



دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

إعداد

د. مارينا عادل إبراهيم بشاي

مدرس المحاسبة

كلية التجارة، جامعة القاهرة

marina_adel_bshay@foc.cu.edu.eg

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الثاني – الجزء الثاني - يوليو ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

بشاي، مارينا عادل إبراهيم (٢٠٢٥). دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦ (٢) ج ٢، ١١٥٩-١٢٠٠.

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

دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية

د. مارينا عادل إبراهيم بشاي

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى التحقق من تأثير كل من التحفظ المحاسبي وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك التحقق من الأثر المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفي سبيل تحقيق ذلك تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ٦٣ شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٣ حتى ٢٠٢٢، بإجمالي عدد مشاهدات ٦٣٠ مشاهدة.

توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى مايلي: (١) وجود أثر إيجابي معنوي للتحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أن قيام الشركات باتباع سياسات محاسبية متحفظة يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم. (٢) وجود أثر إيجابي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي؛ نظراً لزيادة علاوة مخاطر السوق خلال هذه الفترات مما يؤثر على سيولة الأسهم وكفاءة سوق المال. (٣) أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يُعدل العلاقة الإيجابية بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أن قيام الشركات باتباع سياسات محاسبية متحفظة في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم.

علاوة على ذلك، أوضحت نتائج الاختبارات الإضافية وجود أثر إيجابي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع ما تم التوصل إليه من خلال الاختبارات الأساسية. وعليه، تشير نتائج الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية لهما أثر إيجابي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

الكلمات المفتاحية: عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، التحفظ المحاسبي، مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

١. الإطار العام للبحث

١/١ المقدمة وطبيعة المشكلة

يُعد انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات التي تحظى اهتماماً كبيراً في الدراسات المالية بسبب تأثيرها على إدارة المخاطر وقرارات الاستثمار والممارسات التنظيمية. لذلك، هناك اهتمام متزايد بهذا النوع من المخاطر وعلاقتها بقيمة الشركة، حيث تفسر مخاطر انهيار أسعار الأسهم جزء كبير من التغير في قيمة حقوق الملكية على مستوى الشركة، وقد عرف حسين (٢٠٢٠) مخاطر انهيار أسعار الأسهم بأنها تلك الظاهرة التي يحدث فيها التواء أو انحراف سالب لعوائد سهم شركة بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة، مما يزيد من احتمالية حدوث انخفاض حاد في سعر سهم الشركة في المستقبل القريب.

ووفقاً لذلك، تتزايد الأدبيات حول محددات مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولعل أهم هذه المحددات التحفظ المحاسبي، وهو أحد أهم السياسات المحاسبية التي تحظى بقبول عام كأحد أهم السمات المميزة للتقارير المالية، وهو إجراء يهدف إلى تعجيل الاعتراف بالآخبار السيئة كالأرباح المحتملة وتأجيل الاعتراف بالآخبار الجيدة كالأرباح المحتملة أو اتباع السياسات المحاسبية التي من شأنها تضخيم قيم الالتزامات والمصروفات أو تدنية قيم الأصول والإيرادات (Beaver & Ryan, 2005).

ووفقاً لهذا المفهوم فإن الشركات عندما تمارس التحفظ المحاسبي يكون من الصعب على مديريها تأجيل الاعتراف بالخسائر والمصروفات حتى نهاية مدتهم الإدارية، لذلك يُعزز التحفظ المحاسبي من إجراءات الرقابة التي تسبق اتخاذ القرار الاستثماري من قبل المديرين، وهو ما يؤدي إلى الحد من احتمالية البدء في مشروعات استثمارية غير مربحة أو ذات صافي قيمة حالية سالبة، والتي تُعد البداية لحدوث انهيار أسعار الأسهم (فرج، ٢٠١٩).

وقد أوضحت الدراسات السابقة (Kim & Zhang, 2016; Gharibi & Nemati, 2015؛ الخشاب، ٢٠٢٣؛ فرج ٢٠١٩) أن ممارسات التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط يمكن أن تحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال دورها في الحد من حوافز المديرين التنفيذيين وقدرتهم على إخفاء الاخبار السيئة، إلا أن المديرين قد يكون لديهم سلوكيات انتهازية تهدف إلى تخفيض قيم الإيرادات والأصول من خلال اتباع سياسات محاسبية متحفظة لتحقيق مصالحهم الشخصية كالتأثير على أسعار أسهم الشركة لإعادة شرائها، ومع استمرار هذه الصورة عن الشركة قد تنخفض القيمة الاقتصادية للشركة ومن ثم يحدث انهيار في سعر سهم الشركة.

يتضح مما سبق تباين نتائج الدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، فعلى الرغم من أن أغلب الدراسات اتفقت على وجود علاقة سلبية بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن هذه العلاقة قد تكون إيجابية إذا كان الهدف من اتباع التحفظ المحاسبي هو سلوك انتهازى للمديرين بهدف تحقيق مصالح خاصة، فضلاً عن ندرة الدراسات التي قامت باختبار هذه العلاقة في البيئة المصرية، كذلك ركزت هذه الدراسات على اختبار أثر التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. ومن ثم يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤل الذي يثار بشأن ما إذا كان مستوى التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط يمكن أن يؤثر مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟ هذا، وقد شهدت الأسواق المالية العديد من الأزمات، سواء على مستوى الأسواق المتقدمة، كما أظهرت بورصة نيويورك خلال الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ (Pattnaik et al., 2020). أو على مستوى الأسواق الناشئة، كما حدث في البورصة المصرية خلال عامي ٢٠٠٦ و ٢٠١١. وهذه الانهيارات لا يمكن أن ترجع إلى المخاطر غير النظامية الكامنة في الأسهم فحسب، بل ترتبط بالمخاطر النظامية^١. حيث عادة ما تعزى مخاطر انهيار أسعار الأسهم التي يواجهها المستثمرون إلى عدم اليقين فيما يتعلق باتجاه السياسة الاقتصادية. ففي الولايات المتحدة، على سبيل المثال، اندلعت الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨ بسبب أزمة الرهن العقاري وتأثيرها على سوق المشتقات. وفي مصر، ساهم عدم اليقين المحيط ببرنامج الخصخصة في حدوث تقلبات كبيرة في السوق.

تُعد السياسات الاقتصادية وسيلة لتنظيم الاقتصاد الكلى، حيث تُعتبر السياسات الاقتصادية عنصراً أساسياً في بيئة الأعمال الخارجية، وقد ازدادت درجة تعقد بيئة الأعمال الاقتصادية في السنوات الأخيرة وأصبحت قابلة للتغيير بصورة مستمرة. مما أدى إلى زيادة المخاطر النظامية والتأثير على السلوك الاستثمارى للشركات نتيجة لتغير توقعاتها بشأن توقيت ومحتوى وتواتر تغيير السياسات الاقتصادية، لذلك عادة ما تولد السياسات الاقتصادية قدراً كبيراً من عدم اليقين الاقتصادي في بيئة الأعمال (عمارة، ٢٠٢٣)

حيث يُعاني الاقتصاد العالمي من حالة عدم يقين مستمرة بشأن السياسات الاقتصادية ناجمة عن الكوارث الطبيعية، والاضطرابات السياسية، والصراعات. منذ الركود الاقتصادي الناجم عن الأزمة المالية عام ٢٠٠٨،

^١ المخاطر النظامية : هي المخاطر "العامة" التي تتعرض لها جميع الشركات بالسوق بصرف النظر عن خصائص الشركة - من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية ... إلخ - وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية، مثل الظروف الاقتصادية أو السياسية، إما المخاطر غير النظامية: وهي المخاطر "الخاصة" التي تواجه شركة معينة، نتيجة لخصائص وظروف تلك الشركة. ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على إستراتيجية التنويع.

والجائحة العالمية الناجمة عن كوفيد-١٩، والحرب في أوكرانيا، والحرب في غزة، أصبح عدم اليقين الاقتصادي وعواقبه على الأسواق المالية محورا رئيسيا في أدبيات التمويل الدولي (Pastor & Veronesi, 2012; Baker et al., 2016; Dang & Nguyen, 2020; Albrecht et al., 2023; Ghani & Ghani, 2024)، ويشير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (Economic Policy Uncertainty "EPU") إلى حالة من الغموض وعدم التأكد بشأن السياسات الاقتصادية الحكومية المستقبلية التي يمكن أن تؤثر على التوقعات الاقتصادية (Baker et al., 2016).

يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على سلوك الشركات والأسواق، لا سيما في الأسواق الناشئة حيث تُراجع وتُعَدّل السياسات الاقتصادية باستمرار. لذلك، يُعدّ فهم تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية أمراً بالغ الأهمية لصانعي السياسات والمستثمرين والشركات، لا سيما في التعامل مع المشهد المعقد للأسواق المالية. وفي هذا الصدد، أوضحت العديد من الدراسات أن أسعار الأسهم تتأثر بشكل كبير بحالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية؛ حيث توصلت بعض من هذه الدراسات إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية؛ وهو ما يعنى وجود علاقة إيجابية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (Liu et al., 2024; Han et al., 2023; Zamani et al., 2022). وعلى العكس من ذلك، توصل البعض الآخر إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية؛ ويشير ذلك إلى وجود علاقة سلبية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم (Otaify & Otake, 2025, Kim et al., 2024; Mou et al., 2021). وبالتالي، ما زال هناك اختلافاً بين الدراسات السابقة حول تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبالنسبة للبيئة المصرية، ترى الباحثة أن ما شهدته السنوات الأخيرة من تقلبات كبيرة في بيئة الأعمال، شملت هذه التقلبات معدلات التضخم، وأسعار الفائدة المحلية، وأسعار الصرف، وما نتج عنها من وجود عدم يقين في السياسة الاقتصادية، قد يؤدي إلى حدوث تعقيدات في بيئة الأعمال ناجمة عن تزايد المخاطر المنتظمة على مستوى المؤسسة وعلى مستوى الأوراق المالية المصدرة وخاصة الأسهم العادية. في ضوء ما سبق، يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤل الذي يُثار بشأن ما إذا كانت حالة عدم اليقين الاقتصادي السائدة يترتب عليها زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟ أم أن حالة عدم اليقين الاقتصادي يترتب عليها الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟ وفي حدود علم الباحثة لا توجد أي دراسات في البيئة المصرية حاولت دراسة هذه العلاقة، وهو ما حفز الباحثة لدراستها واختبرها، من أجل التعرف على أثر عدم اليقين الاقتصادي على سوق الأوراق المالية، خاصة أن اقتصاديات الأسواق الناشئة - مثل مصر - قد شهدت العديد من التقلبات والأزمات نتج عنها زيادة حالة عدم اليقين الاقتصادي.

علاوة على ما سبق، فإن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية التي تمر بها مصر مؤخراً يمكن أن تؤثر على المعلومات المالية المنشورة بالقوائم المالية للشركات؛ حيث يؤدي عدم اليقين الاقتصادي إلى حالة من عدم اليقين في السوق ويجعل من الصعب على المستثمرين تحليل أسواق المال. وبالتالي، تلجأ الشركات إلى تنفيذ سياسات محاسبية أكثر تحفظاً لتعزيز ثقة المستثمرين في السوق، حيث يفضل مستخدمي البيانات المالية، مثل المستثمرين والدائنين، التقارير المالية الأكثر تحفظاً التي تتسم بالشفافية خلال فترات عدم اليقين، مما يدفع الشركات إلى تلبية توقعاتهم، وهذا ما توصلت إليه دراسة كل من (Bermpei et al. (2022); El Ghouli et al. (2021); Ng et al. (2020) أي أن زيادة عدم اليقين الاقتصادي يؤدي إلى زيادة مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية.

على النقيض من ذلك، توصلت دراسة (Kim & An (2025 إلى انخفاض مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي؛ حيث يسعى المديرين خلال فترات عدم اليقين إلى إخفاء الاخبار السيئة وتقديم رؤية متفائلة عن أداء الشركة للأطراف الخارجية، مما يشير إلى وجود علاقة سلبية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومستوى التحفظ المحاسبي.

وعليه، يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤل الذي يُثار بشأن ما إذا كانت العلاقة التفاعلية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية والتحفظ المحاسبي يُمكن أن تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وبمعنى آخر، التحقق مما إذا كان عدم اليقين في السياسة الاقتصادية – كمتغير مُعدل- يمكن أن يؤثر على العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي حدود علم الباحثة لا يوجد أي دراسات سواء عربية أو أجنبية أجريت لاختبار هذه العلاقة، وهو ما يُمثل فجوة بحثية جديدة، وهو ما حفز الباحثة لمحاولة دراسة هذه العلاقة من أجل تغطية هذه الفجوة البحثية.

في ضوء العرض السابق، تتمثل التساؤلات البحثية لهذا البحث فيما يلي:

- ١- هل هناك تأثير للتحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- ٢- هل هناك تأثير لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- ٣- هل يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

٢/١ أهداف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، فإن أهدافه ستكون على النحو الآتي:

- ١- التحقق مما إذا كان التحفظ المحاسبي يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- ٢- التحقق مما إذا كان عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- ٣- التحقق من التأثير المُعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

٣/١ أهمية ودوافع البحث:

يستمد البحث أهميته الأكاديمية من تناوله لأحد الاتجاهات البحثية الحديثة، وهو عدم اليقين في السياسة الاقتصادية؛ حيث يعاني هذا الاتجاه – في حدود علم الباحثة- من ندرة الدراسات السابقة، وخاصة الدراسات التي أجريت في بيئة الأعمال المصرية، ومن ثم فإن تناول هذا الاتجاه وتطبيقه في بيئة الأعمال المصرية بهدف تحديد انعكاساته على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، يأتي في إطار تضيق الفجوة البحثية المرتبطة بهذا الاتجاه البحثي، كما يكتسب البحث أهميته الأكاديمية من خلال المساهمة في فهم تأثير التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، خاصة في ظل وجود ندرة في الدراسات السابقة التي حاولت اختبار هذه العلاقة في البيئة المصرية في حدود علم الباحثة. بالإضافة إلى دراسة الأثر المُعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما قد يُمثل إضافة بحثية جديدة لم تتعرض لها الدراسات السابقة، ومن ثم فتح المجال أمام البحوث المستقبلية لاستكشاف تأثير عوامل أخرى بخلاف عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفيما يتعلق بالأهمية العلمية للبحث، من المتوقع أن تساعد نتائج هذا البحث المستثمرين والجهات التنظيمية المختلفة في تحقيق فهم أفضل لأثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن ثم يمكن للمستثمرين تعديل استثماراتهم، وكذلك تهتم الجهات التنظيمية بتحسين بيئة الاستثمار من خلال الحد من عدم اليقين المرتبط بالسياسات الاقتصادية.

إضافة لما سبق، فقد تزايد في الفترة الأخيرة الاهتمام العالمي بدراسة الآثار والمنافع الاقتصادية للتحفظ المحاسبي بشكل عام، والعلاقة بين التحفظ المحاسبي وأرباح الأسهم بشكل خاص، حيث أصبحت ظاهرة زيادة التحفظ المحاسبي في التقارير المالية من القضايا الرئيسية في الأبحاث المحاسبية المعاصرة خاصة بعد تزايد انهيار العديد من أسواق الأسهم، وتحاول الدراسة الحالية من خلال دراسة أثر التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على مخاطر انهيار الأسهم، بالتطبيق على الشركات المسجلة بالبورصة المصرية، أن تساهم في كشف الأثر الاقتصادي للتحفظ المحاسبي على سوق الأسهم المصري.

