

أثر غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د / نيفين صلاح على*

(*) د. نيفين صلاح على :

ملخص البحث

استهدف البحث دراسة واختبار أثر ميول (مشاعر) المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية، وكذلك أثر غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا كمتغيرات معدلة Moderating Variables على هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على ٥٣ شركة غير مالية مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٧ وحتى ٢٠٢٢. وقد توصل البحث، في ظل التحليل الأساسي، إلى وجود تأثير إيجابي غير معنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى زيادة قوة التأثير الإيجابي باختلاف غموض التقارير المالية، فضلاً عن عدم اختلاف ذلك الأثر الإيجابي باختلاف اثر جائحة فيروس كورونا. وأخيراً خلص البحث لوجود تأثير معنوي لمتوسط العوائد الأسبوعية للسهم وعدم وجود تأثير معنوي لحجم الشركة، كمتغيرين رقابيين، على خطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تم تعزيز هذه النتيجة من خلال إجراء التحليلات الإضافية.

الكلمات المفتاحية: ميول المستثمرين، خطر انهيار أسعار الأسهم، غموض التقارير المالية، جائحة فيروس كورونا.

Abstract:

The research aimed to study and test the effect of investors' sentiments on future stock price crash risk, **in addition**, the study investigated the effect of financial reports opacity and the COVID -19 pandemic as moderating variables on the previous relationship, by applying to 53 non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2017 to 2022. The study found, in the light of the **basic analysis**, that there is a positive and no significant impact of investors' sentiments on stock prices crash risk, in addition to increasing the strength of the positive effect according to financial reports opacity, **as well as** the relation doesn't varies with the COVID -19 pandemic crisis. **Finally**, the research concluded that there is a significant effect of the annual average weekly return rate, and that there is no significant effect of the size of the company, as two control variables, on stock prices crash risk. This result was reinforced by conducting **additional analyzes**.

Keywords: investor sentiment, stock price crash risk, financial reports opacity, COVID -19 pandemic.

١ - مقدمة البحث وأهدافه ومشكلته وحدوده وخطته

يعتبر خطر انهيار أسعار الأسهم من القضايا الهامة البحثية خاصةً في فترة الأزمات المالية (Fu et al., 2021; Cui et al., 2022) حيث عند حدوث هذه الأزمات سيصبح سعر السهم شديد الحساسية خاصة بالنسبة لخدمات المعلومات غير المتوقعة، والتي يمكن أن تسبب قفزة هائلة في السعر، ومن ثم إلى عواقب سوقية أكثر خطورة. كما ان معظم المستثمرين يميلون إلى المبالغة في رد الفعل تجاه الاخبار غير المتوقعة، مما يؤدي إلى اثار سلبية طويلة الاجل لعوائد الاسهم (Cui et al., 2022). وقد يسبب خطر انهيار أسعار الأسهم إلى مشاكل اجتماعية واقتصادية خطيرة والتي لايمكن ان تقلل فقط من ثروة المساهمين وحماسهم الاستثماري، ولكن أيضاً يعيق التنمية السليمة Healthy development لسوق رأس المال (Wu et al., 2021). ومن ثم يعد خطر انهيار سعر السهم من المخاطر الهامة بالنسبة لسوق رأس المال وللمستثمرين وللشركات. إذ يؤثر على المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري، وعلى الشركة عند ادارة مخاطرها (Kim et al., 2014).

ويعد فرض اكتناز (تخزين) الأخبار السيئة bad news hoarding من الفروض التي تفسر أسباب زيادة مخاطر انهيار سعر السهم (ويعني هذا الفرض ميل المديرين إلى حجب او اخفاء الاخبار السيئة لفترة طويلة عن المستثمرين بصفة خاصة، وعن اصحاب المصالح بصفة عامة (Fan and Fu, 2020; He et al., 2022; Shin and Choi, 2022). كما يعتبر نموذج الاختلافات في الرأي بين المستثمرين (او ما يسمى بنموذج عدم تجانس معتقدات المستثمرين heterogeneity in investors beliefs) أحد النماذج السلوكية التي تفسر أسباب زيادة مخاطر انهيار سعر السهم، ووفقاً لهذا النموذج ان لكل مستثمر معلومات تساعده على تقييم سعر السهم في السوق (Fan and Fu, 2020; Fu et al., 2021; Wu et al., 2021; Alnafea and Chebbi, 2022).

وعلى الرغم من وفرة البحوث المحاسبية في مجال محددات خطر انهيار سعر السهم مثل المحددات الخاصة بالخصائص الداخلية للشركات مثل غموض التقارير المالية (e.g., Lashgari and Forzalizade, 2013; Chae et al., 2020; Andreou et al., 2022)، والتحفظ المحاسبي (Waqas, and Siddiqui, 2021)، تبني معايير التقرير المالي الدولية (Waqas, 2022)، وقابلية القوائم المالية للمقارنة (Kim et al., 2016)، ووقتية

اصدار التقارير المالية (Li et al., 2020)، وحوكمة الشركات (Dang and Nguyen, 2021)، والتجنب الضريبي^١ (Garg et al., 2022)، وكذلك المحددات المتعلقة بمراقب الحسابات كالتخصص الصناعي لمراقب الحسابات (Robin and Zhang, 2015)، والرقابة الداخلية (Chen et al., 2017)، وجودة المراجعة (Waqas, 2022). وإيضاً المحددات التي تمثل خصائص بالنسبة للإدارة كالثقة الزائدة للمديرين (Liang, 2020)، والقدرة الإدارية^٢ (Liu and Lei, 2021)، وقوة المديرين التنفيذيين (Harper et al., 2019)، واخيراً المحددات المرتبطة بمستوى الإفصاح غير المالي كالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات (Dai et al., 2019)، والإفصاح عن مخاطر التغييرات المناخية (Lin and Wu, 2023)، وقابلية التقارير المالية للقراءة (Yin et al., 2022). إلا أن هناك ندرة في البحوث المتعلقة بدور المستثمرين الخارجيين في زيادة مخاطر انهيار سعر السهم كأحد محددهاته، ويساعد نموذج الاختلافات في الرأي بين المستثمرين في تفسير اسباب زيادة تلك المخاطر (Fu et al., 2021; Cui et al., 2022; Alnafea and Chebbi, 2022).

وتتنص نظرية التمويل السلوكي على انه تلعب ميول المستثمرين دور اساسياً على قرارات الاستثمار وتسعير الاصول وإدارة المخاطر، حيث تتسبب ميول المستثمرين في تحركات سعر السهم اي تقلبات السعر في المدى القصير (Gao et al., 2022)، ومن ثم تعتبر ميول المستثمرين أحد محددهات خطر انهيار سعر السهم، اذ من المحتمل ان يخفي المديرين الاخبار السيئة خلال فترة نقاؤل المستثمرين، ولكن عندما تصل كمية تلك الاخبار الى حدها الاقصى يتم الإفصاح عنها دفعة واحدة مما يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم (Fu et al., 2021).

ومن الجدير بالذكر، ان العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم تتأثر ببعض المتغيرات المعدله مثل، جائحة فيروس كورونا (e.g., Cevik et al., 2022; Gao et al., 2022; Albaity et al., 2023)، وسيولة الاسهم (Fu et al., 2021; Alnafea et al., 2022)، والملكية الاجنبية (Shin and Choi, 2022)، ونسبة الرفع المالي ومخاطر التخلف عن السداد والتشتت الأكبر في توقعات المحللين (Cui and Zhang, 2020)، وجودة التقارير المالية وغموضها (Firth et al., 2015; Zhu and Feng, 2016; Yin

^١ يعرف بأنه جميع الاجراءات التي يتخذها المديرون لتقليل إجمالي الالتزامات الضريبية، ويمكن ان يكون التجنب في حدود الالتزام الكامل بالقوانين الضريبية وهو ما يسمى بالتجنب الضريبي الفعال، كما يمكن ان يمتد ليكون تجنب ضريبي تعسفي ناتج عن تفسيرات خاطئة لقوانين الضرائب اي من خلال الالتزام الشكلي بنص القانون دون الاخذ في الاعتبار الهدف من القانون (Edwards et al., 2013)؛ على، (٢٠٢٣).
^٢ وتعني كفاءة الإدارة في استخدام الموارد المتاحة بالشركة في توليد الإيرادات (Demerjian et al., 2012) نقلاً عن على، (٢٠٢١)

(and Tian, 2017). إلا أن هذا البحث سوف يركز على متغيرين معدلين فقط وهو إلا غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا، وذلك نتيجة لوجود ندرة في الدراسات السابقة في هذا المجال البحثي.

ومن ثم تتمثل مشكلة البحث في الإجابة على عدة تساؤلات رئيسة وهي، هل يؤثر ميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم؟ وهل تؤثر غموض التقارير المالية على اتجاه وقوة العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم؟ وهل تؤثر أزمة جائحة فيروس كورونا على اتجاه وقوة العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم؟

ولذا **يستهدف هذا البحث** دراسة واختبار العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم، بالإضافة إلى اختلاف تلك العلاقة التأثيرية باختلاف غموض التقارير المالية واثار جائحة فيروس كورونا كمتغيرين معدلين، وسيتم تحقيق هذين الهدفين بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

وفي ضوء مشكلة البحث والهدف منه **تنبع أهمية هذا البحث** من تناوله لموضوع مهم؛ ألا وهو تأثير ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم، وذلك لعينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. ويكتسب البحث أهميته الأكاديمية من خلال ندرة البحوث -في حدود علم الباحثة- التي تناولت المتغيرات المعدلة للعلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم خاصة على المستوى المحلي، والتي ليست بنفس القدر من الاهتمام الذي حظي به في كثير من الدول المتقدمة.

ومن أهم حدود البحث أنه يقتصر على دراسة أثر ميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم، وكذلك اختبار الأثر المعدل لغموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا على هذه العلاقة، وقد اقتصرت فترة الدراسة على الفترة ٢٠١٧-٢٠٢٢، وبالتالي يخرج عن نطاق هذا البحث دراسة باقي العوامل المؤثرة على خطر انهيار سعر السهم (مثل التحفظ المحاسبي، وتبني معايير التقرير المالي الدولية، وقابلية القوائم المالية للمقارنة، ووقتيية اصدار التقارير المالية، وحوكمة الشركات)، وكذلك باقي المتغيرات المعدلة المؤثرة على تلك العلاقة (مثل سيولة الأسهم، والملكية الأجنبية، ونسبة الرفع المالي، ومخاطر التخلف عن السداد، والتشتت الأكبر في توقعات المحليين). كما يخرج عن نطاق الدراسة الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية،

وأيضاً المؤسسات المالية. وأخيراً، فإن قابلية النتائج للتعميم ستكون مشروطة بضوابط منهجية خاصة عينة الدراسة.

ولتحقيق هدف البحث ومعالجة مشكلته، وفي ضوء حدوده، تم تنظيم المتبقي منه على

النحو التالي:

٢- ميول المستثمرين: المفهوم والمحددات، والمقاييس، والمردود.

٣- خطر انهيار أسعار الأسهم: المفهوم والمحددات، والمقاييس.

٤- تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث.

٥- منهجية البحث.

٦- النتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة.

٢- ميول المستثمرين: المفهوم والمحددات، والمقاييس، والمردود

بالتركيز على مفهوم ميول المستثمرين، يتضح من تحليل بعض الدراسات السابقة

(Cornell et al., 2017; Wanjau, 2018; Wang et al., 2022; Shin and Choi,

2022) عدم وجود تعريف محدد وثابت لميول المستثمرين. إذ عرفه البعض (Cornell et al.,

2022; Wang et al., 2017) على أنه اعتقاد المستثمر وتوقعاته بشأن التدفقات النقدية

المستقبلية للأصول ومخاطر الاستثمار، والذي لا يبرره الحقائق الموجودة، ومن ثم يكون هذا

الامر مخفوق بالمخاطر ومكلفاً من قبل المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار. كما اشارت دراسة

نعاس وبوحفص (٢٠٢٢) إلى أن ميول المستثمرين هي درجة التفاؤل والتشاؤم الزائد لدى

المستثمر بشأن التوقعات المستقبلية لعوائد اصل معين في الاسواق المالية. بينما عرفته دراسته

رمضان وهنداوي (٢٠١٨) بأنها قوى داخلية تدفع المستثمر لسلوك استثماري محدد (عميات

شراء وبيع الاسهم). وايضاً عرفته دراسة (Wanjau (2018) هو تصور المستثمر واعتقاده بشأن

اختيار الاستثمار في اوراق مالية متنوعة. واخيراً عرفته دراسة (Shin and Choi (2022) بأنه

الحالة المزاجية للمستثمر المتفائل في الاسواق المالية.

وتلخص الباحثة مما سبق، إلى أنه يمكن تعريف ميول المستثمرين بأنه المعتقدات

الخاطئة للمستثمرين غير العقلانيين بشأن التوقعات المستقبلية لعوائد الاسهم، حيث يعتمد تلك

المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري على مشاعره وحالته المزاجية (اي درجة تفاؤله او تشاؤمه)،

وليس على الحقائق والمعلومات المتاحة لديه.

وتتنوع الميول السلوكية التي تدفع المستثمرين على الاستثمار في البورصة، والتي منها؛ ميول التفاؤل / التشاؤم: حيث يتأثر سلوك المستثمر اتجاه نشاطه الاستثماري بنظرته التفاؤلية او التشاؤمية اتجاه الاحداث والمتغيرات البيئية، وميول المخاطرة : حيث يتأثر سلوك المستثمر اتجاه نشاطه الاستثماري بدرجة ميل المستثمر نحو المخاطرة، وميول التنوع: حيث يتأثر سلوك المستثمر اتجاه نشاطه الاستثماري بدرجة ميل المستثمر نحو التنوع بغرض تخفيض مخاطر الاستثمار (رمضان وهنداوي؛ ٢٠١٨).

كما يتأثر سلوك المستثمر في السوق بعدة عوامل، حيث تحدد هذه العوامل اختيار شراء (استثمار) او بيع (عدم استثمار) لأصول او ادوات مالية (Wanjau, 2018). وتؤكد نظرية التمويل السلوكي على دور عواطف المستثمر وحالته المزاجية في التنبؤ بحركات اسواق الاوراق المالية. إذ تفترض تلك النظرية ان المستثمرين هم اشخاص عاديين يأخذون قرارات غير عقلانية بناءً على عواطفهم واهتماماتهم (اي عدم رشد المستثمر) (Dias et al., 2022). وتؤكد تلك النظرية على ان التحيزات السلوكية والمشاعر هي التي قد تؤثر على قرارات الاستثمار. وتعرف التحيزات السلوكية بأنها حالة من السلوك الذهني التي تعبر عن العقلانية المحدودة للمستثمر والتي تؤدي إلى تشتت صانع القرار. ومن امثلة التحيزات السلوكية؛ التحيزات الادراكية^٣، والتحيزات العاطفية^٤، والتحيزات الاجتماعية^٥، والتحيزات المعلوماتية^٦ (رمضان، هنداوي؛ ٢٠١٨؛ Guo et al., 2023؛ التي تؤثر بشكل كبير على عملية صنع القرار لديهم. فالفرد المتفائل من المحتمل ان يكون لديه مشاعر ايجابية، اما الفرد المتشائم يفكر في الاحداث السلبية بسبب المشاعر السلبية (Wanjau, 2018).

اما بشأن محددات ميول المستثمرين، فقد اشارت دراسة (Wanjau (2018 إلى إمكانية تقسيمها إلى ثلاثة مجموعات: المجموعة الاولى، محددات فردية خاصة بالمستثمر،

^٣ وتعني ان المستثمر يتخذ قرار الاستثمار بناءً على قناعات مترسخة بداخله، وذلك بغض النظر عن اي معلومات مغايرة، والتي قد تكون اكثر عقلانية، ومن امثلة التحيزات الادراكية، التمثيل والثقة الزائدة لدى المستثمر (رمضان، هنداوي؛ ٢٠١٨؛ Guo et al., 2023).

^٤ وتعني ان المستثمر يتخذ قرار الاستثمار بناءً على العواطف والمشاعر بدلاً من الحقائق. ومن امثلة التحيزات العاطفية؛ تحيز التفاؤل، والنفور من الخسارة، وتحيز الوضع الراهن (رمضان، هنداوي؛ ٢٠١٨؛ Guo et al., 2023).

^٥ وتعني مدى تأثير المستثمر بمجتمع الاستثمار، والذي يعتمد المستثمر عليه في استقصاء المعلومات وبأخذ الرأي والمشورة منه، حيث يعتمد المستثمر على المعلومات الجماعية اكثر من المعلومات الخاصة، ومن امثلة التحيزات الجماعية؛ سلوك القطيع (رمضان، هنداوي؛ ٢٠١٨؛ Guo et al., 2023).

^٦ وتعني ان المستثمر يتخذ قرار الاستثمار بناءً على معلومات يبتقيها ويحجب المعلومات الاخرى التي من الممكن ان تكون لها اهمية في عملية صنع القرار (رمضان، هنداوي؛ ٢٠١٨؛ Guo et al., 2023).

والتي منها تفضيلات المستثمر وثقته، وتأثير سلوك القطيع herding effect، وموقفه من المخاطر، وتفاعله الاجتماعي social interact. المجموعة الثانية، الإطار التنظيمي، والتي منها مستوى الإفصاح وشفافية التقارير المالية، وأولوية (المناخ) السياسية political climate. المجموعة الثالثة، عوامل خاصة بالسوق، والتي منها استقرار السوق، ومعدل التضخم، ومعدل البطالة، والتغيرات في سعر الفائدة، وكفاءة السوق، وتصور المستثمر investor perception. اما فيما يتعلق بقياس ميول المستثمر، فصفة عامة، يعتبر ميول المستثمرين متغيراً لا يمكن ملاحظته بصورة مباشرة (Gao et al., 2022). إذ تبين من تحليل الدراسات السابقة ذات الصلة (Fu et al., 2021; Wu et al., 2021; Wang et al., 2022; Alnafea and Chebbi, 2022; Gao et al., 2022; Shin and Su-Young, 2022) إمكانية الاعتماد على ثلاثة مقاييس. إذ يتمثل المقياس الأول، في المقاييس المباشرة، والتي تعتمد على قوائم الاستقصاء والمبنية على سؤال الأفراد عن شعورهم اتجاه الظروف الاقتصادية الحالية والمستقبلية وسوق الأوراق المالية مثل مؤشر ثقة المستهلك، واستطلاع رأي الجمعية الأمريكية للمستثمرين الأفراد (AAII).

