مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية
قسم المحاسبة والمراجعة

العدد الأول– يناير 2023– المجلد السابع

تأثير جودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم: أدلة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ محمد حمدي عوض
مدرس المحاسبة
كلية التجارة – جامعة القاهرة

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى فحص العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى التحقق من التأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على هذه العلاقة، وفي سبيل تحقيق ذلك اعتمد الباحث على عينة مكونة من 65 شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2011 وحتى 2020، وتوصل الباحث من تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم، كما خلص إلى أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وأكدت الاختبارات الإضافية على النتائج التي تم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية، باستثناء التأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم الذي تم رفضه عند استخدام الطريقة العامة للعزوم Generalized Method of Moments (GMM). وتتفق نتائج هذا البحث مع الأساس النظري لكلٍ من نظريتي تخزين الأخبار السيئة والمعتقدات غير المتجانسة، اللتين تؤكدان على أن تخزين الأخبار السيئة في فترات الميول المرتفعة يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ ولذلك تم التوصية بضرورة تحسين بيئة المعلومات من خلال زيادة مستوى الإفصاح والشفافية، وتفعيل آليات الحوكمة لمنع الممارسات الانتهازية من جانب المديرين. وتُسهم نتائج هذا البحث في توفير معلومات مفيدة للمستثمرين، والجهات التنظيمية والرقابية، والمجموعات المختلفة من أصحاب المصالح حول دور جودة المعلومات المحاسبية في الحد من أنشطة تخزين الأخبار السيئة، وتقليل اعتماد المستثمرين على ميولهم ومشاعرهم.

الكلمات المفتاحية: ميول المستثمرين، خطر انهيار أسعار الأسهم، جودة المعلومات المحاسبية، نظرية تخزين الأخبار السيئة، نظرية المعتقدات غير المتجانسة.

E.mail: Mohamed_hamdy@foc.cu.edu.eg

The Impact of Accounting Information Quality on the Relationship between Investor Sentiment and Stock Price Crash Risk: Evidence from Firms Listed in the Egyptian Stock Exchange

Abstract

This study examines the relationship between investor sentiment and stock price crash risk and the moderating role of accounting information quality on this relationship. The study uses the ordinary least squares method (OLS) to analyze data from 65 Egyptian-listed firms from 2011 to 2020. The results show a significant positive effect of investor sentiment on the stock price crash risk. Also, it is found that a decrease in the quality of accounting information enhances the positive relationship between investor sentiment and the stock price crash risk. Additional tests confirm the aforementioned results. Nevertheless, the moderating role was rejected after using the Generalized Method of Moments (GMM). The findings of this study are consistent with the theoretical basis of both the bad news hoarding and the heterogeneous beliefs theories, which assert that storing bad news during high sentiment periods increases the stock price crash risk. Therefore, improving the information environment is recommended by increasing disclosure and transparency levels and activating governance mechanisms to prevent opportunistic practices. The findings of this study provide useful information to investors, regulatory and supervisory authorities, and other stakeholders about the role of accounting information quality in reducing the activities of storing bad news and reducing investors' reliance on their sentiments and feelings.

Keywords: Investor sentiment; Stock price crash risk; Accounting information quality; Bad news hoarding theory; Heterogeneous beliefs theory.

1- المقدمة وطبيعة المشكلة

يُعدّ خطر انهيار أسعار الأسهم الذي ينطوي على انخفاض مفاجئ في أسعار الأسهم من الموضوعات التي نالت اهتمامًا متزايدًا في السنوات الأخيرة من قِبَل العديد من الدراسات في مجال المحاسبة والتمويل، وكذلك من جانب صانعي السياسات والمعنيين بالأسواق المالية؛ وذلك بسبب تأثيراته السلبية المتمثلة في الإضرار بثروة المستثمرين وقيمة الشركة من ناحية (Habib et al., 2018)، وزعزعة الاستقرار بأسواق رأس المال وتقليل كفاءتها من ناحية أخرى (An et al., 2018)، ويُشير هذا الخطر إلى احتمالية وجود قِيَم سلبية شديدة أو متطرفة في توزيع العوائد الخاصة بالشركات (Jin & Myers, 2006; Kim et al., 2011; J. B. Kim et al., 2019)، وتُعدّ الانهيارات والفضائح المالية التي تعرضت لها بعض الشركات في الآونة الأخيرة مثل، شركة Enron، وشركة WorldCom من الأدلة والقرائن التي يُمْكن الاستناد إليها عند تحديد أسباب خطر انهيار أسعار الأسهم.

هذا، وقد أوضحت معظم الدراسات السابقة أن السبب الرئيس لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم هو ميل المديرين إلى حجب أو تخزين الأخبار السيئة Bad News Hoarding بهدف زيادة مكافآتهم وتعويضاتهم من ناحية (Baginski et al., 2018; Kothari et al., 2009)، والحفاظ على سمعتهم، وتقليل تعرضهم لخطر التقاضي، وبناء الإمبراطوريات من ناحية أخرى (Ball, 2009; Skinner, 1994)، ولكن مع تراكم تلك الأخبار السيئة ووصولها إلى النقطة – نقطة التحول Tipping Point– التي لا يستطيع معها المديرون الاحتفاظ بها، تبدأ هذه الأخبار في الخروج إلى السوق دفعة واحدة، الأمر الذي يُعرّض أسعار الأسهم لخطر الانهيار (Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006)، ويُعتبر غموض التقارير المالية وإدارة الأرباح (Bleck & Liu, 2007; C. Chen et al., 2017; Francis et al., 2016; C. Kim et al., 2019; Kim & Zhang, 2014; Li et al., 2022; Zhu, 2016)، والتجنب الضريبي التعسفي (Garg et al., 2022; Hamza & Zaatir, 2021; Kim et al., 2011)، والثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين وصغر سنهم (Andreou et al., 2017; Kim et al., 2016; Lee et al., 2019; Liang et al., 2020)، والضعف الجوهري بأنظمة الرقابة الداخلية (J. Chen et al., 2017; Hong & Lee, 2015; J. B. Kim et al., 2019; Lobo et al., 2020; Zhou et al., 2013) من أهم المحددات أو العوامل التي تزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، ومن ثم فإن فهم تلك العوامل ومحاولة الحدّ من تأثيرها سوف يحافظ على كفاءة الأسواق المالية، وكذلك ثروة الملاك والمستثمرين.

إلى جانب ذلك، أشارت نظرية التمويل السلوكي Behavioral Finance Theory إلى الدور المهم الذي تلعبه التحيزات السلوكية للمستثمرين[1]– أو ما يُعْرف بميول المستثمرين– على خطر انهيار أسعار الأسهم؛ فهذه النظرية تقوم على أساس أن المستثمرين والمشاركين في أسواق رأس المال كائنات غير رشيدة، وتتسبب تصرفاتهم غير العقلانية في انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية أو العادلة (De Long et al., 1990; Zhou, 2018). وأوضحت الدراسات السابقة القليلة التي فحصت العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم (Alnafea & Chebbi, 2022; Cui & Zhang, 2020; Fan et al., 2021; Fu et al., 2021; Wu et al., 2021; Yin & Tian, 2017) أنه في ظل وجود قيود للبيع على المكشوف[2] Short Sale Constraints يسيطر المستثمرون المتفائلون على السوق، بينما يظل المستثمرون المتشائمون الذين يحملون معلومات سلبية وغير جيدة عن الشركة خارجه، وبالتالي لا تعكس أسعار الأسهم توقعاتهم المتشائمة، ولكن بمجرد مشاركتهم تبدأ أسعار الأسهم المبالغ فيها– بسبب تصرفات المستثمرين المتفائلين– في الانخفاض بشكل حادٍ، ومن ثم تعرضها لخطر الانهيار (Hong & Stein, 2003; Miller, 1977). وعليه، يزداد خطر انهيار أسعار الأسهم في فترات الميول المرتفعة بسبب مبالغة المستثمرين في تقييم أسعار الأسهم التي يمتلكونها، وجعلها مقوّمة بأكبر من قيمتها الحقيقية، بالإضافة إلى ميل المديرين لتخزين الأخبار السيئة في هذه الفترات للحفاظ على تضخم الأسعار وتحقيق منافعهم الخاصة.

ونظرًا لندرة الدراسات السابقة التي فحصت العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم على المستويين الدولي والإقليمي، وعدم وجود دراسات مصرية – على حدِّ علم الباحث– تناولت هذه العلاقة، سيحاول الباحث سدّ هذه الفجوة البحثية في بيئة الأعمال المصرية كأحد الأسواق الناشئة؛ حيث يميل المستثمرون في هذه الأسواق إلى المبالغة في تقدير قيمة الأسهم التي يمتلكونها عندما تكون

[1] يُشير مصطلح التحيز Bias في علم النفس إلى الاختلاف بين طريقة التفكير التي يجب على الأفراد اتباعها للوصول إلى أفضل نتيجة ممكنة، وبين الطريقة التي يتم التفكير بها في الواقع؛ أي أنه انحراف في الحكم أو الرأي ينتج عنه تفسير غير منطقي أو حكم غير دقيق، والسبب في هذه التحيزات العديد من العوامل المرتبطة بمشاعر ومعتقدات المستثمرين، وطريقة تفكيرهم (Pompian, 2011). وعليه، فالتحيزات هي ما تعيق المستثمرين عن التصرف بعقلانية، وهي من تجعلهم يعتقدون بأنهم أفضل من غيرهم.

[2] البيع على المكشوف يُشار إليه أيضًا بالبيع قصير الأجل أو بآلية اقتراض الأموال بغرض البيع، ويُعدّ من العناصر الأساسية التي يعتمد عليها المراجحون – الذين يحاولون الاستفادة من فروق الأسعار الناتجة عن شراء الأوراق المالية وبيعها– للقيام بعمليات المراجحة Arbitrage التي تهدف إلى إعادة أسعار الأسهم إلى حالة التوازن، وهو عبارة عن اتفاق بين شركة السمسرة وأحد عملائها (البائع على المكشوف أو المقترض) على إقراضه أوراقًا مالية مملوكة لطرف آخر (المقرض) بغرض بيعها في الوقت الحالي، ثم إعادة شرائها عند انخفاض سعرها، والاستفادة من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، ويحقق البائع على المكشوف ربحًا إذا انخفضت الأسعار كما توقع، بينما يحقق خسارة إذا ارتفعت الأسعار (Jones & Lamont, 2002).

معنوياتهم مرتفعة، مما يسمح للمديرين القيام بالمزيد من ممارسات إدارة الأرباح في محاولة لتضخيم أرباحهم ومنافعهم أثناء هذه الفترات، وهذا يُعرّض أسعار الأسهم لتقلبات شديدة، ومن ثم زيادة احتمالية حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم.

ومن منطلق كّوْن الخطر المتزايد لانهيار أسعار الأسهم يرجع إلى فشل أنظمة الرقابة والحوكمة في التخفيف من الممارسات الانتهازية للمديرين (Andreou et al., 2017)، وكذلك فشلها في التقليل من اعتماد المستثمرين على ميولهم ومشاعرهم عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (Fan et al., 2021; Fu et al., 2021)، حاولت بعض الدراسات البحث عن الآليات والوسائل التي يُمْكن من خلالها تفعيل آليات الرقابة والحوكمة، وتقليل خطر انهيار أسعار الأسهم، ويُعدّ تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (DeFond et al., 2015; Lim et al., 2016; Waqas, 2022)، وزيادة مستوى التحفظ المحاسبي(Kim & Zhang, 2016; Kousenidis et al., 2014)، وجودة المراجعة الخارجية (Lim et al., 2016; Waqas, 2022)، والمسؤولية الاجتماعية للشركات (Kim et al., 2014; Lee, 2016; Su & Zhou, 2023)، وزيادة نسبة الملكية المؤسسية (An & Zhang, 2013; Callen & Fang, 2013; Tee et al., 2018)، وزيادة مستوى التدين (Callen & Fang, Religiosity 2015a; Li & Cai, 2016) من أهم الوسائل والآليات التي يُمْكن الاعتماد عليها لتقليل خطر انهيار أسعار الأسهم، وعلى الرغم من ذلك لا توجد دراسات سابقة –على حدِّ علم الباحث– تناولت التأثير المحفز أو المعدل لهذه الآليات على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، باستثناء دراسة Yin and Tian (2017) التي اعتمدت على جودة التقارير المالية؛ ولذلك سوف يعتمد الباحث على جودة المعلومات المحاسبية كمتغير محفز للعلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية؛ وذلك لكَوْنها آلية من الآليات التي تقلل من اعتماد المستثمرين على ميولهم ومشاعرهم وتصرفاتهم غير العقلانية من ناحية (Cornell et al., 2017; Firth et al., 2015; Kim et al., 2021) ، ومن ناحية أخرى تقلل من أنشطة تخزين الأخبار السيئة، وتزيد من مستوى الإفصاح والشفافية بالتقارير المالية (DeFond et al., 2015; Hutton et al., 2009; Kim & Zhang, 2014; Zhu, 2016).

هذا، ويُعتبر السوق المصري من أنسب الأسواق لبحث العلاقات السابق الإشارة إليها للأسباب الآتية: أولًا: يُعتبر السوق المصري من الأسواق التي يُهيمن عليها المستثمرون الأفراد؛ فوفقًا للتقرير السنوي للبورصة المصرية الصادر عن عام 2022 بلغت نسب مساهمة المستثمرين الأفراد من إجمالي التداولات على الأسهم المقيدة خلال الفترة من 2015 وحتى 2022 ما يعادل 53%، 63%، 59%، 55%، 50%، 63%، 68%، 53% على التوالي، ومن ثم يوفر هذا السوق أفضل دراسة لفهم خطر انهيار

أسعار الأسهم من منظور التحيزات السلوكية للمستثمرين. ثانيًا: يتسم السوق المصري بضعف النظم القانونية والتنظيمية والرقابية نِسْبِيًّا، فضلًا عن نقص آليات الحوكمة لأغلب الشركات المقيدة به؛ ونتيجة لذلك تكون أسهم هذا السوق أكثر عرضة للمضاربة من جانب المستثمرين غير العقلانيين. ثالثًا: تتسم بيئة المعلومات في السوق المصري بانخفاض الشفافية وزيادة عدم تماثل المعلومات مقارنة بالدول المتقدمة، وهذا ما يجعل المستثمرين يميلون إلى الاعتماد على أحكامهم الشخصية بدلًا من الحقائق والأدلة والمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

بناءً على ما سبق، سيحاول الباحث من خلال هذا البحث الإجابة عن التساؤلين الآتيين:

- هل ميول المستثمرين تزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- هل جودة المعلومات المحاسبية تُحفز (تُعدل) العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

2- أهداف البحث

يهدف هذا البحث إلى فحص العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وكذلك التحقق من التأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على هذه العلاقة، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2011 وحتى 2020.

3- أهمية البحث

يستمد البحث **أهميته الأكاديمية** من محاولة تقديمه لِتَفْسِير جديد لخطر انهيار أسعار الأسهم من منظور التمويل السلوكي؛ فعلى الرغم من تعدد الأبحاث والدراسات المنشورة حول محددات خطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن عددًا قليلًا جِدًّا منها حاول الربط بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم على المستويين الدولي والإقليمي، فضلًا عن عدم وجود دراسات أشارت إلى هذه العلاقة في بيئة الأعمال المصرية، كما يستمد البحث أهميته الأكاديمية من تناوله للتأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما قد يُمثل إضافة جديدة لم تتعرض لها الدراسات السابقة، باستثناء دراسة Yin and Tian (2017) التي اعتمدت على جودة التقارير المالية. علاوة على ذلك، يُقدم البحث تأصيلًا نَظَرِيًّا متكاملًا للعلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تناول معظم العوامل والمحددات التي تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم، وأغلب التحيزات السلوكية التي تُسبب التصرفات غير العقلانية للمستثمرين، وكذلك جميع المؤشرات المستخدمة في قياس كلٍّ من ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.

ويستمد البحث **أهميته العملية** من النتائج والتوصيات التي يوفرها، والتي قد تُمَكّن الجهات الرقابية وصانعي السياسات، والجهات المسؤولة عن أسواق المال في بيئة الأعمال المصرية من اتخاذ إجراءات من شأنها زيادة مستوى الإفصاح والشفافية لتقليل اعتماد المستثمرين على ميولهم ومشاعرهم، ومن ثمّ تقليل خطر انهيار أسعار الأسهم، كما يُقدم البحث قناة جديدة يجب على الجهات التنظيمية تفعيلها لتحسين كفاءة الأسواق المالية، ألا وهي جودة المعلومات المحاسبية، إضافة إلى ذلك يوفر البحث نتائج وتوصيات مفيدة للمستثمرين قد يحتاجون إليها عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وأخيرًا تتماشي نتائج هذا البحث وتوصياته مع الجهود المبذولة من قِبَل المنظمات الدولية مثل مجلس معايير المحاسبة الدولية IASB، والمنظمة الدولية لهيئات أسواق المال IOSCO بشأن تحسين بيئة المعلومات، وزيادة مستوى الإفصاح والشفافية بالتقارير المالية.

4- خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقًا لأهدافه، فقد تم استكمال البحث على النحو التالي:

4-1 ميول المستثمرين (النشأة والمفهوم والتحيزات المُسببة للميول والمقاييس).

4-2 خطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم والنظريات والمحددات).

4-3 الدراسات السابقة ذات الصلة واشتقاق فرضي البحث.

4-4 الدراسة التطبيقية.

4-5 خلاصة البحث ونتائجه.