٤/١ منهج البحث:

من أجل تحقيق أهداف البحث سوف تعتمد الباحثة على التحليل النظري للدراسات السابقة التي تناولت متغيرات البحث بهدف التعرف على مفاهيم وخصائص المتغيرات البحثية وقياساتها، ومن ثم اشتقاق الفروض البحثية، وذلك حتى يمكن دراسة أثر التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ثم اختبار الأثر المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على تلك العلاقة، ثم إجراء الدراسة التطبيقية لاختبار تلك الفروض على عينة من ٦٣ شركة مصرية مدرجة على مؤشر EGX 100 وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١٣ إلى ٢٠٢٢.

٥/١ حدود البحث:

- يخرج عن نطاق البحث ما يلي:
 - القطاع المالي المُمثل في القطاع المصرفي (البنوك)، والمؤسسات المالية غير المصرفية، وقد تم استبعاد هذه المؤسسات من مجتمع الدراسة، نظراً لما تخضع له هذه المؤسسات من قواعد رقابية تقتضي معها معالجة خاصة لكل نوعية منها فيما يتعلق بتطبيق التحفظ المحاسبي كسياسة محاسبية.
- لا يتطرق البحث الحالي لقياس الآثار الاقتصادية الأخرى للتحفظ المحاسبي؛ مثل المحافظة على السيولة، الحماية من مخاطر الإفلاس، وزيادة كفاءة القرارات الاستثمارية.

٦/١ خطة البحث:

في إطار مشكلة البحث وأهدافه، سوف يتم تنظيم خطة البحث كما يلي، يتناول **القسم الثاني**: الإطار النظري للبحث. أما **القسم الثالث**: يعرض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث، كما يوضح فروض البحث التي تم اشتقاقها وصياغتها. ويتناول **القسم الرابع**: الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث ومناقشة النتائج. أما **القسم الخامس**: يتناول الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية.

٢. الإطار النظري للبحث.

١/٢ مخاطر انهيار أسعار الأسهم

أوضحت بعض الدراسات أن السبب الرئيس لانهيار أسعار الأسهم هو قيام المديرين بحجب المعلومات السيئة عن المستثمرين، وعند الكشف اللاحق عن تلك المعلومات المتراكمة، يحدث انخفاض حاد في القيمة السوقية للشركة، مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم (Callen & Fang, 2015). تُعد مخاطر انهيار أسعار الأسهم مصدر قلق لكل من المستثمرين والشركات؛ لأنها تؤثر على اتخاذ المستثمر لقراراته وعلى إدارة الشركة لمخاطرها. وقد تناولت العديد من الأدبيات المحاسبية مفهوم مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث عرفها Bhargava et al. (2017) على أنها "اضطرابات تؤثر على القيمة السوقية للأسهم بشكل كلي أو جزئي"، كما عرفت دراسة Cheng et al. (2020) بأنها "الظاهرة التي ينخفض فيها سعر سهم الشركة بشكل حاد خلال فترة زمنية قصيرة"، وعرفت دراسة النجار وبسيوني (٢٠٢٣) بأنها "هبوط حاد وشديد ومفاجيء وغير متكرر في القيمة السوقية للأسهم الشركة، ويعتبر وجود انحراف أو التواء سالب في توزيع عوائد سهم الشركة مؤشر لحدوثه".

بناءً على ما سبق يمكن للباحثة تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم على أنها " حدوث انخفاض وهبوط كبير في سعر السهم، والذي يمكن ملاحظته عندما يزيد الانحراف أو الالتواء السالب لعوائد سهم الشركة عن متوسط العوائد لنفس السهم، خلال فترة زمنية قصيرة وبشكل مفاجيء مما يؤثر سلباً على القيمة السوقية للشركة وثروة المساهمين".

وقد تناولت العديد من الأدبيات المحاسبية المحددات التي تؤثر بشكل جوهري على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفقاً لدراسة (Chae et al., 2020; Kim et al., 2019; Habib et al., 2018) يمكن تقسيم تلك المحددات إلى خمس مجموعات:

محددات مرتبطة بالتقارير المالية وإفصاحات الشركات Financial Reporting and Corporate Disclosure:

أوضحت دراسة (Kim et al. (2016 أن التحفظ المحاسبي يقلل من انهيار أسعار الأسهم، حيث أن التحفظ المحاسبي يساعد على الاعتراف بالخسائر المتوقعة دون الأرباح المتوقعة، وبالتالي يحد من السلوك الانتهازي للإدارة في حجب الأخبار غير السارة عن المستثمرين ويقلل من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم يؤدي ذلك إلى انخفاض خطر انهيار الأسهم. كما أشارت دراسة (Francis et al. (2016 إلى أن قيام الشركات بممارسة إدارة الأرباح الحقيقية وإعداد تقارير مالية تتسم بالغموض يؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم، كما توصلت دراسة (Zhang et al. (2016 إلى أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية يؤدي إلى زيادة شفافية التقارير المالية ومن ثم الحد من عدم تماثل المعلومات، وبالتالي تجنب احتمالات تعرض الشركة لخطر انهيار أسعار الأسهم، كما وجدت دراسة (Bauer et al. (2021 أن تطبيق المعايير الدولية لأعداد التقارير المالية IFRS يؤدي إلى تحسين مستوى الإفصاح للتقارير المالية، ومن ثم الحد من قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة مما يؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.

محددات مرتبطة بالحوافز والخصائص الإدارية Managerial Incentives and Characteristics: تُعد الحوافز والخصائص الإدارية للمديرين محدداً جوهرياً لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث توصلت دراسة (Fu et al. (2022 إلى وجود علاقة سلبية بين القدرة الإدارية للمديرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تعزز القدرة الإدارية للمديرين من الممارسات المحاسبية المتحفظة، وتخفض من تخزين الأخبار السيئة، ومن ثم الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم. بينما وجدت دراسة (Habib & Hasan (2017 أن الشركات التي لديها مديرين ذو ثقة المفرطة تكون أكثر عرضه لخطر الانهيار في أسعار الأسهم.

محددات مرتبطة بتطبيق آليات الحوكمة Corporate Governance: تعزز خصائص حوكمة الشركات من الإفصاح وجودة التقارير المالية ومن ثم الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وقد أشارت دراسة (Jeon (2019 إلى أن الحوكمة تُعد آلية فعالة للحد من السلوك الانتهازي للإدارة مما يؤدي إلى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أوضحت دراسة (Habib et al. (2018 أن تغطية المحللين الماليين تساعد في الحد من المخاطر من خلال دورها في تخفيض عدم تماثل المعلومات.

محددات مرتبطة بسوق رأس المال Capital Market Determinants: قد يكون سوق رأس المال حافزاً لتخزين الأخبار غير السارة؛ مما يؤدي إلى زيادة احتمالية حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أشارت دراسة (Habib et al. (2018 إلى أنه في ظل افتراض عدم كفاءة السوق، سيفشل المستثمرون في تسعير الأسهم. كما أوضحت دراسة (Chang et al. (2017 بأن الشركة قد تتعرض لخطر الانهيار عقب الإعلان عن الأخبار السيئة حيث يقوم بعض المستثمرين العابرين ببيع أسهمهم مما يؤدي إلى ارتفاع السيولة ومن ثم زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

الآليات المؤسسية غير الرسمية Informal Institutional Mechanisms:

تتمثل الآليات المؤسسية غير الرسمية في المعتقدات الدينية والقيم المجتمعية والعلاقات السياسية وثقة المجتمع، وقد أشارت الأدبيات المحاسبية إلى أن هذه الآليات تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أوضحت دراسة (Callen & Fang, 2015) أن المعتقدات الدينية للمديرين تقلل من منعهم للأخبار السيئة مما يحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأشارت دراسة (Piotroski et al., 2015) إلى أن الأحداث السياسية قد تدفع المديرين إلى حجب الأخبار السيئة ويرجع السبب في ذلك إلى أن المديرين والسياسيين قد يتحملون عقوبات وتكاليف كبيرة عند الإفصاح عن أي أخبار سيئة حول الأحداث السياسية الحاسمة، وأوضحت دراسة (Li et al., 2017) أن الشركات التي تتمتع بثقة مجتمعية عالية تتخفف لديها مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وتخلص الباحثة في ضوء ما تقدم، إلى أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم قد تتأثر بعدة محددات أهمها؛ التحفظ المحاسبي، والمسئولية الاجتماعية، والتبني الإلزامي لمعايير التقارير المالية الدولية (IFRS)، وممارسات إدارة الأرباح، والقدرة الإدارية، وفرط الثقة الإدارية للمديرين، وتوقعات المحللين الماليين، وآليات حوكمة الشركات، وكفاءة سوق المال وسيولة الأسهم، والآليات المؤسسية غير الرسمية.

قدمت العديد من الدراسات عدة تفسيرات لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، من أهمها؛ حجب الأخبار السيئة Bad News Hoard، حيث تلجأ إدارة العديد من الشركات إلى حجب الأخبار السيئة والإفصاح عن الأخبار الجيدة فقط، إلا أن الإعلان عن تلك الأخبار السيئة دفعة واحدة قد يؤدي إلى قيام المستثمرين ببيع أسهمهم، ومن ثم يحدث انخفاض كبير وحاد في سعر السهم (محمد، ٢٠١٩؛ Habib et al., 2018). حجم الشركة Firm Size، حيث أوضحت الدراسات السابقة أن حجم الشركة قد يكون أحد أسباب حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع ذلك إلى أن الشركات الكبيرة قد تكون أكثر عرضه للمخاطر الائتمانية ومن ثم تعرضها للافلاس، مما قد ينتج عنه شطب الشركات من وكالات التصنيف الائتماني المعتمدة، ومن ثم زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم لدى تلك الشركات (الصباغ، ٢٠١٩). طبيعة نشاط الشركة Firm Industry، تُعد طبيعة نشاط الشركة أحد أسباب زيادة احتمالية تعرض أسعار الأسهم للانهيار، شركات البترول - على سبيل المثال - قد تواجه احتمالية انهيار أسعار البترول، كذلك شركات التأمين قد تواجه احتمال زيادة المطالبات من المتعاملين نتيجة الكوارث الطبيعية، هذه المخاطر قد تؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم، إلا أن تأثير التعرض لمثل هذه الأحداث قد يختلف من شركة لأخرى (الصباغ، ٢٠١٩). والازمات والأحداث العالمية Global Crises، مما لا شك فيه أن الازمات والأحداث العالمية تؤثر على مختلف المجالات بصفة عامة، وعلى سوق الأوراق المالية وأسعار الأسهم بصفة خاصة سواء كانت الازمات اقتصادية ومالية، أو سياسية، أو صحية، أو غيرها.

ولعل أحدث هذه الازمات التي أثرت على أسواق المال العالمية هي جائحة COVID-19 حيث هبطت أسعار الأسهم في بداية الجائحة إلى أكثر من ٥ في المئة في طوكيو، و٧.٣ في سيدني، كما سجلت أسواق المال في دول الخليج خسائر كبرى، وتصدرت السعودية ذلك بتراجع سهم شركة أرامكو بنسبة ١٠ في المئة وهو مستوى قياسي، كما تراجعت بورصة الكويت بنسبة ١٠ في المئة، بينما سجل مؤشر سوق دبي انخفاضا بنحو ٩ في المئة، وانخفض مؤشر سوق أبوظبي متراجعا بنسبة ٨ في المئة، وجاءت الخسائر عقب انهيار أسعار

النفط، التي تراجعت بنسبة ٢٠ في المئة، مما شكل ضربة موجعة لاقتصادات الخليج التي تعتمد على الخام كمصدر رئيسي لإيراداتها (بي بي سي عربي، ٢٠٢٠).

أوضحت دراسة (Huang & Liu (2021) ان شركات الطاقة الصينية انخفض لديها خطر انهيار أسعار الأسهم في فترة ما بعد COVID-19، كما أوضحت الدراسة أيضاً أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم كانت أقل حدة لدى الشركات المملوكة للدولة مقارنة بغيرها من الشركات، وان الشركات التي كانت تمارس أنشطة المسؤولية الاجتماعية كانت أقل عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم في فترة ما بعد COVID-19، ووجدت دراسة (Lee & Lu (2021 أن الشركات التايوانية حققت عوائد سلبية بعد تفشي وباء كورونا إلا ان الشركات التي كانت تشارك في المزيد من أنشطة المسؤولية الاجتماعية كانت أقل تأثراً بتفشي الوباء.

وتخلص الباحثة مما سبق إلى أن هناك عدة تفسيرات لحدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم أهمها إخفاء الاخبار السيئة عن الأطراف الخارجية، وحجم الشركة وطبيعة نشاطها، واخيراً الاحداث والازمات العالمية.

٢/٢ التحفظ المحاسبي:

يُعد التحفظ المحاسبي أحد الموضوعات المحاسبية الهامة التي لاقى اهتمام الباحثين من زمن بعيد، حيث يعتبر التحفظ المحاسبي أحد أهم السياسات المحاسبية المستخدمة على نطاق واسع في الوقت الحالي، حيث توصلت العديد من الأدبيات المحاسبية إلى ارتفاع مستوى التحفظ بالتقارير المالية المنشورة في معظم الدول خلال العقود الثلاث الأخيرة، وعلى الرغم من أن التحفظ المحاسبي يحظى بقبول عام باعتباره أحد أهم السمات التي تميز التقارير المالية، إلا أن الآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي، ومن أهمها أثر التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مازال محل نقاش بين واضعي المعايير والاكاديميين حتى الآن؛ وقد قدم الباحثون العديد من التعريفات للتحفظ المحاسبي حيث عرفه (Basu (1997 بأنه "ميل المحاسبين إلى المطالبة بدرجة أعلى من التحقق للاعتراف بالاعتراف الجيدة كأرباح من الاعتراف بالأخبار السيئة على أنها خسائر" أما (Watts (2001 عرفه بأنه "الحيطة والحذر المطلوبة للاعتراف بالأرباح مقابل الخسائر"، بينما عرفه (Beaver & Ryan (2005 "تخفيض القيمة الدفترية لاصافي الأصول مقارنة بقيمتها السوقية".

وترى الباحثة مما سبق بان التحفظ المحاسبي هو " اختيار السياسات المحاسبية التي من شأنها المبالغة في قيمة الالتزامات والمصروفات وتدنية قيمة الأصول والإيرادات، وكذلك الاعتراف بالخسائر المتوقعة وعدم الاعتراف بالأرباح الا بعد تحققها فعلاً".

ووفقاً للدراسات المحاسبية يوجد نوعين رئيسيين من التحفظ المحاسبي:

النوع الأول: التحفظ المشروط Conditional Conservatism، ويسمى أيضاً بالتحفظ اللاحق أو المعتمد على وقوع الاخبار، أي يشترط حصول حدث معين لتطبيقه، وينشأ نتيجة الاعتراف بالخسائر والاخبار غير السارة في الوقت المناسب مقارنة بالأرباح والانباء السارة، ومن أمثلة هذا النوع من التحفظ تطبيق طريقة السوق أو التكلفة أيهما أقل لتقييم المخزون (Beaver & Ryan, 2005; Ruch & Taylor, 2015).

النوع الثاني: التحفظ غير المشروط Unconditional Conservatism، ويسمى أيضاً بالتحفظ السابق أو غير المعتمد على الاحداث الاقتصادية أي انه لا يشترط الاعتماد على الاحداث والحقائق الاقتصادية، لكن يعتمد على قدرة الإدارة المسبقة في تطبيق الطرق والسياسات المحاسبية المتحفظة منذ بداية الاعتراف بالاصل أو تسجيل الالتزام، والتي من شأنها خفض قيمة صافي الأصول عن قيمتها السوقية خلال عمر الأصل، ومن أمثلة هذا النوع من التحفظ الاعتراف بنفقات البحوث والتطوير كمصروف إيرادي وعدم رسملتها (Biddle et al., 2013; Ruch & Taylor, 2015).