بينما يتمثل المقياس الثاني، في الاعتماد على البيانات الضخمة massive data الناتجة من تفاعلات المستثمرين على الانترنت حيث تم استخدام اساليب التعلم الآلي والشبكات العصبية لقياس ميول المستثمرين باستخدام البيانات النصية من منصات مختلفة على الانترنت مثل Yahoo finance، ثم يتم تطبيق طريقة Bayes لتصنيف النص (Gao et al., 2022).

في حين يتمثل المقياس الثالث، في المقاييس غير المباشرة، والتي تعتمد على سوق رأس المال وتعتمد تلك المقاييس على تحليل المكونات الرئيسية Principle component analyses لتكوين مؤشر مركب لميول المستثمرين الخاص بالشركة، ولكن لا يوجد اتفاق على مكونات تلك المؤشر فعلى سبيل المثال؛ اعتمدت دراسة (Fu et al., 2021; Gao et al., 2022) على 3 مؤشرات وهي نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم، ومتوسط معدل الدوران، وعدم التوازن بين حجم عمليات الشراء والبيع buy –sell imbalance. في حين اعتمدت دراسة (Shin and Su-Young, 2022) على 5 مؤشرات وهم مؤشر القوة النسبية اليومية daily relative strength index، مؤشر الخط النفسي psychological line index،

معدل دوران الاسهم، اللوغاريتم الطبيعي لحجم التداول، عدم التوازن بين حجم عمليات الشراء والبيع. في حين كزت دراسة (Wang et al., 2022) على ٥ مؤشرات وهم عدد الاكتتابات الاولية، معدل دوران الاسهم، مؤشر ثقة المستثمر، خصم صناديق الاستثمار المغلقة closeded fund discount، عدد الحسابات الجديدة المفتوحة the number of news account opened. وقد اعتمدت الباحثة على المؤشر التي اعتمدت عليه دراسة (Alnafea and Chebbi, 2022) وهي ٣ مؤشرات وهم نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم، ومتوسط معدل الدوران، والعوائد الليلية لأسهم الشركات، وفيما يلي عرض تلك المؤشرات:-

وتعتبر نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم **price-earnings ratio** مؤشراً جيداً لميول المستثمرين، كما يعد معدل دوران الاسهم من مقاييس ميول المستثمرين، ويتم حسابه من خلال قسمة حجم التداول إلى اجمالي عدد الاسهم. إذ يدل زيادة نسبة سعر السهم إلى ربحيته وزيادة معدل الدوران على ان السوق ملئ بالمستثمرين غير العقلانيين المتفائلين المشاركين في عمليات التداول (شراء الاسهم)، حيث خلال فترة تفاؤل المستثمرين قد تقفز أسعار الأسهم فجأة نتيجة زيادة الطلب على الاسهم، مما يؤدي ذلك إلى زيادة سيولة الاسهم، وارتفاع السيولة يدل على المبالغة في تقييم أسعار الأسهم.

وتعتبر العوائد اليومية الليلية **overnight return** (وهي العوائد التي يتم تحقيقها بعد ساعات العمل الرسمية للبورصة اي من وقت اغلاق السوق حتى بداية عمل اليوم التالي) من المقاييس التي يمكن استخدامها لقياس ميول المستثمر. إذ ان المستثمرين غير العقلانيين الذين يعملون في ساعات العمل العادية ليس لديهم الوقت الكافي للقيام بعمليات التداول خلال ساعات العمل الرسمية للبورصة، وذلك على عكس المستثمرين المحترفين، ومن ثم كلما زادت العوائد الليلية كلما دل ذلك زيادة حجم التداول من جانب المستثمرين غير العقلانيين. وبعد حساب العوائد الليلية اليومية لكل شركة من شركات العينة، يتم حساب المتوسط السنوي لتلك العائد، ويتم حسابه من خلال المعادلة الآتية:

$$OR = \frac{1 + R^i \text{ close to close, } t}{1 + R^i \text{ intraday, } t} - 1$$

حيث أن :

$$R^i_{\text{close to close, } t} = \frac{1 + RI_{i,t}}{1 + RI_{i,t-1}} - 1$$

حيث يشير $RI_{i,t}$: إجمالي العائد المحقق عند سعر الاغلاق لسهم الشركة i خلال اليوم t ، ويشير $RI_{i,t-1}$: إجمالي العائد المحقق عند سعر الاغلاق لسهم الشركة i خلال اليوم $t-1$.

$$R^i_{\text{intraday, } t} = \frac{1 + p_{i,t}}{1 + po_{i,t}} - 1$$

حيث يشير $p_{i,t}$: سعر الاغلاق لسهم الشركة i خلال اليوم t ، ويشير $po_{i,t}$: سعر الفتح لسهم الشركة i خلال اليوم t .

واخيراً فيما يتعلق بمردود ميول المستثمرين، فقد تبين للباحثة من تحليل الدراسات السابقة (Roychowdhury, 2008; Drakos, 2010; Hribar and McInnis, 2012; Chung et al., 2012; Simpson, 2013; Firth et al., 2015; Antoniou et al., 2016; Naughton et al., 2019; Guo et al., 2023) إلى إمكانية انعكاس ميول المستثمرين، على كل من؛ درجة السلوك الإنتهازي للإدارة، مستوى الافصاح، وتكلفة حقوق الملكية، والاداء الاجتماعي للشركات، وسعر السهم، وخطر انهيار سعر السهم، وعائد السهم، واخطاء تنبؤات المحللين الماليين بالنسبة للارباح، ومستوى النقدية المحفظ بها.

وتلخص الباحثة مما سبق، إلى وجود عدة عوامل من الممكن ان تؤثر على ميول المستثمرين مثل محددات خاصة بالمستثمر والاطار التنظيمي وعوامل خاصة بالسوق. كما يعتبر ميول المستثمرين متغيراً لايمكن ملاحظته بصورة مباشرة، لذ يتم الاعتماد على عدة مقاييس، والتي منها مقاييس مباشرة ومقاييس غير مباشرة.

٣- خطر انهيار أسعار الأسهم: المفهوم والمحددات، والمقاييس

يعد خطر انهيار أسعار الأسهم من المخاطر الهامة بالنسبة لسوق رأس المال وللمستثمرين وللشركات. إذ يؤثر على المستثمر عند اتخاذ قراره الاستثماري، وعلى الشركة عند ادارة مخاطرها (Kim et al., 2014)، وعلى سوق رأس المال لأنه يعيق التنمية السليمة (Wu et al., 2021). وبالتركيز على مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم، فإنه يعرف بالانخفاض المفاجئ والشديد في سعر سهم الشركة (e.g., Chae et al., 2020; Fu et al., 2021; Waqas and Siddiqui, 2021; Shin and Choi, 2021; Waqas, 2022) كما

يعرف بأنه الالتواء السالب أو الشرطي Conditional Skewness في توزيع عائد السهم (e.g., Kim et al., 2014). وأضافت دراسة (عبد المجيد، ٢٠١٩) تعريف أكثر شمولية من التعريفين السابقين وهو الانخفاض الكبير في سعر السهم، والذي يمكن الاستدلال عليه من خلال الالتواء السالب في توزيع العائد خلال فترة زمنية من التداول عليه.

يعتبر فرض اكتناز (تخزين) الاخبار السيئة bad news hoarding من الفروض التي تفسر اسباب زيادة مخاطر انهيار سعر السهم (وبعني هذا الفرض ميل المديرين على حجب او اخفاء الاخبار السيئة لفترة طويلة عن المستثمرين بصفة خاصة، وعن اصحاب المصالح بصفة عامة)، ومن الجدير بالذكر انه لن يستطيع المديرين تخزين تلك الاخبار الى ما لا نهاية، فعندما تصل كمية الاخبار السيئة إلى الحد الاقصى، يقوم المديرين بالافصاح عن تلك الاخبار دفعة واحدة، الامر الذي يؤدي إلى حدوث مخاطر انهيار السهم. ويعد من دوافع المديرين لتخزين الاخبار السيئة زيادة مخاطر الوكالة وعدم تماثل المعلومات (Fan and Fu, 2020; He et al., 2022; Shin and Choi, 2022) والتجنب الضريبي، وضعف الرقابة الداخلية (عبد المجيد، ٢٠١٩). إذ يكون للإدارة مصلحة ذاتية لحجب تلك الاخبار لتحسين مساهم الوظيفي وتحسين المكافآت والتعويضات التي يحصلون عليها والتي تعتمد على الارباح المنشورة (Fan and Fu, 2020; Shin and Choi, 2022; He et al., 2022)

كما يعد نموذج الاختلافات في الرأي بين المستثمرين (او ما يسمى بنموذج عدم تجانس معتقدات المستثمرين heterogeneity in investors beliefs) من احد النماذج السلوكية التي تفسر اسباب زيادة مخاطر انهيار سعر السهم، ويصنف ذلك النموذج المستثمرين إلى ثلاثة أنواع وهم المستثمرين المتفائلين والمستثمرين المتشائمين والمستثمرين المرجحين للسوق arbitrageurs (المستثمرين العقلانيين). ووفقاً لهذا النموذج ان لكل مستثمر معلومات تساعده على تقييم سعر السهم في السوق. ويقوم على افتراض ان التداول الذي يتم من قبل مستثمرين لديهم آراء ومعتقدات مختلفة يمكن ان يساعد في الكشف عن بعض الاشارات الخاصة، مما يؤدي إلى وجود تحركات كبيرة في سعر السهم. وبناءً على هذا النموذج يؤدي الاتجاه التصاعدي لأسعار الاسهم للمستثمرين ذوي المعلومات (المستثمرين المتفائلين) إلى زيادة حجم التداول، بينما في المقابل يتشكك المستثمرين الأقل معلومات (المستثمرين المتشائمين) بطبيعة الاشارات التي يتسلمونها نتيجة هذا التصاعد في سعر السهم، ومن ثم يحجمون عن التداول حتى تتخفص

الأسعار، مما يؤدي إلى حدوث التواءات سلبية في عوائد الاسهم نتيجة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين (Yin and Tian, 2017; Fan and Fu, 2020; Wu et al., 2021; Fu et al., 2021; Alnafea and Chebbi, 2022).

أما فيما يتعلق بمحددات خطر انهيار سعر السهم، فقد تبين للباحثة من تحليل الدراسات السابقة (Robin and Zhang, 2015; Kim et al., 2016; Chen et al., 2017; Liang, 2020; Dang and Nguyen, 2021; Waqas and Siddiqui, 2021; Liu and Lei, 2021; Li et al., 2022; Chae et al., 2022; Waqas, 2022; Shin and Choi, 2022; Cui et al., 2022; Lin and Wu, 2023) تقسيمها إلى خمس مجموعات، تتمثل المجموعة الأولى في الخصائص الداخلية للشركات مثل غموض التقارير المالية، والتحفيز المحاسبي، تبني معايير التقرير المالي الدولية، وقابلية القوائم المالية للمقارنة، ووقتية اصدار التقارير المالية، وحوكمة الشركات، والتجنب الضريبي، وبينما تتمثل المجموعة الثانية في المحددات المتعلقة بمراقب الحسابات كالتخصص الصناعي لمراقب الحسابات، والرقابة الداخلية، وجودة المراجعة. في حين تتمثل المجموعة الثالثة في المحددات التي تمثل خصائص بالنسبة للإدارة كالثقة الزائدة للمديرين، والقدرة الإدارية، وقوة المديرين التنفيذيين. وتتمثل المجموعة الرابعة في المحددات المرتبطة بمستوى الإفصاح غير المالي كالإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات، والإفصاح عن مخاطر التغييرات المناخية، وقابلية التقارير المالية للقراءة^٧. وتتمثل المجموعة الخامسة في المحددات الخاصة بالمستثمرين الخارجيين كميول المستثمرين، وهيكل المستثمرين.

أما بشأن قياس خطر انهيار سعر السهم، فقد تعددت المقاييس في هذا الشأن، ولكن من أشهر طرق القياس مقياسين، حيث يتمثل المقياس الأول في معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للاسهم (NSCKEW) the negative skewness ويعتمد هذا المقياس على الالتواء في عوائد اسهم الشركة، اي عدم التماثل في توزيع هذه العوائد، ويعني

^٧ تعرف القابلية للقراءة بأنها مدى سهولة قراءة وفهم نص ما وسرعة قراءته أيضاً. وتكون النصوص سهلة القراءة عندما يتوافر بها بعض الخصائص اللغوية والمتمثلة في بساطة اللغة lexical sophistication، وبساطة القواعد النحوية syntactic. إذ تعنير النصوص سهلة القراءة من حيث بساطة اللغة، إذا تم الاعتماد على كلمات شائعة الاستخدام ومدى تكرارها، وايضاً إذا تم استخدام كلمات ذات عدد مقاطع قليلة (قصر الكلمة) والابتعاد عن الكلمات عديدة المقاطع (طول الكلمة)، بالإضافة إلى انه إذا تم استخدام عدد أقل من الأفعال، وايضاً إذا تم استخدام كلمات لها معنى واحد او دلالات واحدة والابتعاد عن الكلمات التي لها معنى غير المعنى الحرفي المقصود. في حين تعتبر النصوص سهلة القراءة من حيث بساطة القواعد النحوية الخاصة بتركيب الجمل، إذا تم استخدام جمل قصيرة (استخدام عدد كلمات أقل في الجملة)، حيث ان قصر الجملة يساعد على كل من التحليل النحوي الأسرع، وعلى ربط وتنظيم المنطقي للأفكار الرئيسية للنصوص، وايضاً إذا تم استخدام أسماء مناسبة لكل جملة (Crossley et al., 2019؛ علي، ٢٠٢١)

الالتواء السالب ان البيانات تلتوي إلى اليسار، وكلما زادت قيمة NSCKEW كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر انهيار سعر السهم. في حين يتمثل المقياس الثاني في طريقة التقلب في العوائد الأسبوعية من أسفل لأعلى (DUVOL) volatility "down-to-up"، وتقوم فكرة هذا المقياس على تقسيم العوائد الأسبوعية لكل شركة إلى مجموعتين، المجموعة الأولى هي مجموعة المشاهدات المنخفضة "down weeks" والتي تشير إلى مجموعة المشاهدات التي انخفضت عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية محل القياس، المجموعة الثانية هي مجموعة المشاهدات المرتفعة "up weeks" والتي تشير إلى مجموعة المشاهدات التي زادت عن هذا المتوسط، ويتم حساب هذا المقياس من خلال قسمة اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة على الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة، وكلما زادت قيمة DUVOL كلما دل ذلك على ارتفاع مخاطر انهيار سعر السهم (e.g., Assadi et al., 2019; Cui and Zhang, 2020; Fan et al., 2022; Shin and Choi, 2022 al., 2019; Cui and Zhang, 2020; Fan et al., 2022; Shin and Choi, 2022 Pan et al., 2021; Fu et al., 2021). وقد اعتمدت الباحثة على تلك المقياسين سواء كان في التحليل الأساسي أو في التحليلات الأخرى، وسوف يتم تناول طريقة قياسهم بالتفصيل فيما بعد في جزئية طريقة قياس المتغيرات.

وتخلص الباحثة مما سبق، إلى أنه يمكن تفسير أسباب الانخفاض المفاجي والشديد في سعر السهم وفقاً لفرض اكتناز الأخبار السيئة وكذلك بناءً على نموذج عدم تجانس معتقدات المستثمرين، كما تخلص إلى إمكانية تقسيم محددات خطر انهيار أسعار الأسهم إلى خمسة مجموعات؛ محددات متعلقة بالخصائص الداخلية للشركات، ومحددات خاصة بمراقب الحسابات، ومحددات متعلقة بإدارة الشركة، محددات مرتبطة بمستوى الإفصاح غير المالي، ومحددات خاصة بالمستثمرين الخارجيين.

٤- تحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

وسوف يتم تحليل الدراسات السابقة التي تناولت أثر ميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت أثر غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا على تلك العلاقة، ومن ثم اشتقاق فروض البحث، وذلك على النحو التالي:

٤-١ تحليل العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، واشتقاق الفرض الأول للبحث (H₁)

من الجدير بالذكر، أنه يوجد نوعان من المستثمرين وهما المستثمرون غير المحترفين (متداولي الضوضاء) والمستثمرون المحترفون (العقلانيون). وفي هذا السياق، اهتمت دراسة (Assadi et al., 2019; Cui and Zhang, 2020; Pan et al., 2021; Wu et al., 2021; Fu et al., 2021; Fan et al., 2021; Wang et al., 2022; Gao et al., 2022; Cui et al., 2022; Alnafea and Chebbi, 2022) بدراسة العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم. إذ تعتبر ميول المستثمرين أحد محددات خطر انهيار سعر السهم، حيث من المحتمل ان يخفي المديرين الاخبار السيئة خلال فترة تفاؤل المستثمرين، ولكن عندما تصل كمية تلك الاخبار الى حدها الاقصى يتم الافصاح عنها دفعة واحدة مما يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم. اذ عندما يزداد تفاؤل المستثمرين غير المحترفين بشأن أداء أسهم احد الشركات فإنه من المتوقع ارتفاع كبير في أسعار أسهم تلك الشركات، نتيجة لزيادة الطلب عليها. وعادة في هذه اللحظة ما يقوم المستثمرين العقلانيين ببيع تلك الاسهم وذلك لتحقيق مكاسب غير عادية ولكنهم حذرين من ان يصبح تلك المستثمرين غير المحترفين أكثر تفاؤلاً في المستقبل القريب مما يؤدي الى زيادة السعر لأعلى من ذلك مما يحد من فرص تحقيق مكاسب اضافية للمستثمرين المحترفين. بالإضافة إلى ذلك، خلال فترة تفاؤل المستثمرين يميل المحللون الماليون من اصدار تنبؤات وتوصيات متفائلة بشأن الارباح، ومن ثم لا يتم الافصاح عن الاخبار السيئة لتلك الشركات للمستثمرين الخارجيين (Cui and Zhang, 2020; Fu et al., 2021; Alnafea and Chebbi, 2022)

كما اشارت دراسة (Wang et al. (2022) إلى انه يؤدي سلوك المستثمرين غير العقلانيين إلى تقلبات مفرطة في أسعار الاصول والانحراف عن قيمتها الحقيقية، وكذلك اشارت الدراسة إلى ان من اسباب الازمة المالية العالمية هو سلوك المستثمرين غير العقلانيين الناتج من ميولهم، والذي تسبب في وجود عدوى المخاطر Risk contagion بين الاسواق المالية المختلفة مما ادى إلى انهيار النظام المالي بأكمله. وكذلك يمكن تفسير العلاقة بين ميول المستثمرين وزيادة تقلبات سعر السهم من خلال الدور الوسيط لعدم تماثل المعلومات، إذ يأتي عدم التأكد بشأن تقييم الشركة من عدم تماثل المعلومات مما يعكس بشكل سلبي على تكلفة

الاختيار selection cost مثل مدى السعر bid -ask spread (فروق أسعار الطلب والعرض)، والذي يعبر عن اعلى سعر يكون المستثمر على استعداد لدفعه عند شراء السهم وادنى سعر يكون المستثمر على استعداد لقبوله عند بيع السهم (Gao et al., 2022).