4-6 توصيات البحث.

4-7 الدراسات المستقبلية أو مجالات البحث المقترحة.

4-1 ميول المستثمرين (النشأة والمفهوم والتحيزات المُسببة للميول والمقاييس)

4-1-1 نشأة وظهور ميول المستثمرين

بدأ الاهتمام بدراسة تأثير سلوكيات المستثمرين وميولهم على عمليات اتخاذ القرارات الاستثمارية مع ظهور نظرية التمويل السلوكي، التي أعطت الدور الأكبر في عملية صنع القرار لسلوكيات المستثمرين وميولهم، وذلك على عكس النظريات التقليدية، وبصفة خاصة نظرية كفاءة الأسواق المالية Efficient Markets Theory التي أهملت هذا الدور (Baker & Wurgler, 2006)، وتقوم نظرية التمويل السلوكي على افتراضين يتعارضان بشكل أساسي مع افتراضات نظرية كفاءة الأسواق المالية هما: وجود مستثمرين

غير عقلانيين أو ما يطلق عليهم متداولو الضوضاء Noise Traders[3]، ووجود قيود على عمليات المراجحة (De Long et al., 1990; Shleifer & Vishny, 1997).

بالنسبة للافتراض الأول، تقوم نظرية التمويل السلوكي على أن المستثمرين والمشاركين في الأسواق المالية كائنات غير رشيدة وغير عقلانية، وأكثر عرضة للتحيزات السلوكية والنفسية، كما أن تصرفاتهم تتم بشكل منتظم وليس عشوائيًا، مما يؤدي إلى تراكمها في نفس الاتجاه بفعل سلوك القطيع[4] Herding Behavior، وهذا الأمر يؤدي إلى زيادة انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية (De Long et al., 1990)، وعلى النقيض من ذلك تفترض نظرية كفاءة الأسواق المالية عقلانية جميع المستثمرين والمشاركين في الأسواق المالية، وقدرتهم على التصرف الرشيد المبنيّ على استخدام كافة المعلومات المتاحة للحصول على استنتاجات منطقية بشأن العوائد المستقبلية للأسهم، كما تفترض أن تصرفات المستثمرين غير العقلانيين– في حالة وجودهم بالأسواق المالية – تكون عشوائية وغير مدروسة ولا تتم بشكل منتظم، وبالتالي تلغي بعضها آثار البعض الآخر، ومن ثم لا تؤثر على أسعار الأسهم (Fama, 1970).

بالنسبة للافتراض الثاني، تقوم نظرية التمويل السلوكي على أن عمليات المراجحة في الأسواق المالية محفوفة بالمخاطر وذات تكلفة مرتفعة، وهذا يمنع المستثمرين العقلانيين أو المراجحين من إعادة سعر السهم إلى قيمته الحقيقية، مما يؤدي إلى استمرار انحرافه لفترة طويلة، وظهور حالات شاذة في الأسواق المالية (Shleifer & Vishny, 1997)، وعلى النقيض من ذلك تفترض نظرية كفاءة الأسواق المالية أن عمليات المراجحة التي يقوم بها المستثمرون العقلانيون أو المراجحون تؤدي إلى إلغاء سوء التسعير الناتج عن سلوك المستثمرين غير العقلانيين وتصرفاتهم؛ فتكبد المستثمرين غير العقلانيين للمزيد من الخسائر نتيجة عمليات المراجحة يؤدي إلى خروجهم من السوق، مما يُسهم في تحديد السعر العادل للسهم، وتصحيح انحرافه عن قيمته الحقيقية (Fama, 1970).

---

[3] يُمكن تقسيم المستثمرين أو المشاركين في الأسواق المالية إلى نوعين: النوع الأول يُعْرف باسم المستثمرين العقلانيين أو المحترفين أو المراجحين، وهم من يقومون باتخاذ قراراتهم بشكل عقلاني اعتمادًا على تقييم جميع البدائل الاستثمارية المتاحة، واختيار البديل الذي يحقق أعلى منفعة ممكنة، بينما يُعْرف النوع الثاني باسم المستثمرين غير العقلانيين أو غير المحترفين أو متداولي الضوضاء، وهم من يقومون ببناء توقعاتهم بطريقة غير عقلانية اعتمادًا على مشاعرهم ومعتقداتهم وميولهم (Black, 1986; De Long et al., 1990; Shleifer & Vishny, 1997).

[4] يُشير سلوك القطيع إلى تقليد الأفراد أو المستثمرين للغير في تصرفاتهم، والسبب في هذا السلوك هو اعتقاد المستثمرين بأن الجميع لا يمكن أن يكون على خطأ، وهذا يؤدي إلى تجاهل المستثمرين للمعلومات الخاصة بهم، واتباعهم لمعلومات وتصرفات الأغلبية، الأمر الذي يتسبب في اتخاذ قرارات استثمارية غير مناسبة أو دون المستوى الأمثل (Dervishaj, 2021; Kengatharan & Kengatharan, 2014; Prosad et al., 2015).

هذا، وترجع قيود عمليات المراجحة إلى المخاطر التي تواجهها، والتي تتمثل فيما يلي: الخطر الأساسي، وخطر المستثمرين غير العقلانيين (متداولي الضوضاء)، وخطر التنفيذ (Barberis&Thaler, 2003)؛ فالخطر الأساسي الذي يواجه عمليات المراجحة هو وصول أخبار سيئة جديدة إلى السوق بعد شراء المراجحين للأسهم ذات التسعير الخاطئ[5]، مما يؤدي إلى انخفاض سعرها أكثر من اللازم، ويُمكن للمراجحين التحوط من هذا الخطر عن طريق بيع أوراق مالية بديلة، ولكن في الواقع العملي يصعب توافر هذه الأوراق البديلة، مما يجعل من الصعب إزالة جميع المخاطر الأساسية، وبالتالي تصبح عمليات المراجحة أقل جاذبية، كما تواجه عمليات المراجحة خطر صعوبة التنبؤ بتوقعات وميول المستثمرين غير العقلانيين، وبمعني أوضح تُحد حالة عدم التأكد المرتبطة بنتائج عمليات المراجحة، والتصرفات غير المتوقعة للمستثمرين غير العقلانيين من رأس المال المتاح للمراجحين للمشاركة في عمليات المراجحة، وإعادة أسعار الأسهم إلى حالة التوازن؛ وذلك نتيجة خوف أصحاب رؤوس الأموال من خسارة أموالهم، التي تُدار من قِبَل المراجحين (De Long et al., 1990; Shleifer & Vishny, 1997). إلى جانب ذلك، تواجه عمليات المراجحة خطر التنفيذ، وهو ذلك الخطر المرتبط بزيادة تكاليف تنفيذ عمليات المراجحة عن العائد المحقق منها، وتشمل تكاليف التنفيذ: تكاليف اكتشاف الأسهم المُسعرة بشكل خاطئ[6]، وتكاليف المعاملات وعمولات السمسرة، كما يرتبط خطر التنفيذ بقيود البيع على المكشوف التي تشمل: تكاليف اقتراض الأسهم التي سيتم بيعها، والقيود القانونية التي تمنع بعض المستثمرين من البيع على المكشوف أو من إقراض أسهمهم للأخرين، وصعوبة إيجاد مُقرض للأسهم، والتي تتطلب عملية البحث عنه تكلفة كبيرة ووقتًا طويلًا، وكذلك القيد المتعلق باستدعاء الأسهم المقترضة من قِبَل المُقرض (Jones & Lamont, 2002; Nagel, 2005).

في ضوء ما سبق، يتضح أن الاهتمام بسلوكيات المستثمرين وميولهم ظهر مع فشل نظرية كفاءة الأسواق المالية في تفسير بعض الحالات والظواهر الشاذة في الأسواق المالية، وأوجد هذا الفشل مبررًا لظهور علم التمويل السلوكي الذي حاول تفسير هذه الظواهر من خلال الاهتمام بدراسة العوامل والتحيزات السلوكية للمستثمرين، وبالتالي فهو علم يحاول تفسير وزيادة فهم أنماط التفكير لدى المستثمرين (Barberis & Thaler, 2003)، كما أنه يدمج بين علم التمويل وعلم النفس من أجل الوصول إلى نموذج شامل لعملية اتخاذ القرار (Kengatharan&Kengatharan, 2014; Shefrin & Statman,

[5] المراجحة تعني اكتشاف الأسهم المُسعرة بشكل خاطئ، والتي تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية، وتلك التي تكون قيمتها السوقية أكبر من قيمتها الحقيقية، والعمل على شراء الأولي وبيع الثانية للاستفادة من فروق الأسعار.

[6] اكتشاف الأسهم المُسعرة بشكل خاطئ عملية مكلفة وتستغرق وقتًا طويلًا، وفي سبيلها يتحمل المراجح العديد من التكاليف مثل: تكاليف الحصول على المعلومات، وتكاليف الشركات المتخصصة في اكتشاف مثل هذا النوع من الأسهم (Herschberg 2012).

(Waweru et al., 2008 ;2000، وزاد الاهتمام بهذا العلم بفضل أبحاث علم النفس التي أجراها كل من Kahneman and Tversky (1979); Tversky and Kahneman (1974)، والتي شككت في واقعية الافتراضات التي قدمتها نظرية كفاءة الأسواق المالية.

4-1-2 مفهوم ميول المستثمرين

على الرغم من اتفاق الباحثين على كَوْن ميول المستثمرين من المحددات المهمة والمؤثرة على عملية صنع القرار، إلا أن هذا المفهوم مازال غامضًا وغير متفق عليه؛ حيث عَرَّفت دراسة Zhou (2018) ميول المستثمرين بأنها سلوكيات المستثمرين التي تتسبب في انحراف قيمة السهم أو الأصل المالي عن قيمته الأساسية أو الحقيقية، كما عَرَّفتها دراسة Ling et al. (2010) بأنها المكون غير العقلاني لتوقعات المستثمرين، والذي يترتب عليه اتخاذ قرارات استثمارية دون المستوى الأمثل، بينما عَرَّفتها بعض الدراسات بأنها ميل المستثمرين للتداول على الضوضاء بدلًا من العقلانية (Black, 1986; De Long et al., 1990; Shleifer & Vishny, 1997).

إلى جانب ذلك، عَرَّفت دراسة Baker and Wurgler (2007) ميول المستثمرين بأنها معتقدات لا تبررها الحقائق بشأن التدفقات النقدية المستقبلية ومخاطر الاستثمار، وعَرَّفتها دراسة Baker and Wurgler (2006) بأنها ميل المستثمرين إلى المضاربة، وتفاؤلهم أو تشاؤمهم بشأن الأسعار الحالية والمستقبلية لأصل معين. هذا، وقد أشارت بعض الدراسات إلى ميول المستثمرين من زاوية المعتقدات غير المتجانسة Heterogeneous Beliefs؛ حيث عَرَّفتها بأنها فروق التقييم بين مجموعتين من المستثمرين إحداهما تحمل توقعات عقلانية بشأن قيمة السهم أو الأصل، والأخرى تحمل توقعات متحيزة، وبالتالي تعكس ميول المستثمرين الفرق بين سعر الأصل، وما يجب أن يكون عليه هذا السعر (Baker & Stein, 2004; Brown & Cliff, 2005; Hong & Stein, 2003).

يتضح للباحث من التعريفات السابقة أن جميعها تدور حول فكرة واحدة، ألا وهي عدم عقلانية المستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية؛ ولذلك يقترح الباحث تعريفًا لميول المستثمرين يعتمد على ثلاثة أبعاد أساسية: **البعد الأول** يعتمد على الفكرة القائلة بأن المستثمرين الذين يتسببون بشكل أساسي في انحراف سعر السهم عن قيمته الأساسية أو الحقيقية هم المستثمرون غير العقلانيين، وبالتالي فمصطلح ميول المستثمرين مرتبط بهذا النوع من المستثمرين، بينما يُشير **البعد الثاني** إلى الآلية التي يعتمد عليها المستثمرون غير العقلانيين في اتخاذ قراراتهم؛ حيث يَبني هذا النوع من المستثمرين قراراتهم في ضوء المعتقدات والمشاعر – التفاؤل والتشاؤم– دون الاعتماد على الحقائق والمعلومات، في حين يعتمد **البعد الثالث** على وجود قيود على عمليات المراجحة تُحدّ من قدرة المستثمرين العقلانيين أو المحترفين على تصحيح التسعير الخاطئ الذي يتسبب فيه المستثمرون غير العقلانيين، ومن ثم الفشل في إعادة سعر

السهم إلى حالة التوازن. وعليه، فإن التصور أو التوقع الإيجابي للمستثمرين غير العقلانيين تجاه العائد والخطر المرتبط باستثماراتهم يُسهم في مبالغتهم في تقييم الأسهم؛ أي جعلها مقوّمة بأكبر من قيمتها الحقيقية Over-Valuation، بينما يُسهم التصور السلبي في تقليلهم من قيمة الأسهم؛ أي جعلها مقوّمة بأقل من قيمتها الحقيقية Under-Valuation.

4-1-3 التحيزات المُسببة لميول المستثمرين

يُمكن تقسيم التحيزات التي تُشَكّل توقعات المستثمرين وميولهم ومعتقداتهم، والتي تُسبب تصرفاتهم غير العقلانية إلى تحيزات معرفية أو إدراكية Cognitive، وتحيزات عاطفية Emotional؛ حيث تُشير الأولى إلى التحيزات القائمة على الاستدلال المعرفي الخاطئ[7] نتيجة الأخطاء الإحصائية، وأخطاء معالجة المعلومات، وأخطاء الذاكرة، وبشكل أوضح هي التحيزات الناتجة عن الطريقة التي يُفكر بها المستثمرون (Ritter, 2003) ، بينما تُشير الثانية إلى التحيزات القائمة على المشاعر أو العواطف، وبشكل أوضح هي التحيزات الناتجة عما يشعر به المستثمرون عند تسجيلهم للمعلومات (Pompian, 2011; Shefrin, 2002)، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذه التحيزات:

4-1-3-1 التحيزات المعرفية أو الإدراكية

تنقسم هذه التحيزات إلى تحيزات قائمة على المعتقدات Beliefs التي يعتنقها الفرد، والتي تجعله يرفض أي معلومات تتعارض معها، وتحيزات قائمة على معالجة المعلومات Information Processing، وهي تلك المرتبطة بكيفية معالجة المعلومات (Pompian,2011)، وفيما يلي عرض توضيحي لهذه التحيزات:

أولًا: التحيزات القائمة على المعتقدات

1- تحيز التحفظ Conservatism Bias

يُشير هذا التحيز إلى العملية الذهنية التي يتشبث فيها الأفراد بآرائهم ومعتقداتهم السابقة على حساب الاعتراف بالمعلومات الجديدة (Ritter, 2003). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى تمسك المستثمرين بالمعتقدات والانطباعات السابقة، وعدم التفاعل مع المعلومات الجديدة، مما يؤدي إلى اتخاذهم لقرارات استثمارية غير سليمة، كما يؤدي هذا التحيز إلى صعوبة معالجة المعلومات الجديدة؛ لأن المستثمرين يُفضلون الخيار الأسهل المبني على التوقعات والمعتقدات السابقة، ويبتعدون عن الإجهاد

[7] يُشير مصطلح الاستدلال Heuristics إلى القواعد التي يستخدمها الأفراد أو المستثمرون لتسهيل عملية اتخاذ القرار في البيئات المعقدة، والتي تتسم بحالة عدم التأكد؛ أي أن المستثمرين يميلون إلى استخدام القواعد السهلة المعتمدة على الخبرة، والتجربة والخطأ عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية (Shefrin, 2002; Tversky & Kahneman, 1974).

الذهني الناتج عن معالجة البيانات المعقدة (Barberis & Thaler, 2003; Luo, 2012; Pompian, 2011).

2- تحيز التأكيد Confirmation Bias

يُشير هذا التحيز إلى ميل الأفراد للبحث عن المعلومات والأدلة التي تدعم معتقداتهم، وتجاهل المعلومات والأدلة التي تتعارض مع هذه المعتقدات أو تُقلل من شأنها (Klayman, 1995). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى إهمال المستثمرين للمعلومات التي تتعارض مع أفكارهم ومعتقداتهم، والتي من المحتمل أن تؤثر سلبًا على أسعار الأسهم التي يمتلكونها، كما يؤدي هذا التحيز إلى امتلاك المستثمرين لمحافظ غير متنوعة؛ وذلك بسبب اعتمادهم على بعض الأسهم التي يعتقدون أنها ذات استثمار جيد، وتجاهلهم للمعلومات السلبية عنها، وهذا قد يُعرّضهم للمزيد من المخاطر (Dervishaj, 2021; Jones & Sugden, 2001; Pompian, 2011).

3- تحيز التمثيل Representativeness Bias

يُشير هذا التحيز إلى ميل الأفراد لتقييم الظروف والأحداث التي يتعرضون لها بأخرى مشابهة وقعت في الماضي القريب (Ritter, 2003; Tversky & Kahneman, 1974). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى تفاؤل المستثمرين بشأن الاستثمارات السابقة ذات الأداء الجيد، وتشاؤمهم بشأن الاستثمارات السابقة ذات الأداء الضعيف، وبالتالي يُفضلون شراء الأسهم التي حققت عوائد مرتفعة خلال الفترة الماضية عن تلك التي حققت خسائر (Chen et al., 2007). إلى جانب ذلك، قد يؤدي هذا التحيز إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة، خاصةً عند اعتماد المستثمرين على عينة صغيرة نِسْبِيًّا والاعتقاد بأنها ممثلة للمجتمع؛ وهو ما يُعْرف بتجاهل حجم العينة Sample Size Neglect، وكذلك عند إهمال كافة المتغيرات المحيطة باتخاذ القرار، والاعتماد على متغير واحد فقط؛ وهو ما يُعْرف بتجاهل معدل الأساس Base Rate Neglect؛ فقد يقوم المستثمرون بتصنيف أسهم شركة ما إلى أسهم نمو بناءً على نمو أرباحها في الفترة الماضية، متجاهلين بذلك أن عددًا قليلًا من الشركات تحافظ على نموها في المستقبل (Barberis & Thaler, 2003; Dervishaj, 2021; Pompian, 2011).