ترى الباحثة في ضوء ما تقدم، أن التحفظ المحاسبي بشقيه المشروط والغير مشروط يمثلان اختبار الطرق والسياسات المحاسبية للتقرير عن القيم الاعلى للمصروفات والالتزامات والقيم الاقل للايرادات والاصول مما يؤدي إلى انخفاض صافي القيمة الدفترية لحقوق الملكية عن القيمة السوقية.

٣/٢ عدم اليقين في السياسة الاقتصادية:

ظهر مصطلح عدم اليقين على يد العالم الألماني Heisenberg عام ١٩٢٧ وهو مصطلحاً فيزيائياً ثم انتقل هذا المصطلح بعد ذلك إلى الاقتصاد بعد أزمة الركود الكبير عام ٢٠٠٨. حيث وجد ان تقلبات السياسة الاقتصادية ينشأ عنها قدر كبير من عدم اليقين الناشئ عن عمليات صنع القرار السياسي. كما ان عدم اليقين هذا قد يؤثر على السلوك الاداري والمالي للشركات؛ حيث يشير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) إلى عدم قدرة الكيانات الاقتصادية على التنبؤ بما اذا كانت الحكومة ستغير سياساتها الاقتصادية وكيف ومتى سيتم ذلك (عمارة، ٢٠٢٣). كما أوضح (Tabash et al. (2022 أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يشير إلى المخاطر الاقتصادية التي تنشأ نتيجة عدم التأكد من السياسات التي تتبعها الحكومة فيما يتعلق بالقضايا الاقتصادية، أو هو مجموعة من الأحداث الاقتصادية غير المؤكدة التي تعوق أداء الأنشطة الاقتصادية بشكل طبيعي.

أشار (Smales (2021 إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية هو عدم القدرة على التنبؤ بالسياسات الحكومية، مما قد يؤثر بشكل كبير على الظروف الاقتصادية والأسواق المالية. وغالباً ما ينشأ عدم اليقين نتيجة التغييرات في التشريعات، والتعديلات التنظيمية، والتحويلات في أولويات الحكومة، مما قد يخلق بيئة من الغموض للمستثمرين والشركات على حد سواء.

كما أوضحت دراسة (Baker et al. (2016 أن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ترجع إلى اختلاف السياسات الاقتصادية التي قد تتبناها الحكومة في المستقبل عن السياسات الاقتصادية الحالية، وكيف تؤثر هذه الاختلافات على الاجراءات الاقتصادية التي ستؤخذ، وما هو الأثر الاقتصادي المترتب على تنفيذها أو عدم تنفيذها. حيث ان عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر على نمو الناتج المحلي الاجمالي وعلى قرارات الاستثمار وزيادة معدلات البطالة.

تلجأ الحكومات إلى تغيير سياستها الاقتصادية لمواجهة الركود الاقتصادي الناتج عن الصدمات الخارجية مثل الصراعات والأزمات المالية والحروب الدولية. لذلك تزداد مستويات عدم التأكد من السياسة الاقتصادية خلال فترات الركود الاقتصادي حيث يسعى صانعي السياسات إلى تحفيز النمو وتحقيق الاستقرار في الاقتصاد وفي المقابل لا يحتاج الاقتصاد الكثير من التدخل أو التعديل خلال فترات الازدهار (عمارة، ٢٠٢٣).

ترى الباحثة في ضوء ما سبق، أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يشير إلى حالة من القلق وعدم التأكد بشأن مدى قيام الحكومة بتغيير سياساتها الاقتصادية، وكيفية تنفيذ هذه السياسات، وتوقيت تنفيذها، والاثار الناتجة عنها، بالإضافة إلى عدم اليقين المحيط بالتغيرات المتوقعة في الأدوات الاقتصادية (مثل أسعار الفائدة، وأسعار الصرف، ومعدلات الضرائب، والرسوم الجمركية، إلخ).

٣. الدراسات السابقة ذات الصلة واشتقاق فروض البحث:

لتحقيق أهداف البحث والإجابة عن تساؤلاته المطروحة، قامت الباحثة بتقسيم الدراسات السابقة مجموعتين؛ المجموعة الأولى تناولت الدراسات التي فحصت العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بينما تضمنت المجموعة الثانية الدراسات التي فحصت العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

١/٣ المجموعة الأولى: الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم قامت العديد من الدراسات في مجال المحاسبة بدراسة أثر التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يمكن تقسيم الدراسات حول هذه العلاقة إلى اتجاهين، لعل الاتجاه الأول ويمثل الدراسات التي ترى أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي يساهم في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم. في ضوء هذا الاتجاه أوضحت دراسة كل من Wang et al. (2021); Andreou et al. (2016); Gharibi & Nemati (2015) أن التحفظ المحاسبي يحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أفادت هذه الدراسات بأن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية المنشورة يقلل من حوافز المديرين وقدرتهم على إخفاء الاخبار السيئة الخاصة بالشركة، إلى جانب تعزيز شفافية المعلومات المالية مما يمنع حدوث أسعار أسهم غير حقيقية. لذلك فإن تبني سياسات محاسبية سليمة يقلل من تعرض الشركة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أوضحت دراسة Kothari et al. (2009) أن قيام المديرين بحجب الاخبار السيئة عن المستثمرين يزيد من احتمالية تعرض الأسهم للانهيار، ويرجع السبب في ذلك إلى أن المديرين قد يكون لهم القدرة على إخفاء الاخبار السيئة لفترات طويلة، وعندما تصل تلك الاخبار المتراكمة إلى نقطة عدم التراجع أو الدرجة القصوى، يتم الإفصاح عنها بشكل مفاجئ ودفعة واحدة نتيجة ارتفاع تكلفة إخفاء تلك الاخبار السيئة عن المنافع المتوقعة منها، مما يؤدي إلى حدوث انخفاض حاد وسريع في عوائد الأسهم، ومن ثم ظهور احتمال لمخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وفي هذا الصدد، اختبرت دراسة عزام وآخرون (٢٠٢٤) تأثير التحفظ المحاسبي وسيولة الأسهم على خطر انهيار أسعار الأسهم، باستخدام عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بلغ عددها ١٢٠ شركة خلال الفترة من عام ٢٠١٠ حتى ٢٠٢٠، وقد أظهرت النتائج وجود علاقة سلبية بين التحفظ المحاسبي غير المشروط ومخاطر انهيار أسعار الأسهم مما يشير إلى أن زيادة التحفظ غير المشروط يحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، في حين أوضحت الدراسة عدم وجود علاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، كما أوضحت الدراسة وجود أثر إيجابي للعلاقة التفاعلية بين التحفظ المشروط وسيولة الأسهم على خطر انهيار سعر السهم، لذلك أوصت الدراسة بضرورة مراعاة أثر كل من التحفظ المحاسبي وسيولة الأسهم على خطر انهيار سعر السهم لترشيد قرارات الاستثمار. اهتمت دراسة Rudiawarni et al. (2022) باختبار الأثر المعدل لأسهم الشريعة على العلاقة بين ممارسات التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الاندونيسية خلال الفترة من عام ٢٠١٤ حتى ٢٠١٨، وتوصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن اسهم الشريعة لها دور مُعدل في قدرة التحفظ المحاسبي على الحد من خطر انهيار سعر السهم، ويمكن ان يرجع ذلك إلى الالتزام السلوكي الناتج عن العقيدة الإسلامية يحد من السلوك الانتهازي للمديرين بشأن حجب الاخبار السلبية. على نفس السياق تناولت دراسة فرج (٢٠١٩) أثر ممارسات التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة من الشركات المساهمة المدرجة في سوق الأوراق المالية المصرية والبالغ عددها ٢٧ شركة (٢٧٠ مشاهدة) خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ حتى ٢٠١٧، وتوصلت الدراسة إلى انه كلما زادت ممارسات التحفظ المحاسبي انخفضت مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

كما اختبرت دراسة Du (2018) أثر التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة مكونة من ١٦٨٢ شركة صينية (٨١٧٣ مشاهدة) خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٤، وتوصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى وجود علاقة سلبية بين التحفظ المحاسبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وأخيراً أكدت دراسة Kim & Zhang (2016) من خلال التطبيق على الشركات الامريكية المقيدة بالبورصة بإجمالي عدد مشاهدات بلغ ١١٤٥٤٨ مشاهدة خلال الفترة من عام ١٩٦٤ حتى عام ٢٠٠٧ أن التحفظ

المحاسبي مرتبط باحتمالية أقل لانهايار أسعار الأسهم في المستقبل، وأن هذه العلاقة تكون أكثر وضوحاً في الشركات التي لديها مستوى مرتفع من عدم تماثل المعلومات.

وعلى النقيض، يشير **الاتجاه الثاني** إلى أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي لا يساهم في الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بل على العكس قد يؤدي إلى زيادتها، في ضوء هذا الاتجاه توصلت الخشاب (٢٠٢٣) من خلال التطبيق على عينة مكونة من ١٠٧ شركة مسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٣ حتى ٢٠٢٠، إلى وجود علاقة ايجابية بين التحفظ المحاسبي المشروط ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، مما يعنى أن زيادة التحفظ المحاسبي المشروط يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما أكدته دراسة Krismiaji & Sururi (2021) حيث توصلت هذه الدراسة بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة ببورصة إندونيسيا خلال الفترة من عام ٢٠١٦ حتى ٢٠١٨، إلى أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم. كما توصلت دراسة العايدى (٢٠٢٢) من خلال توزيع ٨٨ قائمة استقصاء على شركات السمسرة المصرية إلى أن مستخدمى المعلومات المحاسبية يرون أن الأرباح المعدلة التي تستبعد أثر التحفظ المحاسبي هي أكثر ملائمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتقييم أسعار الأسهم، وأن التحفظ المحاسبي ينتج عنه زيادة معدل الأخطاء في تنبؤات المحللين الماليين، ويرجع السبب في ذلك إلى أن التحفظ يؤدي إلى حدوث تفاوت بين الربح المعلن في القوائم المالية وتنبؤات المحللين الماليين مما يؤثر سلباً على القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى ذلك فإن سياسات التحفظ المحاسبي ينتج عنها تكوين احتياطات سرية في قائمة المركز المالى نتيجة المبالغة في الالتزامات.

يتضح مما سبق؛ أولاً، ندرة الدراسات التى تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في البيئة المصرية (في حدود ما أطلعت عليه الباحثة)، ثانياً: تباين نتائج الدراسات السابقة التى تناولت أثر التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يؤدي التحفظ إلى الحد من حوافز المديرين وقدرتهم على إخفاء الاخبار السيئة، وبالتالي الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل، إلا ان التحفظ قد يؤثر على جودة المعلومات المحاسبية ويسهم في تخفيض قيمة الشركة، ومن ثم زيادة احتمال التعرض لانهايار أسعار الأسهم. اعتماداً على ما تقدم، يمكن اشتقاق الأول على النحو التالى:

الفرض الأول (H1): يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

٢/٣ المجموعة الثانية: الدراسات التي تناولت العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

يمكن تقسيم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم إلى اتجاهين؛ لعل **الاتجاه الأول** والأكثر شيوعاً يمثل الدراسات التي ترى ان زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. بمعنى آخر، توجد علاقة إيجابية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. يُعد (Pastor & Veronesi 2013) من أوائل من زعموا أن أسعار الأسهم ستتناقص خلال فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية. حيث يفترض أن المستثمرين يطالبون بتعويض إضافي (علاوة مخاطر) مقابل الاحتفاظ بالأسهم عند زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية؛ حيث يزداد خلال هذه الفترات عدم اليقين بشأن العمليات المستقبلية للشركات وربحياتها. لذلك، عند زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية تتخفض أسعار الأسهم في نفس الوقت، مما يؤدي إلى عوائد مستقبلية متوقعة أعلى من شأنها تعويض المستثمرين عن الاحتفاظ بأصول محفوفة بالمخاطر خلال فترات ارتفاع عدم اليقين. وهو ما أكدته دراسة (Brogaard & Detzel (2015); Kelly et al. (2016) and Colak et al. (2017).

أشارت دراسة (Nagar et al. 2019) إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر على حوافز المديرين وقدراتهم على حجب الأخبار السيئة. حيث تواجه الشركات حالة من عدم اليقين خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية، مما يؤدي إلى تقلبات أكبر في الأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية. ومن المتوقع أيضًا أن يؤثر عدم اليقين الاقتصادي سلباً على أداء الشركة في الأجل القريب. لذلك، يكون لدى المديرين حوافز أكبر للتلاعب بالأرباح وإخفاء الأخبار السيئة. وبقدر ما تتعزز حوافز المديرين وقدراتهم على حجب الأخبار السيئة خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، فمن المتوقع أن يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية سلباً على أسعار الأسهم.

وفي هذا الصدد قامت دراسة (Liu et al. 2024) باختبار أثر بيئة الاقتصادي الكلي على العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المسجلة بالبورصة والبالغ عددها ٢٩٧٣ شركة، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠١١ حتى ٢٠٢١، وتوصلت الدراسة إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يزيد من مخاطر الانهيار، إلا أن هذه الزيادة تضعف بشكل كبير خلال فترات التوسع الاقتصادي مما يعني أن مخاطر انهيار أسعار الأسهم تكون أقل حساسية لعدم اليقين في السياسات الاقتصادية خلال فترات التوسع الاقتصادي.

وفي نفس السياق، قامت دراسة (Han et al. 2023) باختبار أثر أنشطة الظل المصرفية^٢ للشركات غير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على الشركات غير المالية المدرجة في البورصة الصينية خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٧، وتوصلت الدراسة إلى زيادة مخاطر انهيار الأسهم لدى الشركات العاملة في أنشطة الظل المصرفية ذات الرافعة المالية العالية، ويظهر هذا التأثير في الشركات غير المملوكة للدولة، كما إن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر بشكل إيجابي على العلاقة بين أنشطة الظل المصرفية للشركات غير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم وذلك من خلال عزوف البنوك عن الإقراض، وعدم كفاءة الاستثمار خلال فترات عدم اليقين.

إضافة إلى ما سبق، قامت دراسة (Yuan et al. 2022) باختبار أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم لدى البنوك التجارية، من خلال التطبيق على عينة من ٣٢ بنكاً صينياً مدرجاً في البورصة من الربع الأول من عام ٢٠٠٧ إلى الربع الرابع من عام ٢٠١٩. وقد توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يزيد بشكل كبير من مخاطر انهيار أسعار أسهم البنوك. كما كشفت نتائج التحليلات الإضافية أنه كلما زادت المخاطر المالية وانخفضت شفافية المعلومات لدى البنوك التجارية، كلما ازدادت احتمالات تأثر مخاطر انهيار أسعار الأسهم بعدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

كما اختبرت دراسة (Zamani et al. 2022) هذه العلاقة بالتطبيق على عينة من ١٤٨ شركة مسجلة في بورصة طهران، خلال الفترة من عام ٢٠١٥ حتى ٢٠٢١، وتوصلت إلى أن التقلب في سعر الفائدة وسعر صرف الدولار والتضخم والنمو الاقتصادي له تأثير إيجابي معنوي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. وفي نفس الاتجاه توصلت دراسة (Luo & Zhang 2020) من خلال التطبيق على عينة كبيرة من الشركات الصينية المدرجة في البورصة خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٧، إلى أن الشركات تكون أكثر عرضة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم عند زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، كما أوضحت الدراسة أيضاً أن تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على خطر انهيار أسعار الأسهم يكون أقوى بالنسبة للشركات التي تكون عوائدها أكثر حساسية لـ EPU. وبشكل أكثر تحديداً، فإن الأسهم الصغيرة والأسهم عالية التقلب وأسهم النمو أكثر حساسية لـ EPU وأكثر تأثراً بـ EPU من حيث مخاطر الانهيار. كما أوضحت الدراسة أيضاً أن EPU يرتبط ارتباطاً إيجابياً بمخاطر انهيار أسعار الأسهم المجمعة على مستوى السوق.