وكذلك يميل المستثمرون متداولي الضوضاء (التجزئة Retail) إلى المبالغة في رد الفعل اتجاه الاخبار الايجابية حيث يهتم تلك المستثمرين بالاسهم ذات القفزات الإيجابية المتكررة في الأسعار ويكون متفائلين للغاية ومن ثم يقبلوا على شراء تلك الاسهم، مما يدفع أسعار الأسهم إلى مستويات اعلى مما يتسبب في حدوث فقاعات للأسعار، وعند التكامل المستمر للمعلومات وبمجرد ان يدرك هؤلاء المستثمرين ان اسعار الاسهم قد تم المبالغة في تقديرها من قبل السوق، سوف يبيعون الاسهم فوراً، مما يتسبب في انخفاض سعر السهم وانفجار فقاعات الأسعار، الامر الذي يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار سعر السهم (Cui et al., 2022).

كما انه يمكن تفسير تأثير هيكل المستثمرين (سواء كان مستثمر افراد او مستثمر مؤسسي) على خطر انهيار سعر السهم من خلال منظور تداول المعلومات إذ يؤدي الإفصاح عن الاخبار السيئة إلى تقاوم انخفاض سعر السهم ومن المرجح ان يفرط المستثمر الفردي في تفسير الاخبار السيئة أكثر من المستثمر المؤسسي، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار سعر السهم، وإيضاً من خلال منظور ميول المستثمرين (متدولي الضوضاء) حيث يكون المستثمر الفردي اكثر عرضة للميل التشائمي Negative investor sentiment مقارنة بالمستثمر المؤسسي، ولذلك قد تعاني الشركات التي لديها نسبة اكبر من المستثمرين الافراد من حساسية ارتفاع مخاطر انهيار سعر السهم (Pan et al., 2021).

كما اضاف البعض (Fu et al., 2021; Alnafea and Chebbi, 2022) ان العلاقة الايجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم كانت اكثر وضوحاً في الشركات ذات سيولة الاسهم الاقل. وإيضاً اضافت دراسة (Shin and Choi, 2022) ان العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم سوف تتخفف في الشركات ذات الملكية الاجنبية المرتفعة، حيث يساعد المستثمرين الاجانب على تقييد القرارات الإدارية غير الفعالة وتحسين شفافية التقارير المالية، مما يخفف من خطر انهيار سعر السهم.

وإيضاً اضافت دراسة (Cui and Zhang, 2020) ان العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم سوف تكون أكثر وضوحاً في الشركات ذات نسبة الرفع

المالي الأعلى ، وذات مخاطر التخلف عن السداد الأكبر، والتشتت الأكبر في توقعات المحللين. كما خلصت دراسة (Fan et al., 2021) ان العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم سوف تكون أكثر وضوحًا بالنسبة للأسهم القابلة للتداول بالهامش margin trading، حيث تؤدي زيادة ميول المستثمرين إلى زيادة الشراء والاقبال على عملية التداول في تلك الاسهم من قبل المستثمرين المتفائلين. كما خلصت دراسة (Wu et al., 2021) إلى ان الميل للتشاؤمي للمستثمرين له دور اكبر في زيادة مخاطر انهيار سعر السهم مقارنة بالميل التفاؤلي للمستثمرين حيث قامت هذه الدراسة باختبار الميل التفاؤلي والتشاؤمي للمستثمرين ولم تكتفي بميول المستثمر الاجمالية.

وتخلص الباحثة من تتبع التطور التاريخي للدراسات (Assadi et al., 2019; Cui and Zhang, 2020; Pan et al., 2021; Wu et al., 2021; Fu et al., 2021; Fan et al., 2021; Wang et al., 2022; Gao et al., 2022; Cui et al., 2022; Alnafea and Chebbi, 2022) ذات الصلة بأثر ميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم إلى وجود اتفاق بين معظمها على وجود علاقة إيجابية بين هذين المتغيرين. وقد اتضح للباحثة من تحليل تلك الدراسات تعدد البيئات التي أجريت فيها هذه الدراسات مثل الصين (Pan et al., 2021; Wu et al., 2021; Fu et al., 2021; Fan et al., 2022) وكوريا (Shin and Choi, 2022)، وأمريكا (Cui and Zhang, 2020)، وإيران (Assadi et al., 2019)، والسعودية (Alnafea and Chebbi, 2022)، ومصر (الشاهد، وآخرون؛ ٢٠٢٢). ومن الناحية المنهجية، اتفقت هذه الدراسات على استخدام منهج الدراسة التطبيقية من خلال استخدام وتحليل البيانات الفعلية الواردة بالتقارير المالية.

كما اختلفت الفترة الزمنية التي غطتها تلك الدراسات، حيث غطت فترة من ٦ إلى ٢٤ سنوات (e.g., Wu et al., 2021; Fu et al., 2021; Fan et al., 2021; Wang et al., 2022; Gao et al., 2022; Cui et al., 2022) من حيث كبر حجم العينة والتي تتراوح ما بين ٩٥٣ مشاهدة إلى ١٤٦٢٩ مشاهدة خلال فترة الدراسة. وبناءً على ما تقدم، تتوقع الباحثة إمكانية تأثير ميول المستثمرين على خطر انهيار

سعر السهم. وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الأول للبحث في صورته البديلة على النحو التالي:

H₁: تؤثر ميول المستثمرين معنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية معنوياً على ممارسات التجنب الضريبي

٤-٢ تحليل أثر غموض التقارير المالية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، واشتقاق الفرض الثاني للبحث (H₂)

بالتركيز على مفهوم غموض التقارير المالية، فقد عرفته دراسة (الصاوي) ٢٠٢٢ تعريفاً شاملاً وهو إلا أنه استراتيجية للإفصاح المحاسبي مصممة من قبل إدارة الشركة، وينشأ نتيجة للسلوك الإنتهازي للإدارة بما يمكنهم من التأثير المتعمد على سياسة اعداد التقارير المالية وإدارة أنشطة الإفصاح، وينطوي الغموض على قدرة إدارة الشركة على اخفاء الاخبار السيئة او المعلومات الجوهرية، وذلك من خلال التحكم في كمية ومحتوى المعلومات عن قصد، والتلاعب في نتائج الأداء السيئ، والتقييد او تشويش الافصاح من خلال الإيجاز في طريقة العرض واستخدام هيكل اللغة لصياغة تقارير مالية غامضة.

أما بشأن مقاييس غموض التقارير المالية، فقد تعددت مقاييسه، مثل؛ إدارة الارباح الحقيقية (Li et al., 2011; Li et al., 2022)، والاستحقاقات الاختيارية (e.g., Lashgari and Forzalizade, 2013; Kim and Zhang, 2014; Chae et al., 2020; Andreou et al., 2022)، وإدارة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية (Cheng et al., 2020)، وقابلية التقارير المالية للقراءة (Yin et al., 2022)، وإعادة اصدار الفوائم المالية (Kim and Zhang, 2014)، ورأي مراقب الحسابات عن ضعف هيكل الرقابة الداخلية (Kim and Zhang, 2014).

وبالنسبة لأثر غموض التقارير المالية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد خلص البعض (Firth et al., 2015; Zhu and Feng, 2016) إلى انه تزداد العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وتقلبات سعر السهم مع انخفاض شفافية التقارير المالية اي زيادة غموض التقارير المالية. وكذلك توصلت دراسة (Yin and Tian 2017) إلى انه تزداد العلاقة الايجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم في

الشركات ذات جودة التقارير المالية المنخفضة. كما توصلت دراسة (Kim et al., 2021) إلى دور عدم التأكد في المعلومات في شرح العلاقة بين ميول المستثمرين وتقلبات عوائد الاسهم عند تغيير توصيات المحللين الماليين analyst recommendation. اذ تمثل تقارير المحللين هي مصدر معلومات أساسي للمستثمرين في تقييم الأسهم في الأسواق المالية.

ومن ناحية أخرى، أشارت العديد من الدراسات (Firth et al., 2015; Zhu and Feng, 2016; Cornell et al., 2017) إلى اختلاف ميول المستثمرين باختلاف غموض التقارير المالية. اذ يؤدي انخفاض شفافية التقارير المالية إلى عدم توفير المعلومات الدقيقة الخاصة بالشركة مما يزيد من عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين الخارجيين، والذي يؤدي إلى تقييد قدرة المستثمرين على اجراء تقييمات دقيقة لسعر السهم. كما ان وجود معلومات أقل موثوقة يمكن الاعتماد عليها في صنع القرار يجعل المستثمرين والمشاركين الاخرين في السوق يعتمدون بشكل اكبر على الاحكام الذاتية مما يؤدي إلى زيادة ميول المستثمرين (Firth et al., 2015).

كما أن الشركات التي يصعب تقييمها هم اكثر عرضة لميول المستثمرين، فهناك سببان رئيسيان وراء صعوبة تقييم الشركة. أولهما، طبيعة أنشطة اعمال الشركة وبيئة عملها (إذ ان الشركات الكبيرة والمعرضة للمخاطرة والخاسرة وذات معدل النمو المرتفع اكثر صعوبة في التقييم). ثانيهما، انخفاض شفافية التقارير المالية اي زيادة الغموض (Firth et al., 2015; Zhu and Feng, 2016; Cornell et al., 2017). ومن المرجح ان تعتمد قرارات تدول المستثمرين فيما يتعلق بالاسهم الفردية على احكامهم وتوقعاتهم الشخصية حتى عندما يتم تقديم معلومات محددة (على سبيل المثال تقارير المحللين الماليين) وذلك عندما يزداد عدم التأكد في المعلومات اي زيادة غموض التقارير (Kim et al., 2021).

وفي هذا السياق، خلصت دراسة (Firth et al., 2015) إلى انه يزداد ميول المستثمرين بالنسبة للشركات التي يرتفع بها إدارة الارباح (اي الشركات التي تكون اكثر غموضاً)، والشركات التي تتلقى رأي غير نظيف من قبل مراقب الحسابات، والشركات التي يسيطر عليها الدولة. كما توصلت بأنه يقل ميول المستثمرين في الشركات التي لديها معاملات اكثر تعقيداً مع الاطراف ذات العلاقة، والشركات التي يتم مراجعتها من قبل منشآت المراجعة الأربعة الكبرى Big4.

ومن ناحية أخرى، أشارت دراسة (Li et al., 2011; Lashgari and Forzalizade, 2013; Kim and Zhang, 2014; Chae et al., 2020; Butar and Murniati, 2021; Li et al., 2022; Andreou et al., 2022; الصاوي، ٢٠٢٢) إلى اختلاف خطر انهيار سعر السهم، باختلاف غموض التقارير المالية. إذ إن الافتقار إلى شفافية التقارير المالية أي زيادة غموضها تمكن المديرين من إخفاء الأخبار السيئة لفترات طويلة من الزمن، وعندما يتم الإفصاح عن تلك الأخبار دفعة واحدة، فإنه يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشارت دراستا (Li et al., 2011; Li et al., 2022) أن المديرين يمكنهم استخدام محاسبة التكلفة التاريخية لأخفاء أو تأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة، الأمر الذي يؤدي إلى المزيد من الانهيارات المتكررة والشديدة في أسعار الأصول. كما إن غموض التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية من خلال إدارتها يسهل من اكتناز الأخبار السيئة، ويُمكن الإدارة من تحويل الموارد (Cheng et al., 2020). وكذلك يوجد مجموعة من الحوافز التي تحفز المديرين من إخفاء الأخبار السيئة مثل؛ المخاوف المهنية لإدارة الشركات وغموض المكافآت الإدارية (Kim and Zhang, 2014).

كما أضاف البعض (Lashgari and Forzalizade, 2013; Andreou et al., 2022) أن السبب في وجود العلاقة الإيجابية بين غموض التقارير المالية ومخاطر انهيار سعر السهم هو وجود مشاكل وكالة بين المساهمين والمديرين، مما يؤدي إلى ظهور السلوك الإنتهازي للإدارة. وكذلك أشارت دراسة (Kim and Zhang, 2014) إلى أن الغموض يعيق من قدرة المساهمين على التمييز بين المشروعات الجيدة والسيئة في مرحلة مبكرة، وهذا يسمح للمشروعات السيئة أن تستمر، ويزداد الأمر مع الوقت ويتراكم الأداء الضعيف لهذه المشروعات مما يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار سعر السهم.

وخلصت دراستا (Li et al., 2011; Li et al., 2022) إلى أن الشركات التي يزداد لديها إدارة أرباح الحقيقية يرتفع لديها مخاطر انهيار سعر السهم. كما أضافت دراسة (Li et al., 2022) أنه تكون العلاقة الإيجابية بين إدارة الأرباح الحقيقية ومخاطر انهيار سعر السهم أقل وضوحاً في حلة وجود رقابة خارجية قوية (مثل ارتفاع الملكية المؤسسية)، كما إن هذه العلاقة الإيجابية لاتتأثر في حالة وجود رقابة داخلية قوية. كما أشارت دراسة (He et al., 2019) إلى أنه يلعب المحللين الماليين دوراً نشطاً كوسيط للمعلومات بين إدارة الشركة والمشاركين في السوق

من خلال تغطيتهم للشركات، مما يؤدي إلى زيادة شفافية التقارير، كما يلعب أيضاً المحللين دوراً رقابياً لتقييد أنشطة اكتناز الاخبار السيئة، مما يؤدي إلى انخفاض مخاطر انهيار سعر السهم. وكذلك توصلت دراسات (Kim et al., 2019; Yin et al., 2022) إلى انه يؤدي انخفاض قابلية التقارير المالية 10-K للقراءة (أي زيادة غموضها) إلى زيادة مخاطر انهيار سعر السهم. إذ ان المديرين يمكنهم اخفاء المعلومات السلبية بنجاح من خلال كتابة تقارير مالية معقدة. وازافت دراسة Kim et al. (2019) ان العلاقة السلبية بين قابلية التقارير المالية للقراءة وخطر انهيار سعر السهم تكون اكثر وضوحاً في الشركات التي لديها اخبار ارباح سلبية مستمرة او اخبار ارباح ايجابية مؤقتة firms with persistent negative earnings news or transitory positive earnings news، وفي الشركات التي ينخفض بها مخاطر التقاضي، وكذلك عندما يزداد حوافز خيارات الاسهم للمديرين التنفيذيين. وفي نفس الاتجاه، خلصت دراسة Cheng et al. (2020) إلى وجود علاقة ايجابية بين غموض التدفقات النقدية من الانشطة التشغيلية وخطر انهيار سعر السهم. كما اضافت انه تكون تلك العلاقة ايجابية اكثر وضوحاً عند ضعف الرقابة الداخلية، وزيادة عدم تماثل المعلومات، وانخفاض أهمية التدفقات النقدية من الانشطة التشغيلية، وزيادة تكلفة إدارة الاستحقاقات. وبناءً عليه، ترى الباحثة وفقاً للدراسات السابق عرضها ان غموض التقارير المالية قد تؤثر على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ وبالتالي، يمكن اشتقاق الفرض الثاني للبحث في صورته البديلة، على النحو التالي:

H₂: يختلف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف غموض التقارير المالية.

٤-٣ تحليل أثر ازمة جائحة فيروس كورونا على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، واشتقاق الفرض الثالث للبحث (H₃)

تعتبر جائحة فيروس كورونا كارثة عالمية لها عواقب اجتماعية واقتصادية غير مسبوقة، ووضح المدير العام لمنظمة الصحة العالمية على خطورة الوضع، إذ انه فيروس فريد من نوعه (Dash and Maitra, 2022). ولهذا اهتمت العديد من الدراسات (Jiang et al., 2021; Gao et al., 2022; Zhai et al., 2022; Hsu and Tang, 2022; Albaity et al., 2023) باختبار أثر ازمة جائحة فيروس كورونا على العلاقة بين ميول المستثمرين وتقلبات

سعر السهم وعوائده. وقد خلصت تلك الدراسات إلى ان تأثير ميول المستثمرين على تقلبات سعر السهم كان اكثر وضوحاً في الفترة بعد جائحة فيروس كورونا مقارنةً بالفترة قبل الجائحة. كما خلصت دراسة (Hsu and Tang 2022) إلى وجود علاقة ايجابية بين ميول المستثمرين والتقلبات المشروطة غير المتوقعة لسعر السهم اثناء جائحة فيروس كورونا، وذلك بالتطبيق على ١٢ سوق للأسهم، كما خلصت ان الحوكمة على مستوى الدولة تقلل تلك العلاقة الايجابية سالفة الذكر. وفي نفس السياق، خلصت دراسة (Albaity et al. (2023) إلى وجود علاقة سلبية بين ميول المستثمرين وعدم التأكد بشأن السياسات الاقتصادية وبين عوائد اسهم البنوك اثناء جائحة فيروس كورونا. وازافت دراسة (Zhai et al. (2022) إلى انه تقل العلاقة الايجابية بين الميل للتشاورى للمستثمر الناتج عن الجائحة وعوائد الاسهم في الشركات التي تقوم بأنشطة المسئولية الإجتماعية.