4- تحيز وهم السيطرة Illusion of Control Bias

يُشير هذا التحيز إلى اعتقاد الأفراد بأنهم قادرون على التحكم في النتائج أو التأثير عليها، في حين أنهم لا يستطيعون القيام بذلك في الواقع (Langer, 1975; Riaz & Iqbal, 2015). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى قيام المستثمرين بالإفراط في الاستثمار لاعتقادهم بالسيطرة على نتائج استثماراتهم، وهذا الأمر قد يترتب عليه انخفاض العوائد وتحقيقهم لخسائر كبيرة على المدى الطويل، كما

يُسهم هذا التحيز في امتلاك المستثمرين لمحافظ استثمارية مركزة وغير متنوعة؛ وذلك بسبب ميلهم للاستثمار في الشركات التي يعتقدون أن لديهم بعض السيطرة عليها– مثل الشركات التي يشغلون مناصب بها– وهذا يؤدي إلى تركيز استثماراتهم بهذه الشركات، ولكن في الواقع قد لا يملك هؤلاء المستثمرون أيّ سيطرة تقريبًا على هذه الشركات، مما يُعرّضهم لفقدان وظائفهم واستثماراتهم (Baker & Nofsinger, 2002; Pompian, 2011).

5- تحيز التنافر المعرفي Cognitive Dissonance Bias

قُدم هذا التحيز بواسطة Festinger (1957)، ويشير إلى الصراع الذي يعاني منه الأفراد عندما تُقدم لهم أدلة تتناقض مع معتقداتهم وتوقعاتهم؛ أي أن التنافر المعرفي– وهو ظاهرة نفسية– يحدث عندما تتعارض المعلومات المكتسبة حديثًا مع المفاهيم أو المعلومات الموجودة مسبقًا، ولتجنب هذا التنافر يستمر الأفراد في إيمانهم بمعتقداتهم وتجاهل المعلومات الجديدة التي تتعارض معها، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة (Goetzmann & Peles, 1997; Olsen, 2008). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى احتفاظ المستثمرين بالأسهم الخاسرة بدلاً من بيعها لتجنب الصراع المرتبط بالاعتراف بأنهم اتخذوا قرارًا سيئًا، كما يؤدي هذا التحيز إلى مواصلة المستثمرين للاستثمار في بعض الأسهم على الرغم من انخفاض أسعارها للتأكيد على صحة معتقداتهم السابقة، وهذا يؤدي بالنهاية إلى تكوين محافظ استثمارية غير كفء، ودون المستوى الأمثل (Baker & Nofsinger, 2002; Fatima, 2019; Jamil & Bashir, 2021; Pompian, 2011).

6- تحيز الإدراك المتأخر Hindsight Bias

يحدث هذا التحيز عندما يرى الأفراد الأحداث الماضية على أنها كانت متوقعة، ويُمْكن التنبؤ بها، مما يجعلهم مقتنعين بأنهم يمكنهم توقع الأحداث قبل وقوعها بدقة، وبالتالي زيادة ثقتهم في قدراتهم ومهاراتهم على التنبؤ بأحداث مستقبلية أخرى، وهذا يمنعهم من التعلم من أخطاء الماضي (Blank et al., 2008). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى زيادة الثقة لدى المستثمرين، والاعتقاد بأنهم قادرون على التحكم في الأحداث، وهذا يقودهم للدخول في استثمارات محفوفة بالمخاطر، ومن ثم تَعَرضهم لخسائر كبيرة (Kahneman & Riepe, 1998; Pompian, 2011; Roese & Vohs, 2012).

ثانيًا: التحيزات القائمة على معالجة المعلومات

1- تحيز الترسيخ أو التثبيت Anchoring Bias

يُشير هذا التحيز إلى تمسك الأفراد بمعلومات معينة لاستخدامها كأساس مرجعي لإصدار أحكامهم المستقبلية؛ أي أن هذا التحيز يحدث عندما يسمح الأفراد لجزء معين من المعلومات – والتي غالبًا ما تكون المعلومات المرجعية – بالتحكم في عملية اتخاذ القرار (Baker & Nofsinger, 2002; Tversky & Kahneman, 1974). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى تمسك المستثمرين بدرجة كبيرة بمعلوماتهم المرجعية أو التاريخية عند وصول معلومات جديدة، وهذا يقودهم إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة (Barberis & Thaler, 2003; Dervishaj, 2021; Nair & Antony, 2015; Pompian, 2011). وفي سياق متصل، أوضحت دراسة Baker and Ricciardi (2014) أن المستثمرين غالبًا ما يبنون قراراتهم على المصدر الأول للمعلومات مثل سعر الشراء الأوّلي للسهم، ويواجهون صعوبة كبيرة في تعديل وجهة نظرهم تجاه المعلومات الجديدة، مما يُعرّضهم لمخاطر كبيرة متمثلة في شراء أو الاحتفاظ بأصول مقوّمة بأعلى من قيمتها، وتجاهل أصول مقوّمة بأقل من قيمتها الحقيقية.

2- تحيز الإتاحة Availability Bias

يُشير هذا التحيز إلى أن الأفراد يميلون عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية على البيانات المتاحة، والتي يُمْكن الوصول إليها بسهولة، كما أنهم يعطون قيمة أكبر للأحداث والمعلومات التي يسهل تذكرها عن تلك التي يصعب تذكرها أو تخيلها أو فهمها (Dervishaj, 2021; Tversky & Kahneman, 1974; Waweru et al., 2008). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى اختيار المستثمرين لاستثماراتهم بناءً على المعلومات المتاحة (الإعلانات، والاقتراحات المقدمة من الخبراء والأصدقاء)، دون التحقق من جودة هذه المعلومات، كما أنهم يعتمدون في قراراتهم الاستثمارية على المعلومات والأحداث التي يسهل تذكرها واسترجاعها من الذاكرة، فضلًا عن ذلك قد يؤدي هذا التحيز إلى قيام المستثمرين باختيار الاستثمارات التي تقع ضمن نطاق تجاربهم الشخصية بسبب سهولة تذكرها مثل: الصناعة التي يعملون بها، والأشخاص الذين يرتبطون بهم؛ فقد يعتقد المستثمرون الذين يعملون في صناعة التكنولوجيا أنها الصناعة الوحيدة المربحة، مما يؤدي إلى تجاهلهم للعديد من الفرص الاستثمارية الأخرى (Barberis & Thaler, 2003; Pompian, 2011).

3- تحيز الإسناد الذاتي Self-Attribution Bias

يُشير هذا التحيز إلى ميل الأفراد لنسب النتائج الإيجابية لمهاراتهم وقدراتهم وذكائهم الفطري، والنتائج السلبية للتأثيرات الخارجية مثل سوء الحظ (Daniel et al., 1998)، وغالبًا ما يستخدم الأفراد هذا التحيز كوسيلة لتعزيز الذات وزيادة الثقة (Baker & Ricciardi, 2014). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى تحمل المستثمرين للمزيد من المخاطر، خاصةً بعد فترة من الاستثمار الناجح لاعتقادهم بأن هذا النجاح يرجع إلى ذكائهم كمستثمرين، وليس لعوامل خارجة عن سيطرتهم، كما يدفع هذا التحيز المستثمرين إلى الإفراط في الاستثمار نتيجة ثقتهم بأنفسهم، مما يؤدي إلى مشاركتهم في استثمارات وأنشطة غير جيدة، إلى جانب ذلك قد يتسبب هذا التحيز في امتلاك المستثمرين لمحافظ مركزة وغير متنوعة (Baker & Ricciardi, 2014; Dervishaj, 2021; Pompian, 2011).

4- تحيز طريقة العرض Framing Bias

يُشير هذا التحيز إلى الحالة التي تختلف فيها إجابة الفرد على نفس السؤال أو المشكلة المطروحة بسبب طريقة العرض أو الصياغة؛ أي أن الأفراد يتأثرون بالطريقة التي يتم بها عرض وتقديم الموضوع أو المشكلة (Ritter, 2003; Tversky & Kahneman, 1981). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى تكوين المستثمرين لمحافظ استثمارية غير كفء أو دون المستوى الأمثل (أقل تنويعًا) نتيجة اختلاف استجابتهم لطريقة عرض المعلومات المتعلقة بالاستثمار؛ فعندما يتم عرض المعلومات المتعلقة بالاستثمار في إطار إيجابي أو بشكل متفائل، لا يقوم المستثمرون بالبحث عن المخاطر المحتملة لهذا الاستثمار، وقد يؤدي ذلك إلى دخولهم في استثمارات محفوفة بالمخاطر، ولكن عندما يتم عرض هذه المعلومات في إطار سلبي أو بشكل متشائم، يبدأ المستثمرون في البحث عن المخاطر المحتملة لهذا الاستثمار، وقد يؤدي ذلك إلى التراجع عن القرار الاستثماري، وضياع العديد من الفرص الاستثمارية الجيدة (Kumar & Lim, 2008; Nair & Antony, 2015; Pompian, 2011).

4-1-3-2 التحيزات العاطفية

تُشير هذه التحيزات إلى الانحرافات الناتجة عن استخدام العواطف والمشاعر بدلًا من الحقائق والأدلة المنطقية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذه التحيزات:

1- تحيز الثقة الزائدة أو المفرطة Overconfidence Bias

يُعدّ تحيز الثقة الزائدة من أهم العناصر السلوكية التي يُمكن من خلالها تفسير الظواهر والحالات الشاذة في الأسواق المالية، ويشير إلى أن الأفراد يفرطون في ثقتهم بأحكامهم الشخصية، وقدرتهم المعرفية، والسيطرة على الأحداث (Daniel et al., 1998; Kahneman & Riepe, 1998; Nair &

(Antony, 2015; Prosad et al., 2015; Ritter, 2003; Waweru et al., 2008). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى تجاهل المستثمرين للمعلومات السلبية، والمخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات التي يمتلكونها، وهذا قد يُعرّضهم لخسائر كبيرة، كما يؤدي هذا التحيز إلى امتلاك المستثمرين لمحافظ مركزة وغير متنوعة؛ وذلك بسبب تداولهم المفرط في الأنشطة التي تتفق مع مشاعرهم وميولهم المتفائلة (Barberis & Thaler, 2003; Chen et al., 2007; Dervishaj, 2021; Kourtidis et al., 2011; Pompian, 2011). هذا، وتجدر الإشارة إلى أن هذا التحيز يُمْكن تصنيفه أيضًا ضمن التحيزات المعرفية أو الإدراكية؛ لأنه مرتبط بطريقة تفكير الأفراد في قدراتهم ومهاراتهم (Liang et al., 2020; Ritter, 2003)، ولكن السمة الغالبة فيه أنه عاطفي (Pompian, 2011).

2- تحيز تجنب الخسارة Loss Aversion Bias

يُعدّ هذا التحيز من أهم التحيزات العاطفية التي تؤثر على متخذ القرار، وقُدم بواسطة كل من Kahneman and Tversky (1979)، ويُشير إلى ميل الأفراد لتجنب الخسائر بدلًا من تحقيق الأرباح؛ لأن تجنبهم للخسائر وعدم اعترافهم بالفشل يُعدّ حافزًا أقوى من تحقيق الأرباح (Dervishaj, 2021; Rabin & Thaler, 2001; Waweru et al., 2008). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى احتفاظ المستثمرين بالاستثمارات الخاسرة لفترة طويلة؛ وذلك بسبب رغبتهم في عدم الاعتراف بالخسارة، كما يؤدي هذا التحيز إلى قيام المستثمرين ببيع الاستثمارات الرابحة في وقت مبكر؛ وذلك نتيجة خوفهم من تآكل الأرباح وتحقيق خسائر في حالة عدم البيع، إلى جانب ذلك يُسهم هذا التحيز في احتواء المحافظ الاستثمارية على مخاطر أعلى نتيجة بيع الاستثمارات الرابحة، والاحتفاظ بالاستثمارات الخاسرة (Baker & Ricciardi, 2014; Kahneman et al., 1991; Kahneman & Riepe, 1998; Pompian, 2011).

3- تحيز تجنب الندم Regret Aversion Bias

في ظل هذا التحيز يميل الأفراد إلى تجنب الشعور بالندم المرتبط بسوء اتخاذ القرار؛ ولذلك يحاولون تجنب الأنشطة والاستثمارات التي تُنشئ هذا الشعور، مما يقودهم إلى اتباع تصرفات وسلوكيات غير عقلانية (Dervishaj, 2021; Nair & Antony, 2015; Waweru et al., 2008). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى تحفظ المستثمرين في اختياراتهم الاستثمارية، خاصةً بعد قرار سيئ تم اتخاذه في الماضي؛ ولذلك يبتعدون عن الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر، وينصبّ تركيزهم على الاستثمارات منخفضة المخاطر، مما يؤدي إلى ضعف الأداء على المدى الطويل، والفشل في الوصول إلى أهداف الاستثمار، كما يؤدي هذا التحيز إلى تمسك المستثمرين بالأسهم الرابحة لفترة طويلة؛ وذلك نتيجة خوفهم من ضياع المزيد من المكاسب المحتملة في حالة بيعها، ولكن هذا قد يُعرّضهم لخسائر كبيرة

في حالة انخفاض أسعار هذه الأسهم، إلى جانب ذلك قد يترتب على هذا التحيز اتباع المستثمرين لسلوك القطيع، لاعتقادهم بأن الشراء من خلال إجماع جماهيري يُمْكن أن يقلل من احتمالية الندم المستقبلي (Baker & Ricciardi, 2014; Gazel, 2015; Pompian, 2011).

4- تحيز الوضع الراهن Status Quo Bias

يُشير هذا التحيز إلى ميل الأفراد للحفاظ على الأشياء كما هي دون تغيير؛ وذلك لشعورهم بالراحة والأمان تجاه الوضع الراهن أو الحالي، وبالتالي لا يبحثون عن الفرص التي يكون فيها التغيير مفيدًا، مما يؤدي إلى اتخاذ قرارات استثمارية دون المستوى الأمثل (Baker& Ricciardi, 2014; Nair & Antony, 2015). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى عدم قيام المستثمرين باتخاذ أي إجراءات تجاه استثماراتهم، الأمر الذي يتسبب في امتلاكهم لمحافظ استثمارية غير كفء، كما يترتب على هذا التحيز فشل المستثمرين في اكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة، لاعتقادهم بأن الوضع الراهن هو الخيار الأفضل، وأي تغيير عليه سيؤدي إلى المزيد من المخاطر (Baker& Nofsinger, 2002; Kahneman et al., 1991; Pompian, 2011).

5- تحيز الهبة Endowment Bias

في ظل هذا التحيز يُقدر الأفراد قيمة الأشياء التي يمتلكونها- والتي آلت إليهم عن طريق الميراث أو الشراء- بقيمة أعلى من قيمتها الحقيقية، وهذا يقودهم إلى اتخاذ قرارات غير عقلانية نتيجة رفضهم التخلص من هذه الأشياء رغم عدم منفعتها، وتحمل تكاليف كبيرة للاحتفاظ بها (Dervishaj, 2021; Kahneman et al., 1991). وفي سياق الأسواق المالية، يؤدي هذا التحيز إلى عدم قيام المستثمرين ببيع أسهم معينة بسبب ارتباطهم العاطفي بها، حتى لو كانت هناك توقعات سلبية بشأن أسعارها في المستقبل، وهذا يقودهم إلى الاحتفاظ باستثمارات أو أسهم ذات أداء ضعيف (Baker & Nofsinger, 2002; Pompian, 2011).

4-1-4 مقاييس ميول المستثمرين

يُمْكن تقسيم المداخل المستخدمة لقياس ميول المستثمرين في ضوء الدراسات السابقة إلى مدخلين: المدخل الأول يُسمى **بمدخل المقاييس المباشرة**، والذي يعتمد في قياسه لميول المستثمرين على البيانات الأولية (الاستبيانات أو قوائم الاستقصاء)، بينما يُسمى المدخل الثاني **بمدخل المقاييس غير المباشرة**، والذي يعتمد في قياسه لميول المستثمرين على البيانات الثانوية (بيانات السوق).

4-1-4-1 مدخل المقاييس المباشرة

في ظل هذا المدخل يتم قياس ميول المستثمرين عن طريق قوائم الاستقصاء التي تهدف إلى استطلاع الحالة المزاجية Mood للمستهلكين، ومن أهم المقاييس في هذا المدخل ما يلي:

1- مؤشر ثقة المستهلك Consumer Confidence Index (CCI)

هذا المؤشر تم تطويره بواسطة جامعة Michigan بالولايات المتحدة الأمريكية، ويُستخدم لقياس مدى رضا المستهلكين عن الأوضاع الاقتصادية الحالية، وكذلك مدى تفاؤلهم وتشاؤمهم بشأن تلك الأوضاع في الأجل القصير، ويُجرى هذا الاستطلاع شَهْرِيًّا على 500 مستهلك من خلال المكالمات الهاتفية، ويتضمن الاستطلاع خمسة أسئلة، والقيمة المرتفعة لهذا المؤشر تُشير إلى تفاؤل المستهلكين، بينما تُشير قيمته المنخفضة إلى تشاؤمهم (Lemmon & Portniaguina, 2006; Qiu & Welch, 2004; Schmeling, 2009).

