الأصول x5
قبول H0	0.1482	0.000354	-0.053489	-0.026279	معدل العائد على حق الملكية x6
قبول H0	0.7394	0.000208	-0.009931	-0.014733	الرافعة المالية x7
قبول H0	0.7283	0.000064	-0.000006	-0.002784	الحجم x8

يتضح من الجدول رقم (11) ما يلي:

أن القيمة المحسوبة لاختبار Hausman Test ، غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥) ، لمؤشرات النموذج المتعلقة بكل من: خطر انهيار سعر السهم ، وعدم تماثل المعلومات ، وعائد السوق ، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومخاطر السوق ، ومعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حق الملكية ، والرافعة المالية ، والحجم، ومن ثم إمكانية قبول فرضية العدم المؤيدة لأفضلية نموذج التأثيرات العشوائية لبيانات البائل.

8/11 اختبار معنوية العلاقة بين المتغيرات المستقلة والبواقي الناجمة عن نموذج التأثيرات العشوائية :

جدول رقم (12)

معاملات الارتباط بين المستقلة والبواقي الناجمة عن نموذج التأثيرات العشوائية

القرار الإحصائي	مستوى المعنوية	معامل ارتباط بيرسون	مؤشرات المتغيرات المستقلة
رفض H0	***0.001	0.210678	عدم تماثل المعلومات: X1
رفض H0	***0.001	-0.242571	عائد السوق: X2
رفض H0	***0.001	-0.127333	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية: X3
رفض H0	***0.001	0.325296	مخاطر السوق X4
رفض H0	***0.001	0.410019	معدل العائد على الأصول x5
رفض H0	***0.001	-0.230884	معدل العائد على حق الملكية x6
رفض H0	***0.001	0.364840	الرافعة المالية x7
رفض H0	***0.001	0.373528	الحجم x8

يتضح من الجدول رقم (12) أنه يوجد علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة التفسيرية المتعلقة بكل من: وعدم تماثل المعلومات، وعائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومخاطر السوق ، ومعدل العائد على الأصول ، ومعدل العائد على حق الملكية ، والرافعة المالية ، والحجم وبين البواقي الناجمة عن نموذج التأثيرات العشوائية ، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٠١)، ومن ثم ارتباط البواقي بالمتغيرات المستقلة، الأمر الذي يترتب عليه ضرورة الاعتماد على نماذج البائل الديناميكية، ومن أهمها: نموذج العزوم المعممة: GMM التي تستخدم المتغيرات القياسية أو الوسيطة instrumental variables ، غير المرتبطة بالبواقي لحساب المعلمات المقدرة بالمرحلة الأولى ، ثم استخدام تلك القيم المقدرة في حساب نموذج الانحدار الخطي للمتغير التابع (المرحلة الثانية)، ومن ثم التخلص من مشكلة ارتباط المتغيرات المستقلة بالبواقي، وذلك على النحو التالي:

- نموذج العزوم المعممة: GMM كعلاج لمشكلة ارتباط البواقي بالمتغيرات المستقلة  
:Endogeneity

جدول رقم (13)

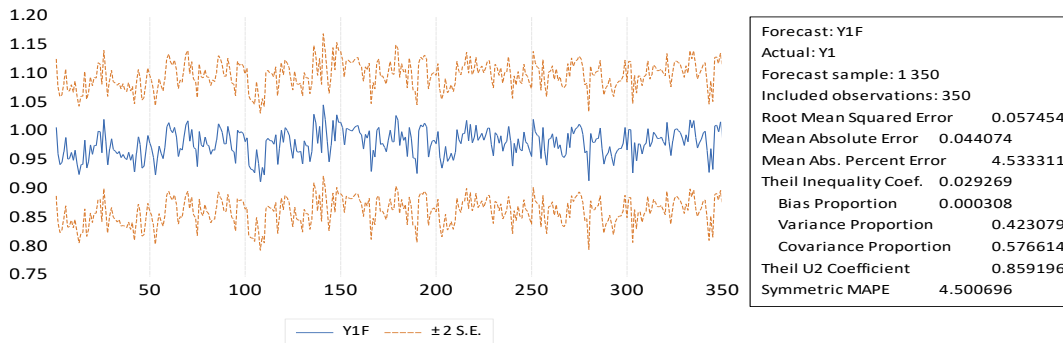
نموذج العزوم المعممة: GMM لقياس المؤشرات ذات التأثير على المتغير التابع