ومن ناحية، أشارت العديد من الدراسات (Huynh et al., 2021; Parveen et al., 2021; Dash and Maitra, 2022) إلى اختلاف ميول المستثمرين باختلاف أثر ازمة جائحة فيروس كورونا، وفي هذا السياق، خلصت دراسة (Dash and Maitra (2022 إلى وجود علاقة بين عدم التأكد بشأن الفيروس وميول المستثمرين، إذ يؤثر الخوف الناتج عن الفيروس بشكل كبير على ميول المستثمرين وقراراتهم الاستثمارية، حيث يزيد الخوف من تشاؤم المستثمرين، مما يؤدي إلى المبالغة في رد فعلهم على المعلومات او الاخبار السيئة. كما اشارت دراسة (Huynh et al. (2021 ان المستثمرين يتصرفون بطريقة غير عقلانية في بداية الوباء، حيث ان التغطية الاعلامية التي تنشر معلومات حول الوباء تولد الخوف والقلق لدى المستثمرين، كما ان نقل الاخبار الكاذبة تزيد من تشاؤم المستثمرين تجاه قرارات الاستثمار، مما يؤثر سلباً على أسعار الأسهم. كما توصلت دراسة (Parveen et al. (2021 إلى ان الجائحة اثرت سلباً على ميول المستثمرين وقراراتهم الاستثمارية وحجم التداول، وكذلك خلصت ان التحيزات السلوكية لدى المستثمر (والتي تتضمن التمثيل والثقة المفرطة، والنفور من المخاطرة) قد اثرت سلباً على قراراتهم الاستثمارية اثناء فترة الجائحة.

ومن ناحية اخرى، أشار البعض (Liu et al., 2021; Dai et al., 2021; Huang and Liu, 2021; Duan and Lin, 2022; Kong et al., 2023) إلى اختلاف خطر انهيار سعر السهم، باختلاف اثر ازمة فيروس كوفيد-١٩، حيث خلصت تلك الدراسات ان

جائحة كوفيد-١٩ أثرت سلباً على خطر انهيار أسعار الأسهم وذلك بسبب عدم التأكد والميل
التشاؤمي للمستثمر بشأن العوائد المستقبلية للأسهم. وقد اضافت دراسة (Kong et al. 2023)
ان الاعلان عن وجود لقاحات ضد فيروس كورونا قد تقلل العلاقة السلبية ما بين جائحة فيروس
كورونا وخطر انهيار سعر السهم وخاصة في الشركات المملوكة للدولة والشركات ذات الشفافية
الاعلى. كما اضافت دراسة (Huang and Liu (2021) إلى ان الشركات التي تشارك في
المزيد من أنشطة المسؤولية الاجتماعية اقل تعرضاً لمخاطر انهيار سعر السهم في الفترة ما بعد
كوفيد -١٩، كما خلصت ان التأثير السلبي ما بين كوفيد -١٩ ومخاطر الانهيار اقل وضوحاً
في الشركات المملوكة للدولة. كما اضافت دراسة (Dai et al. (2021 إلى ان العلاقة السلبية
تزداد بين عدم التأكد بشأن السياسات الاقتصادية وخطر انهيار أسعار الأسهم بعد ازمة فيروس
كورونا.

وبناءً عليه، ترى الباحثة وفقاً للدراسات السابق عرضها ان ازمة فيروس كوفيد-١٩ قد تؤثر
على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ وبالتالي، يمكن اشتقاق
الفرض الثالث للبحث في صورته البديلة، على النحو التالي:

H₃: يختلف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية
المقيدة بالبورصة المصرية بعد حدوث جائحة كورونا عنه قبل حدوثها.

٥- منهجية البحث

لتحقيق هدف البحث سوف تتبع الباحثة المنهجية التحليلية والتطبيقية. إذ ينقسم البحث
إلى شقين، شق نظري والآخر تطبيقي. وسوف يعتمد البحث في شقه النظري على المدخل
التحليلي، من خلال استقراء وتحليل الدراسات السابقة التي تناولت مفهوم ميول المستثمرين
ومحدداته ومردوده وكيفية قياسه. وايضاً تحليل الدراسات السابقة التي تناولت مفهوم خطر انهيار
سعر السهم، وكيفية قياسه. وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت أثر ميول المستثمرين على
خطر انهيار سعر السهم. وبالتالي تم صياغة الإطار النظري للبحث، وتحديد المتغيرات الأساسية
للبحث. وكذلك اشتقاق فروض البحث.

أما الشق التطبيقي في هذا البحث فيتناول إختبار فروض البحث من خلال إستخدام عينة
تحكمية مكونة من ٥٣ شركة من الشركات غير المالية، المقيدة ببورصة الاوراق المالية
المصرية. وإختبار تلك الفروض تم إستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وتحقيقاً لهذا

الهدف سوف تتناول الباحثة لكل من؛ مجتمع وعينة الدراسة، ونموذج البحث، وقياس متغيرات البحث، وأدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية، وأدوات التحليل الإحصائي المستخدمة في تحليل البيانات، ونتائج اختبار فروض البحث، وأخيراً التحليلات الأخرى ونتائجها وذلك على النحو التالي:

١-٥ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، خلال الفترة من عام ٢٠١٧ وحتى عام ٢٠٢٢، بعد استبعاد المؤسسات المالية، وذلك لخضوعها لقواعد تنظيمية ومتطلبات قياس وإفصاح خاصة بها، قياساً على (محمد) ٢٠٢١. ولاختبار فروض البحث تم اختيار عينة تحكيمية من هذه الشركات روعي في اختيارها عدة اعتبارات أهمها؛ ان تكون قوائمها المالية متوفرة خلال سنوات الدراسة، وان تقوم بنشر قوائمها المالية بالجنيه المصري، وان يكون لكل شركة ٣٠ عائداً اسبوعياً على الأقل في السنة، وذلك قياساً على البعض (Fu et al., 2021; Pan et al., 2021). وقد تم استبعاد مشاهدات الشركات التي لم تتوفر قوائمها المالية. وبذلك بلغ عدد شركات العينة محل الدراسة (٥٣) شركة بعدد مشاهدات (٢٦٥) مشاهدة. كما بلغ عدد المشاهدات المستخدمة لقياس المتغير التابع والمتمثل في مخاطر انهيار أسعار الأسهم ١٣٤٢٦ مشاهدة، حيث تم الاعتماد على العوائد الاسبوعية لقياس تلك المتغير. ويظهر الجدول رقم (١) القطاعات التي تنتمي شركات العينة وعدد الشركات والمشاهدات بكل قطاع خلال الفترة من ٢٠١٧ حتى ٢٠٢٢.

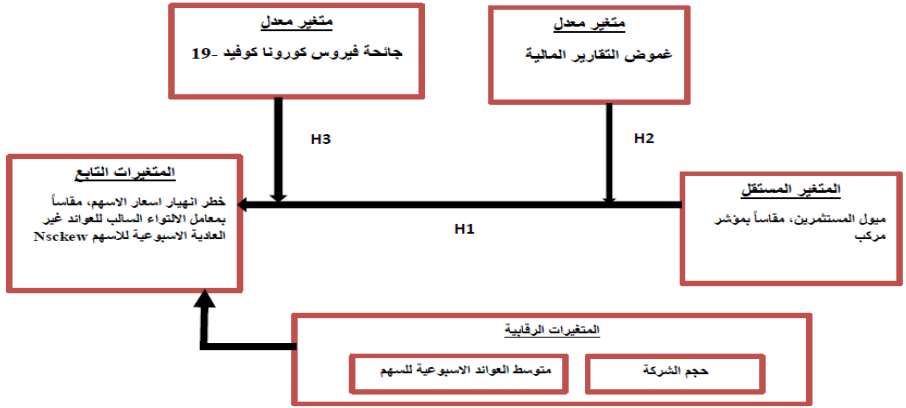
جدول رقم (١) عينة الدراسة وفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة

م	القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات
١	العقارات	١٤	٧٠
٢	الموارد الأساسية	٩	٤٥
٣	رعاية صحية وادوية	٤	٢٠
٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٢	١٠
٥	سياحة وترفيه	٢	١٠
٦	اغذية ومشروبات	١١	٥٥
٧	خدمات النقل والشحن	٢	١٠
٨	مواد البناء	٩	٤٥
	الإجمالي	٥٣	٢٦٥

٥-٢ نموذج البحث وقياس متغيرات البحث:

يتطلب اختبار العلاقات التأثيرية محل الدراسة تناول كلٍ من: نموذج البحث (والذي

يظهر بالشكل رقم (١))، وكيفية قياس المتغيرات:



شكل رقم (1) نموذج البحث في ظل التحليل الأساسي

المصدر: من اعداد الباحثة

ويوضح الجدول رقم (٢) كيفية قياس متغيرات الدراسة:

جدول رقم (٢) قياس متغيرات الدراسة

المرجع	قياس المتغيرات	نوع المتغير	المتغيرات
Fu et al., 2021	<p>معامل الانواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للسهم: $NSCKEW_{i,t}$</p> <p>- وذلك من خلال تقدير معلمات $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ للمعادلة التالية (معادلة نموذج السوق الموسع) لكل شركة على حدا لحساب البواقي $(\epsilon_{i,t})$ والتي تعبر عن العوائد الخاصة بأسهم الشركة (i) خلال الاسبوع (t)</p> $r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 r_{i,t-1} + \beta_2 r_{i,t-2} + \beta_3 r_{i,t-3} + \beta_4 r_{i,t-4} + \epsilon_{i,t}$ <p>- ثم يتم استخدام البواقي $(\epsilon_{i,t})$ لحساب قيمة $w_{i,t}$ والتي تعبر عن العوائد غير العادية الاسبوعية المقدره لسهم الشركة (i) في الاسبوع (t)، حيث ان:</p> $w_{i,t} = \ln(1 + \epsilon_{i,t})$ <p>ويعد حساب قيمة $w_{i,t}$ يمكننا حساب قيمة $NSCKEW_{i,t}$</p> $NSCKEW_{i,t} = - \frac{n(n-1)^{3/2} \epsilon w^3_{i,t}}{(n-1)(n-2)^{3/2} (\epsilon w^2_{i,t})^{3/2}}$ <p>طريقة التقلب في العوائد الاسبوعية من اسفل لأعلى: DUVOL</p> <p>- ويعد حساب قيمة $w_{i,t}$ العوائد غير العادية الاسبوعية المقدره لسهم الشركة (i) في الاسبوع</p>	تابع	خطر انهيار سعر السهم

	<p>(t) السابق ذكرها، يتم تقسيم العوائد الاسبوعية لكل شركة الى مجموعتين، المجموعة الاولى هي مجموعة المشاهدات المنخفضة "down weeks" والتي تشير الى مجموعة المشاهدات التي انخفضت عن متوسط العوائد المحسوب عن الفترة الزمنية محل القياس، المجموعة الثانية هي مجموعة المشاهدات المرتفعة "up weeks" والتي تشير الى مجموعة المشاهدات التي زادت عن هذا المتوسط،</p> <p>-ثم يتم حساب اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة الى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة، وتحسب كالاتي:-</p> $DUVOL = \frac{(n_u-1) \varepsilon_{down} W^2_{i,t}}{(n_d-1) \varepsilon_{up} W^2_{i,t}}$ <p>حيث ان :-</p> <p>n_u تمثل عدد المشاهدات الاسبوعية لمجموعة المشاهدات المرتفعة.</p> <p>n_d تمثل عدد المشاهدات الاسبوعية لمجموعة المشاهدات المنخفضة</p>		
Alnafea and Chebbi, 2022	<p>من خلال مؤشر مركب لميول المستثمرين الخاص بالشركة مكون من ٣ مؤشرات:</p> <p>- نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم PE وتم الاعتماد على لورغاتييم هذه النسبة نتيجة لأختلاف قيمتها بين شركات العينة</p> <p>- معدل دوران الاسهم ATR يتم حسابه من خلال قسمة حجم التداول على اجمالي عدد الاسهم. وتم الاعتماد على اللورغاتييم الطبيعي لمعدل دوران الاسهم نتيجة لأختلاف معدل الدوران بين شركات العينة</p> <p>- العوائد اليومية الليلية للأسهم OR، ويتم حسابها كما سبق الاشارة اليها من قبل.</p> <p>ويتحليل المكونات الرئيسية Principle component analyses</p> $SENTINDEX = 0.599 ATR_{i,t} + 0.776 OR_{i,t} + 0.709 PE_{i,t}$	مستقل	ميول المستثمرين
Wu et al., 2021	باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الاصول الشركة i خلال السنة t	رقابي	حجم الشركة F Size
Wu et al., 2021	من خلال قسمة العوائد الاسبوعية للأسهم على عدد الأسابيع العوائد خلال السنة	رقابي	متوسط العوائد الاسبوعية للأسهم Ret
Chung and Wang, 2020	بدرجة تفرطح kurtosis العوائد الاسبوعية لأسهم الشركة i خلال السنة t	رقابي	درجة تقلب عوائد الاسهم kurt
Chung and Wang, 2020	بتقارب عوائد أسهم الشركة حول متوسط العوائد الاسبوعية خلال السنة t	رقابي	عدم تماثل توزيع عوائد الاسهم skew

Cheng et al., 2020	نموذج Lee, 2012 ، والمعدل بواسطة Dechow et al., 1995 ، وذلك من خلال تقدير معلمات $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ للمعادلة التالية لكل شركة على حدة لحساب البواقي $(\epsilon_{i,t})$ والتي تمثل التدفقات النقدية غير العادية $OCF_{i,t}/TA_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 (1/TA_{i,t-1}) + \beta_2 (sale_{i,t}/TA_{i,t-1}) + \beta_3 (sale_{i,t}/TA_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t}$ ومن ثم يقاس غموض التقارير المالية من خلال مجموع القيم المطلقة للمقدار غير العادي للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	معدل	غموض التقارير المالية FRO
Lu et al., 2022	متغير وهمي يأخذ القيمة 1 خلال سنوات انتشار فيروس كورونا، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك	معدل	جائحة فيروس كورونا cov-19

٣-٥ أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية

فيما يتعلق بأدوات الدراسة، اعتمدت الباحثة على البيانات الفعلية الواردة بالقوائم المالية والإيضاحات المتممة لشركات العينة، المتاحة على الموقع الإلكتروني مباشرة للمعلومات (https://www. Mubasher.info/ markets/ EGX/ stocks/ COMI/ financial-statements). وبالإضافة إلى الاستعانة بالبيانات المتاحة على الموقع الإلكتروني للبورصة المصرية (https://www.egx.com.eg/ar/NewsSearch.aspx?) للحصول على النشرات الدورية لشركات العينة. وكذلك تم الاعتماد على أحد التطبيقات الجاهزة للهاتف المحمول وهو تطبيق investing وقد قامت الباحثة بتجهيز البيانات المطلوبة لاحتساب كل متغير من متغيرات الدراسة.

أما فيما يتعلق بإجراءات الدراسة، فقد قامت الباحثة بتجهيز البيانات المطلوبة لقياس متغيرات الدراسة. فقد تم تجهيز بيانات خطر انهيار أسعار الأسهم وبعض مؤشرات ميول المستثمرين مثل العوائد اليومية الليلية للأسهم وحجم التداول وبعض المتغيرات الرقابية مثل متوسط العوائد الأسبوعية للأسهم ودرجة تقلب عوائد الاسهم وعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم من خلال الاعتماد على تطبيق investing حيث يوفر هذا التطبيق العوائد اليومية والأسبوعية للشركات المقيدة في البورصة في صورة جداول الكترونية باستخدام برنامج Microsoft Excel، كما اعتمدت الباحثة على بيانات التقارير المالية في حساب قيم كل من غموض التقارير المالية وحجم الشركة.

٤-٥ أدوات التحليل الإحصائي

تعرض الدراسة في هذه الجزئية أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة. ويوضح الجدول رقم (٣) أهم الإحصاءات الوصفية، والتي تشمل كلاً من المتوسط والوسيط والانحراف

المعياري وأعلى وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة التطبيقية، أما بالنسبة لاختبار فروض الدراسة فقد تم استخدام نموذج الانحدار المتعدد وذلك من خلال استخدام برنامج SPSS الإصدار رقم ٢٥.

جدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغير	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
FRO	٠.٠٧٦	٠.٠٥٦	٠.٠٦٨	٠.٠٠٢	٠.٠٣٧
Ret	٠.٠٠٣٨	٠.٠٠٢٩	٠.٠١٩	-٠.٠٠٣	٠.٠٢٣٩
Kurt	٢.٥٩	١.٤٩	٣.٥٠١	-١.٥٣	٢٥.٠٤
Skew	٠.١٧٩	٠.٠٢٥	٠.٩٦	-٣.٠٠٦	٤.٣٥
F size	٢٠.٥٩	٢٠.٤٥	١.٧٦٨	١٧.١٩	٢٤.٨٦
Sent	٠.٣١	٠.٣٨	٢.٠٥	-١٠.٩٣	٧.٤١
Sent*FRO	٠.٣٢٧	٠.٠٠٣٨	٠.١٩	-٠.٥٩	٠.٨٩
Cov-19	٠.٦	١	٠.٤٩١	٠	١
Sent* Cov-19	٠.٢١	٠.٠٠	١.٧٤	-١٠.٩٣	٧.٤١
الإحصاء الوصفي لخطر انهيار سعر السهم					
Nskew	٠.٤٨٥	٠.٣٣٨	١.١٥	-١.٦٩	٦.٦
Duval	٠.٠٨٠٥	٠.٠٧٠٤	٠.١٩١١	-٠.٣٣٨	٠.٩٨٩

حيث تعبر (FRO) عن غموض التقارير المالية، ويمثل (Ret) عن متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، ويشير (Kurt) لدرجة تقلب عوائد الاسهم، ويعبر (Skew) عن عدم تماثل توزيع عوائد الاسهم، ويشير (F size) عن حجم الشركة، ويمثل (Sent) عن ميول المستثمرين، ويعبر (Sent*FRO) عن ميول المستثمرين * غموض التقارير المالية، ويمثل (Cov-19) عن جائحة فيروس كورونا، ويشير (Sent* Cov-19) عن ميول المستثمرين * جائحة فيروس كورونا، ويعبر (Nskew) عن خطر انهيار سعر السهم مقاساً بمعامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للاسهم، ويشير (Duval) عن عن خطر انهيار سعر السهم مقاساً بطريقة التقلب في العوائد الاسبوعية من اسفل لأعلى.