2- مؤشر الجمعية الأمريكية للمستثمرين الأفراد American Association of Individual Investors (AAII)

هذا المؤشر تم تطويره بواسطة الجمعية الأمريكية منذ يوليو 1987 بهدف استطلاع آراء المستثمرين الأفراد بشأن حالة السوق خلال الستة أشهر المقبلة، ويُجرى هذا الاستطلاع أسبوعيًّا على عينة من أعضائها – 100000 عضو- التي يتم اختيارهم عَشْوَائِيًّا، ويتم توزيع واستلام قوائم الاستقصاء عبر البريد الإلكتروني، وبناءً على استجابتهم يتم تحديد ما إذا كان السوق في اتجاه صاعد Bullish، أو اتجاه هابط Bearish، أو اتجاه محايد Neutral (Aggarwal, 2022; Brown & Cliff, 2004; Verma & Verma, 2008).

3- مؤشر Investor Intelligence (II)

هذا المؤشر تم تطويره منذ عام 1965، ويختلف عن المؤشرات السابقة في أنه يستطلع آراء مستشاري الاستثمار والمحترفين وليس آراء الأفراد، وذلك عن طريق دراسة النشرات الإخبارية المرتبطة بالاستثمار؛ حيث يتم قراءة وتقييم أكثر من 150 رأيًا استشاريًا أُسْبُوعِيًّا، وتصنف هذه الآراء إلى ثلاثة مستويات: المستوى الصاعد؛ وهو ذلك المستوى الذي يوصي فيه مستشارو الاستثمار بشراء الأسهم، والمستوى الهابط؛ وهو ذلك المستوى الذي يوصي فيه مستشارو الاستثمار بإغلاق المراكز طويلة الآجل، وفتح مراكز وصفقات قصيرة الآجل، والمستوى التصحيحي Correction؛ وهو ذلك المستوى الذي يتوقع فيه مستشارو الاستثمار سوقًا صاعدًا، ولكنهم ينصحون العملاء بتأجيل الشراء، أو سوقًا هابطًا، ولكنهم يرون

ارتفاعًا في المستقبل القريب (Aggarwal, 2022; Brown & Cliff, 2004; Lee et al., 2002; Verma & Verma, 2008).

هذا، وتتميز المؤشرات السابقة بأنها تأخذ في الحسبان البعد النفسي للمستثمرين (التفاؤل، والتشاؤم)، كما أنها توفر معلومات حول الحالة الذهنية لهم، وتُعتبر أكثر سهولة في عملية القياس، ولكن يُعاب عليها انخفاض دقتها، وعدم تمثيلها للمجتمع المراد التعبير عنه نتيجة صغر حجم العينة، بالإضافة إلى ميل المستقصى منهم للإجابة بالطريقة التي تجعلهم يشعرون بتحسن، كما أنها قد لا تعبر عن ميول المستثمرين إلا في اللحظة التي يتم فيها سؤال المستقصى منهم (Beer & Zouaoui, 2013).

4-1-4-2 مدخل المقاييس غير المباشرة

في ظل هذا المدخل يتم قياس ميول المستثمرين عن طريق البيانات الثانوية (بيانات السوق)، ومن أهم المقاييس في هذا المدخل ما يلي:

1- حجم التداول Trading Volume

يُعبر حجم التداول عن كمية الأسهم التي يتم التداول عليها خلال فترة زمنية معينة، ويُعتبر من أكثر المقاييس شيوعًا واستخدامًا للتعبير عن ميول المستثمرين؛ فزيادته تُعدّ دليلًا على سيطرة المستثمرين غير العقلانيين على السوق، واتجاههم نحو المزيد من عمليات الشراء بسبب تفاؤلهم المفرط بشأن أسعار الأسهم، بينما يدل انخفاضه على تشاؤمهم ومراهنتهم على انخفاض الأسعار، وبالتالي يعكس حجم التداول الاختلافات الأساسية في آراء وتصرفات المستثمرين بشأن أسعار الأسهم، وتم استخدام هذا المقياس من قِبَل العديد من الدراسات (Baker & Stein, 2004; Baker & Wurgler, 2007; Luo, 2012; Naik & Padhi, 2016; Ryu et al., 2017; Seok et al., 2019)، ويتم التعبير عنه من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{TV_{i,t}} = \mathrm{Ln}\ (V_{i,t})$$

حيث إن:

$TV_{i,t}$: حجم التداول للشركة (i) في السنة (t).

$V_{i,t}$: متوسط حجم التداول على سهم الشركة (i) في السنة (t).

Ln: اللوغاريتم الطبيعي.

2- معدل الدوران المعدل Adjusted Turnover Rate

يُستخدم هذا المقياس في التمييز بين الميول المتفائلة والمتشائمة للمستثمرين غير العقلانيين، وبالتالي تُشير قيمته الإيجابية إلى الاتجاه الصاعد لسوق الأسهم نتيجة توقعاتهم المتفائلة، بينما تُشير قيمته السلبية إلى الاتجاه الهابط لسوق الأسهم نتيجة توقعاتهم المتشائمة، وتم استخدام هذا المقياس من قِبَل العديد من الدراسات (Alnafea & Chebbi, 2022; Baker & Stein, 2004; Baker & Wurgler, 2007; Fu et al., 2021; Luo, 2012; Naik & Padhi, 2016; Ryu et al., 2017; Seok et al., 2019)، ويتم التعبير عنه من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{ATR}_{\mathbf{i,t}} = \frac{V_{i,t}}{Number\ of\ Share\ Outstanding_{i,t}} \times \frac{R_{i,t}}{|R_{i,t}|}$$

حيث إن:

$ATR_{i,t}$: معدل الدوران المعدل للشركة (i) في السنة (t).

$V_{i,t}$: متوسط حجم التداول على سهم الشركة (i) في السنة (t).

Number of Share Outstanding $_{i,t}$: عدد الأسهم المصدرة للشركة (i) في السنة (t).

$R_{i,t}$: متوسط عائد سهم الشركة (i) في السنة (t)، ويتم حساب عائد السهم اليومي بخارج قسمة الفرق بين سعر السهم في اليوم (t) واليوم (t−1) على سعر السهم في اليوم (t−1).

$|R_{i,t}|$: القيمة المطلقة لمتوسط عائد سهم الشركة (i) في السنة (t).

3- نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح Price to Earnings Ratio

تُعتبر هذه النسبة من أكثر النسب استخدامًا لتقييم الأسهم، وزيادتها تُشير إلى أن السهم مقوّم بأعلى من قيمته نتيجة زيادة عمليات التداول والتوقعات المتفائلة للمستثمرين غير العقلانيين، بينما يُشير انخفاضها إلى أن السهم مقوّم بأقل من قيمته نتيجة توقعاتهم المتشائمة؛ أي أن نشاط المستثمرين غير العقلانيين يزداد في الأسواق الصاعدة، وعلى الأسهم التي لديها ارتفاع في نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، وينخفض في الأسواق الهابطة، وعلى الأسهم التي لديها انخفاض في نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، وتم استخدام هذا المقياس من قِبَل العديد من الدراسات (Alnafea & Chebbi, 2022; Fu et al., 2021; Gao et al., 2022; Luo et al., 2021; Naik & Padhi, 2016)، ويتم التعبير عنه من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{PE}_{\mathbf{i,t}} = \frac{P_{i,t}}{EPS_{i,t}}$$

حيث إن:

$PE_{i,t}$: نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح للشركة (i) في السنة (t).

$P_{i,t}$: سعر السهم في السوق للشركة (i) في السنة (t).

$EPS_{i,t}$: نصيب السهم من الأرباح للشركة (i) في السنة (t)، ويتم حسابه بخارج قسمة صافي الربح على عدد الأسهم.

4- العائد الليلي للسهم Overnight Return

يُعتبر العائد الليلي للسهم من المقاييس المهمة لميول المستثمرين؛ فالمستثمرون العقلانيون يُفضلون التداول خلال ساعات العمل العادية، وهو ما ينتج عنه ما يُعْرف بالعائد خلال اليوم Intraday Return (الفترة من بدء فتح السوق وحتى إغلاقه)، بينما يُفضل المستثمرون غير العقلانيين التداول بعد ساعات العمل العادية، وهو ما ينتج عنه ما يُعْرف بالعائد الليلي (الفترة من إغلاق السوق وحتى فتحه في اليوم التالي)، وبالتالي توجد علاقة طردية بين العائد الليلي للسهم وميول المستثمرين؛ فزيادة العائد الليلي للسهم تُعدّ دليلًا على زيادة حجم التداول من جانب المستثمرين غير العقلانيين بعد ساعات العمل العادية؛ وذلك بسبب زيادة توقعاتهم المتفائلة، واتجاههم لشراء الأسهم التي تجذب انتباههم، وهذا النشاط يظهر بوضوح في سعر الافتتاح لليوم التالي، وتم استخدام هذا المقياس من قِبَل العديد من الدراسات (Akbas et al., 2022; Alnafea & Chebbi, 2022; Guo et al., 2022; Zhou et al., 2021)، ويتم التعبير عنه من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{ONR}_{i,t} = \frac{Open_{i,t} - Close_{i,t-1}}{Close_{i,t-1}}$$

حيث إن:

$ONR_{i,t}$: العائد الليلي لسهم الشركة (i) في اليوم (t).

$Open_{i,t}$: سعر الافتتاح لسهم الشركة (i) في اليوم (t).

$Close_{i,t-1}$: سعر الإغلاق لسهم الشركة (i) في اليوم $(t-1)$.

هذا، ويتم حساب العائد الليلي السنوي عن طريق متوسط العوائد الليلية اليومية، وتجدر الإشارة إلى أن إجمالي العائد اليومي للسهم عبارة عن حاصل جمع العائد خلال اليوم والعائد الليلي.

5- معدل الخصم للصناديق ذات النهايات المغلقة Closed-End Fund Discount (CEFD)

هذا المقياس يُعتبر من أقدم المقاييس المالية للتعبير عن ميول المستثمرين، وتُعْرف صناديق الاستثمار ذات النهايات المغلقة بأنها صناديق تصدر عددًا ثابتًا من الأسهم أو الوثائق- تتسم بثبات رأس المال- القابلة للتداول في البورصة، وطريقة الخروج منها تكون عن طريق قيام المستثمر بالبيع لمستثمر آخر، أو بانتهاء مدة الصندوق، ويُعْرف معدل الخصم Discount Rate على الصناديق ذات النهايات المغلقة بأنه الفرق بين صافي قيمة أصول الصندوق Net Assets Values وقيمته السوقية، وزيادة هذا المعدل (البيع بسعر أقل من صافي قيمة أصول الصندوق) تُعبر عن تشاؤم المستثمرين غير العقلانيين وتوقعهم بانخفاض أسعار الأسهم، وتم استخدام هذا المقياس من قِبَل بعض الدراسات (Baker & Wurgler, 2007; Lee et al., 1991; Qiu & Welch, 2004).

6- علاوة توزيعات الأرباح Dividend Premium

هذا المقياس يعكس مقدار الطلب على الأسهم التي تدفع توزيعات الأرباح، ويُشير إلى الفرق بين متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركات التي تقوم بدفع توزيعات الأرباح، وتلك التي لا تقوم بذلك، فالشركات الكبيرة، والأكثر ربحية، وذات التقلبات المنخفضة تعلن عن توزيعات الأرباح كإشارة للمستثمرين عن الآفاق المستقبلية الجيدة، وبالتالي توجد علاقة عكسية بين علاوة توزيعات الأرباح وميول المستثمرين؛ فزيادة علاوة توزيعات الأرباح تُعدّ مؤشرًا عن انخفاض ميول المستثمرين، واتجاههم نحو الأسهم الآمنة التي تقوم بدفع توزيعات الأرباح (أسهم القيمة Value Stocks)، بينما يُعدّ انخفاضها دليلًا على ارتفاع ميول المستثمرين، واتجاههم نحو الأسهم التي تسعى إلى النمو، وغالبًا ما تكون أسهم الشركات الناشئة، والأقل ربحية، والأكثر تقلبًا (أسهم النمو Growth Stocks). بمعنى آخر، يميل المستثمرون إلى إعطاء الشركات التي لا تدفع توزيعات أرباح تقييمًا أعلى من الشركات التي لديها سياسة ثابتة في توزيعات الأرباح؛ وذلك عندما تكون ميولهم مرتفعة، والعكس صحيح (Baker & Wurgler, 2007; Kumari & Mahakud, 2015; Rochmah & Ardianto, 2020).

7- حجم وعوائد الطرح الأوّلي للاكتتاب العام Initial Public Offering (IPO) Volume and Returns

يحدث الطرح الأوّلي للاكتتاب العام عندما تقوم الشركة ببيع أسهمها للجمهور لأول مرة، وزيادة حجم وعائد الطرح الأوّلي للاكتتاب العام قد يكون بسبب ميول المستثمرين المرتفعة، وتوقعاتهم المتفائلة؛ فالشركات تحاول إصدار الأسهم في فترات الميول المرتفعة لزيادة الطلب عليها، ومن ثمّ ارتفاع قيمتها

السوقية، بينما تقوم بتعليق إصدارها في فترات الميول المنخفضة (Baker & Wurgler, 2007; Chung et al., 2017).

8- مقياس عدم التوازن بين عمليات البيع والشراء Buy-Sell Imbalance (BSI)

يُعبر هذا المقياس عن الفرق بين عمليات البيع والشراء من جانب المستثمرين، وبالتالي تُشير قيمته الموجبة – زيادة عمليات الشراء عن عمليات البيع– إلى ارتفاع ميول المستثمرين، بينما تُشير قيمته السالبة – زيادة عمليات البيع عن عمليات الشراء– إلى انخفاض ميول المستثمرين (Fu et al., 2021; Kumar & Lee, 2006).

9- نسبة إصدارات الأسهم إلى إجمالي الإصدارات Equity Issues to Total Issues

هذا المقياس يعكس نسبة إصدارات الأسهم من إجمالي الإصدارات الجديدة (حقوق الملكية+ الديون)، وارتفاع هذه النسبة دليل على ارتفاع ميول المستثمرين، وزيادة إقبالهم على شراء الأسهم المُصدرة؛ حيث يميل المديرون إلى إصدار الأسهم بدلًا من الديون في فترات الميول المرتفعة، وعندما تكون الأسهم مقوّمة بأكبر من قيمتها، والعكس صحيح (Aggarwal, 2022; Baker & Wurgler, 2007).

10- عدد حسابات الاستثمار الجديدة Number of New Investment Accounts

يعكس هذا المقياس مدى إقبال المستثمرين للدخول في سوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن زيادته تُعدّ بمثابة دليل على ارتفاع ميول المستثمرين وتفاؤلهم المفرط، والعكس صحيح (Qiang & Shu-e, 2009; Wu et al., 2021).

هذا، وتجدر الإشارة إلى أن المقاييس السابقة يُمْكن استخدامها بشكل منفرد أو من خلال تكوين مؤشر يضم عددًا منها، وتُعدّ دراستا Baker and Wurgler (2006, 2007) من الدراسات الرائدة في مجال قياس ميول المستثمرين، والتي اعتمدت على مؤشر يتكون من ستة مقاييس[8]. ونظرًا للعيوب التي تتعرض لها المقاييس المباشرة، وعدم وجود مقاييس مماثلة لها في بيئة الأعمال المصرية، ومن منطلق أن البحث يهدف إلى قياس ميول المستثمرين على مستوى الشركات وليس السوق، فإن الباحث سوف يلتزم بالمقاييس المالية التي يُمْكن الحصول على بياناتها في بيئة الأعمال المصرية، والتي تتمثل في المقاييس الأربعة الآتية: **حجم التداول، ومعدل الدوران المعدل، ونسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، والعائد الليلي للسهم.**

[8] حجم التداول، علاوة توزيعات الأرباح، معدل الخصم للصناديق ذات النهايات المغلقة، حجم الطرح الأولي للاكتتاب العام، عوائد الطرح الأولي للاكتتاب العام، نسبة إصدارات الأسهم إلى إجمالي الإصدارات.

4-2 خطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم والنظريات والمحددات)

4-2-1 مفهوم خطر انهيار أسعار الأسهم

يُنظر إلى خطر انهيار أسعار الأسهم على أنه أحد العوامل المُسببة للقلق بالنسبة للمستثمرين والشركات؛ وذلك بسبب تأثيره على القرارات الاستثمارية التي يتخذها المستثمرون، وكذلك على طريقة إدارة الشركة للمخاطر التي تتعرض لها (Dang et al., 2018)، ولم تتفق الدراسات السابقة على تعريف محدد لخطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أنها تدور حول توزيع عوائد الأسهم، وشكل هذا التوزيع (عبد الحكيم، 2019; عبدالمجيد، 2019). وفي هذا السياق، عَرَّفت بعض الدراسات خطر انهيار أسعار الأسهم بأنه الظاهرة التي ينخفض فيها سعر السهم بشكل حادٍ (Jin & Myers, 2006; Kim et al., 2011; Zhu, 2016)، بينما عَرَّفته مجموعة أخرى من الدراسات بأنه الانخفاض الحاد في القيمة السوقية لحقوق الملكية نتيجة انخفاض سعر السهم بشكل مفاجئ، وخلال فترة زمنية قصيرة (Dang et al., 2018; Garg et al., 2022; Wu et al., 2021).