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.0009***	3.474716	0.110898	0.385339	(-1) Y1
0.0335*	-2.169379	0.012534	-0.027191	(-2) Y1
0.001***	-4.321799	0.124901	0.539797	عدم تماثل المعلومات: X1
0.0118*	-2.582589	1.502976	-3.881570	عائد السوق: X2
0.001***	5.501262	0.001189	-0.006541	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية:
0.0004***	3.730633	0.003382	0.012617	مخاطر السوق X4
0.0015**	-3.305087	0.056502	-0.186744	معدل العائد على الأصول x5
0.0059**	-2.837485	0.003372	-0.009568	معدل العائد على حق الملكية x6
0.0118*	-2.583399	0.001277	0.003299	الرافعة المالية x7
0.0063**	-2.814354	0.006033	0.016979	الحجم x8
0.9317	-0.086077	0.012770	-0.001099	@LEV(@ISPERIOD("2022"))
0.0767	1.797278	0.010497	0.018866	@LEV(@ISPERIOD("2023"))
R2=61.2 RMSE=0.057 U= 0.013 DW=2.32 JB=1.24 SIG=0.54 BGSC Ftest=0.025 SIG=0.87 Heteroskedasticity Test: BPG F-test=1.09 Sig=0.37 J-stats=1.06 sig=0.492 (%) Cragg-Donald F-stat=42.45 with Stock-Yogo critical values =19.93				
DADJ(Y1) = 0.385339044976*@DADJ(Y1(-1)) - 0.0271912446492*@DADJ(Y1(-@ 2)) + 0.539796720309*@DADJ(X1) - 3.88157035382*@DADJ(X2) - 0.00654105404564*@DADJ(X3) + 0.0126170878817*@DADJ(X4) - 0.186744103356*@DADJ(X6) - 0.00956812945605*@DADJ(X7) + 0.00329898979061*@DADJ(X8) + 0.0169787170077*@DADJ(X9) - ("2023")0.00109916554178*@ISPERIOD("2022") + 0.0188659084781*@ISPERIOD				

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

يتضح من الجدول رقم (13) ما يلي:

- أن المتغيرات المستقلة بنموذج العزوم المعممة: GMM تفسر نسبة تتراوح بين (٥١-٥٩٪) من التغير الكلي في المتغير التابع: خطر انهيار سعر السهم. وباقي النسبة يرجع إلى الخطأ العشوائي في المعادلة أو ربما لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من المفروض إدراجها ضمن النموذج أو لاختلاف طبيعة نموذج الانحدار عن نموذج بيانات البانل الديناميكي.
- يوجد تأثير معنوي موجب لكل من: عدم تماثل المعلومات، ومخاطر السوق، والرافعة المالية، والحجم، خطر انهيار سعر السهم بفترة إبطاء واحدة، عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥)، كذلك يوجد تأثير معنوي سالب لكل من: عائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية، وخطر انهيار سعر السهم عند فترة الإبطاء الثانية، عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥)
- تتراوح قيمة Theil's inequality U لقياس دقة التقديرات (٠,٠٢٩)، وهي قيمة تقترب من الصفر مما يدل على دقة التقديرات وجودة توفيق نموذج العزوم المعممة، بنسبة لا تقل عن (٩٧٪) من التغيرات التي تطرأ على قيم المتغير التابع.



شكل رقم (2)

مؤشرات القيم المتوقعة لنموذج العزوم المعممة: GMM بحد ادنى وحد اعلى (2S.E.)

- يتضح من اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test أنه لا يوجد ارتباط تسلسلي في سلسلة البواقي للمتغير التابع: انهيار سعر السهم، حيث أن قيمة اختبار (٠,٠٢٥)، وهي غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥)، ومن ثم قبول فرض العدم وفق نموذج العزوم المعممة.
- لا يوجد ارتباط تسلسلي في سلسلة البواقي للمتغير التابع: خطر انهيار سعر السهم، حيث أن قيمة اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test (٠,٠٢٥)، وهي غير دالة عند مستوى معنوية أكبر من (٠,٠٥)، ومن ثم قبول فرض العدم وفق نموذج العزوم المعممة.