^٢ نظام الظل المصرفي أو ما يُعرف أحياناً ببنوك الظل (Shadow Banking System) هو نظام مالي موازي يشمل مجموعة متنوعة من المؤسسات المالية والأنشطة التمويلية التي تقوم بوظائف تشبه إلى حد كبير وظائف البنوك التقليدية ولكنها ليست تحت نفس القوانين واللوائح الرقابية التي تنطبق على البنوك التقليدية.

اخيراً اختبرت دراسة (Jin et al., 2019) العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في البورصة الصينية والبالغ عددها ٢٦٧٠ شركة (٧٢٢٤٠ مشاهدة)، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٩ حتى ٢٠١٧، وتوصلت الدراسة إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية له تأثير إيجابي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أوضحت النتائج أن التأثير الإيجابي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم يكون أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة للدولة. كما يكون أكثر وضوحاً أيضاً في الشركات التي يزداد بها عدم التماثل في المعلومات والشركات التي تواجه خلافات بين مستثمريها، ومن ثم يمكن القول بأن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر على مخاطر الانهيار من خلال آليتين: إخفاء المديرين للأخبار السلبية ومعتقدات المستثمرين غير المتجانسة.

في المقابل فإن الاتجاه الثاني يدعي أن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى الحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم. بمعنى آخر، توجد علاقة سلبية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. حيث يؤدي عدم اليقين الاقتصادي إلى قيام المديرين بالإفصاح عن المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة، بهدف الحد من عدم تماثل المعلومات خلال تلك الفترات، كما تقصص الشركات أيضاً عن المزيد من المعلومات السلبية الخاصة بها بهدف الحد من مخاطر التقاضي (Houston et al., 2019; Rogers et al., 2011; Field et al., 2005). حيث يؤدي الإفصاح الطوعي عن الأخبار السلبية في الوقت المناسب من قبل الإدارة خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي إلى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم (e.g., Kim et al., 2016; DeFond et al., 2015; Hutton et al., 2009). ونتيجة لذلك، فإنه من المحتمل أن تكون مخاطر انهيار أسعار الأسهم أقل خلال فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

ناقشت دراسة (Kim et al., 2024) العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام ١٩٨٥ حتى ٢٠١٦، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل؛ أي أن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل حيث أوضحت الدراسة أن السبب في ذلك يرجع إلى قيام الشركات الأمريكية بزيادة الإفصاح عن الأخبار السيئة واستخدام المزيد من النغمات السلبية في تقاريرها المالية خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي مقارنة بغيرها من الفترات، مما يساهم في الحد من عدم تماثل المعلومات ومن ثم تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

استكمالاً لهذه الاتجاه من الدراسات قامت دراسة (Otaify & Otake (2025) بتحليل العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في ٢١ دولة باستخدام بيانات شهرية على مدى ١٣ عامًا، وتوصلت الدراسة إلى انخفاض مخاطر انهيار أسعار الأسهم خلال فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية. وأوضحت الدراسة أن أسواق الأسهم ذات العائدات المرتفعة والتقلبات والسيولة وانخفاض القيمة كانت أقل عرضة لانهيار السوق. بالإضافة إلى ذلك، زاد خطر الانهيار خلال فترة كوفيد-١٩. وعلى العكس من ذلك، تشير النتائج إلى أن خطر الانهيار لم يتأثر بشكل كبير بالحرب الروسية الأوكرانية، وأن حجم التأثيرات يختلف بين البلدان المتقدمة والناشئة.

وفي نفس السياق، اختبرت دراسة (Mou et al., 2021) هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة شنغهاي وبورصة شنتشن والبالغ عددها ١٩٢٩١ شركة خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٨، وتوصلت الدراسة إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يرتبط سلباً بخطر انهيار أسعار الأسهم، مما يشير إلى أنه كلما زاد عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، انخفض خطر انهيار أسعار

الأسهم. وبناءً عليه، فإن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يمكن أن يساعد الشركات المدرجة في اتخاذ قرارات أكثر حكمة والحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل.

من خلال عرض الدراسات السابقة يتضح للباحثة؛ أولاً، عدم وجود اتفاق حول طبيعة العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ثانياً: عدم وجود دراسات سابقة اختبرت هذه العلاقة في البيئة المصرية (في حدود ما أطلعت عليه الباحثة)، ومن ثم يمكن صياغة الفرض البحثي الثاني لوصف تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بالتطبيق على الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية في مصر، كما يلي:

الفرض الثاني (H2): يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

علاوة على ما سبق، أوضحت دراسة (Bahmani et al. (2023); Alkhalaileh et al. (2024); Al-thaqeb et al. (2022); Dai & Ngo (2021) أنه في ظل فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية الناتجة عن التغييرات في النظام الضريبي، أو السياسات النقدية أو المالية أو التنظيمية، أو الإنفاق الحكومي، فإن التحول نحو نهج محاسبي أكثر تحفظاً يعكس المخاطر المحتملة وحالة عدم اليقين أمراً ضرورياً من أجل إعداد تقارير مالية موثوقة، حيث قد يستغل المديرين فترات عدم اليقين للتلاعب بالأرباح وقمع الأخبار السلبية، من أجل تحقيق أهدافهم الخاصة، ومن ثم يصبح التحفظ المحاسبي آلية هامة للحد من السلوك الانتهازي للمديرين في تلك الفترات.

فضلاً عن ذلك، أوضحت دراسة (Bellavitis et al., (2021 أن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى تدفق الاستثمارات إلى الخارج من قبل المستثمرين، الذين قد يختارون بيئات مستقرة لاستثماراتهم. وقد يؤثر تدفق رأس المال إلى الخارج بشكل أكبر على قيمة العملة، ويزيد من نفقات الاقتراض من قبل الشركات، ويعيق ثقة المستثمرين. لذلك، فإن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى حالة من عدم اليقين في السوق ويجعل من الصعب على المستثمرين تحليل أسواق المال. وبالتالي، يصبح تنفيذ سياسات محاسبية أكثر تحفظاً أمراً ضرورياً من أجل تعزيز ثقة المستثمرين في السوق. وأكدت دراسة (Dai & Ngo (2015) على أنه في ظل فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية الناجمة عن دورة الانتخابات الرئاسية الأمريكية ازدادت نسبة التحفظ المحاسبي في التقارير المالية بنحو ٢٠ في المائة وذلك في العام السابق للانتخابات الرئاسية الأمريكية، وأن هذه الظاهرة الناجمة عن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، تزداد قوة عندما تكون الانتخابات أقرب، وعندما لا يسعى الرئيس الحالي إلى إعادة انتخابه. وفي العام الذي يلي الانتخابات، تكون نسبة التحفظ المحاسبي أقل نسبياً مقارنة بالفترة التي لا تشهد انتخابات عندما يفوز الحزب الحالي، ولكنها تظل أعلى في ظل فوز حزب المعارضة. بناءً عليه يمكن القول، حالة عدم اليقين يمكن أن تؤثر على طبيعة التقارير المالية من خلال التوجه نحو سياسات محاسبية أكثر تحفظاً.

إلا أنه على النقيض، أوضحت دراسة (Kim & An (2025 أن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر سلباً على التحفظ المحاسبي للشركات الكورية، وأن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في الشركات المتعثرة ماليًا؛ لأن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد يفرض المزيد من القيود المالية على الشركات ذات الرفعة المالية العالية، وبالتالي يشجعها على تأجيل الإعلان عن الأخبار السيئة. ومن ثم يمكن أن يرجع ذلك إلى ضعف حوكمة الشركات والهيكل المؤسسي غير الفعال في الشركات الكورية، بالإضافة إلى ضعف الاقتصاد الكوري في مواجهة الصدمات الخارجية. وبالتالي يشير ذلك إلى أهمية الهيكل المؤسسي خلال فترة عدم اليقين الاقتصادي، والتي يمكن أن تخلق حوافز لتحسين أو تدهور جودة التقارير. لذلك فإن العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية والتحفظ المحاسبي يمكن أن تختلف باختلاف الهيكل المؤسسي لكل دولة وبيئة المعلومات.

في ضوء ما سبق، فإن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر على مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية؛ حيث قد يستغل المديرين فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من أجل التلاعب في الأرباح وحجب الأخبار السلبية، وبالتالي يصبح الدائنون أكثر حذراً ويتخذون إجراءات من شأنها التخفيف من السلوك الانتهازي للمديرين، ولضمان دقة المعلومات المحاسبية، يُطالب الدائنون الشركات بمزيد من الإفصاح، خاصة عندما تواجه الشركات قيوداً تمويلية عالية، حيث يواجه الدائنون قدراً أكبر من المخاطر. ومن أجل حماية مصالحهم والحد من السلوك الانتهازي للمديرين، يُحفز الدائنون على تعزيز إشرافهم على المعلومات المالية للشركات، مما يدفع الإدارة إلى تبني التحفظ المحاسبي. وذلك تماشياً مع نتائج الدراسة التي أجراها Cui et al. (2023) التي تُسلط الضوء على دور الدائنين في تعزيز الرقابة على المعلومات المالية وعلاقتها بالتحفظ المحاسبي. إلا أن الشركات التي تعمل في البلدان التي تعاني من ضعف حوكمة الشركات يمكن أن تُؤجل الاعتراف بالخسائر خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، كما أن المديرين في الأسواق النامية والناشئة قد يكون لديهم حوافز مختلفة للتعامل مع التقلبات الناتجة عن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، حيث قد تحفز البيانات المؤسسية الأضعف المديرين على تقليل التحفظ المحاسبي خلال فترات عدم اليقين، من خلال إخفاء الأخبار السيئة وتقديم رؤية متفائلة بشكل مفرط عن أداء الشركة.

وترى الباحثة أن مصر تمر في هذه الفترة بظروف اقتصادية غير مستقرة نسبياً، مما قد يشير إلى وجود حالة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية أثرت على مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية، الأمر الذي ينعكس في النهاية على أسعار الأسهم.

في ضوء ما سبق، يحاول البحث الحالي التحقق مما إذا كان عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يُمكن أن يؤثر على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، وفي حدود علم الباحثة لا يوجد أي دراسات في الفكر المحاسبي أجريت لاختبار هذه العلاقة، وهو ما يُمثل فجوة بحثية يحاول البحث الحالي اختبارها. بناءً على ذلك، يمكن صياغة الفرض الثالث للبحث على النحو الآتي:

الفرض الثالث (H3): يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.

في ضوء ما سبق، تحاول الباحثة التعرف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات محل البحث في الواقع العملي من خلال إجراء الدراسة التطبيقية كما يتضح فيما يلي.

٤. الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث ومناقشة النتائج.

١/٤ منهج البحث

يُمثل منهج البحث في الخطوات التي يتم اتباعها من أجل الإجابة على التساؤلات البحثية للدراسة وتحقيق أهدافها واختبار فروضها، وفي الخطوات الآتية سوف يتم توضيح منهج البحث المتبع في الدراسة الحالية.

١/١/٤ أسلوب وعينة الدراسة ومصادر الحصول على البيانات:

يُمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصرية، وقد اعتمدت الباحثة على اختيار عينة من الشركات المسجلة مع التركيز على أن تكون هذه الشركات مسجلة في مؤشر EGX 100، حيث اشتملت العينة سلسلة زمنية مكونة من ١٠ سنوات بداية من عام ٢٠١٣ وحتى ٢٠٢٢، هذا وتشير الباحثة إلى إقتصار الدراسة على ٦٣ شركة، وذلك بعد استبعاد الشركات التي تعمل ضمن قطاعي البنوك والخدمات المالية، نظراً لخضوعها لقواعد تنظيمية خاصة تحكم عملها، فضلاً عن اختلاف طبيعة نشاطها، بالإضافة إلى استبعاد الشركات التي لم يتوافر لها بيانات خلال فترة الدراسة، ليبُقى عدد المشاهدات النهائية ٦٣٠ مشاهدة.

تم الحصول على بيانات الدراسة من خلال موقع معلومات مباشر مصر (www.mubasher.info)، موقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg)، شركة مصر لنشر المعلومات، والمواقع الإلكترونية للشركات محل الدراسة، كما تم الاعتماد على الموقع الإلكتروني الذي أنشأه (Baker, s., Bloom, N., & Davis, s.) للحصول على البيانات الخاصة بعدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

٢/١/٤ متغيرات الدراسة واساليب قياسها:

يمكن تقسيم متغيرات الدراسة إلى ثلاث مجموعات رئيسية، وهم:

(أ) المتغير التابع: مخاطر انهيار أسعار الأسهم

تناولت العديد من الدراسات السابقة مقاييس عديدة للتعبير عن مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تعتمد هذه المقاييس على العوائد السوقية الأسبوعية لأسهم الشركات والتي يمكن حسابها من خلال الخطوات التالية: أولاً: صياغة معادلة إنحدار تعبر عن علاقة عائد السهم الأسبوعي للشركة بعوائد السوق الأسبوعية، وهذا من خلال النموذج التالي:

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

حيث أن:

$r_{i,t}$: العائد الأسبوعي لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

$R_{m,t-2}$: متوسط العائد السوقي الأسبوعي خلال الأسبوع قبل السابق (t-2).

$R_{m,t-1}$: متوسط العائد السوقي الأسبوعي خلال الأسبوع السابق (t-1).

$R_{m,t}$: متوسط العائد السوقي الأسبوعي خلال الأسبوع الحالي (t).

$R_{m,t+1}$: متوسط العائد السوقي الأسبوعي خلال الأسبوع التالي (t+1).

$R_{m,t+2}$: متوسط العائد السوقي الأسبوعي خلال الأسبوع بعد التالي (t+2).

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ المعياري.

ثانياً: استخدام قيمة الخطأ المعياري من النموذج السابق لحساب العائد السوقي الأسبوعي لسهم الشركة، على أساس أن العائد هو عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الخطأ المعياري ($\varepsilon_{i,t}$) مضافاً إليه واحد صحيح، وهو ما يمكن التعبير عنه من خلال المعادلة التالية:

$$R_{i,t} = \ln(\varepsilon_{i,t} + 1) \quad (2)$$

حيث أن: $R_{i,t}$ هو القيمة المحسوبة للعائد الأسبوعي لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t) في ضوء معادلة الانحدار رقم (١).

بناءً على تقدير قيمة العائد السوقي الأسبوعي المحسوب للسهم يتم حساب قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يمكن الإشارة إلى تعدد أساليب قياس هذه المخاطر؛ لعل منها:

أولاً: معامل الانحرافات السلبية لعوائد الأسهم (NSCKEW) Negative Coefficient of Skewness:

يتم تقدير قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المعادلة التالية:

$$NSCKEW_{i,t} = -[n(n-1)^{3/2} \sum R_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum R_{i,t}^2)^{3/2}]$$

^٣ <https://www.policyuncertainty.com/about.html>
<https://worlduncertaintyindex.com/about-us>

حيث أن n هو عدد الأسابيع داخل الفترة محل التقدير، وحيث أن قياس هذه المخاطر على أساس سنوي فإن قيمة n يجب أن تكون ٥٢ أسبوعاً بصفة دائمة، هذا ويجب الإشارة إلى أن زيادة قيمة معامل الانحرافات السلبية لعوائد الأسهم تعني زيادة في قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم (Chen et al., 2001).