واستكمالًا لما سبق، عَرَّفت بعض الدراسات خطر انهيار أسعار الأسهم بأنه الانحراف أو الالتواء السالب في توزيع عوائد الأسهم (Callen & Fang, 2015a, 2015b; Chen et al., 2001; Habib & Hasan, 2017; Kim et al., 2014)، بينما عَرَّفته دراسة Hutton et al. (2009) بأنه زيادة الانحراف المعياري لعائد السهم عن متوسط العوائد الخاصة به على مدار السنة المالية، في حين عَرَّفته دراسة عبدالمجيد (2019) بأنه الانخفاض الكبير في سعر السهم، والذي يتم التعبير عنه بالانحراف أو الالتواء السالب.

في ضوء التعريفات السابقة يُمْكن القول بأن خطر انهيار أسعار الأسهم هو ذلك الخطر التي تتعرض له شركات الأعمال نتيجة انخفاض أسعار الأسهم بشكل كبير ومفاجئ، وعلى فترات زمنية قصيرة، مما يجعل عملية تداركه وإدارته صعبة، ومن ثم الإضرار بقيمة الشركة وأصحاب المصالح المختلفة.

4-2-2 النظريات المُفسرة لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم

يُمْكن تقسيم النظريات المُفسرة لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم إلى نظريتين أساسيتين: الأولى تُعْرف باسم نظرية تخزين الأخبار السيئة، والثانية تُعْرف باسم نظرية المعتقدات غير المتجانسة، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهما:

4-2-2-1 نظرية تخزين الأخبار السيئة

هذه النظرية مستمدة من نظرية الوكالة، وتم تطويرها بواسطة كل من Jin and Myers (2006)، وتجادل بأن مديري الشركات يميلون إلى حجب الأخبار السيئة عن المستثمرين وأصحاب المصالح لفترات طويلة لتحقيق دوافع معينة، ولكن مع تراكم هذه الأخبار ووصولها إلى نقطة معينة، يصبح المديرون غير قادرين على حجبها أو تخزينها، مما يؤدي إلى خروجها للسوق دفعة واحدة، ومن ثَمَّ حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم (Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006). وقد يقوم المديرون بحجب الأخبار السيئة لدوافع مالية متمثلة في تعظيم مكافآتهم وتعويضاتهم (Baginski et al., 2018; Kothari et al., 2009)، ولدوافع غير مالية متمثلة في الحفاظ على سمعتهم، وتقليل تعرضهم لخطر التقاضي (Skinner, 1994)، وبناء الإمبراطوريات، وكسب احترام النظراء[9](Ball, 2009). وعليه، تدعم هذه النظرية وجود علاقة إيجابية بين حجب أو تخزين الأخبار السيئة وخطر انهيار أسعار الأسهم.

4-2-2-2 نظرية المعتقدات غير المتجانسة

تُعْرف هذه النظرية أيضًا باسم نظرية الاختلافات في الرأي Differences of Opinion Theory، وتم تطويرها بواسطة كل من Hong and Stein (2003)، وهي نظرية مستمدة من نظرية التمويل السلوكي، وتجادل بأن المعتقدات غير المتجانسة أو الاختلافات في الرأي بين المستثمرين من الأسباب الرئيسية لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، وتقوم على وجود مجموعتين من المستثمرين، إحداهما متفائلة بشأن مستقبل الشركة، والأخرى لديها توقعات متشائمة بشأن هذا المستقبل، وفى ظل وجود قيود للبيع على المكشوف يسيطر المستثمرون المتفائلون على السوق، وبالتالي لا تعكس أسعار الأسهم آراء وتوقعات المستثمرين المتشائمين، وهذا يجعل أسعار الأسهم مبالغًا فيها، ولسبب ما – مثل ظهور معلومات جديدة غير متوقعة– قد يخرج المستثمرون المتفائلون من السوق، ويغيرون رأيهم بشأن مستقبل الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم، وهنا يبدأ المستثمرون المتشائمون في التصرف بناءً على معلوماتهم، وهذا قد يُعرض أسعار الأسهم لخطر الانهيار؛ وذلك نتيجة الإعلان عن الأخبار السيئة التي يحملها هؤلاء المستثمرون دفعة واحدة (Callen & Fang, 2015a, 2015b; Deng et al., 2020; Hong & Stein, 2003; Miller, 1977). وعليه، تدعم هذه النظرية وجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.

[9] يقصد بالنظراء المديرون الذين يعملون بالشركات المنافسة للشركة التي يتعمد مديروها إخفاء المعلومات السلبية عن المستثمرين والمجموعات المختلفة من أصحاب المصالح.

4-2-3 محددات خطر انهيار أسعار الأسهم

يُمكن تقسيم محددات خطر انهيار أسعار الأسهم في ضوء الدراسات السابقة إلى محددات لها علاقة إيجابية، ومحددات لها علاقة عكسية بخطر انهيار أسعار الأسهم، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذه المحددات:

4-2-3-1 المحددات التي لها علاقة إيجابية بخطر انهيار أسعار الأسهم

يُقصد بها المحددات التي يترتب على ارتفاعها (انخفاضها) زيادة (انخفاض) خطر انهيار أسعار الأسهم، وتشمل ما يلي:

1- غموض التقارير المالية

يُعدّ غموض التقارير المالية وانعدام الشفافية من أكثر القنوات التي يعتمد عليها المديرون في تخزين الأخبار السيئة؛ حيث أوضحت الدراسات السابقة التي اعتمدت على إدارة الأرباح (الاستحقاقات، الأنشطة الحقيقية، تمهيد الدخل) كمقياس للغموض أن الشركات التي تنتج تقارير مالية أكثر غموضًا (ممارسات أكبر لإدارة الأرباح) تكون أكثر عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم؛ وذلك نتيجة انخفاض مستوى الإفصاح والشفافية، وعدم قدرة المستثمرين وأصحاب المصالح على تقييم الوضع الحقيقي للشركة (C. Chen et al., 2017; Francis et al., 2016; Hutton et al., 2009; Kim & Zhang, 2014; Li et al., 2022; Zhu, 2016)، كما توصلت دراسة C. Kim et al. (2019) التي اعتمدت على تعقد التقارير المالية كمقياس للغموض إلى أن خطر انهيار أسعار الأسهم يزداد في الشركات التي تنتج تقارير مالية أقل قابلية للقراءة، وأخيرًا أوضحت دراسة Bleck and Liu (2007) أن غموض التقارير المالية الناتج عن استخدام التكلفة التاريخية يُحد من قدرة المستثمرين على التمييز بين المشروعات الاستثمارية الجيدة والسيئة في مرحلة مبكرة، مما يؤدي إلى استمرار المشروعات السيئة حتى يتراكم أداؤها السيئ، ومن ثم حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم.

2- التجنب الضريبي

تُعتبر ممارسات التجنب الضريبي التي يقوم بها المديرون بحجة تقليل الالتزامات الضريبية من القنوات المهمة لتخزين الأخبار السيئة، كما أنها تُنشئ مظهرًا وَهْمِيًّا لجودة الشركة وقيمتها، وهو ما يؤدي بدوره إلى حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم (Garg et al., 2022; Hamza & Zaatir, 2021; Kim et al., 2011).

3- الثقة الزائدة للمديرين التنفيذيين

تُعدّ الثقة الزائدة أحد العوامل النفسية المؤثرة على القرارات الاستثمارية للمديرين التنفيذيين، ويُشار إليها بأنها ميل المديرين التنفيذيين إلى المبالغة في أحكامهم الشخصية، وقدرتهم في السيطرة على الأحداث، وتُعدّ من المحددات التي تزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ فالمديرون التنفيذيون المفرطون في الثقة يبالغون في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية لمشروعاتهم الاستثمارية، ويتجاهلون المعلومات السلبية عنها، ويقللون أيضًا من المخاطر التي تتعرض لها، وهذا يقودهم إلى مواصلة الاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة لفترات طويلة لاعتقادهم بأنها تخلق قيمة، وأنهم قادرون على التحكم في نتائجها، مما يؤدي إلى تراكم الأداء الضعيف، ومن ثم حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم (Kim et al., 2016; Lee et al., 2019; Liang et al., 2020).

4- الضعف الجوهري بأنظمة الرقابة الداخلية

يُعدّ الضعف الجوهري بأنظمة الرقابة الداخلية من المحددات التي تزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ لأنه يمنح المديرين فرصة أكبر للتلاعب وإخفاء الأخبار السيئة، ويزيد من الغموض بالتقارير المالية، وهذا يُسهم بدوره في زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، ومن ثم زيادة احتمالية الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم (J. Chen et al., 2017; Hong & Lee, 2015; J. B. Kim et al., 2019; Lobo et al., 2020; Zhou et al., 2013).

5- صغر عمر المدير التنفيذي

خطر انهيار أسعار الأسهم يرتبط إِيجَابِيًّا بصغر عمر المدير التنفيذي؛ فالمديرون التنفيذيون الأصغر سِنًّا، والأقل خبرة يميلون في بداية حياتهم المهنية إلى تخزين الأخبار السيئة للحفاظ على مكانتهم، وزيادة مكافآتهم وتعويضاتهم، وبالتالي فالشركات التي يديرها هؤلاء المديرون أكثر عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم من تلك التي يديرها مديرون تنفيذيون ذوو خبرة، وأكثر سِنًّا (Andreou et al., 2017).

6- القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين

تُمثل القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين واحدة من المحددات التي قد تزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ لأن المديرين التنفيذيين الذين يتمتعون بقدرات إدارية مرتفعة يكونون أكثر إفراطًا في الاستثمار مقارنة بنظرائهم الذين لا يتمتعون بهذه القدرات، وهذا يزيد من عدم كفاءة الاستثمار وحجب الأخبار السيئة، ومن ثم زيادة احتمالية حدوث انهيار لأسعار الأسهم (Cui et al., 2019; Habib & Hasan, 2017; Liu & Lei, 2021). وعلى النقيض من ذلك، توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث أوضحت أن المديرين التنفيذيين

الذين يتمتعون بقدرات إدارية مرتفعة يستطيعون اقتناص الفرص الاستثمارية المربحة، ويميلون إلى تحسين بيئة المعلومات من خلال زيادة مستوى الإفصاح والشفافية، وهذا يقلل بدوره من احتمالية حدوث انهيار لأسعار الأسهم (Park & Jung, 2017; عبد الحكيم، 2019). وعليه، يُمْكن القول بأن القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين من المحددات التي قد تزيد أو تخفض من خطر انهيار أسعار الأسهم.

4-2-3-2 المحددات التي لها علاقة عكسية بخطر انهيار أسعار الأسهم

يُقصد بها المحددات التي يترتب على ارتفاعها (انخفاضها) انخفاض (زيادة) خطر انهيار أسعار الأسهم، وتشمل ما يلي:

1- التبني أو التقارب مع المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية

يُعدّ التبني أو التقارب مع المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية من المحددات التي تقلل من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ لأنه يُحسن من مستوى الإفصاح والشفافية بالتقارير المالية، ويزيد من إمكانية المقارنة، ويُحد من قدرة المديرين على حجب الأخبار السيئة (DeFond et al., 2015; Lim et al., 2016; Waqas, 2022).

2- التحفظ المحاسبي

يقلل التحفظ المحاسبي المشروط – الذي يُشير إلى تعجيل الاعتراف بالأخبار السيئة كخسائر، وتأخير الاعتراف بالأخبار الجيدة التي لا يمكن التحقق منها كمكاسب– من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ لأنه يُحد من دوافع المديرين لتأجيل الكشف عن الأخبار السيئة، مما يجعل تلك الأخبار تتدفق إلى السوق بسرعة أكبر من الأخبار الجيدة التي لا يمكن التحقق منها، وبالتالي تقليل احتمالية وصول قدر كبير من الأخبار السيئة إلى السوق دفعة واحدة. وعليه، يُعدّ التحفظ المحاسبي بمثابة علامة إنذار مبكرة تساعد المستثمرين ومجالس الإدارات في تحديد المشروعات الاستثمارية غير الجيدة، وإجبار المديرين على التوقف عنها بدلًا من تراكم الأداء السيئ لها، وحدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم (Kim & Zhang, 2016; Kousenidis et al., 2014).

3- جودة المراجعة الخارجية

تُعدّ جودة المراجعة الخارجية – التي تُقاس بحجم مكتب المراجعة Big 4– من المحددات التي تقلل من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ وذلك بسبب قدرتها على اكتشاف الأخطاء، وتقليل الممارسات الانتهازية للمديرين، وتحسين بيئة وجودة المعلومات المحاسبية (Lim et al., 2016; Waqas, 2022).

4- المسؤولية الاجتماعية للشركات

تقلل المسؤولية الاجتماعية للشركات من خطر انهيار أسعار الأسهم؛ وذلك بسبب قدرتها على تخفيض تكاليف الوكالة، وزيادة شفافية المعلومات، وتحسين صورة الشركة وسمعتها أمام المجتمع، وإقامة علاقات جيدة مع المجموعات المختلفة من أصحاب المصالح، فضلًا عن اتصاف المديرين العاملين بالشركات المسؤولة اجتماعيًا بالنزاهة وأداء الأعمال بالطريقة الصحيحة، وبالتالي يكونون أقل عرضة لتخزين الأخبار السيئة (Kim et al., 2014; Lee, 2016; Su & Zhou, 2023).

5- نسبة الملكية المؤسسية

زيادة نسبة الملكية المؤسسية تُعتبر من المحددات التي يُمْكن من خلالها تقليل خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث أوضحت بعض الدراسات أن زيادة هذه النسبة تُعدّ بمثابة أداة رقابية تساعد في الحد من الممارسات الانتهازية التي يقوم بها المديرون، وكذلك تقليل مشاركتهم في المشروعات الاستثمارية السيئة؛ فالمستثمرون المؤسسون يمتلكون حافزًا قويًّا لمراقبة الإدارة، ألا وهو حماية استثماراتهم طويلة الأجل (An & Zhang, 2013; Callen & Fang, 2013; Tee et al., 2018).

6- مستوى التدين

يرتبط خطر انهيار أسعار الأسهم عكسيًّا بمستوى التدين؛ حيث أوضحت بعض الدراسات أن الشركات التي يقع مقرها في الأماكن والمقاطعات التي تتصف بارتفاع مستوى التدين تُظهر مستويات منخفضة من إدارة الأرباح، وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يتفق مع الفكرة القائلة بأن ارتفاع مستوى التدين يساعد في الحد من أنشطة تخزين الأخبار السيئة (Callen & Fang, 2015a; Li & Cai, 2016).

4-3 الدراسات السابقة ذات الصلة واشتقاق فرضي البحث

لتحقيق أهداف البحث سوف يتم تقسيم الدراسات السابقة ذات الصلة إلى مجموعتين: **المجموعة الأولى** تشمل الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، بينما تشمل **المجموعة الثانية** الدراسات السابقة التي تناولت التأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.

4-3-1 الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم

يُعدّ خطر انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات التي نالت اهتمامًا متزايدًا في الآونة الأخيرة بسبب خطورة تأثيره على استمرارية الشركات وبقائها ونموها؛ ونتيجة لذلك بدأ الباحثون في تناول وعرض المحددات التي تؤثر على هذا الخطر، في محاولة منهم للحد من خطورته على الأسواق المالية بصفة عامة، والمستثمرين بصفة خاصة، وعلى الرغم من تعدد هذه المحددات، إلا أن هناك محددات أخرى مازالت في مرحلة الاكتشاف والظهور؛ فنظرية الاختلافات في الرأي أو المعتقدات غير المتجانسة المُستمدة من نظرية التمويل السلوكي تجادل بأن ميول المستثمرين من العوامل المُسببة لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم.

ومن منطلق كَوْن ميول المستثمرين من المحددات المهمة والحديثة لخطر انهيار أسعار الأسهم، سوف تتناول هذه المجموعة من الدراسات العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وتُعتبر دراسة Yin and Tian (2017) من أوائل الدراسات التي تناولت هذه العلاقة بصفة عامة، وفي الأسواق الصينية بصفة خاصة، وأجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 9179 مشاهدة خلال الفترة من 2003 وحتى 2013، وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث يزداد خطر انهيار أسعار الأسهم في فترات الميول المرتفعة بسبب ميل المديرين إلى تخزين الأخبار السيئة أثناء هذه الفترات، كما توصلت إلى أن قيود البيع على المكشوف وانخفاض جودة التقارير المالية يعززان هذه العلاقة؛ فمع وجود قيود للبيع على المكشوف لا تعكس أسعار الأسهم التوقعات المتشائمة والأخبار السلبية، مما يؤدي إلى تراكمها وظهورها عند خروج المستثمرين المتفائلين من السوق، ومن ثم زيادة احتمالية الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم، كما يتعمد المديرون زيادة عدم تماثل المعلومات من خلال تعتيم التقارير المالية، ونشر المعلومات بشكل انتقائي للحفاظ على سعر السهم وتحقيق منافعهم الخاصة.