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

- بإجراء اختبار Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey لقيم الأخطاء بنموذجي البائل، نجد أن مستوى المعنوية للقيم المحسوبة وفق اختبارات كل من : F-statistic ، Obs\*R-squared ، Scaled explained SS أكبر من (٠,٠٥)، مما يدل على قبول فرض العدم الذي ينص على ثبات تباين أخطاء نموذج العزوم المعممة.
- أن المتغيرات التنبؤية باستخدام اختبار J-statistic من حيث المؤشرات محل الدراسة تُعتبر متغيرات خارجية، exogenous variables، غير مرتبطة بحد الخطأ.
- يمكن تشخيص مدى صلاحية المتغيرات القياسية الوسيطة من حيث الضعف والقوة أثناء تقدير معلمات نموذج العزوم المعممة . تتضمن هذه المعلومات إحصائية Cragg-Donald، والقيم الحرجة المرتبطة بها من Stock and Yugo، ومعايير اختيار العزوم Moment selection criteria (MSC). تتوفر إحصائية Cragg-Donald وقيمها الحرجة للمعادلات المقدرّة بواسطة TSLS أو GMM أو LIML، ولكن معايير اختيار العزوم متاحة فقط للمعادلات المقدرّة بواسطة TSLS أو GMM.
- وباختبار Cragg-Donald المقترحة من Stock and Yugo حول وجود متغيرات قياسية ضعيفة كمقياس لصلاحية المتغيرات القياسية الوسيطة في الانحدار المتعلق بالمتغيرات المستقلة، وتبني الفرضية الصفرية (H0) هي أن المتغيرات القياسية ضعيفة، والفرضية البديلة (H1) هي أن المتغيرات القياسية ليست ضعيفة. ونظرًا لأن القيمة المحسوبة لإحصائية F-Cragg-Donald stat أكبر من القيم الحرجة لـ Stock-Yugo عند مستوى (١٠٪)، (١٩,٩٣)، فإننا سنرفض الفرضية الصفرية التي تفيد بأن المتغيرات القياسية ضعيفة.

## 12-النتائج النهائية

- اسفرت النتائج عن أفضلية نموذج التأثيرات العشوائية من نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات البائل. بالإضافة إلى نموذج العزوم المعممة: GMM كإحدى نماذج البائل الديناميكية التي تستخدم المتغيرات القياسية أو الوسيطة instrumental variables، غير المرتبطة بالبقايا لحساب المعلمات المقدرّة بالمرحلة الأولى، ثم استخدام تلك القيم المقدرّة في حساب نموذج الانحدار الخطي للمتغير التابع (المرحلة الثانية).
- هناك تأثير معنوي موجب لعدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم بفترة إبطاء واحدة، حيث يزداد خطر انهيار سعر السهم مع ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية، ولعل تلك النتيجة جاءت غير متفقة مع الفرض الأول للبحث القائل: "ليس هناك تأثير ذات دلالة إحصائية لعدم تماثل المعلومات على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية"، كما كانت غير مؤيدة لنظرية كفاءة السوق، فأسعار الأسهم لاتعكس كافة المعلومات المتاحة في السوق، مما قد يؤدي إلى إنحراف أسعار الأسهم عن قيمه الجوهرية وبالتالي ارتفاع خطر انهيار سعر السهم، بينما جاءت النتائج متفقة مع نظرية

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

الوكالة التي تبرز الصراع بين حملة الأسهم والمديرين مما يساهم في تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات ,ودعمت النتائج الدراسات السابقة مثل دراسة كل من سليمان, وليد شحاته ومحمد قاسم (٢٠٢٠), (2021), He et al., في حين اختلفت مع دراسة (Saleeb, , Li et al., (2023) (2024)

- هناك تأثير معنوي موجب للمتغيرات الحاكمة لكل من: مخاطر السوق، والرافعة المالية، والحجم، خطر انهيار سعر السهم بفترة إبطاء واحدة , ولعل تلك النتيجة جاءت غير متفقة مع **الفرض الثاني للبحث القائل:** ليس هناك تأثير ذات دلالة إحصائية للمتغيرات الحاكمة المتعلقة بكل من: الحجم ، الرفع المالي ، ومخاطر السوق على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية, بينما جاءت متفقة مع دراسة كل من (Shi et al., (2023).
- هناك تأثير معنوي سالب للمتغيرات الحاكمة لكل من: عائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية على خطر انهيار سعر السهم عند فترة الإبطاء الثانية ، ولعل تلك النتيجة جاءت غير متفقة مع **فرض البحث القائل:** ليس هناك أثر ذات دلالة إحصائية للمتغيرات الحاكمة المتعلقة بكل من: عائد السوق، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومعدل العائد على الأصول، ومعدل العائد على حق الملكية ، على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية , بينما جاءت متفقة مع دراسة Saleeb, (2024)