وتحليل النتائج بالجدول رقم (٣) تبين ان قيمة المتوسط لمتغير خطر انهيار سعر السهم مقاساً بـ Nskew يبلغ ٠.٤٨٥، ويمدى يتراوح بين -١.٦٩ إلى ٦.٦٠، مع اقتراب قيمة المتوسط لهذا المتغير ٠.٤٨٥ مع وسيطه ٠.٣٣٨، مما يعني ان حوالي ٥٠% من شركات العينة تتعرض لخطر انهيار أسعار أسهمها. كما يتضح ان متوسط القيمة المطلقة للمقدار غير العادي للتدفقات النقدية من الانشطة التشغيلية كمقياس لغموض التقارير المالية قد بلغ (٠.٠٧٦)، بما يعني ان شركات العينة تقوم بتأثير متعدد على التدفقات النقدية لإدارتها، مع اقتراب قيمة المتوسط من قيمة الوسيط إلى حد ما.

كما يتضح من الإحصاءات الوصفية أن متوسط ميول المستثمرين قد بلغ (٠.٣١)، وأن هناك فرقاً كبيراً بين أعلى قيمة وأدنى قيمة بالنسبة لتلك المتغير حيث يتراوح بين -١٠.٩٣ إلى ٧.٤١، لذلك كان الانحراف المعياري لتلك المتغير مرتفعاً حيث بلغ (٢.٠٥) وهو أعلى من المتوسط بما يشير إلى وجود تشتت كبير بين شركات العينة بالنسبة لميول المستثمرين، وهو وضع طبيعي لشركات مختلفة الحجم والنشاط.

وأخيراً يشير هذا الجدول إلى أن كلاً من متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، وحجم الشركة، ودرجة تقلب عوائد الاسهم، وعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم قد بلغ (٠.٠٠٣٨)، ٢٠.٥٩، ٢.٥٩، ٠.١٧٩) على التوالي، وان هناك فرقاً كبيراً بين أعلى قيمة وأدنى قيمة بالنسبة للمتغيرين الاخيرين، لذلك كان الانحراف المعياري لهذين المتغيرين مرتفعاً حيث بلغ (٣.٥٠١)، ٠.٩٦) على التوالي وهو اعلى من المتوسط بما يشير إلى وجود تشتت كبير بين شركات العينة، وهو وضع طبيعي لشركات مختلفة الحجم والنشاط.

٥-٤-١ اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة

تم الاعتماد على معامل ارتباط بيرسون، لتحديد مدى الارتباط بين متغيرات الدراسة. وفيما يتعلق بالارتباط بين خطر انهيار سعر السهم والمتغيرات المستقلة والرقابية والمعدلة المؤثرة عليه فيوضح الجدول رقم (٤) ، وجود ارتباط ايجابي ومعنوي بين خطر انهيار سعر السهم وبين تلك المتغيرات (غموض التقارير المالية، ومتوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، ودرجة تقلب عوائد الأسهم، وعدم تماثل توزيع عوائد الأسهم). وكذلك وجود علاقة ارتباط غير معنوية بين خطر انهيار سعر السهم وبين المتغيرات الأخرى التالية (حجم الشركة، وغموض التقارير المالية × ميول المستثمرين، وجائحة فيروس كورونا × ميول المستثمرين، وميول المستثمرين، وجائحة فيروس كورونا).

جدول رقم (٤) اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Nsckew(1)	1.00									
FRO(2)	.192** .003	1.00								
Ret (3)	*.160 .014	.006 .930	1.00							
Kurt (4)	** .489 .000	-.047- .258	-.033- .611	1.00						
Skew(5)	** .825 .000	**-.243- .000	.108 .099	** .531 .000	1.00					
F size(6)	-.063- .334	*-.156- .016	-.094- .150	-.008- .904	-.012- .859	1.00				
Sent (7)	** .056 .387	.075 .251	-.037- .574	.092 .158	.093 .156	-.116- .074	1.00			
Sent* FRO(8)	-.088- .177	** .277 .000	-.054- .408	-.006- .923	-.04- .541	*-.141- .03	** .663 .000	1.00		
Cov-19(9)	.120 .056	**-.185- .004	-.166- .074	.126 .053	*.166 .01	-.013- .847	-.07- .284	-.094- .151	1.00	
Sent*Cov-19(10)	.082 .206	.011 .862	-.053- .416	.117 .072	.126 .052	-.105- .108	** .754 .000	** .354 .000	.05 .447	1.00

*Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)
**Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

٥-٥ نتائج اختبار الفروض في ظل التحليل الأساسي:

تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، لاختبار فروض البحث، كل على حدة، ويتم تحديد مدى قبول الفرض من عدمه من خلال مستوي المعنوية P-value فإذا كان مستوى المعنوية ٠.٠٥ أو أقل يتم رفض الفرض العدم ومن ثم قبول الفرض البديل. كما يتم الحكم على اتجاه وقوة تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة علي المتغيرات التابعة من خلال قيم معاملات الانحدار المقدرة B، وذلك على النحو التالي:

٥-٥-١ نتيجة اختبار الفرض الأول للبحث (H₁)

استهدف هذا الفرض اختبار ما إذا كان هناك تأثير معنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية. ولاختبار هذا الفرض تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وفقاً للمعادلة التالية:

$$Nsckew_{i,t+1} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 Fsize_{i,t} + B_3 Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

- Nsckew**: خطر انهيار سعر السهم للشركة أ في نهاية الفترة $t+1$.
- Sent**: ميول المستثمرين للشركة أ في نهاية الفترة t .
- Fsize**: حجم الشركة أ في نهاية الفترة t .
- Ret**: متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم للشركة أ في نهاية الفترة t .
- ويوضح الجدول رقم (٥) نتائج اختبار الفرض الاول:

جدول رقم (٥) نتائج اختبار الفرض الاول في ظل التحليل الاساسي

Tolerance	VIF	p-value	t-statistic	Coefficient (B)	المتغير
		٠.١٥٧	١.٤٢١	١.٢٨٢	Constatnt
٠.٩٨٩	١.٠١١	٠.٠١٩	٢.٣٦٥	٨.٦٢٨	Ret
٠.٩٧٦	١.٠٢٤	٠.٣٦١	-٠.٩١٥	-٠.٠٤٠	F size
٠.٩٨٥	١.٠١٥	٠.٢٢٨	١.٢٠٩	٠.٠٤٨	Sent
		١.٧٢١			Drubin-waston
		٢.٨٣٤			F-statistic
		٠.٠٣٩			Prob(F-statistic)
		٠.٠٣٨			R-squared

وقد قامت الباحثة أولاً بالتحقق من عدم وجود ارتباط خطي Multicollinearity بين خطر انهيار سعر السهم والمتغيرات المستقلة المؤثرة فيه التي يتضمنها نموذج الانحدار، من خلال حساب قيمة معامل تضخم التباين (VIF) Variance inflation factor، ومؤشر التباين المسموح به tolerance، حيث تظهر مشكلة وجود ارتباط خطي اذا كانت قيمة VIF لأي متغير اكبر من ١٠. وايضاً اذا كان مؤشر التباين المسموح به اقل من ٠.٠١. ويتضح من الجدول رقم (٥) عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات وبعضها البعض نظراً لأن قيمة معامل تضخم التباين لجميع متغيرات نموذج الانحدار المستخدم لأختبار هذا الفرض تقع في المدى بين ١.٠١١-١.٠٢٤ وهي اقل من ١٠. وكذلك لأن قيمة التباين المسموح به تقع في المدى بين ٠.٩٧٦-٠.٩٨٩ وهي اكبر من ٠.١ (البراق، ٢٠١٢).

كما قامت الباحثة بالتحقق من عدم وجود ارتباط ذاتي AutoCorrolation بناءً على احصائية اختبار Durbin-Waston، حيث تتراوح قيمة الاحصائية بين ٠-٤. وكلما

اقتربت قيمة الاحصائية من قيمة ٢ دل ذلك على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي. ويتضح من الجدول رقم (٥) ان قيمة احصائية Durbin-Waston لهذا النموذج تبلغ ١.٧٢١ وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في نموذج الانحدار المستخدم.

وتشير نتائج التحليل الاحصائي الوارد في الجدول رقم (٥) إلى معنوية النموذج ككل^٨، حيث تبلغ قيمة احصائية (F) 2.834 بمستوى معنوية ٠.٠٣٩. كما تشير نتائج التحليل الاحصائي بالجدول إلى ان معامل التحديد بلغ ٠.٠٣٩. بما يشير ان ٣.٩% من التغيرات في خطر انهيار سعر السهم يتم تفسيره بواسطة التغيرات في المتغير المستقل (ميول المستثمرين)، والمتغيريين الرقابيين (متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، وحجم الشركة).

كما تشير نتائج التحليل الاحصائي في الجدول رقم (٥) ان قيمة معامل المسار المعيارية قد بلغت (٠.٠٤٨) وذلك بقيمة احتمالية (٠.٢٢٨)، بما يشير إلى وجود علاقة ايجابية غير معنوية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم. وبالتالي تم رفض الفرض الأول (H_١). وتتعارض هذه النتيجة مع ما أشار اليه البعض (e.g., Fan et al., 2021; Fu et al., 2021; Wang et al., 2022) بشأن وجود تأثير ايجابي ومعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم. وترى الباحثة ان التأثير غير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم، يعتبر تأثيراً غير منطقياً، وذلك على خلاف ما توصل اليه جميع الدراسات السابقة المطبقة في جميع الدول المختلفة، وقد يرجع ذلك لإختلاف بيئة التطبيق.

وبشأن المتغيريين الرقابيين (متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، وحجم الشركة) التي يمكن ان تؤثر على خطر انهيار سعر السهم، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم، اتضح وجود تأثير ايجابي ومعنوي لمتوسط العوائد الاسبوعية للاسهم على خطر انهيار سعر السهم، بمقدار (٨.٦٢٨)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠١٩). كما يتضح وجود تأثير سلبي لحجم الشركة على خطر انهيار سعر السهم، ولكنه غير معنوي بمقدار (-0.040)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٣٦١).

^٨ في بداية التحليل كان النموذج ككل غير معنوي، وتم التغلب على هذه المشكلة من خلال استبعاد القيم الشاذة لمغير ميول المستثمرين، واصبح حجم العينة ٢٣٧ مشاهدة بدلاً من ٢٦٥ مشاهدة

٥-٥-٢ نتيجة اختبار الفرض الثاني للبحث (H₂)

استهدف هذا الفرض اختبار مدى اختلاف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم باختلاف غموض التقارير المالية. ولاختبار هذا الفرض تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد وفقاً للمعادلة التالية:

$$Nsckew_{i,t+1} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 FRO_{i,t} + B_3 sent * FRO_{i,t} + B_4 Fsize_{i,t} + B_5 Ret_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

حيث:

Nsckew: خطر انهيار سعر السهم للشركة *i* في نهاية الفترة *t+1*.

Sent: ميول المستثمرين للشركة *i* في نهاية الفترة *t*.

FRO: غموض التقارير المالية للشركة *i* في نهاية الفترة *t*.

Sent*FRO: المتغير التفاعلي لميول المستثمرين مع غموض التقارير المالية.

Fsize: حجم الشركة *i* في نهاية الفترة *t*.

Ret: متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم للشركة *i* في نهاية الفترة *t*.

ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج اختبار الفرض الثاني:

جدول (٦) نتائج اختبار الفرض الثاني في ظل التحليل الاساسي

المتغير	(B)Coefficient	t-statistic	p-value	VIF	Tolerance
Constatnt	١.٧٩٢	١.٩٩٣	٠.٠٤٧		
FRO	٢.٩٦٦	٢.٦١٩	٠.٠٠٩	١.١٢٧	٠.٨٨٧
Ret	٨.٥٥٥	٢.٣٩٦	٠.٠١٧	١.٠١٤	٠.٩٨٦
F size	-٠.٥٥٢	-١.٢١٥	٠.٢٢٦	١.٠٤٩	٠.٩٥٣
Sent* FRO	١.٠٣٧	١.٧٣٩	٠.٠٤٣	١.٩٧٣	٠.٥٠٧
Sent	٠.١٠٢	١.٩٧٢	٠.٠٥	١.٨٢٩	٠.٥٤٧
Drubin-waston			١.٨٩٩		
F-statistic			٤.٣٣٩		
Prob(F-statistic)			٠.٠٠١		
R-squared			٠.٠٨٦		

وقد قامت الباحثة أولاً بالتحقق من عدم وجود ارتباط خطي Multicollinearity بين خطر انهيار سعر السهم والمتغيرات المستقلة المؤثرة فيه التي يتضمنها نموذج الانحدار، من خلال حساب قيمة معامل تضخم التباين (VIF) Variance inflation factor، ومؤشر التباين المسموح به tolerance، حيث تظهر مشكلة وجود ارتباط خطي اذا كانت قيمة VIF لأي متغير اكبر من ١٠. وايضاً اذا كان مؤشر التباين المسموح به اقل من ٠.٠١. ويتضح من

الجدول رقم (٦) عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات وبعضها البعض نظراً لأن قيمة معامل تضخم التباين لجميع متغيرات نموذج الانحدار المستخدم لأختبار هذا الفرض تقع في المدى بين ١.٠١٤-١.٩٧٣ وهي أقل من ١.٠ وكذلك لأن قيمة التباين المسموح به تقع في المدى بين ٠.٥٠٧-٠.٩٨٦ وهي أكبر من ٠.١ (البراق، ٢٠١٢).

كما قامت الباحثة بالتحقق من عدم وجود ارتباط ذاتي AutoCorrolation بناءً على احصائية اختبار Durbin-Waston، حيث تتراوح قيمة الاحصائية بين ٠-٤. وكما اقتربت قيمة الاحصائية من قيمة ٢ دل ذلك على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، ويتضح من الجدول رقم (٦) ان قيمة احصائية Durbin-Waston لهذا النموذج تبلغ ١.٨٩٩ وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في نموذج الانحدار المستخدم.

وتشير نتائج التحليل الاحصائي الوارد في الجدول رقم (٦) إلى معنوية النموذج ككل^٩، حيث تبلغ قيمة احصائية (F) ٤.٣٣٩ بمستوى معنوية ٠.٠٠٠١. كما تشير نتائج التحليل الاحصائي بالجدول إلى ان معامل التحديد بلغ ٠.٠٠٨٦ بما يشير ان ٨.٦% من التغيرات في خطر انهيار سعر السهم يتم تفسيره بواسطة التغيرات في المتغير المستقل (ميول المستثمرين)، والمتغير المعدل (غموض التقارير) والمتغيرين الرقابيين (متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، وحجم الشركة).

كما تشير معاملات الانحدار في الجدول رقم (٦) إلى زيادة التأثير الإيجابي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم، وبصورة معنوية بعد الأخذ في الاعتبار غموض التقارير المالية، كمتغير معدل للعلاقة، حيث كان المتغير التفاعلي (FRO * sent) معنوياً (P-value=0.043). وبالتالي تم قبول الفرض القائل بأنه يختلف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، باختلاف غموض التقارير المالية، ومن ثم تم قبول الفرض الثاني (H٢). وتتفق هذه النتيجة مع دراستي (Firth et al., 2015; Zhu and Feng, 2016).

وترى الباحثة أن زيادة قوة العلاقة التأثيرية المشار إليها سلفاً في ظل الأخذ في الاعتبار غموض التقارير المالية، قد يشير لاعتبار غموض التقارير المالية احد المتغيرات الأكثر جوهرية، في التأثير على قوة العلاقة التأثيرية محل الدراسة. وتعتقد الباحثة أنه يؤدي غموض التقارير المالية إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الشركة والمستثمرين الخارجيين، والذي يؤدي إلى تقبيد قدرة المستثمرين على اجراء تقييمات دقيقة لسعر السهم. كما ان وجود معلومات أقل

^٩ في بداية التحليل كان النموذج ككل غير معنوي، وتم التغلب على هذه المشكلة من خلال استبعاد القيم الشاذة لمتغير ميول المستثمرين، واصبح حجم العينة ٢٣٧ مشاهدة بدلاً من ٢٦٥ مشاهدة

موثوقية يمكن الاعتماد عليها في صنع القرار يجعل المستثمرين والمشاركين الآخرين في السوق يعتمدون بشكل أكبر على الاحكام الذاتية مما يؤدي إلى زيادة ميول المستثمرين، الامر الذي يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر السهم.

٥-٣-٥ نتيجة اختبار الفرض الثالث للبحث (H_٣)

استهدف هذا الفرض اختبار مدى اختلاف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم باختلاف اثر ازمة جائحة فيروس كورونا. ولاختبار هذا الفرض تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وفقاً للمعادلة التالية:

$$Nsckew_{i,t+1} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 COV-19_{i,t} + B_3 sent * cov-19_{i,t} + B_4 Fsize_{i,t} + B_5 Ret_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث:

Nsckew: خطر انهيار سعر السهم للشركة *i* في نهاية الفترة *t+1*.

Sent: ميول المستثمرين للشركة *i* في نهاية الفترة *t*.

Cov-19: جائحة فيروس كورونا.

Sent * Cov-19: المتغير التفاعلي لميول المستثمرين مع جائحة فيروس كورونا

Fsize: حجم الشركة *i* في نهاية الفترة *t*.

Ret: متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم للشركة *i* في نهاية الفترة *t*.

ويوضح الجدول رقم (٧) نتائج اختبار الفرض الثالث:

جدول رقم (٧) نتائج اختبار الفرض الثالث في ظل التحليل الاساسي

المتغير	(B)Coefficient	t-statistic	p-value	VIF	Tolerance
Constatnt	-٠.٨٣٣	-٠.٩٩٣	٠.٣٥٢		
COV-19	٠.٣٣١	٢.١١٣	٠.٠٣٦	١.١٢٧	٠.٩٧٤
Ret	٩.٩٩١	٢.٧٣٢	٠.٠٠٧	٢.٣٩١	٠.٤١٨
F size	-٠.٠٢٤	-٠.٥٤٨	٠.٥٨٤	١.٠٤٥	٠.٩٥٧
Sent* COV-19	٠.٠٠٥	٠.٦٩٦	٠.٤١٧	٢.٣٧٨	٠.٤٢١
Sent	٠.٠١	٠.١٦٨	٠.٨٦٦	١.٠٢٦	٠.٩٧٥
Drubin-waston			١.٧٧٦		
F-statistic			٢.٦٣٠		
Prob(F-statistic)			٠.٠٢٥		
R-squared			٠.٠٥٤		

وقد قامت الباحثة أولاً بالتحقق من عدم وجود ارتباط خطي Multicollinearity بين

خطر انهيار سعر السهم والمتغيرات المستقلة المؤثرة فيه التي يتضمنها نموذج الانحدار، من

خلال حساب قيمة معامل تضخم التباين (VIF) Variance inflation factor، ومؤشر التباين المسموح به tolerance، حيث تظهر مشكلة وجود ارتباط خطي اذا كانت قيمة VIF لأبي متغير اكبر من ١٠. وايضاً اذا كان مؤشر التباين المسموح به اقل من ٠.٠١. ويتضح من الجدول رقم (٧) عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات وبعضها البعض نظراً لأن قيمة معامل تضخم التباين لجميع متغيرات نموذج الانحدار المستخدم لأختبار هذا الفرض تقع في المدى بين ١٠.٠٢٦-٢.٣٩١ وهي اقل من ١٠. وكذلك لأن قيمة التباين المسموح به تقع في المدى بين ٠.٠٤١٨-٠.٩٧٥ وهي اكبر من ٠.١ (البراق، ٢٠١٢).