وفى سياق متصل، توصلت دراسة Fu et al. (2021) التي أجريت على الأسواق الصينية أيضًا إلى نفس العلاقة الإيجابية التي توصلت إليها الدراسة السابقة، وذلك عند استخدام عينة مكونة من 14629 مشاهدة خلال الفترة من 2005 وحتى 2016، كما توصلت إلى أن العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم تكون أكثر وضوحًا في الشركات التي تعاني من مشاكل أو

ضعف بسيولة الأسهم[10]، وبررت الدراسة هذه النتيجة بأن ارتفاع سيولة الأسهم يعمل على زيادة عمليات التداول من جانب المستثمرين المطلعين Informed Investors– الذين يتداولون بناءً على معلومات خاصة بهم حول قيمة الشركة ومستقبلها– مما يسمح لهم بتكوين كتلة قادرة على مراقبة تصرفات الإدارة، ومنعهم من تخزين الأخبار السيئة. وعليه، فإن غياب المراقبة الفعالة من قِبَل المستثمرين المطلعين يسمح للمديرين بحجب الأخبار السيئة، ومن ثم زيادة احتمالية حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم.

واستكمالًا للدراسات التي أجريت في البيئة الصينية، توصلت دراسة Fan et al. (2021) التي اعتمدت على عينة مكونة من 23187 مشاهدة خلال الفترة من 2004 وحتى 2016 إلى أن خطر انهيار أسعار الأسهم يزداد عندما تكون ميول المستثمرين أكثر تفاؤلًا، كما توصلت إلى أن العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم تكون أكثر وضوحًا بالنسبة للأسهم المؤهلة للتداول بالهامش[11]، والأسهم التي تتسم بوجود تشتت كبير في تنبؤات أو توقعات المحللين الماليين، والأسهم ذات الملكية المؤسسية المنخفضة؛ فعندما تكون الميول متفائلة يزداد نشاط المستثمرين في الأسهم المؤهلة للتداول بالهامش، الأمر الذي قد يتسبب في انحراف أسعار هذه الأسهم عن قيمتها الحقيقية، ومن ثم زيادة احتمالية تعرضها لخطر الانهيار، كما أن المستثمرين المدفوعين بالمشاعر المتفائلة ينجذبون نحو الأسهم التي تتمتع بحساسية أكبر للمضاربة، مما يجعلها مقوّمة بأكبر من قيمتها الحقيقية، وبالتالي تواجه خطر انهيار أكبر، علاوة على ذلك تُسهم الملكية المؤسسية المنخفضة في زيادة نفوذ المديرين التنفيذيين، وزيادة أنشطة تخزين الأخبار السيئة من جانبهم.

إلى جانب ذلك، توصلت دراسة Wu et al. (2021) إلى وجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى بورصتين مختلفتين في الصين هما: بورصة Shanghai Stock Exchange، وبورصة Shenzhen Stock Exchange؛ حيث وجدت أن خطر انهيار أسعار الأسهم يزداد في بورصة Shanghai بمقدار 0.7% لكل 1% زيادة في ميول المستثمرين، بينما يزداد في بورصة Shenzhen بمقدار 2.5% لكل 1% زيادة في ميول المستثمرين، وأرجعت الدراسة سبب ارتفاع تأثير ميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم في بورصة Shenzhen إلى صغر حجم

[10] تُشير سيولة الأسهم إلى إمكانية شراء الأسهم وبيعها بسرعة، وبسعر قريب من سعر آخر صفقة لنفس الورقة المالية، أو بمعنى آخر إمكانية تحويل الأسهم إلى نقدية بأفضل الأسعار، وبأقل تكلفة ممكنة، ودون تحمل خسائر، وبالتالي تشهد الأسهم التي تتسم بضعف السيولة تغييرات سعرية كبيرة (Amihud, 2002).

[11] التداول أو الشراء بالهامش Margin Trading عبارة عن آلية تسمح من خلالها شركات السمسرة للمستثمرين بشراء كمية أكبر من الأوراق المالية مع عدم قيامهم بدفع كامل قيمتها من مواردهم الخاصة، ويحقق المستثمر أرباحًا في حالة ارتفاع أسعار الأوراق المالية، بينما يحقق خسائر في حالة انخفاض أسعار هذه الأوراق (Fan et al., 2021).

الشركات المدرجة بهذه البورصة، وبالتالي تكون أكثر تأثرًا بالميول والمشاعر مقارنة بالشركات الكبيرة المدرجة في بورصة Shanghai.

في الولايات المتحدة الأمريكية، توصلت دراسة Cui and Zhang (2020) التي اعتمدت على عينة مكونة من 55050 مشاهدة خلال الفترة من 1991 وحتى 2014 إلى وجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث أوضحت الدراسة أنه في ظل التوقعات المتفائلة من جانب المستثمرين يميل المديرون إلى تعجيل الاعتراف بالأخبار الجيدة، وتأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة سعيًا منهم لتعزيز أسعار الأسهم على المدى القصير، وتحقيق مصالحهم ومنافعهم الشخصية، كما توصلت إلى أن العلاقة الإيجابية السابقة تكون أكثر وضوحًا في الشركات التي لديها رافعة مالية مرتفعة، واحتمالية أكبر للتعثر، وتشتت أكبر للمحللين الماليين؛ فالشركات التي تتسم بهذه الخصائص يصعب تقييمها، وتكون أكثر عرضة لميول المستثمرين ومشاعرهم.

وفي الأسواق العربية، توصلت دراسة Alnafea and Chebbi (2022) التي أجريت على عينة مكونة من 131 شركة سعودية خلال الفترة من 2011 وحتى 2019 إلى أن الميول المرتفعة للمستثمرين تُزيد من انحراف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية أو الأساسية نتيجة مشاركتهم في عمليات تداول غير مدروسة، وقائمة على المشاعر والمبالغة في رد الفعل، كما توصلت إلى أن انخفاض سيولة الأسهم يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ فالسيولة المرتفعة تجعل عملية إخفاء المعلومات السلبية أمرًا صعبًا بالنسبة للمديرين، خاصةً عندما تعكس أسعار الأسهم كافة المعلومات حول القيمة الأساسية للشركة بسبب المراقبة الفعالة من قِبَل المستثمرين المطلعين.

ويخلص الباحث من تحليل وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم إلى أن جميعها توصلت إلى وجود علاقة إيجابية، وتم تفسير هذه العلاقة في ضوء نظريتي تخزين الأخبار السيئة والمعتقدات غير المتجانسة؛ حيث يميل المديرون إلى تخزين الأخبار السيئة في فترات الميول المرتفعة، مما يؤدي إلى تراكمها، ومن ثم زيادة احتمالية حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم، كما يتضح للباحث أن أغلب الدراسات التي تناولت هذه العلاقة أجريت على الأسواق الناشئة مثل الصين والسعودية (Fan et al., 2021; Fu et al., 2021; Wu et al., 2021; Yin & Tian, 2017)، باستثناء دراسة Cui and Zhang (2020) التي أجريت على الولايات المتحدة الأمريكية كأحد الأسواق المتقدمة. هذا، وقد اتفقت دراسات هذه المجموعة على ضرورة تكوين مؤشر لقياس ميول المستثمرين باستخدام تحليل المكونات الرئيسية Principles Components Analysis (PCA)، إلا أنها اختلفت في عدد المقاييس (المتغيرات) المستخدمة لتكوين المؤشر؛ حيث اعتمدت دراسة Yin and Tian (2017) على مؤشر يتكون من أربعة مقاييس، بينما اعتمدت دراسة Fu et al.

(2021) على مؤشر يتكون من ثلاثة مقاييس، وقد اعتمدت دراسة Fan et al. (2021) على مؤشر يتكون من خمسة مقاييس، في حين اعتمدت دراسة Wu et al. (2021) على مؤشر يتكون من ستة مقاييس، وقد اعتمدت دراسة Alnafea and Chebbi (2022) على مؤشر يتكون من ثلاثة مقاييس، وأخيرًا اعتمدت دراسة Cui and Zhang (2020) على مؤشر دراسة Baker and Wurgler (2007).

تأسيسًا على ما تقدم، فمن المتوقع ارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم في فترات الميول المرتفعة والمتفائلة؛ وذلك بسبب مبالغة المستثمرين في تقييم أسعار الأسهم التي يمتلكونها، وجعلها مقوّمة بأكبر من قيمتها الحقيقية، بالإضافة إلى ميل المديرين إلى تخزين الأخبار السيئة أثناء هذه الفترات للحفاظ على تضخم الأسعار وتحقيق منافعهم الخاصة، مما يؤدي إلى تراكم هذه الأخبار وخروجها للسوق دفعة واحدة، ومن ثم حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم، وبالتالي يُمْكن اشتقاق الفرض الأول لهذا البحث على النحو التالي:

الفرض الأول: تؤثر ميول المستثمرين تأثيرًا إِيجَابِيًّا وَمَعْنَوِيًّا على خطر انهيار أسعار الأسهم.

4-3-2 الدراسات السابقة التي تناولت التأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم

يتمثل الهدف الرئيس للمعلومات المحاسبية في مساعدة المستثمرين على اتخاذ قرارات مستنيرة وذات كفاءة، وبالتالي تلعب هذه المعلومات دورًا مهَمًّا في تحسين جودة القرارات الاستثمارية (Jokar & Daneshi, 2020)، وتكون المعلومات المحاسبية ذات فائدة ومنفعة عندما تتصف بالخصائص النوعية التي أوضحها مجلس معايير المحاسبة الدولية، والمتمثلة في: الملاءمة، والموضوعية، والقابلية للفهم، والقابلية للمقارنة (IASB, 2018). وفي هذا السياق، أوضحت دراسة Zhai and Wang (2016) أن المعلومات المحاسبية تؤدي وظيفتين أساسيتين هما: التسعير والحوكمة؛ فوظيفة التسعير مرتبطة بمدى قدرة المعلومات في التأثير على تكلفة رأس المال وأسعار الأسهم؛ فالجودة المرتفعة للمعلومات المحاسبية تقلل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمجموعات المختلفة من أصحاب المصالح، وهذا يُخفض من تكلفة رأس المال، كما تسمح بدمج المعلومات الخاصة وفرص النمو المتوقعة في أسعار الأسهم، ومن ثم مساعدة المستثمرين في الحكم على القيمة الحقيقية للشركة، وتحديد ما إذا كان سعر السهم مبالغًا فيه أو أقل من قيمته الحقيقية، إضافة إلى ذلك تقوم المعلومات المحاسبية بدور رقابي وحوكمي من خلال تعزيز إشراف المستثمرين على الإدارة، ومنعها من القيام بالممارسات الانتهازية وأنشطة تخزين الأخبار السيئة.

وفي إطار دور المعلومات المحاسبية في تحديد التسعير الكفء، أوضحت دراسة Baker and Wurgler (2006) أن الشركات التي يصعب تقييمها تكون أكثر عرضة لميول المستثمرين، وأن هناك

سببين رئيسين وراء صعوبة تقييم الشركات: يتعلق السبب الأول بالعوامل الأساسية التي تشمل الشكوك المحيطة بأنشطة أعمال الشركة وبيئة عملها؛ حيث وجدت الدراسة أن الشركات الصغيرة، والناشئة، وذات فرص النمو المرتفعة، والأقل ربحية، والتي لا تقوم بدفع توزيعات أرباح، والتي تشهد تقلبات مرتفعة تكون أكثر صعوبة في التقييم من غيرها، بينما يتعلق السبب الثاني بانخفاض الشفافية. وعليه، يُمْكن القول بأن جودة المعلومات المحاسبية تُعتبر من العوامل التي تزيد من سهولة تقييم الأسهم، وتحديد قيمتها العادلة أو الحقيقية.

ونظرًا للدور المهم التي تقوم به المعلومات المحاسبية في تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، فمن المتوقع أن يكون لها تأثير مهم على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، ولتوضيح هذا التأثير سيقوم الباحث بتقسيم دراسات هذه المجموعة إلى **ثلاث مجموعات فرعية: المجموعة الأولى** تتناول الدراسات السابقة التي فحصت العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وخطر انهيار أسعار الأسهم، بينما تتناول **المجموعة الثانية** الدراسات السابقة التي فحصت العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وميول المستثمرين، في حين تتناول **المجموعة الثالثة** الدراسات السابقة التي فحصت التأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.

بالنسبة للعلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وخطر انهيار أسعار الأسهم، أشارت دراسات هذه المجموعة إلى وجود علاقة إيجابية بين انخفاض جودة المعلومات المحاسبية وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث يترتب على انخفاض جودة المعلومات المحاسبية زيادة عدم تماثل المعلومات، وعدم قدرة المستثمرين على التقييم السليم للشركة، وانخفاض آليات الرقابة على الإدارة، مما يسمح للمديرين القيام بالمزيد من الغموض والتعتيم في التقارير المالية لتحقيق منافعهم الخاصة، وهذا يُعرّض أسعار الأسهم لخطر الانهيار (Bleck & Liu, 2007; Callen & Fang, 2015b; C. Chen et al., 2017; DeFond et al., 2015; Francis et al., 2016; Hutton et al., 2009; C. Kim et al., 2019; Kim & Zhang, 2014, 2016; Li et al., 2022; Salehi et al., 2022; Zhu, 2016).

ويخلص الباحث من تحليل وتقييم دراسات المجموعة الفرعية الأولى إلى اتفاق جميع الدراسات على أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أنها اختلفت في المقاييس المُستخدمة لحساب جودة المعلومات المحاسبية، والتي تنوعت بين الغموض وإدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات (Hutton et al., 2009; Kim & Zhang, 2014; Zhu, 2016)، وإدارة الأرباح من خلال الأنشطة الحقيقية (Francis et al., 2016; Li et al., 2022)، وممارسات تمهيد الدخل (C. Chen et al., 2017)، وتعقد التقارير المالية (C. Kim et al., 2019)، والتحفظ المحاسبي

(Kim & Zhang, 2016; Salehi et al., 2022)، وجودة عملية المراجعة والتخصص الصناعي للمراجع (Salehi et al., 2022)، وبعض آليات الحوكمة (Callen & Fang, 2015b)، وتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (DeFond et al., 2015).

بالنسبة للعلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وميول المستثمرين، توصلت دراسة Firth et al. (2015) التي أجريت على عينة مكونة من 160794 مشاهدة بالشركات الصينية خلال الفترة من يناير 1999 وحتى ديسمبر 2009 إلى أن جودة المعلومات المحاسبية تقلل من تأثير ميول المستثمرين على أسعار الأسهم، كما توصلت إلى أن تعيين مراجع حسابات مستقل يزيد من ثقة المستثمرين بالمعلومات الواردة بالتقارير المالية، وأوضحت أيضًا أن الشركات التي يُصدر المراجع بشأنها تقريرًا متحفظًا أو عكسيًا تكون أكثر حساسية لميول المستثمرين مقارنة بالشركات التي يُصدر المراجع بشأنها تقريرًا نظيفًا. وفى سياق متصل، أوضحت دراسة Cornell et al. (2017) التي أجريت على عينة مكونة من 334836 مشاهدة بالشركات الأمريكية خلال الفترة من 1973 وحتى 2014 أن سوء التسعير المرتبط بميول المستثمرين ومشاعرهم ينخفض عندما تكون المعلومات المحاسبية ذات جودة مرتفعة. وفى الشركات الكورية، توصلت دراسة Kim et al. (2021) إلى أن التداول المبني على الميول والمشاعر يزداد عندما تنخفض جودة المعلومات المحاسبية، وتزداد حالة عدم التأكد لدى المستثمرين.

ويخلص الباحث من تحليل وتقييم دراسات المجموعة الفرعية الثانية إلى أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يقلل من توافر المعلومات الدقيقة حول الشركة، ويزيد من عدم تماثل المعلومات، ويُحد من قدرة المستثمرين على إجراء تقييم سليم للأسهم، وهذا ما يجعلهم يميلون إلى اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناءً على الأحكام الذاتية والمشاعر بدلًا من المعلومات المالية والمحاسبية.

بالنسبة للتأثير المحفز لجودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، توصلت دراسة Yin and Tian (2017) إلى أن انخفاض جودة التقارير المالية يزيد من اعتماد المستثمرين على ميولهم ومشاعرهم، مما يجعل أسعار الأسهم تبتعد بدرجة كبيرة عن قيمتها الأساسية أو الحقيقية، ومن ثم تعرضها لخطر الانهيار. وفي سياق متصل، توصلت دراسة Jokar and Daneshi (2020) التي اعتمدت على عينة مكونة من 140 شركة من الشركات غير المالية الإيرانية خلال الفترة من 2000 وحتى 2016 إلى أن تقرير المراجعة النظيف، والتخصص الصناعي لمكتب المراجعة يزيد من ثقة المستثمرين في المعلومات المحاسبية، ويقلل من اعتمادهم على ميولهم ومشاعرهم. هذا، وقد أشارت دراسة Zhu and Niu (2016) إلى وجود تأثير مشترك لميول المستثمرين وجودة المعلومات المحاسبية على خطر انهيار أسعار الأسهم؛ لأن تباين سعر السهم لا يعتمد على القيمة

الجوهرية التي تمثلها المعلومات المحاسبية فقط، بل يعتمد أيضًا على السلوك غير العقلاني للمستثمرين الذي ينبع من المعتقدات غير السليمة أو المعلومات التي لا علاقة لها بقيمة الأصول.

تأسيسًا على ما تقدم، فمن المتوقع أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ لأن هذا الانخفاض يزيد من صعوبة تقييم الأسهم، وبالتالي زيادة اعتماد المستثمرين على ميولهم ومشاعرهم عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، ويصل هذا الاعتماد إلى ذروته في ظل الميول المتفائلة، مما يجعل أسعار الأسهم تبتعد بدرجة كبيرة عن قيمتها الحقيقية، ومن ثم تعرضها لخطر الانهيار، وبالتالي يُمْكن اشتقاق الفرض الثاني لهذا البحث على النحو التالي:

الفرض الثاني: انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.