### 13- توصيات البحث

- تسليط الضوء في مجالس إدارات الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية على انهيار أسعار الأسهم تجنباً لارتفاع المخاطر.
- اتخاذ كافة الاجراءات القانونية من الهيئة العامة للرقابة المالية للحد من سلوك المديرين نحو حجب الأخبار وانعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم
- اتخاذ كافة الاجراءات القانونية من الهيئة العامة للرقابة المالية للحد من عدم نشر المعلومات ، والعمل على إتاحتها للجمهور المستفيدين، مع إمكانية العمل على إنشاء واستحداث جهة إعلامية محايدة وذات مصداقية تختص بذلك.
- العمل على استخدام الإفصاح الإلكتروني داخل السوق .
- الاهتمام بالمعلومات غير المالية، على اعتبار أن سعر السهم داخل البورصة يعكس كافة المعلومات المالية .
- اهتمام البورصة المصرية بتعديل آليات التأثير السلبي نحو حجب الأخبار السيئه مستغلة بذلك عدم تماثل المعلومات ،لتجنب ارتفاع مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

د. سلمى علي الدين سيد أحمد

#### 14- بحوث مستقبلية

- دراسة أثر عدم تماثل المعلومات على التقلب في خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية , وتطبيقها على بيانات و شركات أخري لفترات زمنية مختلفة عن فترة الدراسة الحالية .
- دراسة دراسة أثر عدم تماثل المعلومات على التقلب في خطر انهيار سعر السهم في القطاعات المالية المصرفية الأخرى .
- دراسة أثر عدم تماثل المعلومات على التقلب في خطر انهيار سعر السهم كدراسة مقارنة بين العديد من الدول العربية والأجنبية.
- دراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وكفاءة الأسواق المالية.
- دراسة المسببات الأخرى التي قد تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم.

#### 15-مراجع البحث

##### 1/15المراجع العربية:

- عبدالناصر, أميمة. (2022). التقارير المتكاملة وتخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات المحاسبية بسوق الأوراق المالية المصري "دراسة نظرية. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية, كلية التجارة , جامعة الإسكندرية, العدد الثالث, المجلد ٦.
- أحمد, عبد الرحمن أحمد. (2014). تحليل دور الإفصاح عن تقرير تعليقات الإدارة في تخفيض عدم تماثل المعلومات في البورصة المصرية : دراسة نظرية و ميدانية. مجلة البحوث التجارية المعاصرة كلية تجارة جامعة سوهاج, العدد الأول, المجلد ٢٨.
- عبد الحليم, حامد. (2022). أثر قابلية القوائم المالية للمقارنة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية, كلية التجارة وإدارة الأعمال, جامعة حلوان, العدد الاول, المجلد ٣٦.
- القوائم المالية وتقارير مجالس إدارة الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية). منعام ٢٠١٩ وحتى عام ٢٠٢٣).
- الوكيل, حسام السعيد. (2023). أثر الإفصاح عن أداء الإستدامة على عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة في سوق الاوراق المالية المصرية. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية, كلية التجارة وإدارة الأعمال, جامعة حلوان, العدد الرابع, المجلد ٣٥.
- تقرير البورصة المصرية. (2023) .
- تقرير الهيئة العامة للرقابة المالية. (2023) .
- سليمان, وليد شحاته, محمد قاسم. (2020). دور جودة المراجعة في تقليل عدم تماثل المعلومات وانعكاسها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. الفكر المحاسبى., (3)24, 796-832 .