ثانياً: التقلب في عوائد الأسهم (Down- to- up Volatility (DUVOL

يتم تقدير قيمة مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال أربع خطوات؛ (١) حساب قيمة متوسط العوائد السوقية الأسبوعية، (٢) تحديد العوائد التي تقل عن المتوسط السابق حسابه في الخطوة الأولى خلال عام معين، وحساب الانحراف المعياري لهذه القيم التي تقل عن المتوسط لكل اسبوع من الاسابيع، (٣) تحديد العوائد التي تزيد عن المتوسط السابق حسابه في الخطوة الأولى خلال عام معين، وحساب الانحراف المعياري لهذه القيم التي تقل عن المتوسط لكل اسبوع من الاسابيع، (٤) حساب DUVOL من خلال المعادلة التالية (Chen et al., 2001):

$$DUVOL_{i,t} = -LN \left[\frac{((n_{down} - 1) \sum_{down} R_{i,t}^2)}{((n_{up} - 1) \sum_{up} R_{i,t}^2)} \right]$$

حيث أن:

n_{down} : عدد الأسابيع التي يقل فيها العائد عن متوسط العوائد المحسوبة.

n_{up} : عدد الأسابيع التي يزيد فيها العائد عن متوسط العوائد المحسوبة.

تشير القيم الأعلى لـ DUVOL إلى أن أسهم الشركات أكثر عرضة للانهيار.

(ب) المتغير المستقل : التحفظ المحاسبي

نظراً لتعدد نماذج قياس التحفظ المحاسبي وأوجه النقد الموجه لهذه النماذج، وعدم وجود نموذج وحيد يلقي قبولاً عاماً من الكتاب والباحثين، وضماناً لدقة نتائج قياس التحفظ المحاسبي، اعتمدت الباحثة في قياس التحفظ المحاسبي المشروط على نموذج (Basu, 1997)، ونموذج (Givoly & Hayn, 2000)، أما قياس التحفظ المحاسبي غير المشروط فقد تم الاعتماد على نموذج نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB). وسوف تعرض الباحثة هذه النماذج على النحو التالي:

أولاً: نموذج (Basu, 1997)

يعتبر هذا المقياس من أهم مقاييس التحفظ المحاسبي المشروط ويعرف باسم التوقيت غير المتماثل للأرباح، ويستند هذا النموذج إلى العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم حيث يعتمد هذا النموذج على حقيقة مفادها أن المحاسبين يميلون إلى الاعتراف بالخسائر غير المحققة قبل الأرباح غير المحققة، وتم استخدام هذا النموذج في عدة دراسات منها (Watts & Zuo, 2012؛ فرج، ٢٠١٩؛ الخشاب، ٢٠٢٣). وتعتمد فكرة هذا النموذج على أن السوق يستجيب بصورة أسرع لمصادر المعلومات الداخلية والخارجية عن استجابة النظام المحاسبي بالشركة لهذه المعلومات، وأثر هذه المعلومات سواء كانت إيجابية أو سلبية ينعكس على أسعار الأسهم ومن ثم تحدث عوائد الأسهم الموجبة أو السالبة. وكلما زادت قيمة معامل التحفظ المشروط نتيجة عدم تماثل توقيت الاعتراف بين الأرباح والخسائر، دل ذلك على اتباع الشركة سياسات أكثر تحفظاً والعكس صحيح. ويمكن التعبير عن هذا المقياس بالمعادلة التالية:

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 DR_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 (R_{i,t} \times D_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث إن:

$EPS_{i,t}$: حصة السهم في الأرباح للشركة i في السنة t .

$P_{i,t-1}$: القيمة السوقية للسهم في بداية السنة t .

$DR_{i,t}$: متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان العائد السوقي لسهم الشركة في السنة سالب، و(صفر) في غير ذلك.

$R_{i,t}$: العائد السوقي لسهم الشركة i في السنة t ويقاس من خلال الفرق بين السعر السوقي للسهم في نهاية الفترة وبدايتها مع اضافة توزيعات الارباح.

$\varepsilon_{i,t}$: مقدار الخطأ العشوائي في النموذج.

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ هي معالم يتم تقديرها من معادلة الانحدار السابقة، ووفقاً لهذا النموذج فإن الشركات التي لديها β_3 موجبة (أو أكبر من الصفر) تكون متحفظة للغاية والعكس صحيح.

ثانياً: نموذج (Givoly and Hayn, 2000)

وفقاً لهذا المقياس يتم التركيز على الاستحقاقات غير التشغيلية والتي يتم حسابها بطرح الاستحقاقات التشغيلية من إجمالي الاستحقاقات. ويستند هذا المقياس إلى تعجيل الاعتراف بالخسائر وتأخير الاعتراف بالأرباح، وبتكرار هذه العملية فترة بعد أخرى ينتج عنها استحقاقات غير تشغيلية سالبة تعتبر مؤشر لممارسة التحفظ، ولتجنب التشوهات الاحصائية عند تصميم نماذج الانحدار يتم قسمة عناصر المعادلة على مجموع أصول الشركة i في الفترة t . ويتم حساب الاستحقاقات غير التشغيلية كما يلي (Ferdous et al., 2024):

$$NA = TACC - OPACC$$

حيث أن:

NA : الاستحقاقات غير التشغيلية (الاستحقاقات السالبة).

$TACC$: اجمالي الاستحقاقات، ويتم حسابها كما يلي:

اجمالي الاستحقاقات = (صافي الدخل + مصروفات الإهلاك) - التدفقات النقدية التشغيلية.

$OPACC$: الاستحقاقات التشغيلية، ويتم حسابها كما يلي:

الاستحقاقات التشغيلية = التغير في العملاء + التغير في المخزون + التغير في المصروفات المقدمة - (التغير في الموردين + التغير في الضرائب).

ثالثاً: نموذج نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحق الملكية (MTB)

يُعد هذا النموذج الذي قدمته دراسة Ryan and Beaver (2000) من أكثر المقاييس استخداماً لقياس التحفظ المحاسبي غير المشروط، نظراً لتوافر البيانات اللازمة لحسابه بالقوائم المالية والمتمثلة في القيمة السوقية لحق الملكية (والمتمثلة في عدد الأسهم المتداولة مضروبة في سعر إقبال السهم في نهاية العام) وكذلك القيمة الدفترية لحق الملكية (والتي تتضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة بعد استبعاد اسهم الخزينة)، ويدل ارتفاع هذه النسبة خلال سنوات الدراسة على زيادة درجة التحفظ المحاسبي (فرج، ٢٠١٩).

(ج) المتغير المعدل : عدم اليقين في السياسة الاقتصادية

أعتمدت الباحثة على مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي WUI الخاص بجمهورية مصر العربية كمقياس لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية نظراً لاعتماده على التقارير التي تصدرها وحدة المعلومات الاقتصادية بكل دولة وهي جهة مختصة بالوضع الاقتصادي، ومن ثم تتسم البيانات الواردة بهذه التقارير بالمصداقية والموثوقية، كما ان الاعتماد على هذه التقارير يجعل النتائج أقل تحيزاً؛ لأنها لا تخضع لاي اعتبارات سياسية او شخصية.

يرتبط مؤشر عدم التأكد الاقتصادي العالمي WUI بالاقتصاد الكلي على مستوى الدولة، في حين أن باقي متغيرات الدراسة ترتبط بالاقتصاد الجزئي على مستوى الشركة، وللتغلب على ذلك قامت الباحثة بترجيح مؤشر عدم التأكد العالمي بحجم النفقات الرأسمالية تماشياً مع دراسة عبد الناصر (٢٠٢٤)، ومن ثم تم قياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال اللوغاريتم الطبيعي لحاصل ضرب متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع السنوي الخاص بجمهورية مصر العربية في حجم النفقات الرأسمالية للشركة.

(د) المتغيرات الرقابية

أولاً: حجم الشركة: يُعد أحد المتغيرات الرئيسية التي يجب أخذها في الاعتبار عند بحث أثر العديد من العوامل الاقتصادية على أسعار الأسهم، ويقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة أصول الشركة في نهاية السنة (Cheng et al., 2020; Jia, 2018).

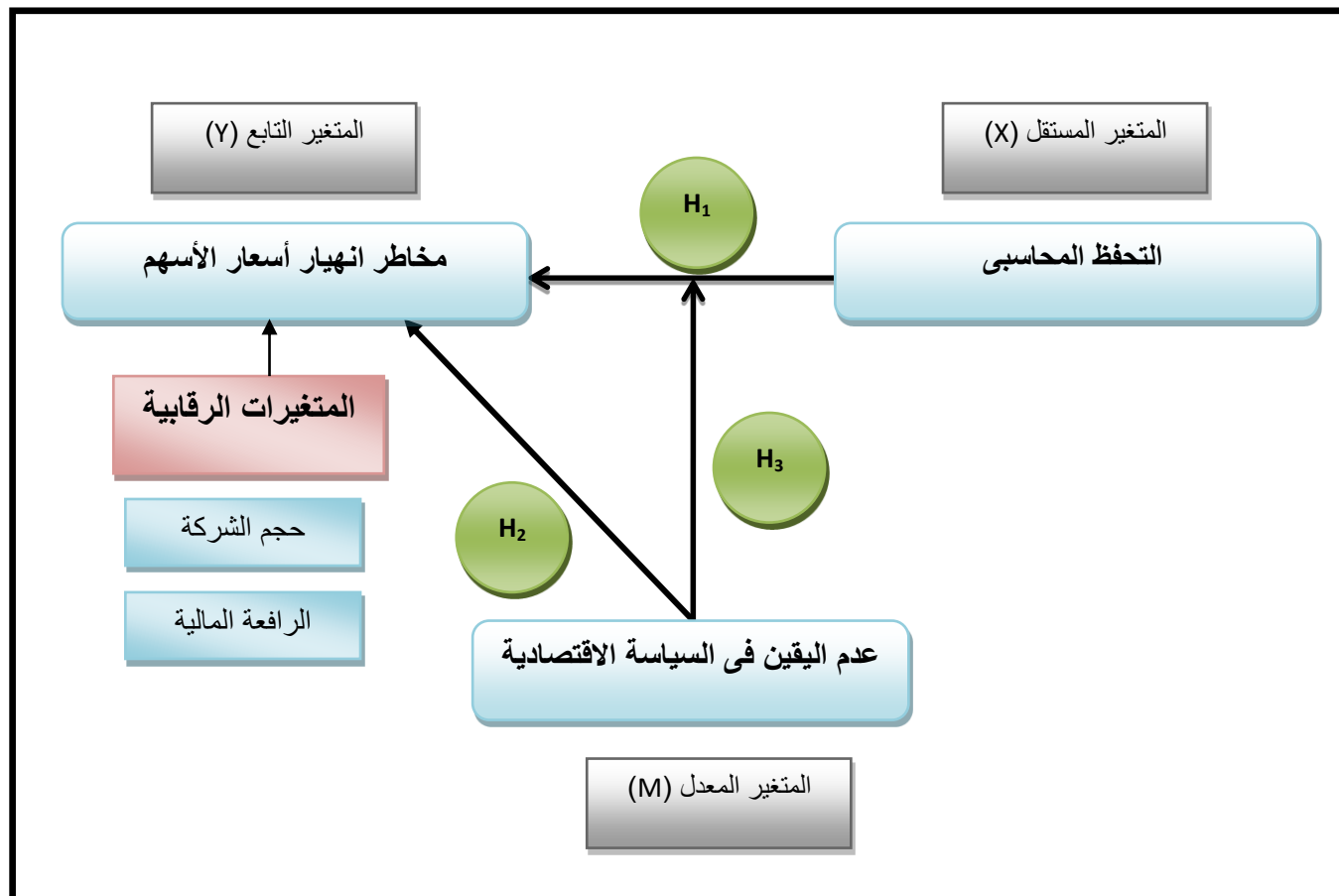
ثانياً: الرافعة المالية: وفقاً لدراسة Hutton et al., (2009) توجد علاقة ايجابية بين نسبة الديون بالهيكل التمويلي بالشركة وبين الائتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية لسهم الشركة خلال السنة، ومن ثم يستخدم كمتغير رقابي لعزل تأثيره على احتمال انهيار سعر السهم، وتقاس بالقيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية السنة.

هذا، ويمكن للباحثة أن توضح ملخصاً للمتغيرات التي سيتم استخدامها في الدراسة الحالية وطريقة قياسها من خلال الجدول رقم (١).

جدول (١) متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس
(١) المتغير التابع Dependent Variable		
مخاطر انهيار أسعار الأسهم	SPCR	- معامل الائتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للسهم (NCSKEW). - مقياس التقلب من أسفل إلى أعلى (DUVOL)
(٢) المتغير المستقل Independent Variable		
التحفظ المحاسبي	AC	- نموذج Basu, 1997 (CONS_Basu) - نموذج Givoly and Hayn, 2000 (CONS_ACC) - نموذج نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحق الملكية (UCONS_MTB)
(٣) المتغير المعدل Moderator Variable		
عدم اليقين في السياسة الاقتصادية	LN_EPU * Cap Exp	اللوغاريتم الطبيعي لحاصل ضرب متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع السنوي الخاص بجمهورية مصر العربية في حجم النفقات الرأسمالية للشركة.
(٤) المتغيرات الرقابية Control Variable		
حجم الشركة	SIZE	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة أصول الشركة في نهاية السنة.
الرافعة المالية	Leverage	القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية السنة.

هذا، ويمكن للباحثة توضيح النموذج البحثي للدراسة من خلال الشكل رقم (١) على النحو التالي:



شكل (١) النموذج البحثي للدراسة

٢/٤ التحليل الاحصائي واختبار الفروض:

١/٢/٤ التحليل الوصفي للمتغيرات:

يوضح الجدول رقم (٢) التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، فضلاً عن توضيح مدى اتباع البيانات التي تم الحصول عليها من الدراسة العملية للتوزيع الطبيعي، وذلك باستخدام مقياس الالتواء Skewness والتفرطح Kurtosis.

المتغيرات	الحد الأدنى Min.	الحد الأقصى Max.	الوسط الحسابي Mean	الانحراف المعياري STDEV	معاملات التفرطح Kurtosis	معاملات الالتواء Skewness
CONS_ACC	-0.987	1.149	0.189	0.494	-0.077	-0.156
CONS_Basu	-0.655	2.44	0.481	0.797	0.764	1.171
UCONS_(MTB)	-0.961	2.56	0.297	0.661	2.389	1.225
NCSKEW	-0.995	0.909	-0.298	0.481	-0.124	0.588
DUVOL	0.7	1.698	0.959	0.211	1.404	1.129
LN_EPU * Cap Exp	0.904	1.297	1.14	0.085	0.709	-0.875
Leverage	-0.138	0.259	0.06	0.099	-0.289	0.201
SIZE	12.136	22.02	17.895	1.787	-0.769	0.09

جدول رقم (٢): الاحصاء الوصفي للمتغيرات

يوضح الجدول السابق رقم (٢) أن قيم المتغيرات تظل عند التوزيع الطبيعي إذا كانت قيم معامل الالتواء بين (+٣، -٣)، وقيم معامل التفرطح بين (+١٠، -١٠) (Garson, 2009). وتطبيقاً لتلك القواعد يتضح من خلال الجدول رقم (٢) أن قيم معامل الالتواء والتفرطح تقع في الحدود المقبولة، ومن ثم يمكن القول بأن بيانات الدراسة الحالية تخضع للتوزيع الطبيعي.

٢/٢/٤ اختبار صلاحية النموذج والبيانات:

استخدامات الباحثة برنامج Smart PLS من خلال تشغيل خوارزمية PLS Algorithm، وذلك من أجل تقدير معاملات المسارات، والتي تمثل العلاقات المفترضة التي تربط المتغيرات داخل النموذج، يليها استخدام Bootstrapping من أجل اختبار الفروض. وفي هذا الصدد تم إجراء الاختبارات التالية:

١/٢/٢/٤ معالجة القيم المتطرفة Outliers:

استخدامات الباحثة طريقة Turkey's fences Winsorizing من أجل تجنب التأثير السلبي للقيم المتطرفة على دقة نتائج التحليل الإحصائي، عند مستوى قطع ٥%.