4-4 الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فرضي البحث سواء عن طريق الاختبارات الأساسية أو الإضافية، ولتحقيق هذا الهدف سوف يتناول الباحث النقاط الآتية:

4-4-1 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2011 وحتى 2020، وقد اعتمد الباحث على المعيارين الآتيين لتحديد حجم العينة: أولًا: استبعاد الشركات التي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية بسبب الطبيعة الخاصة لهذه الشركات. ثانيًا: استبعاد الشركات التي لا تتوافر بياناتها خلال الفترة محل الدراسة، وخاصةً بيانات أسعار الأسهم. وبتطبيق المعيارين السابقين بلغ حجم العينة النهائي 65 شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، بإجمالي مشاهدات بلغت 612 مشاهدة، والجدول (1) يوضح التوزيع القطاعي لعينة الدراسة.

ويرجع السبب في اعتماد الباحث على التصنيف القطاعي الوارد بالجدول (1) إلى حَاجَة مُلحة، ألا وهي ضرورة توافر 10 مشاهدات على الأقل لكل سنة داخل كل قطاع من القطاعات المختلفة؛ وذلك لقياس المتغير المحفز بالدراسة الحالية المتمثل في جودة المعلومات المحاسبية (Ai et al., 2021; Hossain et al., 2016)، الأمر الذي يصعب تحقيقه في حالة الاعتماد على التصنيف القطاعي للبورصة المصرية الذي تحتوي بعض قطاعاته على عدد قليل من الشركات، بالإضافة إلى عدم توافر بيانات بعض الشركات داخل هذه القطاعات. هذا، وتجدر الإشارة إلى أن الباحث قد اعتمد على عامي 2010، 2021 كسنوات أساس لحساب بعض المتغيرات التي تتطلب سنوات سابقة ولاحقة مثل تلك المستخدمة في حساب خطر انهيار أسعار الأسهم، وجودة المعلومات المحاسبية. هذا، وقد تم تجميع بيانات متغيرات الدراسة من

خلال قاعدة بيانات Thomson Reuters، وموقع البورصة المصرية[12]، وموقع مباشر مصر[13]، وموقع Investing[14].

جدول 1: التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

القطاعات	عدد المشاهدات	النسبة المئوية %
قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية [15]	122	19.93
قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية [16]	110	17.97
القطاع الصناعي [17]	121	19.77
قطاع المواد [18]	115	18.79
القطاع العقاري	144	23.54
الإجمالي	**612**	**100**

4-4-2 متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

تعتمد الدراسة التطبيقية على ميول المستثمرين كمتغير مستقل، وخطر انهيار أسعار الأسهم كمتغير تابع، وجودة المعلومات المحاسبية كمتغير محفز، وبعض المتغيرات الرقابية المتمثلة في: تقلبات عوائد الأسهم، ومتوسط عوائد الأسهم، وحجم الشركة، والرافعة المالية، ومعدل العائد على الأصول، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذه المتغيرات:

[12] https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx.

[13] https://www.mubasher.info/countries/eg.

[14] https://www.investing.com.

[15] يشمل قطاع السلع الاستهلاكية الكمالية Consumer Discretionary السلع والخدمات التي يعتمد طلب المستهلك عليها على وضعه المالي، وبالتالي يُعدّ هذا القطاع أكثر حساسية للدورات الاقتصادية، ويضم شركات تصنيع السيارات، والمنسوجات والسلع المعمرة، والسياحة، والترفيه، والمطاعم، والفنادق.

[16] يشمل قطاع السلع الاستهلاكية الأساسية Consumer Staples السلع والخدمات التي لا يعتمد طلب المستهلك عليها على وضعه المالي، وبالتالي يُعدّ هذا القطاع أقل حساسية للدورات الاقتصادية، ويضم شركات الأغذية والمشروبات والتبغ، والتجارة والتوزيع، والأدوية والرعاية الصحية.

[17] يشمل القطاع الصناعي مجموعة كبيرة من الأعمال المختلفة التي تتضمن بشكل عام استخدام المعدات الثقيلة، ويضم شركات البناء والهندسة، وخدمات النقل والشحن، والمنتجات الصناعية.

[18] يشمل قطاع المواد الشركات التي توفر سلعًا متنوعة لاستخدامها في الصناعات والتطبيقات المختلفة مثل شركات الموارد الأساسية، والمواد الكيماوية، ومواد البناء، والتعدين.

4-4-2-1 المتغير المستقل: ميول المستثمرين

لقياس ميول المستثمرين اعتمد الباحث على إنشاء مؤشر مركب يتكون من أربعة متغيرات (مقاييس)[19]هي: حجم التداول، ومعدل الدوران المعدل، ونسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، والعائد الليلي للسهم، وتم استخدام تحليل المكونات الرئيسية (PCA) لإنشاء هذا المؤشر، ويهدف هذا التحليل إلى إيجاد العلاقات المتبادلة بين المتغيرات الأصلية المستخدمة في التحليل لاختزالها في مؤشر يعبر عنها، ويتم ذلك عن طريق إنشاء مجموعة جديدة من العوامل كمكونات خطية للمتغيرات الأساسية أو الأصلية، ويطلق على هذه المكونات الخطية المكونات الرئيسية، ويتحدد عدد المكونات الرئيسية في ظل هذا التحليل بناءً على عدد المتغيرات المراد تكوين المؤشر بها، ونظرًا لوجود أربعة متغيرات يراد تكوين المؤشر بها يكون هناك أربعة مكونات رئيسية (Mooi et al., 2018).

هذا، وقد أشار كل من Mooi et al. (2018) إلى ضرورة التحقق من بعض الافتراضات الخاصة بتحليل المكونات الرئيسية، والتي تتمثل فيما يلي: **أولًا:** يجب أن تكون المتغيرات المستخدمة في التحليل من فئة المتغيرات النسبية Scale، وهو ما تم تحقيقه في هذه الدراسة. **ثانيًا:** يجب أن يكون عدد المشاهدات الصحيحة عشرة أضعاف المتغيرات المستخدمة في التحليل، وهو ما تم تحقيقه في هذه الدراسة؛ حيث بلغ عدد المشاهدات الصحيحة 612 مشاهدة، وهو عدد يتخطى الشرط المحدد. **ثالثًا:** يجب أن تكون المتغيرات المُستخدمة في التحليل كافية ومناسبة، كما يجب أن يكون هناك ترابط بينها، وتم التأكد من هذا الافتراض عن طريق إجراء اختبار Kaiser-Myer-Olkin (KMO)[20]، والتي بلغت نسبته حوالي 51%، الأمر الذي يشير إلى كفاية ومناسبة المتغيرات لإجراء تحليل المكونات الرئيسية، كما تم إجراء اختبار Bartlett Test of Sphericity[21]، واتضح من نتيجة هذا الاختبار أن احتمالية Bartlett أقل من 5% (قيمة الاختبار 84.149، والاحتمالية 0.000)، مما يعني قبول الفرض البديل القائل بأن المتغيرات المستخدمة في التحليل مرتبطة، ونتائج الافتراض الأخير تتفق مع ما توصلت إليه دراسة Jokar and Daneshi (2020).

---

[19] هذه المتغيرات (المقاييس) قد تم تناولها بشيء من التفصيل في مقاييس ميول المستثمرين في البند 4-1-4.

[20] النسبة المرتفعة لهذا الاختبار (أكبر من 50%) تُشير إلى كفاية ومناسبة المتغيرات للتحليل، بينما تُشير نسبته المنخفضة (أقل من 50%) إلى عدم كفاية ومناسبة المتغيرات للتحليل.

[21] يُشير الفرض العدم لهذا الاختبار إلى أن المتغيرات المستخدمة في التحليل غير مرتبطة، ويُقبل هذا الفرض إذا كانت احتمالية Bartlett أكبر من 5%، بينما يُشير الفرض البديل إلى أن المتغيرات المستخدمة في التحليل مرتبطة، ويُقبل هذا الفرض إذا كانت احتمالية Bartlett أقل من 5%.

وبعد التأكد من الافتراضات السابقة تم إجراء تحليل المكونات الرئيسية باستخدام برنامج STATA، والجدول (2) يوضح نتائج هذا التحليل، ولغرض تحديد المكونات التي ترتبط بصفات المتغيرات الأصلية اعتمد الباحث على معيار Kaiser؛ فوفقًا لهذا المعيار يتم الاحتفاظ بالمكونات التي يساوي أو يزيد جذرها الكامن Eigenvalue عن الواحد الصحيح، واستبعاد المكونات التي يقل جذرها الكامن عن الواحد الصحيح (Acock, 2013). ويتضح من الجدول (2) أن المكونين الأول والثاني يزيد جذرهما الكامن عن الواحد الصحيح، وهذا يعني أن هذين المكونين يفسران أكبر نسبة من التباين للمتغيرات الأصلية؛ حيث يُفسر المكون الأول ما نسبته 34% (4/1.363)، بينما يُفسر المكون الثاني ما نسبته 28% (4/1.119) من التباين الكلي، كما يتضح أن المكونين لديهم معاملات تحميل (تشبع) أكبر من 30%؛ حيث أوضح كل من Costello and Osborne (2005) أن المتغيرات التي يزيد معامل تحميلها أو تشبعها عن 30% تُعدّ ذات ارتباط قوي بالمكون التي تنتمي إليه، وسوف يعتمد الباحث على المكون الأول؛ لأنه يُفسر أكبر نسبة من التباين الكلي، ومن ثم يُمْكن حساب ميول المستثمرين من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{SENT}_{i,t}=0.604\ \mathbf{TV}_{i,t}+0.568\ \mathbf{ATR}_{i,t}+0.356\ \mathbf{PE}_{i,t}+0.430\ \mathbf{ONR}_{i,t}$$

جدول 2: تحليل المكونات الرئيسية

المكونات	قيمة الجذر الكامن	الفروق	نسبة تفسير التباين	النسبة التراكمية
المكون الأول	1.363	0.244	0.341	0.341
المكون الثاني	1.119	0.287	0.280	0.620
المكون الثالث	0.832	0.145	0.208	0.828
المكون الرابع	0.687	-	0.172	1.000
تفاصيل المكونات الرئيسية (معاملات التحميل Factors Loadings)				
المتغيرات	**المكون الأول**	**المكون الثاني**	**المكون الثالث**	**المكون الرابع**
TV	0.604	-0.337	-0.344	-0.634
ATR	0.568	0.393	-0.442	0.572
PE	0.356	0.637	0.602	-0.326
ONR	0.430	-0.572	0.570	0.405

وبمقارنة نسبة ما يُفسره المكون الأول من التباين الكلي بالدراسة الحالية مع الدراسات السابقة، اتضح أن النسبة التي توصلت إليها الدراسة الحالية قريبة من النسب التي توصلت إليها الدراسات الآتية Firth et al. (2015); Naik and Padhi (2016)، والتي بلغت 38%، 28% على التوالي، ولكنها بعيدة عن النسب التي توصلت إليها الدراسات الآتية Seok et al. (2019); Baker and Wurgler (2006); Luo et al. (2021)، والتي بلغت 45%، 49%، 58.7% على التوالي، ويُرجع الباحث اختلاف النتائج إلى اختلاف المتغيرات التي اعتمدت عليها كل دراسة للتعبير عن ميول المستثمرين، وكذلك

اختلاف بيئات التطبيق ودرجة تأثرها بميول المستثمرين؛ حيث أجريت هذه الدراسات في بيئات مختلفة مثل: الصين، والولايات المتحدة الأمريكية، وكوريا، والهند.

4-4-2-2 المتغير التابع: خطر انهيار أسعار الأسهم

اعتمد الباحث عند قياسه لخطر انهيار أسعار الأسهم Stock Price Crash Risk (SPCR) على مقياسين بديلين هما: معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية Negative Coefficient of Skewness (NCSKEW)، وتقلب العوائد غير العادية الأسبوعية من أسفل لأعلى Down-to-Up Volatility (DUVOL)، وتتمثل نقطة الانطلاق لحساب خطر انهيار أسعار الأسهم في إيجاد العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم كل شركة من شركات عينة الدراسة من خلال اتباع الخطوات الآتية:

الخطوة الأولى: إجراء انحدار لنموذج السوق الموسع Expanded Market Model للحصول على الخطأ العشوائي (البواقي)، وذلك عن طريق المعادلة الآتية:

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,t-2} + \beta_2 r_{m,t-1} + \beta_3 r_{m,t} + \beta_4 r_{m,t+1} + \beta_5 r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث إن:

$r_{i,t}$: عائد سهم الشركة (i) في الأسبوع (t).

$r_{m,t}$: عائد السوق خلال الأسبوع (t).

$r_{m,t+1}$: عائد السوق خلال الأسبوع (t+1).

$r_{m,t+2}$: عائد السوق خلال الأسبوع (t+2).

$r_{m,t-1}$: عائد السوق خلال الأسبوع (t−1).

$r_{m,t-2}$: عائد السوق خلال الأسبوع (t−2).

α_i: ثابت الانحدار للشركة (i)، وهو الجزء من العائد الذي يتحقق بغض النظر عن العلاقة بين عائد الشركة وعائد السوق.

$\varepsilon_{i,t}$: عبارة عن الخطأ العشوائي (البواقي).

الخطوة الثانية: حساب العوائد غير العادية الأسبوعية للسهم عن طريق إيجاد اللوغاريتم الطبيعي للخطأ العشوائي (البواقي) الذي تم الحصول عليه من نموذج السوق الموسع مضافًا إليه واحدًا صحيحًا، وذلك عن طريق المعادلة الآتية:

$$w_{i,t} = \ln (1 + \varepsilon_{i,t})$$

حيث إن:

$w_{i,t}$: العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (i) في الأسبوع (t).

ln: اللوغاريتم الطبيعي.

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي الذي تم الحصول عليه من نموذج السوق الموسع بالخطوة الأولى.

وبتقدير العوائد غير العادية الأسبوعية لسهم كل شركة من شركات عينة الدراسة يُمْكن حساب خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المقياسين الآتيين، والتي تم الإشارة إليهما في الدراسات الآتية (Alnafea & Chebbi, 2022; Cui & Zhang, 2020; Fan et al., 2021; Fu et al., 2021; Wu et al., 2021; Yin & Tian, 2017).

المقياس الأول: معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية

هذا المقياس تم تطويره بواسطة كل من Chen et al. (2001)، ويعتمد في حسابه لخطر انهيار أسعار الأسهم على تحديد مقدار الالتواء في العوائد غير العادية الأسبوعية، وبالتالي كلما زاد معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية زاد خطر انهيار أسعار الأسهم، والعكس صحيح، ويتم التعبير عن هذا المقياس من خلال المعادلة الآتية:

$$NCSKEW_{i,t} = -[n(n-1)^{3/2} \Sigma W^3_{i,t}] / [(n-1)(n-2)(\Sigma W^2_{i,t})^{3/2}]$$

حيث إن:

$NCSKEW_{i,t}$: معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية للشركة (i) في الفترة (t).

n: عدد أسابيع التداول على سهم الشركة (i) في الفترة (t).

المقياس الثاني: تقلب العوائد غير العادية الأسبوعية من أسفل لأعلى

هذا المقياس تم تطويره أيضًا بواسطة كل من Chen et al. (2001)، ويعتمد في حسابه لخطر انهيار أسعار الأسهم على تقسيم العوائد غير العادية الأسبوعية إلى مجموعتين: المجموعة الأولى تضم المشاهدات التي تنخفض عوائدها غير العادية الأسبوعية عن متوسط العائد السنوي؛ وتُسمى بمجموعة المشاهدات المنخفضة Down، بينما تضم المجموعة الثانية المشاهدات التي تزيد عوائدها غير العادية الأسبوعية عن متوسط العائد السنوي؛ وتُسمى بمجموعة المشاهدات المرتفعة Up، ثم يتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدة، على أن يمثل اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة مقياسًا لتقلب العوائد غير العادية الأسبوعية من أسفل لأعلى، ويتم التعبير عن هذا المقياس من خلال المعادلة الآتية:

$$\mathbf{DUVOL_{i,t}} = \log \{(n_u\text{-}1) \Sigma_{down} W^2_{i,t} / (n_d\text{-}1) \Sigma_{up} W^2_{i,t}\}$$

حيث إن:

$DUVOL_{i,t}$: تقلب العوائد غير العادية الأسبوعية من أسفل لأعلى للشركة (i) في الفترة (t).

n_u: عدد أسابيع التداول لمجموعة المشاهدات المرتفعة.

n_d: عدد أسابيع التداول لمجموعة المشاهدات المنخفضة.

وتُشير القيمة المرتفعة لهذا المقياس إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أنه يكون أقل عرضة للتأثر بالعوائد المتطرفة أو الشاذة نظرًا لعدم اعتماده على العزم الثالث الذي يعتمد عليه معامل الالتواء السالب (Chen et al., 2001; Habib et al., 2018).

هذا، وقد اعتمد الباحث عند قياسه لخطر انهيار أسعار الأسهم على قيمته في السنة (t+1)؛ لأن أسعار الأسهم عادة ما تتأثر بتصرفات المستثمرين وميولهم التي تحدث في السنة (t)، وذلك تماشيًا مع الدراسات السابقة التي أجريت في هذا الشأن.