د. سلمى علي الدين سيد أحمد

- 
- 
- صلاح, نفين. (2023). أثر غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر إبهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالسوق المصرية. *المجلة العلمية للبحوث التجارية, كلية التجارة, جامعة المنوفية, العدد الرابع, المجلد ١٠*.
  - عوض, حمدي محمد. (2023). تأثير جودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية, كلية التجارة, جامعة الإسكندرية, العدد الأول, المجلد ٧*.
  - مرسي, محمد محمود. (2014). دراسة تحليلية أثر عدم تماثل المعلومات المحاسبية على أسعار الأسهم للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية, *جامعة السويس, كلية التجارة, رساله ماجستير غير منشورة*.
  - يونس, محمد عبد الحميد. (2023). دور الإفصاح الإختياري عن البيانات غير الجوهرية في زيادة عدم تماثل المعلومات في أسواق الأوراق المالية الناشئة. *مجلة البحوث المالية والتجارية, كلية التجارة, جامعة بورسعيد, العدد الثاني, المجلد ٢٤*.
- 2/15 المراجع الأجنبية:**

- Andraszewicz, S. (n.d.). Stock Markets, Market Crashes, and Market Bubbles. *Psychological perspectives on financial decision making*, 205-231.
- Arianwuri, F. G. (2017). The determinants stock price crash risk of the manufacturing firms in Indonesia. *Jurnal Keuangandan Perbankan*, 575-586, 21(4).
- Balachandran, B. D. (2020). Does takeover activity affect stock price crash risk? Evidence from international M&A laws. *s. Journal of Corporate Finance*, 101697, 64.
- Boateng, R. N. (2022). Corporate governance and voluntary disclosures in annual reports: a post-International Financial Reporting Standard adoption evidence from an emerging capital market. *International Journal of Accounting & Information Management*, 252-276, 30(2),.
- Cao, T. N. (2023). Information asymmetry on the link between corporate social responsibility and stock price crash risk. *Cogent Economics & Finance*, 2230727, 11(2).
- Chauhan, Y. K. (2017). Stock liquidity and stock price crash-risk: evidence from India. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 41, 70-81.

- 
- 
- Chen, J. H. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381.
  - Cui, X. S. (2022). Positive information shocks, investor behavior and stock price crash risk. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 197, 493-518.
  - Dang, V. L. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24 No, 451-484.
  - Fama, E. F. (1970). Efficient market hypothesis: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 28-30.
  - Habib, A. H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, Accounting & Finance, 211-251.
  - Habib, A. M. (2019). Postoperative prophylactic antibiotics for facial fractures: a systematic review and meta-analysis. *The Laryngoscope*, 129(1), 82-95.
  - He, F. F. (2022). Information disclosure source, investors searching and stock price crash risk. *Economics Letters*, 210, 110202.
  - Huang, S. &. (2021). Impact of COVID-19 on stock price crash risk Evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 105431, 101.
  - Ishmail, D. M. (2024). Financial Risk, Firm Size and Financial Performance of Microfinance Banks in Kenya (Doctoral dissertation, , JKUAT-COHRED).
  - Jensen, M. a. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. , *Journal of Financial Economics*, 3 No. 4, 305-360.
  - Jin, L. &. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292.
  - Jin, X. L. (2022). Management geographical proximity and stock price crash risk. *China Finance Review International*, 12(4), 601-622.
  - Khodarahmi, B. F. (2016). The impact of information asymmetry on the future stock price crash risk of listed companies in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing*, 4(3), 39-58.
  - Kim, C. W. (2019). Readability of 10-K reports and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, . 36 No, 1184-1216.

- 
- 
- Kiswanto, K. &. (2019). The influence of earnings management and asymmetry information on the cost of equity capital moderated by disclosure level. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 23(1), 123-137.
  - Kothari, S. S. (2009). Do managers withhold bad news?., *Journal of Accounting Research*, 47 No., . 241-276.
  - Lee, S. M. (2020). Customer concentration and stock price crash risk. *Journal of Business Research*, 110, 327-346.
  - Li, J. Z. (2023). Information interaction among institutional investors and stock price crash risk based on multiplex networks. *International Review of Financial Analysis*, 102780., 89.
  - Li, X. X. (2020). Risk factors for severity and mortality in adult COVID-19 inpatients in Wuhan. *Journal of Allergy and Clinical Immunology*, 146(1), 110-118.
  - Liang, S. J. (2021). Large shareholders' tunneling and stock price crash risk. *China Journal of Accounting Studies*, 9(4), 469-489.
  - Liu, J. a. (2021). Managerial ability and stock price crash risk – the role of managerial overconfidence. *Review of Accounting and Finance*, 20 No., 167-193.
  - Liu, Z. H. (2021). The impact of COVID-19 on the stock market crash risk in China. *Research in international Business and Finance*,, 101419., 57.
  - Martínez-Ferrero, J. R.-A.-S. (2018). Corporate social responsibility disclosure and information asymmetry: the role of family ownership. *Review of Managerial Science*, 12, 885-916.
  - McColgan, P. (2001). Agency theory and corporate governance: a review of the literature from a UK perspective. *Department of Accounting & Finance, University of Strathclyde, Glasgow*.
  - Melegy, M. &. (2020). Measuring the effect of disclosure quality of integrated business reporting on the predictive power of accounting information and firm value. *Management Science Letters*, 10(6), 1377-1388.
  - Murata, R. &. (2021). ESG disclosures and stock price crash risk. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(2), 70.