كما قامت الباحثة بالتحقق من عدم وجود ارتباط ذاتي AutoCorrolation بناءً على احصائية اختبار Durbin-Waston، حيث تتراوح قيمة الاحصائية بين ٠-٤. وكما اقتربت قيمة الاحصائية من قيمة ٢ يعني ذلك عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي، ويتضح من الجدول رقم (٧) ان قيمة احصائية Durbin-Waston لهذا النموذج تبلغ ١.٧٧٦ وهذا يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في نموذج الانحدار المستخدم.

وتشير نتائج التحليل الاحصائي الوارد في الجدول رقم (٧) إلى معنوية النموذج ككل^{١٠}، حيث تبلغ قيمة احصائية (F) ٢.٦٣٠ بمستوى معنوية ٠.٠٠٢٥. كما تشير نتائج التحليل الاحصائي بالجدول إلى ان معامل التحديد بلغ ٠.٠٠٥٤ بما يشير ان ٥.٤% من التغيرات في خطر انهيار سعر السهم يتم تفسيره بواسطة التغيرات في المتغير المستقل (ميول المستثمرين)، والمتغير المعدل (جائحة فيروس كورونا) والمتغيريين الرقابيين (متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، وحجم الشركة).

كما تشير معاملات الانحدار إلى انخفاض قوة التأثير الإيجابي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم، وبصورة غير معنوية بعد الأخذ في الاعتبار اثر ازمة جائحة فيروس كورونا، كمتغير معدل للعلاقة، حيث كان المتغير التفاعلي (cov-19 *sent) غير معنوياً (P-value=0.417). وبالتالي تم رفض الفرض القائل بأنه يختلف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بعد حدوث جائحة كورونا عنه قبل حدوثها، ومن ثم تم رفض الفرض الثالث (H٣). وتتعارض هذه النتيجة

^{١٠} في بداية التحليل كان النموذج ككل غير معنوي، وتم التغلب على هذه المشكلة من خلال استبعاد القيم الشاذة لمتغير ميول المستثمرين، واصبح حجم العينة ٢٢٢ مشاهدة بدلاً من ٢٦٥ مشاهدة

مع دراسة (e.g., Jiang et al., 2021; Hsu and Tang, 2022; Gao et al., 2022). وترى الباحثة بناءً على نتائج الدراسة أنه لا يوجد اختلاف في العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم قبل جائحة فيروس كوفيد-19 مقارنة ببعد جائحة فيروس كوفيد-19، مما يشير إلى عدم اعتبار جائحة فيروس كوفيد-19 أحد المتغيرات المعدلة على قوة واتجاه العلاقة التأثيرية محل الدراسة في البيئة المصرية.

وبشأن المتغيريين الرقابيين (متوسط العوائد الأسبوعية للسهم، وحجم الشركة) التي يمكن ان تؤثر على خطر انهيار سعر السهم، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار سعر السهم، اتضح وجود تأثير ايجابي ومعنوي لمتوسط العوائد الأسبوعية للسهم على خطر انهيار سعر السهم، بمقدار (9.991)، وذلك عند قيمة احتمالية (0.0007). كما يتضح وجود تأثير سلبي لحجم الشركة على خطر انهيار سعر السهم، ولكنه غير معنوي بمقدار (-0.024)، وذلك عند قيمة احتمالية (0.0584).

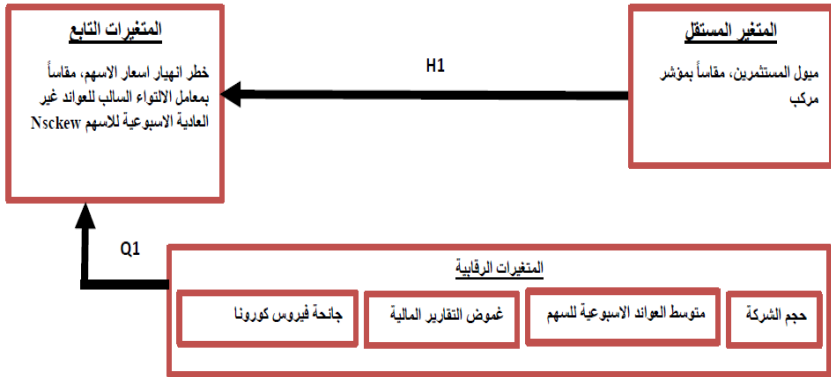
٥-٦ التحليلات الإضافية

ولإضفاء المزيد من الوضوح أو الفهم على العلاقات الرئيسية للبحث بتحليله الأساسي وتقييم مدى قوة ومتانة Solidity النتائج التي تم التوصل إليها في ذلك الصدد، تم إجراء مجموعة من التحليلات الإضافية والمتمثلة في حالة تغيير معالجة المتغيرات المعدلة كمتغيرات رقابية، وحالة تغيير طريقة قياس المتغير التابع (خطر انهيار سعر السهم)، وحالة تغيير حجم العينة، وحالة استحداث متغيرات رقابية، وذلك على النحو التالي:

(أ) حالة تغيير معالجة المتغيرات المعدلة كمتغيرات رقابية

يستهدف هذا التحليل التحقق من مدى أفضلية معالجة المتغيرات المعدلة بنموذج البحث بالتحليل الأساسي وهي غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا، كمتغيرات رقابية بدلاً من كونها متغيرات معدلة للعلاقة التأثيرية مجال البحث، وذلك بغرض تأييد أو عدم تأييد ما توصل إليه البحث من نتائج، قياساً على دراستنا (Gontara and Khlif, 2021; Clara, 2022). واستناداً إلى ما سبق تم اشتقاق السؤال الأول للبحث (Q1) والقاتل هل يؤثر غموض التقارير وجائحة فيروس كورونا على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، في سياق العلاقة التأثيرية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؟ وتتم الإجابة "نعم" على هذه التساؤل إذا كانت القيمة الاحتمالية للمتغير الرقابي أقل من

(٠.٠٥)، وفيما يلي توضيح لنموذج البحث والنتائج في ظل معالجة المتغيرات المعدلة كمتغيرات الرقابية:



شكل رقم (2) نموذج البحث في ظل معالجة المتغيرات المعدلة كمتغيرات رقابية

جدول رقم (٨) نتائج اختبار الفروض في ظل معالجة المتغيرات المعدلة كمتغيرات رقابية

في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين من جهة، خطر انهيار سعر السهم، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين من جهة، خطر انهيار سعر السهم من جهة أخرى. وتحليل النتائج بالجدول رقم (٨) اتضح وجود تأثير ايجابي ومعنوي لأثر ازمة جائحة فيروس كورونا على خطر انهيار أسعار الأسهم

نموذج البحث في ظل معالجة المتغيرات المعدلة كمتغيرات رقابية					
$Nskew_{i,t+1} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 COV-19_{i,t} + B_3 FRO_{i,t} + B_4 Fsize_{i,t} + B_5 Ret_{i,t} + \epsilon_{i,t} + B_6$					
المتغير	Coefficient (B)	t-statistic	p-value	VIF	Tolerance
Constatnt	١.٥١٥	١.٦٦	٠.٠٩٧		
Sent	٠.٠٤٧	١.٢٠٥	٠.٢٢٩	١.٠٢٤	٠.٩٧٦
F size	-٠.٤٤٠	-١.٠٢٥	٠.٣٠٦	١.٠٥١	٠.٩٥١
Ret	٩.٦٢٣	٢.٦٧٦	٠.٠٠٨	١.٠٢٧	٠.٩٧٣
COV-19	٠.٢٦٣	١.٦٩٧	٠.٠٤١	١.٠٥٨	٠.٩٤٥
FRO	٣.١٩٧	٢.٩٠١	٠.٠٠٤	١.٠٦٦	٠.٩٣٨
Drubin-waston			١.٨٣٣		
F-statistic			٤.٣٠٣		
(Prob(F-statistic			٠.٠٠١		
R-squared			٠.٠٨٥		

بمقدار (٠.٢٦٣)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠٤١). وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (e.g., Huang and Liu, 2021; Duan and Lin, 2022; Kong et al., 2023) وتعتقد الباحثة انه يؤثر الخوف الناتج عن الفيروس بشكل كبير على ميول المستثمرين وقرارتهم الاستثمارية، حيث يزيد الخوف من تشاؤم المستثمرين، مما يؤدي إلى المبالغة في رد فعلهم على المعلومات او الاخبار السيئة، الامر الذي يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم.

وأيضاً اتضح وجود تأثير ايجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار (٣.١٩٧)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠٠٤). وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (e.g., Butar and Murniati, 2021; Andreou et al., 2022; Li et al., 2022). وتعتقد الباحثة ان زيادة غموض التقارير المالية يمكن المديرين من اخفاء الاخبار السيئة لفترات طويلة من الزمن، وعندما يتم الافصاح عن تلك الاخبار دفعة واحدة، فإنه يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار اسعار الاسهم.

كما يتضح أن متغير ميول المستثمرين كمتغير مستقل كان غير معنوي حتى بعد معالجة متغيري غموض التقارير المالية، وجائحة فيروس كورونا كمتغيرين رقابيين. لذا تمت الإجابة على سؤال البحث الأول Q ١ القائل: هل يؤثر غموض التقارير وجائحة فيروس كورونا على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؟ بـ "نعم، نعم".

ويتضح من تتبع إجابة الأسئلة في ظل مدخل المتغيرات الرقابية ومقارنتها بنتائج التحليل الأساسي في ظل مدخل المتغيرات المعدلة، اتفاق نتائج كلا المدخلين بالنسبة لوجود تأثير لغموض التقارير المالية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم. وكذلك يتضح اتفاق نتائج كلا المدخلين بشأن عدم وجود علاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وايضاً يتضح اختلاف نتائج كلا المدخلين بشأن وجود تأثير لجائحة فيروس كورونا على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم. وترى الباحثة أفضلية تبني مدخل المتغيرات المعدلة مقارنة بمدخل المتغيرات الرقابية فيما يتعلق بأغلبية العلاقات التأثيرية محل الدراسة، وهو ما يدعم وجهة نظر الباحثة واقتناعها بأهمية اختبار وتبني هذا المدخل في اختبار العلاقات محل الدراسة.

(ب) حالة تغيير طريقة قياس المتغير التابع للبحث (خطر انهيار أسعار الأسهم)

تعتمد الباحثة في هذه الجزئية على اختبار تأثير اختلاف طريقة قياس المتغير التابع للبحث على التحليل السابق، وذلك بغرض تدعيم أو عدم تدعيم ما توصل إليه البحث من نتائج. وقامت الباحثة في هذا التحليل باختبار جميع فروض البحث مع تغيير طرق قياس المتغير التابع (خطر انهيار سعر السهم) وقياسه بالتقلب في العوائد الأسبوعية من أسفل لأعلى **DUVOL** بدلاً من قياسه بمعامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للاسهم **NSCKEW** والمستخدم في التحليل الأساسي، وذلك بهدف معرفة ما اذا كان إختلاف طرق القياس المستخدمة في التحليل الأساسي تؤدي إلى نتائج مختلفة، وايضاً بهدف معرفة ما اذا كانت طرق القياس المستخدمة في التحليل الأساسي تعتبر افضل الطرق لإختبار العلاقات الرئيسية محل الدراسة في البيئة المصرية.

جدول رقم (٩) نتائج اختبار الفروض في ظل تغيير طريقة قياس المتغير التابع (خطر انهيار أسعار الأسهم)

نموذج البحث لأختبار الفرض الثالث في ظل تغيير طريقة قياس خطر انهيار سعر السهم			نموذج البحث لأختبار الفرض الثاني في ظل تغيير طريقة قياس خطر انهيار سعر السهم			نموذج البحث لأختبار الفرض الأول في ظل تغيير طريقة قياس خطر انهيار سعر السهم			
$DuVol_{i,t+1} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 cov-19_{i,t} + B_3 sent^* cov-19_{i,t} + B_4 Fsize_{i,t} + B_5 Ret_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			$DuVol_{i,t+1} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B FRO_{i,t} + B sent^* FRO_{i,t} + B_4 Fsize_{i,t} + B_5 Ret_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			$DuVol_{i,t+1} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 Fsize_{i,t} + B_3 Ret_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
p-value	t-statistic	coefficient	p-value	t-statistic	Coefficient (B)	p-value	t-statistic	Coefficient (B)	المتغير
0.336	1.139	0.165	0.042	2.050	0.303	0.122	1.552	0.228	Constatnt
0.518	-0.648	-0.006	0.140	1.481	0.013	0.191	1.313	0.009	Sent
			0.358	0.921	0.09				Sent*Fro
			0.004	2.946	0.549				Fro
0.000	3.727	2.186	0.001	3.338	1.961	0.001	3.342	1.984	Ret
0.434	-0.785	-0.005	0.207	-1.265	-0.009	0.286	1.069-	0.008-	F size
0.051	1.959	0.05							COV-19
0.016	2.425	0.031							Sent* cov-19
1.959			2.059			1.938			Drubin-waston

ويتعلق الفرض الأول (H_1) بإختبار تأثير ميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم. ويتضح من الجدول رقم (٩) وجود تأثير ايجابي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم ولكنه غير معنوي، حيث بلغ معامل المسار المعياري (٠.٠٠٠٩)، وذلك بقيمة احتماليه (٠.١٩١)، مقابل معامل المسار المعياري (٠.٠٤٨) وقيمة احتمالية (٠.٢٢٨) في ظل

النموذج الأساسي. وبناءً على ما سبق، تم رفض الفرض الأول في ظل هذا النموذج والنموذج الأساسي للدراسة.

ويختص الفرض الثاني (H_2) باختبار مدى اختلاف التأثير المعنوي لممول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الاسهم باختلاف غموض التقارير المالية، ويتضح من الجدول رقم (٩) زيادة قوة التأثير الايجابي لممول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم ولكنه غير معنوي، وذلك بعد الاخذ في الاعتبار غموض التقارير المالية ، حيث بلغ معامل المسار المعياري (٠.٠٠٩)، وذلك بقيمة احتماليه (٠.٣٥٨)، مقابل معامل المسار المعياري (١.٠٣٧) وقيمة احتمالية (٠.٠٤٣) في ظل النموذج الأساسي. وبناءً على ما سبق، تم رفض الفرض الثاني في ظل هذا النموذج مقابل قبوله في ظل النموذج الأساسي للدراسة.

ويشأن الفرض الثالث (H_3)، يختص باختبار مدى اختلاف التأثير المعنوي لممول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم باختلاف اثر ازمة جائحة فيروس كورونا يتضح من الجدول رقم (٩) وجود تأثير ايجابي ومعنوي لممول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم وذلك بعد الاخذ في الاعتبار اثر ازمة جائحة فيروس كورونا حيث بلغ معامل المسار المعياري (٠.٠٣١)، وذلك بقيمة احتماليه (٠.٠١٦)، مقابل معامل المسار المعياري (٠.٠٠٥) وقيمة احتمالية (٠.٤١٧) في ظل النموذج الأساسي. وبناءً على ما سبق، تم قبول الفرض الثالث في ظل هذا النموذج مقابل رفضه في النموذج الأساسي للدراسة. ومن ثم تخلص الباحثة، انه لا يوجد أفضلية للمقاييس المستخدمة في ظل التحليل الأساسي أو في ظل التحليل الآخر لاختبار العلاقات التأثيرية محل الدراسة، حيث يعتبر افضل مقياس لخطر انهيار اسعار الاسهم هو مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للاسهم NSCKEW وذلك لاختبار الفرض الثاني، ومقياس النقلب في العوائد الاسبوعية من اسفل لأعلى DUVOL وذلك لاختبار الفرض الثالث.

(ج) حالة تغيير حجم العينة :

وتعتمد الباحثة في هذه الجزئية على تقسيم عينة البحث إلى عینتين فرعیتين مستقلتين^{١١} وهما (عينة الدراسة للشركات ذات الغموض المرتفع في تقاريرها المالية وقد بلغ حجم العينة ١١٨ مشاهدة، وعينة الدراسة للشركات ذات الغموض المنخفض في تقاريرها المالية وقد بلغ حجم العينة ١١٩ مشاهدة)، وذلك لاختبار الفرض الثاني، وكذلك تقسيم عينة الدراسة إلى عینتين فرعیتين مستقلتين^{١٢} وهما (عينة الدراسة للفترة ما قبل جائحة فيروس كورونا وقد بلغ حجم العينة ١٢٨ مشاهدة، وعينة الدراسة للفترة ما بعد جائحة كورونا وقد بلغ حجم العينة ٩٤ مشاهدة)، وذلك لإختبار الفرض الثالث للبحث، وذلك قياساً على دراسة (Gao et al., 2022). واستناداً إلى ما سبق تم اشتقاق السؤال الثاني والثالث للبحث (Q2, Q3) والقائل هل توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية ذات الغموض المرتفع في تقاريرها المالية عن الشركات ذات الغموض المنخفض في تقاريرها؟، وكذلك هل توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم في الفترة ما قبل جائحة فيروس كورونا عن الفترة ما بعد جائحة فيروس كورونا للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وتتم الإجابة "بنعم" على هذه التساؤل إذا كانت القيمة الاحتمالية لاحصائية z fisher's للمقارنة بين معامل التحديد لنموذجي الانحدار المستخدمين في عینتي الدراسة أقل من (٠.٠٥)، وفيما يلي توضيح لنموذج البحث والنتائج في ظل تغيير حجم العينة:



شكل رقم (3) نموذج البحث في ظل تغيير حجم العينة

^{١١} تم تقسيم الشركات إلى شركات ذات غموض تقارير مالية مرتفعة إذا كانت قيمة غموض التقارير المالية اكبر من وسيط قيمة غموض تقارير المالية لشركات العينة ككل، وشركات ذات غموض تقارير مالية منخفضة إذا كانت قيمة غموض التقارير المالية اقل من او يساوي وسيط قيمة غموض تقارير المالية لشركات العينة ككل

^{١٢} وتم فصل العينة عن طريق اعتبار الفترة من سنة ٢٠١٧ - ٢٠١٩ فترة ما قبل كورونا، والفترة من ٢٠٢٠ - ٢٠٢١ فترة ما بعد كورونا.