٢/٢/٢/٤ تقييم النموذج القياسي Evaluation Measurement Model:

حيث يتم إجراء الاختبارات التالية:

أ) اختبار الصلاحية التقاربية Convergent Validity

تشير الصلاحية التقاربية إلى درجة ارتباط المتغير الكامن ببؤد قياسه، وهو ما يعنى مدى تفسير المقاييس المستخدمة للمتغير المراد قياسه، ويستدل عليها من خلال الاعتماد على نتائج متوسط التباين المستخلص (Average Variance Extracted (AVE)، حيث يجب أن تكون قيمة (AVE) أكبر من أو تساوى (٠.٥) لكل مقياس أو متغير على حدة (Hair et al., 2014)، وهو ما يظهر في الجدول رقم (٣).

جدول (٣) نتائج اختبار الصلاحية التقاربية للنموذج القياسي

الاعتمادية Reliability		الصلاحية التقاربية (AVE)	الرمز	المتغيرات
Composite Reliability (rho_a) الموثوقية المركبة	Cronbach's Alpha كرونباخ ألفا			
0.771	0.602	0.534	AC	التحفظ المحاسبي
1.000	1.000	1.000	LN_EPU * Cap Exp	عدم اليقين في السياسة الاقتصادية
1.000	1.000	1.000	Leverage	الرافعة المالية
1.000	1.000	1.000	SIZE	حجم الشركة
0.880	0.734	0.785	SPCR	مخاطر انهيار أسعار الأسهم
1.000	1.000	1.000	LN_EPU * Cap Exp x AC	الاثر المعدل

يوضح الجدول السابق رقم (٣)، صحة وموثوقية جميع المتغيرات، حيث يتضح أن جميع قيم (AVE) أكبر من (٠.٥)، وهو ما يعنى أن جميع بنود القياس المستخدمة تفسر نسبة لا تقل عن ٥٠٪ من المتغيرات المراد قياسها.

ب) اختبار الصلاحية التمييزية Discriminant Validity

يتم قياس الصلاحية التمييزية من خلال عدة اختبارات: أولاً، باستخدام مصفوفة Fornell- Larcker Criterion حيث يجب أن تكون قيمة المتغير مع نفسه أعلى قيمة من أي قيمة للمتغير مع متغير آخر. ثانياً، باستخدام التحميلات المتقاطعة Cross Loading حيث يجب أن يتحمل كل مقياس/ مؤشر في مصفوفة التباين على المتغير الكامن بقيمة أكبر من تحميله على المتغيرات الأخرى (Oyewobi et al., 2017)

وكانت نتائج اختبارات الصلاحية التمييزية للنموذج القياسي باستخدام Fornell- Larcker في الجدول التالي رقم (٤).

جدول رقم (٤): نتائج اختبار الصلاحية التمييزية للنموذج القياسي باستخدام Fornell- Larcker

SPCR	SIZE	Leverage	LN _ EPU * Cap Exp	AC	
				0.730	AC
			1.000	0.007	LN _ EPU * Cap Exp
		1.000	-0.023	0.045	Leverage
	1.000	-0.016	-0.147	0.036	SIZE
0.886	0.052	0.115	0.209	0.098	SPCR

يتضح من الجدول السابق أن الصلاحية التمييزية للنموذج القياسي باستخدام Fornell- Larcker متحققة لكل المقاييس.

وكانت نتائج اختبارات الصلاحية التمييزية للنموذج القياسي باستخدام التحميلات المتقاطعة Cross loadings في الجدول التالي رقم (٥).

جدول رقم (٥): نتائج اختبار الصلاحية التمييزية للنموذج القياسي باستخدام التحميلات المتقاطعة

SIZE	Leverage	LN _ EPU * Cap Exp x AC	LN _ EPU * Cap Exp	SPCR	AC	
0.024	0.062	0.136	0.015	0.096	0.804	CONS_ACC
-0.105	-0.009	0.049	0.011	0.051	0.576	CONS_Basu
0.173	0.020	0.065	-0.021	0.048	0.789	UCONS_(MTB)
0.115	0.101	0.092	0.112	0.845	0.070	DUVOL
-0.002	0.104	0.154	0.239	0.925	0.100	NCSKEW
-0.147	-0.023	0.114	1.000	0.209	0.007	LN _ EPU * Cap Exp
-0.021	0.123	1.000	0.114	0.144	0.129	LN _ EPU * Cap Exp x AC
-0.016	1.000	0.123	-0.023	0.115	0.045	Leverage
1.000	-0.016	-0.021	-0.147	0.052	0.036	SIZE

يتضح من الجدول (٥) ان الصلاحية التمييزية للنموذج القياسي باستخدام التحييلات المتقاطعة متحققة لكل المقاييس.

ت) الاعتمادية Reliability

يتم تقييم اعتمادية النموذج القياسي من خلال معامل الثبات والاتساق الذاتي Cronbach's Alpha حيث يجب أن يكون أكبر من (٠.٦)، بالإضافة إلى معامل الثبات المركب Composite Reliability (rho_a) والذي يُعد مؤشر الثبات الأهم في هذا الاختبار، والذي يجب أن يكون أكبر من (٠.٦) (Hair et al., 2017)، وهو ما يظهره الجدول رقم (٣) السابق.

ث) مؤشرات حسن مطابقة النموذج Model fit

يُعد الهدف من اختبار جودة التوافق هو التحقق من امكانية الوثوق في نتائج النموذج وتعميمها، وتعرض الباحثة من خلال الجدول التالي نتائج اختبار جودة توافق النموذج:

الجدول رقم (٦): مؤشرات مطابقة النموذج

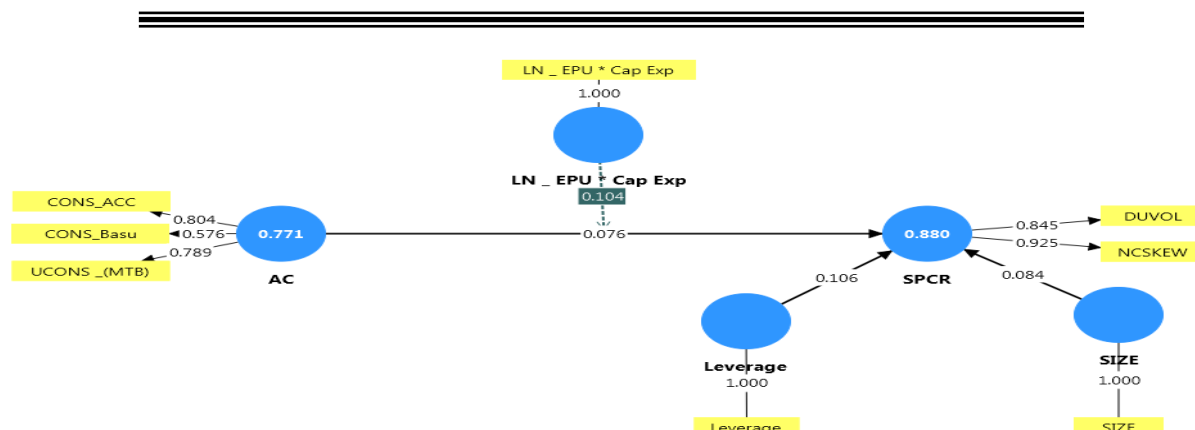
المؤشر	القيمة	التفسير
NFI ^(٤)	0.614	النموذج مناسب
SRMR ^(٥)	0.060	نتائج النموذج سهلة التفسير

يتضح من الجدول السابق رقم (٦) أن النموذج مناسب وسهل التفسير ومن الممكن الاعتماد على نتائجه وتعميمها.

في ضوء ما تقدم، يتضح أن النموذج النظري المقترح يتسم بدرجة عالية من الصلاحية والثبات، لذلك يمكن الاعتماد عليه في عملية التحليل الهيكلي واختبار فروض الدراسة دون أي تعديلات.

(٤) NFI : هو اختصار (Normed Fit Index) مؤشر التوافق المعياري وهو يحسب عن طريق ١- ك^٢، وتتراوح قيمته بين (صفر) أي توافق معدوم إلى (واحد) أي توافق تام، وكلما زادت قيمته واقتربت من (١) دل ذلك على توافق عالي (Hair et al., 2017).

(٥) SRMR : هو اختصار (Standardized Root Mean Square Residual) مؤشر الجذر التربيعي لمتوسط الخطأ وهو يمثل مدى توافق النموذج مع مصفوفة التباين، ويكون النموذج ذا توافق جيد إذا كانت قيمته أقل من أو تساوى (٠.٠٨) وتشير القيم من (٠.٠٨ - ٠.١٠) إلى توافق متوسط، والقيم أكبر من (٠.١٠) إلى توافق ضعيف (Hair et al., 2017).



شكل (٢): النموذج القياسي للدراسة

٣/٢/٢/٤ تقييم النموذج الهيكلي Evaluation Structural Model:

اختبرت الباحثة صلاحية النموذج الهيكلي من خلال مجموعة من الاختبارات، هذه الاختبارات ممثلة في: اختبار التعدد الخطي (VIF)، معامل التحديد (R^2)، ومؤشر جودة ملائمة النموذج (GOF)، وذلك كما يلي:

أ) اختبار التعدد الخطي (VIF) Collinearity Statistics (VIF)

من أجل تقييم النموذج الهيكلي ومدى صلاحيته يجب التأكد من عدم وجود مشكلة ازدواج خطي متعدد بين المتغيرات، وذلك من خلال حساب قيمة معامل تضخم التباين (VIF)، ووفق طريقة PLS-SEM تظهر مشكلة التعددية الخطية Collinearity عندما تكون قيم VIF (معامل تضخم التباين) أعلى من (٥) (Hair et al., 2017)، وهو ما يظهر في الجدول رقم (٧):

جدول رقم (٧): اختبار التعددية الخطية

VIF	المتغيرات الظاهرة (بنود القياس)
1.235	CONS_ACC
1.625	CONS_Basu
1.888	UCONS_(MTB)
1.506	DUVOL
1.402	NCSKEW
1.000	LN_EPU * Cap Exp
1.000	LN_EPU * Cap Exp x AC
1.000	Leverage
1.000	SIZE

يتضح من الجدول رقم (٧) عدم وجود ازدواج خطي متعدد بين متغيرات الدراسة، حيث أن قيمة VIF لجميع المتغيرات جاءت في الحدود المسموح بها.

ب) معامل التحديد R Square

من خلال عرض نموذج الدراسة يتضح تأثر بعض المتغيرات بمتغيرات أخرى، حيث تتأثر مخاطر انهيار أسعار الأسهم بالتحفظ المحاسبي وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية، بالتالي يمكن عرض معامل التحديد R-Square^(١) لمخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الجدول رقم (٨).

جدول رقم (٨): قيم معامل التحديد R²

المتغيرات	R-Square	R-Square Adjusted
SPCR	0.612	0.608

باستخدام بيانات الجدول رقم (٨) يتضح أن معاملات R-Square معنوية ومقبولة إحصائياً، حيث يفسر التحفظ المحاسبي وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية ما مقداره ٦١٪ من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

ث) مؤشر جودة ملائمة النموذج GOF

يقيس هذا المؤشر مدى قدرة الاعتماد على نموذج الدراسة، حيث تكون قيمة مؤشر GOF كبيرة إذا كانت أكبر من أو تساوى (٠.٣٦)، وتكون قيمة المؤشر متوسطة إذا كان أكبر من أو تساوى (٠.٢٥)، إما إذا كانت قيمة المؤشر تقع ما بين (٠.٢٥) حتى (٠.١) تكون قيمة المؤشر صغيرة (Hair et al., 2017)، ويحسب المؤشر كما يلي:

$$GOF = \sqrt{Average R^2 \times Average AVE}$$

حيث أن:

Average R² : متوسط معاملات التحديد في النموذج

Average AVE: متوسط التباين المستخلص Average Variance Extracted في النموذج محل الدراسة، وهو ما يوضحه الجدول رقم (٩) التالي:

(١) تشير قيمة R-Square إلى قدرة المتغير/المتغيرات المستقلة على تفسير نسبة التغير في المتغير التابع، وقد أشار Elbanna et al. (2013) إلى أن قيمة R² يجب أن تكون أكبر من ١٠٪.

جدول رقم (٩): مؤشر جودة ملائمة النموذج GOF

المتغيرات	R Square	AVE
SPCR	0.612	0.785
GOF	$GOF = \sqrt{0.612 \times 0.785} = 0.69$	

يتضح من الجدول رقم (٩) السابق، أن قيمة مؤشر GOF تساوى (٠.٦٩) وهي تفوق القيمة ٠.٣٦ مما يدل على جودة النموذج المقترح ككل.

ويمكن للباحثة في هذا الجزء من الدراسة توضيح الكيفية التي تم بها اختبار الفروض البحثية، وذلك على النحو التالي:

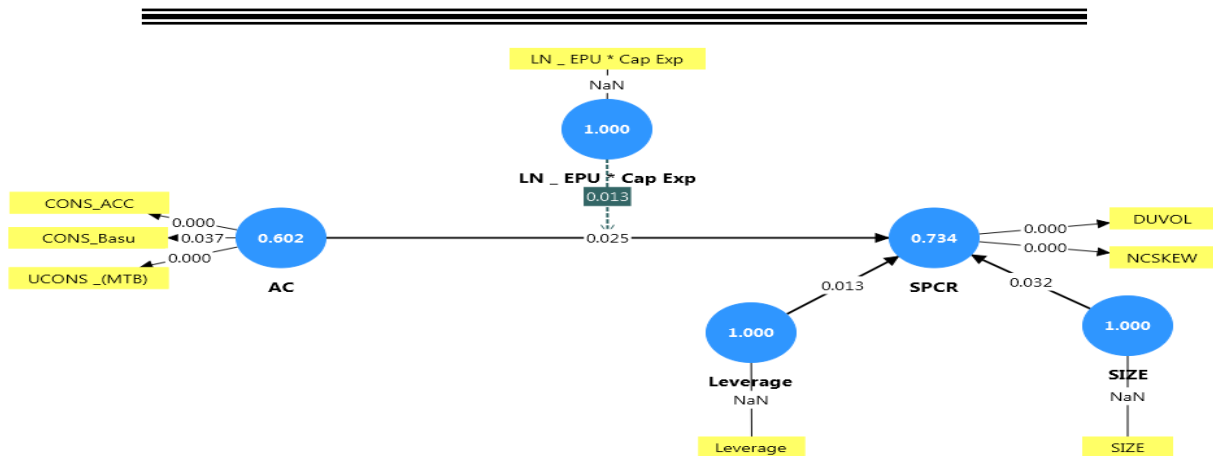
أولاً: اجراء تحليل مسارات للنموذج الهيكلي: التأثيرات المباشرة Direct Effect

يوضح الجدول رقم (١٠) نتائج اختبار معنوية الأثر المباشر للمتغيرات الكامنة لنموذج الدراسة.