- 
- 
- Njah, M. &. (2019). Large institutional investors and the pressure to manage earnings surrounding seasoned equity offerings. *International Journal of Law and Management*, 61(2), 402-420.
  - Richardson, G. O. (2022). The effect of accounting fraud on future stock price crash risk. *Economic Modelling*, 106072., 117.
  - Robin, A. J. (2015). Do industry-specialist auditors influence stock price crash risk?. Auditing. *A Journal of Practice & Theory*, 34(3), 47-79.
  - Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1).
  - Saleeb Agaiby Bakhiet, B. (2024). Financial statements readability and stock price crash risk: the mediating roles of information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
  - Saleem, S. &. (2021). Information risk and cost of equity: The role of stock price crash risk. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(1), 623-635.
  - Shi, X. C. (2023). The influence of lazy information disclosure on stock price crash risk. *Empirical evidence from China. Plos one*, 18(8), e0288552.
  - Smales, L. A. (2022). Investor attention and cryptocurrency price crash risk: a quantile regression approach. *Studies in Economics and Finance*, 39(3), 490-505.
  - Suharsono, R. S. (2020). Voluntary disclosure, financial reporting quality and asymmetry information. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(12), 1185-1194.
  - Wu, K. F. (2022). Does the digital transformation of enterprises affect stock price crash risk? . *Finance Research Letters*, 102888., 48.
  - Xu, J. a. (2019). The impact of CEO pay and its disclosure on stock price crash risk: evidence from China. *China Finance Review International*, 9 No.4, 479-497.
  - Yildiz, Y. &. (2020). Environmental policies, national culture, and stock price crash risk: Evidence from renewable energy firms. *Business Strategy and the Environment*, 29(6), 2374-2391.

- 
- 
- Yuan, L. T. (2024). Narrative innovation disclosure and stock price crash risk: Evidence from Chinese listed firms. *Research in International Business and Finance*, 102479, 71.
  - Zaman, R. A. (2021). Does corporate eco-innovation affect stock price crash risk? *The British Accounting Review*, 29(6), 2374-2391.
  - Zhang, Y. &. (2023). Collusion or monitoring? Connected institutional investors and stock price crash risk in China. *Systems Research and Behavioral Science*, 40(6), 901-923.
  - Zhao, L. N. (2024). Institutional investor association and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Eastern European and Central Asian Research (JEECAR)*, 11(3), 493-507.
  - Zhu, Y. W. (2017). Media sentiment, institutional investors and probability of stock price crash: evidence from Chinese stock markets. *Accounting & Finance*, 57(5), 1635-1670.
  - Zia, F. V. (2020). The effect of sustainability reporting on reducing information asymmetry of companies listed in Tehran Stock Exchange.

---

---

**Abstract:**

The aim of this research is to examine the impact of information asymmetry on the risk of stock price crash risk for companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2019 to 2023, using the Generalized Method of Moments (GMM) model as one of the dynamic panel models that uses instrumental variables (IVs) that are uncorrelated with the residuals to estimate the parameters in the first stage. These estimated values are then used to calculate the linear regression model for the dependent variable. The research found a positive and statistically significant effect of information asymmetry on the risk of stock price crash with a one-period lag. It also found a significant positive impact of the control variables related to market risk, financial leverage, and firm size on the risk of stock price crash with a one-period lag. On the other hand, the control variables related to market return, market-to-book ratio, return on assets, and return on equity showed a negative effect on the risk of stock price crash with a two-period lag. The research recommended adjusting the mechanisms of the negative effect by withholding bad news in the Egyptian stock market, thus taking advantage of information asymmetry to avoid increasing the risks of stock price crash.