جدول رقم (10) نتائج اختبار الفرض الثاني في ظل تغيير حجم العينة

عينة الدراسة للشركات ذات غموض تقارير مالية منخفضة 119 مشاهدة					عينة الدراسة للشركات ذات غموض تقارير مالية مرتفعة 118 مشاهدة					المتغير
tolerance	vif	p-value	t- statistic	coefficient	Tolerance	Vif	p- value	t- statistic	Coefficient (B)	
		0.016	-2.418	-2.667			0.650	0.456	0.649	Constatnt
0.983	1.017	0.005	2.854	28.351	0.927	1.079	0.071	1.826	6.528	Ret
0.980	1.020	0.039	-1.906	-0.09	0.938	1.066	0.047	1.772	0.116	Sent
0.986	1.014	0.059	1.900	0.1	0.919	1.088	0.514	-0.655	-0.045	Fsize
1.983					1.836					Drubin- waston
5.568					2.771					F- statistic
0.001					0.046					Prob (F-) (statistic)
0.104					0.089					R- squared

جدول رقم (11) نتائج اختبار الفرض الثالث في ظل تغيير حجم العينة

عينة الدراسة للفترة ما بعد جائحة فيروس كورونا 94 مشاهدة					عينة الدراسة للفترة ما قبل جائحة فيروس كورونا 128 مشاهدة					المتغير
tolerance	vif	p-value	t- statistic	coefficient	Toleran ce	Vif	p- value	t- statistic	Coefficien (B)t	
		0.207	1.272	0.325			0.571	0.568	0.096	Constatnt
0.992	1.008	0.022	2.339	2.466	0.981	1.019	0.004	2.975	2.028	Ret
0.946	1.057	0.386	-0.872	-0.011	0.981	1.019	0.800	-0.253	-0.002	Fsize
0.945	1.058	0.020	2.372	0.024	0.988	1.002	0.479	0.710	0.006	Sent
1.829					2.146					Drubin- waston
4.265					3.306					F- statistic
0.007					0.023					Prob (F-) (statistic)
0.124					0.074					R- squared

ومن ثم استهدف هذا التحليل اختبار وجود فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم للشركات ذات الغموض المرتفع في تقاريرها المالية عن الشركات ذات الغموض المنخفض في تقاريرها المالية المقيدة بالبورصة المصرية؟، وكذلك اختبار وجود فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار

الاسهم في الفترة ما قبل جائحة فيروس كورونا عن الفترة ما بعد جائحة فيروس كورونا للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وتحليل النتائج بالجدول رقم (١٠) اتضح وجود تأثير ايجابي ومعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم بمقدار (٠.١١٦)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠٤٧)، وذلك في الشركات ذات الغموض المرتفع في تقاريرها المالية. وكذلك اتضح وجود تأثير سلبي ومعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم بمقدار (-٠.٠٩)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠٣٩)، وذلك في الشركات ذات الغموض المنخفض في تقاريرها المالية.

وبمقارنة نتائج التحليل الاحصائي الوارد في الجدول رقم (١٠) ارتفاع معامل التحديد R^2 لنموذج انحدار ميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم في الشركات ذات غموض تقارير مالية منخفضة ١٠.٤% عنه لنموذج انحدار ميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم في الشركات ذات غموض تقارير مالية مرتفعة ٨.٩% بمقدار ١.٥%. وقد بلغت قيمة احصائية fisher's z (١.٣٢٠٧) بمستوى معنوية (٠.٠٩٣). ويشير ذلك إلى عدم وجود فروق معنوية بين R^2 للنموذجين، وذلك على خلاف ما توصل إليه في ظل التحليل الاساسي في حالة استخدام عينة واحدة واعتبار متغير غموض التقارير المالية متغير مُعدل في العلاقة سالفة الذكر.

وتحليل النتائج بالجدول رقم (١١) اتضح وجود تأثير ايجابي وغير معنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم بمقدار (٠.٠٠٦)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٤٧٩)، وذلك في الفترة ما قبل كورونا. وتتعارض هذه النتيجة مع ما اشار اليه دراسة (e.g., Fan et al., 2021; Fu et al., 2021; Wang et al., 2022) ايجابي ومعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم. وكذلك اتضح وجود تأثير ايجابي ومعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم بمقدار (٠.٠٢٤)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠٢٠)، وذلك في الفترة ما بعد كورونا. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (e.g., Jiang et al., 2021; Hsu and Tang, 2022; Gao et al., 2022) وجود تأثير ايجابي ومعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم في الفترة ما بعد كورونا.

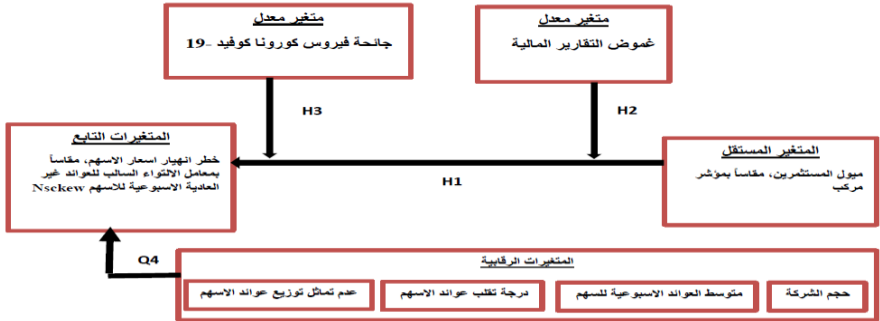
وبمقارنة نتائج التحليل الاحصائي الوارد في الجدول رقم (١١) ارتفاع معامل التحديد R^2 لنموذج انحدار ميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم في الفترة ما بعد كورونا ١٢.٤% عنه لنموذج انحدار ميول المستثمرين على خطر انهيار سعر السهم في الفترة ما قبل كورونا ٧.٤% بمقدار ٥%. وقد بلغت قيمة احصائية z fisher's (٠.٤٠٢٣) بمستوى معنوية (٠.٣٤٣). ويشير ذلك إلى عدم وجود فروق معنوية بين R^2 للنموذجين، وذلك على خلاف ما توصل إليه في ظل التحليل الاساسي في حالة استخدام عينة واحدة واعتبار متغير جائحة فيروس كورونا متغير مُعدل في العلاقة سالفة الذكر.

لذا تمت الإجابة على سؤال البحث الثاني Q2 القائل: هل توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم للشركات ذات الغموض المرتفع في تقاريرها المالية عن الشركات ذات الغموض المنخفض في تقاريرها المالية المقيدة بالبورصة المصرية؟، وكذلك هل توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم في الفترة ما قبل جائحة فيروس كورونا عن الفترة ما بعد جائحة فيروس كورونا للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟ بـ "لا، لا". ويتضح من تتبع إجابة الأسئلة اختلاف النتائج في ظل فصل حجم العينة إلى عينتين مستقلتين عن استخدام عينة واحدة والمستخدم في التحليل الاساسي.

(د) حالة استحداث متغيرات رقابية

يستهدف هذا التحليل التحقق من مدى حاجة نموذج البحث الأساسي لإدراج متغيرات رقابية من شأنها التأثير على خطر انهيار سعر السهم، ومن ثم تعتمد الباحثة في هذه الجزئية على استحداث متغيرين رقابين مثل (درجة تقلب عوائد الاسهم، وعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم) ومعالجتها كمتغيرات رقابية بجانب المتغيرات الرقابية الاخرى، والتي كانت في التحليل الأساسي، وذلك قياساً على دراسة (Fu et al., 2021). ومن ثم اصبح المتغيرات الرقابية في هذا التحليل (متوسط العوائد الاسبوعية للسهم، حجم الشركة، درجة تقلب عوائد الاسهم، عدم تماثل توزيع عوائد الاسهم). واستناداً إلى ما سبق تم اشتقاق السؤال الثاني للبحث (Q4) والقائل هل يؤثر كلاً من متوسط العوائد الاسبوعية الاسهم، وحجم الشركة، ودرجة تقلب عوائد الاسهم، وعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم، معنوياً على خطر انهيار اسعار الاسهم، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم؟ وتتم الإجابة "بنعم" على هذه

التساؤل إذا كانت القيمة الاحتمالية للمتغير الرقابي أقل من (٠.٠٥)، وفيما يلي توضيح لنموذج البحث والنتائج في ظل استحداث متغيرين رقبيين بجانب المتغيرات الرقابية التي كانت في التحليل الأساسي:



شكل رقم (4) نموذج البحث في ظل استحداث متغيرين رقبيين بجانب المتغيرات الرقابية التي كانت في التحليل الأساسي

جدول رقم (12) نتائج اختبار الفروض في ظل استحداث متغيرين رقابين بجانب المتغيرات الرقابية التي كانت في التحليل
الأساسي

نموذج البحث لأختبار الفرض الثالث في ظل استحداث متغيرين رقابين بجانب المتغيرين الرقابيين الآخرين			نموذج البحث لأختبار الفرض الثاني في ظل استحداث متغيرين رقابين بجانب المتغيرين الرقابيين الآخرين			نموذج البحث لأختبار الفرض الأول في ظل استحداث متغيرين رقابين بجانب المتغيرين الرقابيين الآخرين			
$N_{skew_{i,t+1}} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 cov_{i,t} - 19_{i,t} + B_3 sent_{i,t} * cov_{i,t} - 19_{i,t} + B_4 Fsize_{i,t} + B_5 Ret_{i,t} + B_6 kurt_{i,t} + B_7 skew_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			$N_{skew_{i,t+1}} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 FRO_{i,t} + B_3 sent_{i,t} * FRO_{i,t} + B_4 Fsize_{i,t} + B_5 Ret_{i,t} + B_6 Kurt_{i,t} + B_7 skew_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			$N_{skew_{i,t+1}} = B_0 + B_1 sent_{i,t} + B_2 Fsize_{i,t} + B_3 Ret_{i,t} + B_4 Kurt_{i,t} + B_5 skew_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
p-value	t-statistic	coefficient	p-value	t-statistic	(B)Coefficient	p-value	t-statistic	Coefficient (B)ent	المتغير
0.064	1.858	0.951	0.064	1.865	0.974	0.067	-1.838	-0.932	Constatnt
0.761	-0.304	-0.01	0.574	0.564	0.017	0.485	0.699	0.016	Sent
0.058	1.902	4.034	0.057	1.915	4.003	0.048	1.987	4.154	Ret
0.177	-1.354	-0.033	0.157	-1.421	-0.035	0.181	-1.342	-0.033	F size
0.068	1.835	0.027	0.081	1.755	0.026	0.069	1.826	0.027	Kurt
0.000	17.603	0.947	0.000	17.887	0.940	0.000	17.812	0.944	Skew
			0.719	0.36	0.243				Fro
			0.108	1.616	0.559				Sent*FRO
0.747	-0.323	-0.029							COV-19
0.816	-0.233	-0.011							Sent* cov-19
1.781			1.783			1.777			Drubin-waston
74.053			75.187			104.459			F-statistic
0.000			0.000			0.000			Prob (F-statistic)
0.694			0.697			0.693			R-squared

ومن ثم استهدف هذا التحليل اختبار مدى تأثير (متوسط العوائد الاسبوعية للاسهم، وحجم الشركة، ودرجة تقلب عوائد الاسهم، وعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم) على خطر انهيار اسعار الاسهم، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين من جهة، وخطر انهيار اسعر الاسهم من جهة أخرى. ويتحليل النتائج بالجدول رقم (١٢) اتضح وجود تأثير ايجابي ومعنوي لعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم ولمتوسط العوائد الاسبوعية للاسهم على خطر انهيار اسعار الاسهم بمقدار (٠.٠٩٤٤، ٤.١٥٤)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠٠٠٠، ٠.٠٠٤٨). وأيضاً ووجود تأثير سلبي غير معنوي لحجم الشركة على خطر انهيار اسعار الاسهم، بمقدار (-0.0٣٣)، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.١٨١). وأخيراً وجود تأثير إيجابي غير معنوي ودرجة تقلب العوائد على خطر انهيار اسعار الاسهم، وذلك عند قيمة احتمالية (٠.٠٦٩)، كما يتضح أن متغير ميول

المستثمرين كمتغير مستقل كان غير معنوياً حتى بعد ادخال المتغيرين الرقابيين الجدد، وبذلك امكن للباحثة الاجابة عن ما إذا كان تأثير ميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم يختلف بعد ادخال المتغيرين أم لا. لذا تمت الإجابة على سؤال البحث الثاني Q2 القائل: هل تؤثر كلاً من متوسط العوائد الاسبوعية، وحجم الشركة، ودرجة تقلب عوائد الاسهم، وعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم، معنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؟ بـ "نعم" بشأن عدم تماثل عوائد الأسهم ومتوسط العوائد الاسبوعية للأسهم، و "لا" بشأن باقي المتغيرات.

ويتضح من تتبع إجابة الأسئلة في ظل استحداث متغيرين رقابيين بجانب المتغيرات الرقابية التي كانت في التحليل الأساسي ومقارنتها بنتائج اختبار الفروض في ظل مدخل المتغيرات المعدلة، اتفاق نتائج كلا المدخلين على عدم وجود تأثير لحجم الشركة على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم. كما تبين وجود تأثير فقط عدم تماثل توزيع عوائد الاسهم كمتغير رقابي جديد. كما تبين عدم وجود اختلاف لتأثير ميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم حتى بعد استحداث متغيرين رقابيين.

خلاصة اختبار الفروض، والاجابة على اسئلة البحث في ظل كل من، التحليل الأساسي، والتحليلات الأخرى:

الفروض	صياغة الفرض البديل	نتيجة اختبار الفروض			
		ظل التحليل الاساسي	حالة تغيير معاجة المتغيرات المعلة كمتغيرات رقابية	حالة تغيير حجم العينة	حالة استحداثا متغيرات رقابية التابع خطر انهيار سعر السهم
H ₁	تؤثر ميول المستثمرين معنوياً على خطر انهيار اسعار الاسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.	تم رفضه	_____	_____	تم رفضه
H ₂	يختلف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف غموض التقارير المالية.	تم قبوله	_____	_____	تم رفضه
H ₃	يختلف التأثير المعنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية بعد حدوث جائحة كورونا عنه قبل حدوثها	تم رفضه	_____	_____	تم قبوله
Q ₁	هل يؤثر غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا على خطر انهيار اسعار الاسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم؟	_____	نعم ، نعم.	_____	_____
Q ₂	هل توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية ذات الغموض المرتفع في تقاريرها المالية عن الشركات ذات الغموض المنخفض في تقاريرها المالية ؟	_____	_____	لا	_____
Q ₃	هل توجد فروق معنوية ذات دلالة احصائية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم في الفترة ما قبل جائحة فيروس كورونا عن ما بعد جائحة فيروس كورونا للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟	_____	_____	لا	_____
Q ₄	هل يؤثر كلاً من متوسط العوائد الاسيوية للاسهم، وحجم الشركة، ودرجة تقلب عوائد الاسهم، وعدم تماثل توزيع عوائد الاسهم، معنوياً على خطر انهيار اسعار الاسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، في سياق العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم؟	_____	_____	_____	نعم بشأن تماثل توزيع عوائد الاسهم ومتوسط العوائد الاسيوية للاسهم، ولا بشأن باقي المتغيرات

استهدف البحث دراسة واختبار أثر ميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الاسهم المستقبلية، وكذلك أثر غموض التقارير المالية وجائحة فيروس كورونا كمتغيرات معدلة Moderating Variables على هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على ٥٣ شركة غير مالية مقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ٢٠١٧ وحتى ٢٠٢٢. وقد توصلت الباحثة، في ظل التحليل الأساسي، إلى وجود تأثير إيجابي وغير معنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم، بالإضافة إلى زيادة قوة التأثير الإيجابي باختلاف غموض التقارير المالية، فضلاً عن عدم اختلاف ذلك الأثر الإيجابي باختلاف اثر ازمة جائحة فيروس كورونا. واخيراً خلص البحث لوجود تأثير معنوي لمتوسط العوائد الاسبوعية للسهم وعدم وجود تأثير معنوي لحجم الشركة، كمتغيرين رقابيين، على خطر انهيار اسعار الاسهم.

كما توصلت الدراسة في ظل التحليلات الإضافية إلى أفضلية تبني مدخل المتغيرات المعدلة مقارنة بمدخل المتغيرات الرقابية فيما يتعلق بأغلبية العلاقات التأثيرية محل الدراسة، وهو ما يدعم وجهة نظر الباحثة واقتناعها بأهمية اختبار وتبني هذا المدخل في اختبار العلاقات محل الدراسة. كما تبين انه لا يوجد أفضلية للمقاييس المستخدمة في ظل التحليل الأساسي، و في ظل التحليل الآخر لاختبار العلاقات التأثيرية محل الدراسة، حيث يعتبر افضل مقياس لخطر انهيار اسعار الاسهم هو مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الاسبوعية للاسهم NSCKEW وذلك لاختبار الفرض الثاني، ومقياس التقلب في العوائد الاسبوعية من اسفل لأعلى DUVOL وذلك لاختبار الفرض الثالث. وايضاً اتضح اختلاف النتائج في ظل فصل حجم العينة إلى عينتين مستقلتين عن استخدام عينة واحدة والمستخدمه في التحليل الاساسي، حيث تم قبول الفرض الثاني والثالث في ظل استخدام عينه واحدة، ورفض الفرضين في ظل فصل العينة. واخيراً يتضح عند استحداث متغيرين رقابيين بجانب المتغيرات الرقابية التي كانت في التحليل الأساسي ومقارنتها بنتائج اختبار الفروض في ظل مدخل المتغيرات المعدلة، اتفاق نتائج كلا المدخلين على عدم وجود تأثير لحجم الشركة على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار اسعار الاسهم. كما تبين وجود تأثير فقط عدم تماثل توزيع عوائد الاسهم كمتغير رقابي جديد. كما تبين عدم وجود اختلاف لتأثير ميول المستثمرين على خطر انهيار اسعار الاسهم حتى بعد استحداث متغيرين رقابيين.