الجدول رقم (١٠): نتائج اختبار معنوية الأثر المباشر للمتغيرات الكامنة لنموذج الدراسة

المسارات	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation	T Statistics	P Values
AC -> SPCR	0.076	0.087	0.034	2.236	0.025
LN _ EPU * Cap Exp -> SPCR	0.212	0.213	0.038	5.518	0.000
LN _ EPU * Cap Exp x AC -> SPCR	0.104	0.098	0.042	2.482	0.013
SIZE -> SPCR	0.084	0.085	0.039	2.145	0.032
Leverage -> SPCR	0.106	0.107	0.042	2.490	0.013

د. مارينا عادل إبراهيم بشاي



الشكل (٣) النموذج الهيكلي للدراسة

- يوضح الجدول السابق تحليل المسارات لمتغيرات الدراسة، والتي تتضمن ثلاث مسارات توضح العلاقات بين المتغيرات الرئيسية للدراسة، ويمكن توضيح تلك المسارات على النحو التالي:
- المسار الأول:** أثر التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بتقدير معياري (٠.٠٧٦)، ومستوى معنوية (٠.٠٢٥).
 - المسار الثاني:** أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بتقدير معياري (٠.٢١٢)، ومستوى معنوية (٠.٠٠٠).
 - المسار الثالث:** تأثير الأثر المعدل على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، بتقدير معياري (٠.١٠٤)، ومستوى معنوية (٠.٠١٣).
- وبلاحظ من الجدول السابق رقم (١٠) أنه يمكن تحديد مدى قبول أو رفض فروض الدراسة، وهذا من خلال عدة نقاط؛ وهي (١) قيمة بيتا β (Original Sample) والتي تحدد اتجاه العلاقة (إيجابي/سلبي)، (٢) مقدار وقوة التأثير بين المتغيرات عند مستوى معنوية P-value والتي يجب أن تكون عند مستوى أقل من ٠.٠٥ والذي يقابل مستوى ثقة ٩٥٪، وهذا عندما تكون قيمة T Statistics أكبر من أو تساوي ± 1.96 .

ثانياً: تقييم الأثر المعدل (مدى التفاعل) Moderating Effect

قامت الباحثة في هذه الدراسة بالتحقق مما إذا كانت عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يمثل متغيراً معدلاً يؤثر على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ومن أجل تقييم نموذج قياس المتغير المعدل يجب أولاً أن يستوفي المتغير المعدل جميع المعايير المتعلقة بالصلاحيّة التقاربية والصلاحيّة التمييزية والاعتمادية، كما يجب أن تنطبق عليه معايير صلاحية النموذج الهيكلي والتي سبق القيام بها، ثم بعد ذلك يجب القيام بثلاثة خطوات من أجل تقييم (اختبار) المتغير المعدل، تتمثل هذه الخطوات فيما يلي:

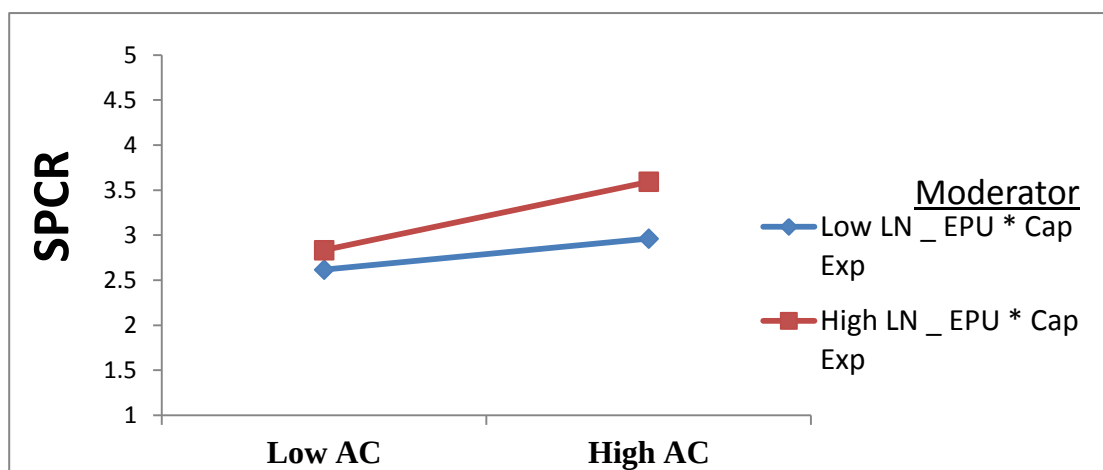
١) الخطوة الأولى:

هي تقييم ما إذا كان الأثر المعدل له دلالة إحصائية، ويمكن التحقق من ذلك من خلال الاستعانة بنتائج الجدول رقم (١٠) السابق، حيث يتضح من خلال هذا الجدول أن قيمة P-Value للمسار الذي يربط بين الأثر المعدل ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بلغت (٠.٠١٣) وهي أقل من مستوى المعنوية ٥٪، كما جاءت قيمة T أكبر من ١.٩٦، وبذلك نستنتج أن الأثر المعدل له دلالة إحصائية.

٢) الخطوة الثانية:

يجب أن يؤثر المتغير المعدل على العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع سواء بالزيادة أو النقصان (Hair et al., 2017)، ويمكن التحقق من ذلك من خلال الاستعانة أيضاً بنتائج الجدول السابق رقم (١٠)، حيث يتضح أن الأثر المعدل له تأثير إيجابي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بلغ (٠.١٠٤)، في حين أن التأثير البسيط للتحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بلغ (٠.٠٧٦). تشير هاتان النتيجتان إلى أن العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم هي (٠.٠٧٦)، وذلك عند تعرض الشركة لمستوى متوسط من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

إما عند تعرض الشركة لمستويات مرتفعة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، تزداد العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم حسب حجم مدى التفاعل (أي ٠.٠٧٦ + ٠.١٠٤ = ٠.١٨). من أجل تحقيق فهم أفضل للنتائج المتعلقة بأثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم يتم عرض الرسم البياني التالي:



شكل رقم (٤): أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم

المصدر: إعداد الباحثة

يمثل الخطان الواردان في الشكل رقم (٤) العلاقة بين التحفظ المحاسبي (محور X) وبين مخاطر انهيار أسعار الأسهم (محور Y)، في حالتي المستوى المنخفض والمرتفع لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية، وبسبب الأثر الإيجابي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية الممثل بعلاقة مقدارها (٠.١٠٤) بين الأثر المعدل ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، فإنه عند زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، يكون الخط البياني للمتغير المعدل أكثر انحداراً للأعلى، كما هو موضح بالشكل (٤)، وهو ما يعني أن وجود مستويات مرتفعة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يعزز (يقوى) العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، أما بالنسبة للمستويات المنخفضة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، يكون ميل الخط أقل انحداراً (مسطحاً نوعاً ما)، وهو ما يُعنى أن العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم تصبح أقوى كلما ازداد مستوى عدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

٣) الخطوة الثالثة والأخيرة:

تتناول الخطوة الأخيرة تحليل حجم تأثير f-Square للأثر المعدل، وذلك من خلال الجدول رقم (١١) التالي:

جدول رقم (١١): حجم تأثير f^2 للأثر المعدل

المتغير	حجم تأثير f^2	التفسير
LN _ EPU * Cap Exp x AC -> SPCR	0.017	مرتفع

يتضح من خلال الجدول السابق رقم (١١) أن حجم تأثير f-Square المتعلق بالأثر المعدل (٠.٠١٧)، ووفقاً لدراسة (Kenny (2018) فإن هذه القيمة تشير إلى تأثير مرتفع.

تظهر نتائج تحليل المسارات للعلاقات بين متغيرات الدراسة ما يلي:

(١) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أوضحت نتائج التحليل الإحصائي من خلال السطر الأول في الجدول (١٠) أن قيمة معامل الانحدار بلغت (٠.٠٧٦)، كما بلغ مستوى المعنوية لهذه العلاقة (٠.٠٢٥)، ويعنى ذلك أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي سيؤدى إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ ويمكن تفسير ذلك بأنه قد يكون الهدف من قيام الإدارة باتباع سياسات محاسبية متحفظة هو تحقيق اهدافها ومصالحها الذاتية؛ حيث قد يكون للمديرين سلوكاً انتهازياً من اتباع سياسات محاسبية متحفظة يهدف إلى تعجيل الاعتراف بالاخبار السيئة مقارنة بالاخبار الجيدة أو تدنية قيم الاصول والايرادات وتضخيم قيم الخسائر والمصروفات لتحقيق مصالح ذاتية، واستمرار هذه الصورة غير السليمة عن الشركة، يؤدى إلى ضعف المحتوى المعلوماتى للتقارير المالية، وهو ما يؤثر سلباً على قيمة الشركة ومن ثم يؤدى إلى انهيار أسعار الأسهم. **وتتفق هذه النتيجة** التي تم التوصل إليها في الدراسة الحالية مع نتائج دراسة الخشاب (٢٠٢٣)، ودراسة (Krisimaji & Sururi (2021). بينما **تختلف هذه النتيجة** مع ما توصلت إليه دراسة (Rudiawarni et al. (2022، ودراسة (Du (2018، ودراسة عزام وآخرون (٢٠٢٤)، ودراسة فرج (٢٠١٩).

(٢) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أوضحت نتائج التحليل الإحصائي من خلال السطر الثاني في الجدول (١٠) أن قيمة معامل الانحدار بلغت (٠.٢١٢)، كما بلغ مستوى المعنوية لهذه العلاقة (صفر)، ويعنى ذلك أن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية سيؤدى إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم؛ ويمكن تفسير ذلك بأن الشركات خلال فترات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، تواجه حالة من عدم اليقين بشأن ربحيتها وتدفقاتها النقدية المستقبلية بسبب تزايد المخاطر، وهو ما يؤثر سلباً على أداء الشركة في الأجل القصير، مما يؤدى إلى زيادة علاوة المخاطر السوقية في أسواق المال، وهو بدوره سيؤاقم التأثيرات السلبية على كل من سيولة الأسهم وكفاءة سوق رأس المال. **وتتفق هذه النتيجة** التي تم التوصل إليها في الدراسة الحالية مع نتائج دراسة (Liu et al., (2024، ودراسة (Han et al., (2023)، ودراسة (Yauan et al., (2022، ودراسة (Zamani et al., (2022، ودراسة (Luo & Zhang (2020)، ودراسة (Jin et al., (2019). بينما **تختلف هذه النتيجة** مع ما توصلت إليه دراسة (Kim et al., (2024).

(٣) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أوضحت نتائج التحليل الإحصائي من خلال السطر الثالث في الجدول (١٠) أن معامل الانحدار للعلاقة بين الأثر المعدل (مدى التفاعل) وإدارة الأرباح بلغ (٠.١٠٤)، كما بلغ مستوى المعنوية لهذه العلاقة (٠.٠١٣)، وهو ما يثبت أن هناك تأثير إيجابي ذات دلالة معنوية لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، أي أن زيادة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يحفز (يقوى) العلاقة الإيجابية بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويمكن تفسير ذلك بأن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية التي تمر بها مصر مؤخراً قد يصاحبها اتباع سياسات محاسبية أكثر تحفظاً من قبل المديرين، تهدف هذه الممارسات إلى تعجيل الاعتراف بالآخبار السيئة مقابل الآخبار الجيدة، وذلك بهدف تحقيق مصالحهم الذاتية كالتأثير على أسعار اسهم الشركة بهدف إعادة شرائها، وهوما يؤثر سلباً على جودة المعلومات المحاسبية، ويقود مستخدمى التقارير المالية إلى استنتاجات غير صحيحة، مما يؤدي إلى تخفيض القيمة الاقتصادية للشركة ومن ثم انهيار أسعار اسهم الشركة.

(٤) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين حجم الشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أوضحت نتائج التحليل الإحصائي من خلال السطر الرابع في الجدول (١٠) أن معامل الانحدار للعلاقة بين حجم الشركة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بلغ (٠.٠٨٤)، كما بلغ مستوى المعنوية لهذه العلاقة (٠.٠٣٢)، يعنى ذلك انه كلما زاد حجم الشركة كلما زادت مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وتتفق هذه النتيجة التي تم التوصل إليها في الدراسة الحالية مع نتائج دراسة (Cheng et al., (2020، ودراسة Jia (2018).

(٥) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين الرافعة المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أوضحت نتائج التحليل الإحصائي من خلال السطر الخامس في الجدول (١٠) أن معامل الانحدار للعلاقة بين الرافعة المالية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم بلغ (٠.١٠٦)، كما بلغ مستوى المعنوية لهذه العلاقة (٠.٠١٣)، يعنى ذلك ان الشركات التي لديها رافعة مالية عالية يزداد بها احتمالات انهيار أسعار الأسهم، وتتفق هذه النتيجة التي تم التوصل إليها في الدراسة الحالية مع نتائج دراسة Hutton et al., (2009).

في ضوء العرض السابق، يُمكن للباحثة تلخيص نتائج اختبار فروص الدراسة من خلال الجدول (١٢) على النحو التالي:

جدول رقم (١٢): ملخص نتائج اختبار الفروض

رقم الفرض	نص الفرض	نتيجة الفرض
H ₁	يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.	قبول الفرض
H ₂	يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.	قبول الفرض
H ₃	يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.	قبول الفرض

إجراء اختبارات التحقق من مدى صحة النتائج Robustness Tests

للتحقق من صحة وسلامة النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الاختبارات الأساسية، قامت الباحثة باستخدام بيانات مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) دون ترجيحها بالنفقات الرأسمالية لقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وذلك اتساقاً مع دراسة عبد الناصر (٢٠٢٤)، ودراسة عمارة (٢٠٢٣)، حيث يُقاس عدم اليقين الاقتصادي بمتوسط مؤشر عدم اليقين العالمي الربع السنوي الخاص بجمهورية مصر العربية، وتم إعادة اختبار الفرض الثاني، وهو ما يوضحه الجدول رقم (١٣) التالي.

جدول رقم (١٣): نتائج الاختبارات الإضافية

المسارات	Original Sample (O)	Sample Mean (M)	Standard Deviation	T Statistics	P Values
AC -> SPCR	0.082	0.094	0.034	2.399	0.016
EPU Average (WUI) -> SPCR	0.174	0.174	0.040	4.332	0.000
EPU Average (WUI) x AC -> SPCR	0.098	0.091	0.042	2.365	0.018
SIZE -> SPCR	0.078	0.077	0.040	1.951	0.051
Leverage -> SPCR	0.112	0.112	0.043	2.604	0.009

يتضح من الجدول رقم (١٣) وجود علاقة إيجابية ذات دلالة معنوية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (٠.١٧٤)، كما بلغ مستوى المعنوية لهذه العلاقة (صفر)، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الباحثة في الفرض الثاني ضمن الاختبارات الأساسية، كما تؤكد هذه النتائج جودة المقياس الذي اعتمدت عليه الباحثة لقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية مرجحاً بالنفقات الرأسمالية.

٥. الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية:

تهتم الدراسة الحالية باختبار أثر التحفظ المحاسبي بنوعيه المشروط وغير المشروط وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك اختبار الاثر المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولتحقيق هذه الاهداف تم عرض الدراسات السابقة ذات الصلة بموضوع البحث واشتقاق فروض البحث منها، وبعد ذلك تم عرض منهجية البحث المتبعة، واجراء التحليل الاحصائي باستخدام برمجة Smart PLS، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- (١) وجود أثر إيجابي معنوي للتحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويعنى ذلك أن قيام الشركات باتباع سياسات محاسبية متحفظة يزيد من احتمالية انهيار أسعار الأسهم.
- (٢) وجود أثر إيجابي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعنى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادى.
- (٣) وجود أثر إيجابي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- (٤) أشارت نتائج الاختبارات الاضافية إلى وجود أثر إيجابي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع ما تم التوصل إليه من خلال الاختبارات الاساسية.
- (٥) في ضوء نتائج الاختبارات الاساسية والاضافية يمكن القول ان التحفظ المحاسبي وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية لهما أثر إيجابي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

في ضوء ما تقدم توصي الباحثة أولاً، بضرورة اهتمام صانعي السياسات بالحفاظ على اتساق السياسات الاقتصادية، وذلك من أجل الحفاظ على استقرار السوق. ثانياً، ينبغي تجنب التعديلات المتكررة على السياسات التي تؤدي إلى إرباك توقعات السوق. ثالثاً، ينبغي تحسين آليات التفسير والتوضيح لتعزيز شفافية السياسات وإزالة أوجه عدم اليقين المرتبطة بالاختلافات في تفسيرها. رابعاً، ينبغي على الجهات التنظيمية تعزيز الرقابة عند تزايد عدم اليقين في السياسات الاقتصادية، واتخاذ اجراءات وقائية للحد من المخاطر خلال هذه الفترات.

وتقترح الباحثة تناول العلاقات التالية في بحوث مستقبلية:

- دراسة أثر خصائص الشركة على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على ممارسات إدارة الارباح.
- دراسة أثر حوكمة الشركات على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- دراسة أثر تطبيق معايير المحاسبة الدولية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر التدفقات النقدية التشغيلية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع:

أولاً: المراجع العربية

- الخشاب، جمال احمد مهنى عبد اللطيف. (٢٠٢٣). أثر هيكل الملكية على التحفظ المحاسبي وانعكاس ذلك على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
- الصباغ، أحمد عبده السيد. (٢٠١٩). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، ٢٣ (٤)، ١-٥٣.
- العايدى، ثروت مصطفى على. (٢٠٢٢). المخاطر المترتبة على التحفظ المحاسبي وانعكاسات ذلك على أسهم وقيمة المنشأة (دراسة نظرية تطبيقية). *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس*، ٤ (١)، ٥١٥-٥٥٣.
- بي بي سي عربى. (٢٠٢٠). فيروس كورونا: خسائر كبيرة في أسواق المال وملايين قيد الحجر الصحي في العالم. متاح على: <https://www.bbc.com/arabic/world-51800894> بتاريخ ٩ مارس ٢٠٢٠. آخر مشاهدة بتاريخ ١٦ مارس ٢٠٢٥، ١٥:١٠م.
- حسين، علاء أحمد على. (٢٠٢٠). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس*، ١، ١-٦٧.
- عبد الناصر، محمد جمال. (٢٠٢٤). الدور المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري: دراسة تطبيقية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية الأعمال، جامعة الإسكندرية*، ٨ (٣)، ٥٠١-٥٥٧.
- عزام، محسن عبید عبد الغفار يونس، زلط، علاء عاشور عبدالله، وخليفة، محمد يوسف عبدالرحيم. (٢٠٢٤). أثر العلاقة التفاعلية بين التحفظ المحاسبي وسيولة الأسهم على خطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المقيدة في البورصة المصرية: دراسة تطبيقية. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا*، ١١ (٢)، ٣٧٦-٤٣٩.
- عمارة، محمد رزق عبد الغفار. (٢٠٢٣). التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المستدام وتكلفة رأس المال المقترض لمنشآت الأعمال المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية*، ٧ (٣)، ٣٧-٨٠.
- فرج، هبة عادل محمد، والعوام، عاطف محمد. (٢٠١٩). تأثير جودة التحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار سعر السهم وانعكاسه على القيمة السوقية للمنشأة في ظل تطبيق معايير التقارير المالية الدولية: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية تجارة، جامعة عين شمس*، ١، ٤٧-٦٤.
- محمد، حميدة محمد عبدالمجيد. (٢٠١٩). قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولي على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. *مجلة البحوث المحاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبة*، ١٤ (١)، ٦٩-١٤٢.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Albrecht, P., Kapounek, S., & Kučerová, Z. (2023). Economic policy uncertainty and stock markets' co-movements. *International Journal of Finance & Economics*, 28(4), 3471-3487.
- Alkhalaileh, A. H. R., Hamid, M. A. B. A., Saidin, S. F. B., & Khan, F. (2024). Accounting conservatism in the face of economic policy uncertainty in GCC countries. *Polish Journal of Management Studies*, 29 (2), 23-47.
- Al-Thaqeb, S. A., Algharabali, B. G., & Alabdulghafour, K. T. (2022). The pandemic and economic policy uncertainty. *International Journal of Finance & Economics*, 27(3), 2784-2794.
- Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2016). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. *European Financial Management*, 22(5), 916-956.
- Bahmani, N., Bhatnagar, A., & Gauri, D. (2023). Firms' responses to a black swan macro-crisis: Should they be socially responsible or fiscally conservative?. *Journal of Business Research*, 161, 113783.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). *Measuring Economic Policy Uncertainty*. *The Quarterly Journal of Economics*, 131 (4), 1593-1636.
- Ball, R. (2009). Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of accounting research*, 47(2), 277-323.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings¹. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of accounting studies*, 10, 269-309.
- Bellavitis, C., Fisch, C., & McNaughton, R. B. (2021). COVID-19 and the global venture capital landscape. *Small Business Economics*, 1-25.
- Bermpei, T., Kalyvas, A. N., Neri, L., & Russo, A. (2022). Does economic policy uncertainty matter for financial reporting quality? Evidence from the United States. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58(2), 795-845.
- Bhargava, R., Faircloth, S., & Zeng, H. (2017). Takeover protection and stock price crash risk: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Business Research*, 70, 177-184.
- Biddle, G. C., Ma, M. L., & Song, F. M. (2012). The risk management role of accounting conservatism for operating cash flows. In *University of Western Australia Accounting and Finance Research Forum*. Perth, Australia.

-
-
- Brogaard, J., & Detzel, A. (2015). The asset-pricing implications of government economic policy uncertainty. *Management science*, 61(1), 3-18.
 - Callen, J. L., & Fang, X. (2015). Short interest and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 60, 181-194.
 - Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor-client relationship. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1715-1750.
 - Chae, S. J., Nakano, M., & Fujitani, R. (2020). Financial reporting opacity, audit quality and crash risk: Evidence from Japan. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 9-17.
 - Cheng, C. A., Li, S., & Zhang, E. X. (2020). Operating cash flow opacity and stock price crash risk. *Journal of Accounting and Public Policy*, 39(3), 1-23.
 - Cheng, F., Chiao, C., Fang, Z., Wang, C., & Yao, S. (2020). Raising short-term debt for long-term investment and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 33, 101200.
 - Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of financial and quantitative analysis*, 52(4), 1605-1637.
 - Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of financial Economics*, 61(3), 345-381.
 - Colak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017). Political uncertainty and IPO activity: Evidence from US gubernatorial elections. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2523-2564.
 - Cui, X., Ma, T., Xie, X., & Goodell, J. W. (2023). Uncertainty of uncertainty and accounting conservatism. *Finance Research Letters*, 52, 103525.
 - Dang, T. L., & Nguyen, T. M. H. (2020). Liquidity risk and stock performance during the financial crisis. *Research in International Business and Finance*, 52, 101165.
 - Dai, L., & Ngo, P. (2021). Political uncertainty and accounting conservatism. *European Accounting Review*, 30(2), 277-307.
 - Dai, L., & Ngo, P. T. (2015). Political uncertainty and accounting conservatism: evidence from the US presidential election cycle. *Working paper*, Erasmus University.
 - DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The accounting review*, 90(1), 265-299.
 - Du, X. (2018). Corporate environmental performance, accounting conservatism, and stock price crash risk: Evidence from China. *China Accounting and Finance Review*, 20(1), 1-43.

-
-
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, Y., & Yoon, H. J. (2021). Policy uncertainty and accounting quality. *The Accounting Review*, 96(4), 233-260.
 - Ferdous, L. T., Atawnah, N., Yeboah, R., & Zhou, Y. (2024). Firm-level climate risk and accounting conservatism: International evidence. *International Review of Financial Analysis*, 95, 103511.
 - Field, L., Lowry, M., & Shu, S. (2005). Does disclosure deter or trigger litigation?. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 487-507.
 - Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46, 217-260.
 - Garson, G. D. (2008). Structural equations modelling, from statnotes: Topics in multivariate analysis. Retrieved on June, 15.
 - Ghani, M., & Ghani, U. (2024). Economic policy uncertainty and emerging stock market volatility. *Asia-Pacific Financial Markets*, 31(1), 165-181.
 - Gharibi, M., & Nemati, K. (2015). Accounting conservatism, financial crises and stock price crash risk. *Research Journal of Fisheries and Hydrobiology*, 10(10), 790-796.
 - Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1-3), 3-73.
 - Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and finance*, 42, 262-274.
 - Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
 - Hair, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C., & Sarstedt, M. (2017). *A primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Second Edition, Sage Publications, Los Angeles.
 - Hair Jr, J. F., Sarstedt, M., Hopkins, L., and Kuppelwieser, V. G. (2014). Partial least squares structural equation modeling (PLS-SEM): An emerging tool in business research. *European Business Review*, 26 (2), 106-121.
 - Han, X., Hsu, S., Li, J., & An, R. (2023). Economic policy uncertainty, non-financial enterprises' shadow banking activities and stock price crash risk. *Emerging Markets Review*, 54, 101003.
 - Houston, J. F., Lin, C., Liu, S., & Wei, L. (2019). Litigation risk and voluntary disclosure: Evidence from legal changes. *The Accounting Review*, 94(5), 247-272.

-
-
- Huang, S., & Liu, H. (2021). Impact of COVID-19 on stock price crash risk: Evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 101, 105431.
 - Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of financial Economics*, 94(1), 67-86.
 - Jeon, K. (2019). Corporate governance and stock price crash risk. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-13.
 - Jia, N. (2018). Corporate innovation strategy and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 53, 155-173.
 - Jin, X., Chen, Z., & Yang, X. (2019). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Accounting & Finance*, 58(5), 1291-1318.
 - Kelly, B., Pástor, L., & Veronesi, P. (2016). The price of political uncertainty: Theory and evidence from the option market. *The Journal of Finance*, 71(5), 2417-2480.
 - Kenny, D. A. (2018). Moderation. Retrieved from <http://davidakenny.net/cm/moderation.htm>
 - Kim, J. B., Li, L., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2016). Financial statement comparability and expected crash risk. *Journal of Accounting and Economics*, 61(2-3), 294-312.
 - Kim, J. B., Tseng, K., Wang, J. J., & Xi, Y. (2024). Policy uncertainty, bad news disclosure, and stock price crash risk. *Journal of Empirical Finance*, 78, 101512.
 - Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1720-1749.
 - Kim, S. H., & An, Y. (2025). Does economic policy uncertainty affect conservatism?: evidence from Korea. *Pacific Accounting Review*, (ahead-of-print).
 - Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting research*, 47(1), 241-276.
 - Krismiaji, K., & Sururi, S. (2021). Conservatism, earnings quality, and stock prices-Indonesian evidence. *Journal of Accounting and Investment*, 22(1), 37-50.
 - Lee, K. J., & Lu, S. L. (2021). The impact of COVID-19 on the stock price of socially responsible enterprises: An empirical study in Taiwan stock market. *International Journal of Environmental Research and Public Health*, 18(4), 1398.

-
-
- Liu, X., Ma, Y., & Xu, Z. (2024). Economic policy uncertainty, risk perception and stock price crash risk: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 82, 865-876.
 - Li, X., Wang, S. S., & Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*, 76, 74-91.
 - Luo, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101112.
 - Majeed, A., Wang, L., Zhang, X., & Kirikkaleli, D. (2021). Modeling the dynamic links among natural resources, economic globalization, disaggregated energy consumption, and environmental quality: Fresh evidence from GCC economies. *Resources Policy*, 73, 102204.
 - Mou, Y., Han, L., & Chen, X. (2021, December). Economic Policy Uncertainty and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. In 2021 3rd International Conference on Economic Management and Cultural Industry (ICEMCI 2021) (pp. 444-453). Atlantis Press.
 - Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36-57.
 - Ng, J., Saffar, W., & Zhang, J. J. (2020). Policy uncertainty and loan loss provisions in the banking industry. *Review of Accounting Studies*, 25, 726-777.
 - Otaify, M., & Otake, T. (2025). Economic policy uncertainty and stock market crash risk: international evidence. *Macroeconomics and Finance in Emerging Market Economies*, 1-21.
 - Oyewobi, L. O., Windapo, A. O., and Rotimi, J. O. B. (2017). Determinants of construction organisational performance: A partial least square-path analytic method. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 22, 37-61.
 - Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of financial Economics*, 110(3), 520-545.
 - Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *The journal of Finance*, 67(4), 1219-1264.
 - Pattnaik, D., Hassan, M. K., Kumar, S., & Paul, J. (2020). Trade credit research before and after the global financial crisis of 2008—A bibliometric overview. *Research in International Business and Finance*, 54, 101287.

-
-
- Piotroski, J. D., Wong, T. J., & Zhang, T. (2015). Political incentives to suppress negative information: Evidence from Chinese listed firms. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 405-459.
 - Rogers, J. L., Van Buskirk, A., & Zechman, S. L. (2011). Disclosure tone and shareholder litigation. *The Accounting Review*, 86(6), 2155-2183.
 - Ruch, G. W., & Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34(1), 17-38.
 - Rudiawarni, F. A., Sulistiawan, D., & Sergi, B. S. (2022). Is conservatism good news? The case of stocks of Jakarta Islamic index. *Heliyon*, 8(4).
 - Smales, L. A. (2021). Policy uncertainty in Australian financial markets. *Australian Journal of Management*, 46(3), 523-547.
 - Tabash, M. I., Farooq, U., Ashfaq, K., & Tiwari, A. K. (2022). Economic policy uncertainty and financing structure: a new panel data evidence from selected Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 60, 1-15.
 - Wang, Q., Li, X., & Liu, Q. (2021). Empirical research of accounting conservatism, corporate governance and stock price collapse risk based on panel data model. *Connection Science*, 33(4), 995-1010.
 - Watts, R. L. (2001). A proposal for research on conservatism. Simon School of Business Working Paper. Available at SSRN 6044.
 - Watts, R. L., & Zuo, L. (2013). Accounting conservatism and firm value: Evidence from the global financial crisis. MIT Working Paper.
 - Yuan, M., Zhang, L., & Lian, Y. (2022). Economic policy uncertainty and stock price crash risk of commercial banks: Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 74, 587-605.
 - Zamani, L., Borzoian Shirvan, S., & Zalbigi, A. (2022). Uncertainty in Economic Policies and Stock Price Crash Risk Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Business and Development Studies*, 14(1), 237-261.
 - Zhang, H., & Nam, C. H. (2016). The effect of information disclosure quality on stock price crash risk Evidence from listed companies in China. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(8), 401-409.

Studying the Impact of Economic Policy Uncertainty on the Relationship between Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: An Applied Study

Abstract

This research aims to investigate the impact of both accounting conservatism (AC) and economic policy uncertainty (EPU) on stock price crash risk (SPCR), as well as the moderating effect of economic policy uncertainty on the relationship between accounting conservatism and stock price crash risk. To achieve this, an applied study has been conducted on a sample of 63 companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2013 to 2022, with a total of 630 observations.

The results of the statistical analysis revealed the following: (1) Accounting conservatism has a significant positive effect on stock price crash risk, which means that companies adopting conservative accounting policies increase the likelihood of stock price crashes. (2) Economic policy uncertainty has a significant positive effect on stock price crash risk, which means that the risk of stock price crashes increases during periods of economic uncertainty due to the increased market risk premium during these periods, which impacts stock liquidity and the efficiency of the stock market. (3) Economic policy uncertainty moderates the positive relationship between accounting conservatism and stock price crash risk, which means that companies adopting conservative accounting policies during periods of economic uncertainty increases the likelihood of stock price crashes.

Furthermore, the results of additional tests revealed a significant positive effect of economic policy uncertainty on stock price crash risk, a result consistent with the findings of the main test's results. Therefore, the study results indicate that accounting conservatism and economic policy uncertainty positively affect stock price crash risk.

Keywords: Economic policy uncertainty, accounting conservatism, stock price crash risk.