وعلى الرغم مما توصلت إليه الدراسة من نتائج تؤيد أو تعارض فروض البحث، إلا أنه لا يمكن تعميم النتائج المتوصل إليها نظراً لكون نتائج هذه الدراسة مقيدة بعينة الدراسة و أيضاً مقيدة بالفترة الزمنية التي تم الاعتماد عليها لإجراء اختبارات فروض البحث، مما يشير إلى إمكانية تغير النتائج باختلاف الفترة الزمنية المستخدمة، بالإضافة إلى أن نتائج هذه الدراسة قد تختلف عند استخدام مقاييس إجرائية بديلة لقياس متغيرات البحث (وذلك عند قياس ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم وغموض التقارير المالية).

واستناداً إلى ما سبق، **توصي الباحثة** بالعمل على زيادة فاعلية الدور الرقابي لهيئة الرقابة المالية على إفصاحات الشركات المقيدة بالبورصة، للتحقق من زيادة الشفافية عند إعداد التقارير المالية (أي تخفيض غموضها) لما لها من دورين؛ أولهما، تخفيض قدرة المديرين على تخزين الأخبار السيئة، والحد من التصرفات الانتهازية للمديرين، ومن ثم تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، ثانيهما، تخفيض العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم. **كما ينبغي** على المستثمرين إدراك وأهمية عدم الوقوع في تأثير التحيزات السلوكية على سلوكهم الاستثماري، وضرورة التفريق بين الاتجاهات السعريّة والاحداث غير العادية في السوق. **كما توصي الباحثة** بإجراء المزيد من البحوث لمعرفة المتغيرات المعدلة التي من الممكن أن تؤثر على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك لوجود ندرة في البحوث في هذا المجال، وإيضاً إجراء المزيد من البحوث لضرورة فهم ومعرفة المتغيرات السلوكية الأكثر تأثيراً على أسواق رأس المال، الأمر الذي يحسن أدائها.

وأخيراً، تعتقد الباحثة بأهمية اتجاه البحث المحاسبي في مصر مستقبلاً نحو المجالات التالية **أثر الملكية الأجنبية ونسبة الرفع المالي** على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية، **أثر الإفصاح عن مخاطر التغيرات المناخية** على خطر انهيار أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية، **أثر قابلية التقارير المالية للقراءة** على خطر انهيار أسعار الأسهم- دراسة تطبيقية، **محددات ميول المستثمرين**، وانعكاس ذلك على أخطاء تنبؤات المحللين الماليين - دراسة تطبيقية، **أثر ميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار العملات المشفرة**، **أثر التحول الرقمي** على خطر انهيار أسعار الأسهم من منظور محاسبي.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- البراق، عباس. عابدة المعلا. امل سليمان. ٢٠١٢. دليل المبتدئين في استخدام التحليل الاحصائي بأستخدام برنامج اموس (AMOS). اثره للنشر والتوزيع.
- الشاهد، هشام محمود عبده ؛ سالم، مدحت عبد الرشيد ؛ عمارة ،محمد رزق .٢٠٢٢. أثر الإفصاح الاختياري عن البعد الاجتماعي للتنمية المستدامة على العلاقة بين ميول المستثمرين ومخاطر انهيار أسعار الأسهم. *المجلة الاكاديمية للبحوث التجارية المعاصرة*. ٢ (٤) : ١٩-٥٠
- الصاوي، عفت ابو بكر محمد. ٢٠٢٢. دراسة واختبار تأثير غموض التقارير المالية والخصائص التشغيلية للشركات على مخاطر انهيار اسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية . كلية التجارة - جامعة دمياط*. ٣ (١) : ٢٦٣-٣٢٨
- رمضان، محمد محمد احمد؛ الهنداوي، محمد عبدالله محمد . ٢٠١٨. اثر التحيزات السلوكية على السلوك الاستثماري للمستثمر وكفاءة سوق الاوراق المالية: دراسة ميدانية على البورصة المصرية. *مجلة التجارة والتمويل_ جامعة طنطا -كلية التجارة* . ٢ : ١١٨-١٤٦.
- عبد المجيد، حميده محمد. ٢٠١٩. قياس اثر التنبئي الألزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار اسعار اسهم الشركات السعودية. *مجلة البحوث المحاسبية*. ١٤ (١) : ٦٩-١٤٢
- علي، نيفين صلاح علي. ٢٠٢١. اثر القدرة الإدارية وخصائص مراقب الحسابات ومنشأته على العلاقة بين جهد المراجعة ودقة رأيه بشأن الاستثمارية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية* ٥ (٣) : ٥٤٩-٦١١.
- نعاس، صلاح الدين؛ بوحفص، ابتهاج . ٢٠٢٢ . كيف تؤثر مشاعر المستثمرين على اداء الاسهم في البورصة ؟ ادلة من سوق الاسهم السعودي. *مجلة الدراسات الاقتصادية* . ١٥ (٢) : ٥١٣-٥٢٤.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Albaity, M ،R., S .Mallek, and H. Mustafa.2023. Heterogeneity of investor sentiment, geopolitical risk and economic policy uncertainty: do Islamic banks differ during COVID-19 pandemic ؟**International Journal of Emerging Markets**. ٢٢-١ :
- Alnafea, M., and K. Chebbi.2022. Does Investor Sentiment Influence Stock Price Crash Risk? Evidence from Saudi Arabia. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business (JAFEB)** 9(1): 143-152.
- Andreou, P. C., N.Lambertides, and M.Magidou. 2022. A critique of the agency theory viewpoint of stock price crash risk: The opacity and overinvestment channels. **British Journal of Management**. 0: 1–28.
- Antoniou, C., J. A. Doukas, and A. Subrahmanyam. 2016. Investor sentiment, beta, and the cost of equity capital. **Management Science** 62(2): 347-367.
- Assadi, G., F. Morshedi, A. Abbasi, and M. Moosavihaghighi.2019. Investigating the effect of Investor Sentiment on the stock price crash risk in Tehran Stock Exchange. **Journal of Financial Management Perspective** 9(25):9-30.
- Bergman, N. K., and S. Roychowdhury.2008. Investor sentiment and corporate disclosure. **Journal of Accounting Research** 46(5):1057-1083.
- Butar, S. B., and M. P. Murniati.2021. How does Financial Reporting Quality Relate to Stock Price Crash Risk? Evidence from Indonesian Listed Companies. **Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis** 8(1):59-76.
- Cevik, E., B., K. Altinkeski, E. I., Cevik, and S. Dibooglu .2022. Investor sentiments and stock markets during the COVID-19 pandemic. **Financial Innovation** 8(1): 69-102.
- Chae, S. J., M. Nakano, and R. Fujitani.2020. Financial reporting opacity, audit quality and crash risk: Evidence from Japan. **The Journal of Asian Finance, Economics and Business** 7(1): 9-17.
- Chen, J., K. C. Chan, W. Dong and F. Zhang.2017. Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. **European Accounting Review** 26(1):125-152.
- Cheng, C. A., S. Li, and E. X. Zhang.2020. Operating cash flow opacity and stock price crash risk. **Journal of Accounting and Public Policy** 39(3): 106717.
- Chung, S. L., C. H. Hung, and C. Y. Yeh.2012. When does investor sentiment predict stock returns? **Journal of Empirical Finance** 19(2): 217-240.
- Chung, J. M., and S. F. Wang.2020. Short selling and stock price crash risk. **Journal of Derivatives and Quantitative Studies**: 28(2): 63-76.
- Cornell, B., W. R. Landsman, and S. Stubben. 2017. Accounting information, investor sentiment, and market pricing. **Journal of Law, Finance, and Accounting (JLFA)**: 1-31.
- Cui, H., and Y. Zhang.2020. Does investor sentiment affect stock price crash risk? **Applied Economics Letters** 27(7):564-568.

- Cui, X., A. Sensoy, D. K. Nguyen, S. Yao, and Y. Wu. 2022. Positive information shocks, investor behavior and stock price crash risk. **Journal of Economic Behavior & Organization** 197:493-518.
- Dai, J., C.Lu, and J.Qi.2019. Corporate social responsibility disclosure and stock price crash risk: Evidence from China. **Sustainability** 11(2): 448.
- Dai, P. F., X. Xiong, Z. Liu, T. L. D. Huynh, and J.Sun.2021. Preventing crash in stock market: The role of economic policy uncertainty during COVID-19. **Financial Innovation** 7:1-15.
- Dang, V. C., and Q. K. Nguyen.2021. Internal corporate governance and stock price crash risk: evidence from Vietnam. **Journal of Sustainable Finance & Investment**: 1-18
- Dash, S. R., and D. Maitra.2022. The COVID-19 pandemic uncertainty, investor sentiment, and global equity markets: Evidence from the time-frequency co-movements. **The North American Journal of Economics and Finance** 62: 101712.
- Dias, I. K., J. R. Fernando, and P. N. D. Fernando.2022. Does investor sentiment predict bitcoin return and volatility? A quantile regression approach. **International Review of Financial Analysis** 84, 102383 :1-15.
- Drakos, K.2010. Terrorism activity, investor sentiment, and stock returns. **Review of financial economics** 19(3): 128-135.
- Duan, J., and J.Lin.2022. Information disclosure of COVID-19 specific medicine and stock price crash risk in China. **Finance Research Letters** 48,102890:1-10.
- Fan, Y., F. Zhou, Y. An, and J. Yang.2021. Investor sentiment and stock price crash risk: evidence from China. **Global Economic Review** 50(4): 310-339.
- Fan, Y., and H.Fu.2020. Institutional investors, selling pressure and crash risk: Evidence from China. **Emerging Markets Review** 42, 100670:1-18.
- Firth, M., K. Wang, and S. M. Wong. 2015. Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices. **Management Science** 61(7):1630-1647.
- Firth, M., K. Wang, and S. M. Wong.2015. Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices. **Management Science** 61(7):1630-1647.
- Fu, J., X. Wu, Y. Liu, and R. Chen .2021. Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. **Finance Research Letters** 38,101442:1-10.
- Gao, Y., C.Zhao, B. Sun, and W. Zhao. 2022. Effects of investor sentiment on stock volatility: new evidences from multi-source data in China's green stock markets. **Financial Innovation** 8(1): 77-106.
- Garg, M., M.Khedmati, F. Meng, and P. Thoradeniya.2022). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. **International Journal of Managerial Finance** 18(1): 1-27.
- Goel, G., and S. R. Dash. 2022. Investor sentiment and government policy interventions: evidence from COVID-19 spread. **Journal of Financial Economic Policy** 14(2):242-267.

- Guo, H., C. Yin, and Y. Zeng. .2023. How Does Firm-Specific Investor Sentiment Affect the Value of Corporate Cash Holdings? **British Journal of Management** 34(1): 410-441.
- Harper, J., Johnson, G., and L.Sun.2020). Stock price crash risk and CEO power: Firm-level analysis. **Research in International Business and Finance** 51, 101094:1-16.
- He, F., Y. Feng, and L. Feng.2022. Social media information dissemination and corporate bad news hoarding. **Accounting & Finance** 00 :1-30.
- He, G., L.Bai, and H. M. Ren.2019. Analyst coverage and future stock price crash risk. **Journal of Applied Accounting Research** 20 (1):63-77
- Hribar, P., and J. McInnis, .2012. Investor sentiment and analysts' earnings forecast errors. **Management science** 58(2): 293-307
- Hsu, Y. L., and L. Tang.2022. Effects of investor sentiment and country governance on unexpected conditional volatility during the COVID-19 pandemic: Evidence from global stock markets. **International Review of Financial Analysis** 82,102186:1-9.
- Huang, S., and H. Liu.2021. Impact of COVID-19 on stock price crash risk: Evidence from Chinese energy firms. **Energy Economics** 101,105431:1-10.
- Huynh, T. L. D., M. Foglia, M. A. Nasir, and E. Angelini.,2021. Feverish sentiment and global equity markets during the COVID-19 pandemic. **Journal of Economic Behavior & Organization** 188: 1088-1108.
- Jiang, B., H. Zhu, J. Zhang, C. Yan, and R. Shen.2021. Investor sentiment and stock returns during the COVID-19 pandemic. **Frontiers in Psychology** 12,708537:1-5.
- Kim, C., K. Wang, and L. Zhang.2019. Readability of 10-K reports and stock price crash risk. **Contemporary accounting research** 36(2): 1184-1216.
- Kim, J. B., L. Li, Y.L. Lu, and Y.Yu. 2016. Financial statement comparability and expected crash risk. **Journal of Accounting and Economics** 61(2-3): 294-312.
- Kim, J. B., and L. Zhang. 2014. Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. **Contemporary Accounting Research** 31(3):851-875.
- Kim, K., D.Ryu, and H. Yang.2021. Information uncertainty, investor sentiment, and analyst reports. **International Review of Financial Analysis** 77,101835:1-12.
- Kim, Y., H.Li, and S.Li. 2014. Corporate social responsibility and stock price crash risk. **Journal of Banking & Finance** 43: 1-13.
- Kong, X., Y. Jin, L. Liu, and J. Xu.2023. Firms' exposures on COVID-19 and stock price crash risk: Evidence from China. **Finance Research Letters** 52,103562:1-8.
- Lashgari, Z., and B. Farzalizade.2013. The effect of earning opacity and operating cash flow sensitivity on stock price crash risk among firms accepted in Tehran Stock Exchange. **Journal of Social Issues & Humanities** 1(5): 33-39

- Li, L., B. B. Francis, and I. Hasan, 2011. Firms' real earnings management and subsequent stock price crash risk. available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1740044
- Li, T., C.Xiang, Z. Liu, and W. Cai. 2020. Annual report disclosure timing and stock price crash risk. **Pacific-Basin Finance Journal** 62,101392: 1-17.
- Li, Y., Y. Kannan, S. Rau, and S. Yang. 2022. Real earnings management, corporate governance and stock price crash risk: evidence from China. **China Accounting and Finance Review**. 24 (2): 172-198.
- Liang, Q., L.Ling, J. Tang, H. Zeng, and M. Zhuang., 2020. Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. **China Finance Review International** 10(3):271-296.
- Lin, B., and N.Wu. 2023. Climate risk disclosure and stock price crash risk: The case of China. **International Review of Economics & Finance** 83: 21-34.
- Liu, Z., T. L. D. Huynh, and P. F. Dai. 2021. The impact of COVID-19 on the stock market crash risk in China. **Research in international Business and Finance** 57,101419:1-10.
- Liu, J., and D. Lei., 2021. Managerial ability and stock price crash risk—the role of managerial overconfidence. **Review of Accounting and Finance** 20(2): 167-193.
- Lu, J., K. Rodenburg, L. Foti, and A. Pegoraro. 2022. Are firms with better sustainability performance more resilient during crises? **Business Strategy and the Environment**, 31(7): 3354-3370.
- Naughton, J. P., C. Wang, and I. Yeung. 2019. Investor sentiment for corporate social performance. **The Accounting Review** 94(4):401-420.
- Pan, N., Q. Xu, and H. Zhu. 2021. The impact of investor structure on stock price crash sensitivity: Evidence from China's stock market. **Journal of Management Science and Engineering** 6(3): 312-323.
- Parveen, S., Z. W. Satti, Q. A. Subhan, N. Riaz, S. F. Baber, and T. Bashir. 2021. Examining investors' sentiments, behavioral biases and investment decisions during COVID-19 in the emerging stock market: a case of Pakistan stock market. **Journal of Economic and Administrative Sciences**:1-22.
- Robin, A. J., and H. Zhang. 2015. Do industry-specialist auditors influence stock price crash risk? **Auditing: A Journal of Practice & Theory** 34(3): 47-79.
- Shin, H and C. Su-Young .2022. Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk: The role of foreign investors in Korea's stock market. **Investment Management and Financial Innovations** 19(4):309-326.
- Simpson, A. 2013. Does investor sentiment affect earnings management? **Journal of Business Finance & Accounting** 40(7-8):869-900.
- Sun, L., and W. Shi. 2022. Investor sentiment and stock market reactions to COVID-19: Evidence from China. **Discrete Dynamics in Nature and Society**:1-10.

- Wang, H., S. Li, Y. Ma, and S. Jiang.2022. Does investor sentiment affect fund crashes? Evidence from Chinese open-end funds. **The North American Journal of Economics and Finance** 60,101662:1-10.
- Wanjau ,B,M.2018.Determinants Of Investor Sentiments Among Private Investors In Nairobi Securities Exchange. **Journal of Research in Business and Management** 6 (4): 32-38.
- Waqas, A. 2022. How Do Audit Quality and Mandatory IFRS Adoption Affect Stock Price Crash Risk in Pakistan? **Available at SSRN 4201468**.
- Waqas, A., and D. A. Siddiqui.2021. How Does the Accounting Conservatism Affect the Stock Price Crash Risk in Pakistan: The Complementary Role of Managerial and Institutional Ownership? **Available at SSRN 3943829**.
- Wu, B., Y. Cai, and M. Zhang.2021. Investor Sentiment and Stock Price Crash Risk in the Chinese Stock Market. **Journal of Mathematics**: 1-10.
- Yin, S., T. Chevapatrakul and K. Yao.2022. The causal effect of improved readability of financial reporting on stock price crash risk: Evidence from the Plain Writing Act of 2010. **Economics Letters** 216,110614:1-5.
- Yin, Y., and R. Tian.2017. Investor sentiment, financial report quality and stock price crash risk: Role -of short-sales constraints. **Emerging Markets Finance and Trade** 53(3):493-510.
- Zhai, H., M.Xiao, K. C. Chan, and Q. Liu .2022. Physical proximity, corporate social responsibility, and the impact of negative investor sentiment on stock returns: Evidence from COVID-19 in China. **International Review of Finance** 22(2): 308-314.
- Zhu, B., and F. Niu.2016. Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. **Pacific-Basin Finance Journal** 38:125-134.