4-4-2-3 المتغير المحفز: جودة المعلومات المحاسبية

اعتمد الباحث عند قياس جودة المعلومات المحاسبية على نموذج Jones المعدل (Dechow et al., 1995)؛ حيث يعمل هذا النموذج على التمييز بين الاستحقاقات العادية وغير العادية (الاختيارية)، وتم استخدام هذا النموذج من قِبَل العديد من الدراسات (Cornell et al., 2017; Firth et al., 2015; Hutton et al., 2009; Kim & Zhang, 2014; Yin & Tian, 2017)، ويتم التعبير عنه من خلال المعادلتين التاليتين:

$$\frac{\boldsymbol{TA_{i,t}}}{\boldsymbol{Assets_{i,t-1}}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \beta_1 \frac{(\Delta\, Sales_{i,t} - \Delta\, REC_{i,t})}{Assets_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

Equation (1)

حيث إن:

$\boldsymbol{TA_{i,t}}$: إجمالي الاستحقاقات للشركة (i) في السنة (t)، ويتم حسابه عن طريق إيجاد الفرق بين صافي الربح وصافي التدفق النقدي من أنشطة التشغيل.

$\boldsymbol{Assets_{i,t-1}}$: إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t– 1).

$\boldsymbol{\Delta\, Sales_{i,t}}$: التغير في المبيعات للشركة (i) في السنة (t)، ويتم حسابه عن طريق إيجاد الفرق بين المبيعات في الفترة (t) والفترة (t– 1).

$\Delta REC_{i,t}$: التغير في حسابات المدينين للشركة (i) في السنة (t)، ويتم حسابه عن طريق إيجاد الفرق بين حسابات المدينين في الفترة (t) والفترة (t– 1).

$PPE_{i,t}$: الأصول الثابتة للشركة (i) في السنة (t).

$\varepsilon_{i,t}$: عبارة عن الخطأ العشوائي أو البواقي للشركة (i) في السنة (t).

هذا، وبعد تقدير معاملات انحدار المعادلة رقم (1) يتم حساب الاستحقاقات غير العادية أو الاختيارية Discretionary Abnormal Accruals (DACC) عن طريق وضع هذه المعاملات في المعادلة رقم (2)، **ثم إيجاد القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية أو الاختيارية**، والتي يُعدّ ارتفاعها دليلًا على انخفاض جودة المعلومات المحاسبية وانعدام الشفافية (ممارسات أكبر لإدارة الأرباح).

$$DACC_{i,t}=\frac{TA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}}-(\hat{\alpha}_0\frac{1}{Assets_{i,t-1}}+\hat{\beta}_1\frac{(\Delta Sales_{i,t}-\Delta REC_{i,t})}{Assets_{i,t-1}}+\hat{\beta}_2\frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}})$$

Equation (2)

حيث إن:

$\widehat{\alpha 0}$، $\widehat{\beta 1}$، $\widehat{\beta 2}$: معاملات الانحدار المقدرة من المعادلة رقم (1).

4-4-2-4 المتغيرات الرقابية

اعتمد الباحث على المتغيرات الرقابية الأكثر شيوعًا واستخدامًا بالدراسات السابقة (Alnafea & Chebbi, 2022; Callen & Fang, 2015a, 2015b; Chen et al., 2001; Cui & Zhang, 2020؛ Dang et al., 2018; Fan et al., 2021; Fu et al., 2021; Yin & Tian, 2017) والتي يتوقع أن يكون لها تأثير محتمل على خطر انهيار أسعار الأسهم، وتشمل ما يلي:

- **تقلبات عوائد الأسهم SIGMA**: تُقاس بالانحراف المعياري للعوائد اليومية لسهم الشركة (i) في السنة (t)، ومن المتوقع أن ترتبط بعلاقة إيجابية مع خطر انهيار أسعار الأسهم.
- **متوسط عوائد الأسهم RET**: يُقاس بمتوسط العوائد اليومية لسهم الشركة (i) في السنة (t)، ومن المتوقع أن يرتبط بعلاقة إيجابية مع خطر انهيار أسعار الأسهم.
- **حجم الشركة SIZE**: يُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t)، ومن المتوقع أن يرتبط بعلاقة إيجابية مع خطر انهيار أسعار الأسهم.
- **الرافعة المالية LEV**: تُقاس بخارج قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t)، ومن المتوقع أن ترتبط بعلاقة عكسية مع خطر انهيار أسعار الأسهم.

- **معدل العائد على الأصول ROA:** يُقاس بخارج قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t)، ومن المتوقع أن يرتبط بعلاقة عكسية مع خطر انهيار أسعار الأسهم.

- **نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية MTB:** تُقاس بخارج قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) في السنة (t)، وتُحسب القيمة السوقية بحاصل ضرب عدد الأسهم في السعر السوقي للسهم، ومن المتوقع أن ترتبط بعلاقة إيجابية مع خطر انهيار أسعار الأسهم. هذا، وقد اعتمد الباحث على نتائج الدراسات السابقة في تحديد العلاقات المتوقعة للمتغيرات الرقابية مع خطر انهيار أسعار الأسهم، والجدول (3) يوضح متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها.

جدول 3: متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

وظيفة المتغير	اسم المتغير	الرمز	مؤشر القياس
مستقل	ميول المستثمرين	$\mathbf{SENT}_{i,t}$	اعتمد الباحث على تحليل المكونات الرئيسية لإنشاء مؤشر مركب لميول المستثمرين باستخدام المتغيرات الأربعة الآتية: حجم التداول، ومعدل الدوران المعدل، ونسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، والعائد الليلي للسهم.
تابع $\boldsymbol{SPCR_{i,t+1}}$	معامل الالتواء السالب	$\boldsymbol{NCSKEW_{i,t+1}}$	معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (i) في السنة t+1.
	تقلب العوائد من أسفل لأعلى	$\boldsymbol{DUVOL_{i,t+1}}$	اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة لسهم الشركة (i) في السنة t+1.
مُحفز	جودة المعلومات المحاسبية	$\boldsymbol{DACC_{i,t}}$	اعتمد الباحث على نموذج Jones المُعدل لحساب الاستحقاقات غير العادية، والتي يُعدّ ارتفاع قيمتها المطلقة دليلًا على انخفاض جودة المعلومات المحاسبية.
رقابي	تقلبات عوائد الأسهم	$\boldsymbol{SIGMA_{i,t}}$	تُقاس بالانحراف المعياري للعوائد اليومية لسهم الشركة (i) في السنة (t).
	متوسط عوائد الأسهم	$\boldsymbol{RET_{i,t}}$	يُقاس بمتوسط العوائد اليومية لسهم الشركة (i) في السنة (t).
	حجم الشركة	$\boldsymbol{SIZE_{i,t}}$	يُقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).
	الرافعة المالية	$\boldsymbol{LEV_{i,t}}$	تُقاس بخارج قسمة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).
	معدل العائد على الأصول	$\boldsymbol{ROA_{i,t}}$	يُقاس بخارج قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).
	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية	$\boldsymbol{MTB_{i,t}}$	تُقاس بخارج قسمة القيمة السوقية على القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) في السنة (t).

4-4-3 صياغة النماذج البحثية

لاختبار فرضي البحث سوف يعتمد الباحث على النموذجين الآتيين؛ حيث يهدف النموذج الأول إلى اختبار الفرض الأول القائل بأن ميول المستثمرين تؤثر تأثيرًا إِيجَابِيًّا وَمَعْنَوِيًّا على خطر انهيار أسعار الأسهم، بينما يهدف النموذج الثاني إلى اختبار الفرض الثاني القائل بأن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وفيما يلي توضيح تفصيلي لهذين النموذجين:

Model 1: $\boldsymbol{SPCR_{i,t+1}} = \alpha + \beta_1\ \mathrm{SENT}_{i,t} + \beta_2\ \mathrm{SIGMA}_{i,t} + \beta_3\ \mathrm{RET}_{i,t} + \beta_4\ \mathrm{SIZE}_{i,t} + \beta_5\ \mathrm{LEV}_{i,t} + \beta_6\ \mathrm{ROA}_{i,t} + \beta_7\ \mathrm{MTB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

Model 2: $\boldsymbol{SPCR_{i,t+1}} = \alpha + \beta_1\ \mathrm{SENT}_{i,t} + \beta_2\ \mathrm{DACC}_{i,t} + \beta_3\ \mathrm{SENT} \times \mathrm{DACC}_{i,t} + \beta_4\ \mathrm{SIGMA}_{i,t} + \beta_5\ \mathrm{RET}_{i,t} + \beta_6\ \mathrm{SIZE}_{i,t} + \beta_7\ \mathrm{LEV}_{i,t} + \beta_8\ \mathrm{ROA}_{i,t} + \beta_9\ \mathrm{MTB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$

حيث إن:

$\boldsymbol{SPCR_{i,t+1}}$: خطر انهيار أسعار الأسهم للشركة (i) في السنة (t+1)، ويتم التعبير عنه بمقياسين بديلين هما: معامل الالتواء السالب $NCSKEW_{i,t+1}$، وتقلب العوائد من أسفل لأعلى $DUVOL_{i,t+1}$.

$\boldsymbol{SENT_{i,t}}$: ميول المستثمرين للشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{SIGMA_{i,t}}$: تقلبات عوائد الأسهم للشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{RET_{i,t}}$: متوسط عوائد الأسهم للشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{SIZE_{i,t}}$: حجم الشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{LEV_{i,t}}$: الرافعة المالية للشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{ROA_{i,t}}$: معدل العائد على الأصول للشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{MTB_{i,t}}$: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{DACC_{i,t}}$: القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية، والتي تُعبر زيادتها عن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية للشركة (i) في السنة (t).

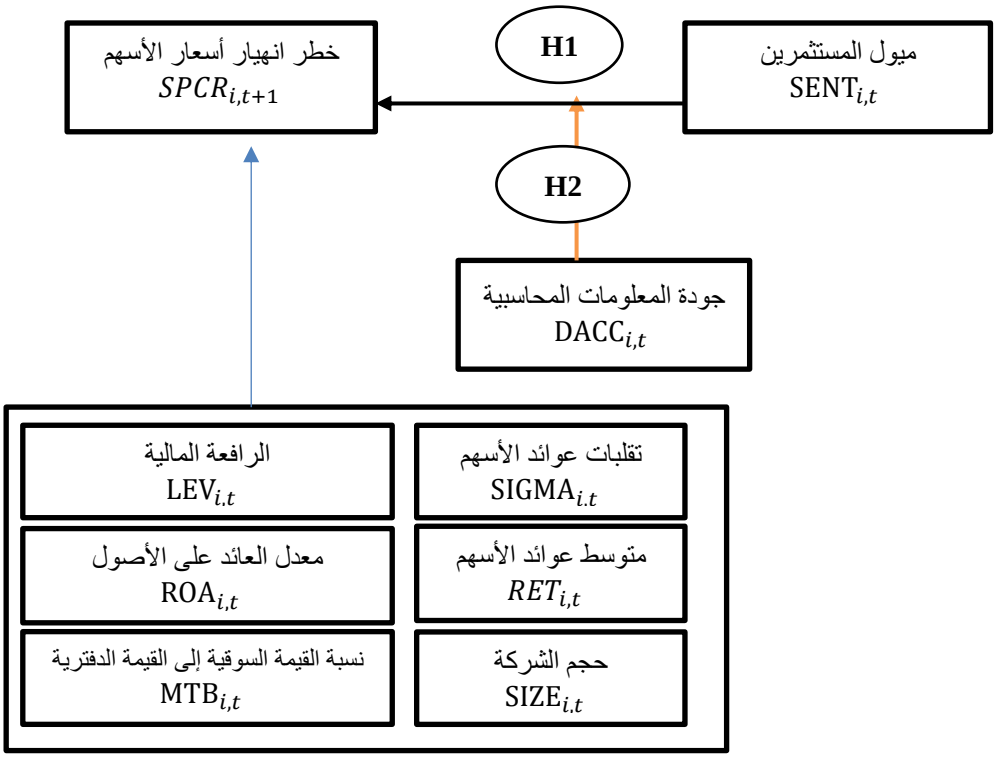
$\mathbf{SENT \times DACC_{i,t}}$: المتغير التفاعلي (المحفز)، وهو عبارة عن حاصل ضرب ميول المستثمرين في القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية للشركة (i) في السنة (t).

$\boldsymbol{\beta_1 - \beta_9}$: معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة والرقابية.

$\boldsymbol{\alpha}$: ثابت الانحدار.

$\boldsymbol{\varepsilon_{i,t}}$: الخطأ العشوائي أو البواقي.

ويمكن توضيح النموذج البحثي للدراسة التطبيقية من خلال الشكل (1)



شكل1: النموذج البحثي للدراسة التطبيقية

4-4-4 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التطبيقية

حتى لا تؤثر القيم الشاذة أو المتطرفة على نتائج الإحصاء الوصفي واختبار الفروض، قام الباحث بمعالجتها لجميع المتغيرات المتصلة عند مستوى قطع 5%؛ وذلك اتباعًا للدراسات الآتية (Cui & Zhang, 2020; Fan et al., 2021; Firth et al., 2015; Fu et al., 2021; Wen et al., 2020)، والتي عالجتها عند مستوى قطع 1%، ويرجع سبب اعتماد الباحث على نسبة 5% إلى احتواء بيانات عينة الدراسة[22] على تذبذبات وتقلبات كبيرة، والجدول (4) يوضح الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التطبيقية.

جدول 4: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة التطبيقية

المتغيرات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
$NCSKEW_{i,t+1}$	-.202	1.093	-2.155	2.239
$DUVOL_{i,t+1}$	-.066	.317	-.647	.668
$SENT_{i,t}$	.000	1.167	-3.6	12.402
$DACC_{i,t}$	.096	.119	.000	.902
$SIGMA_{i,t}$	.042	.026	.005	.288
$RET_{i,t}$	.000	.011	-.044	.077
$SIZE_{i,t}$	14.246	1.575	11.283	17.107
$LEV_{i,t}$	.487	.2	.158	.822
$ROA_{i,t}$	.077	.092	-.061	.303
$MTB_{i,t}$	1.83	2.006	.165	7.666

يتضح من الجدول (4) أن الوسط الحسابي لمعامل الالتواء السالب $NCSKEW_{i,t+1}$ بلغ −0.202 بانحراف معياري قدره 1.093، وبلغت أدنى وأعلى قيمة −2.155، 2.239 على التوالي، والوسط الحسابي لمعامل الالتواء السالب بالدراسة الحالية قريب من الوسط الحسابي للدراسات الآتية Fan et al. (2021); Yin and Tian (2017); Chen et al. (2001); Wen et al. (2020)، والذي بلغ −0.1581، −0.181، −0.262، −0.29 على التوالي، ولكنه بعيد عن الوسط الحسابي للدراسات الآتية Cui and Zhang (2020); Wu et al. (2021); Fu et al. (2021); Alnafea and Chebbi (2022)، والذي بلغ −0.07، −0.353، −0.3947، −0.663 على التوالي، وبعيد أيضًا عن الوسط الحسابي لدراسة عبدالمجيد (2019) التي أجريت على السوق السعودي، والذي بلغ − 0.004، وعن الوسط الحسابي لدراسة الصباغ (2019) التي أجريت على السوق المصري، والذي بلغ 1.4762، ويتضح أيضًا أن الوسط الحسابي لتقلب العوائد من أسفل لأعلى $DUVOL_{i,t+1}$ بلغ − 0.066

[22] تتسم بيانات الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية بالتقلب الشديد، وهذا قد يرجع إلى انخفاض نظم وقوانين حماية المستثمر، وعدم تفعيل آليات الحوكمة بالشكل الذي يضمن شفافية وسلامة البيانات.

بانحراف معياري قدره 0.317، وبلغت أدنى وأعلى قيمة −0.647، 0.668 على التوالي، والوسط الحسابي لتقلب العوائد من أسفل لأعلى بالدراسة الحالية قريب من الوسط الحسابي للدراسات الآتية Cui and Zhang (2020); Alnafea and Chebbi (2022); Wen et al. (2020); Yin and Tian (2017)، والذي بلغ −0.049، −0.065، −0.09، −0.106 على التوالي، ولكنه بعيد عن الوسط الحسابي للدراسات الآتية Fan et al. (2021); Chen et al. (2001); Wu et al. (2021); Fu et al. (2021)، والذي بلغ −0.1427، −0.190، −0.265، −0.325 على التوالي، وبعيد أيضًا عن الوسط الحسابي لدراسة عبدالمجيد (2019) الذي بلغ −3.955، ويُرجع الباحث اختلاف النتائج إلى اختلاف بيئة التطبيق، وكذلك اختلاف الفترة الزمنية، وحجم العينة التي اعتمدت عليها هذه الدراسات.

إلى جانب ذلك، أظهرت النتائج الواردة بالجدول (4) أن الوسط الحسابي لميول المستثمرين $\mathbf{SENT}_{i,t}$ بلغ 0.000 بانحراف معياري قدره 1.167، وبلغت أدنى وأعلى قيمة −3.6، 12.402 على التوالي، وارتفاع المدى بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف شركات عينة الدراسة في تعرضها لميول المستثمرين، والوسط الحسابي لميول المستثمرين بالدراسة الحالية قريب من الوسط الحسابي للدراسات الآتية Fan et al. (2021); Fu et al. (2021); Wu et al. (2021); Firth et al. (2015); Alnafea and Chebbi (2022)، والذي بلغ 0.000، 0.000، 0.000، 0.000، 0.010 على التوالي، ولكنه بعيد بدرجة كبيرة عن الوسط الحسابي للدراسات الآتية Yin and Tian (2017); Cui and Zhang (2020)، والذي بلغ 25.126، 0.289 على التوالي، وأظهرت النتائج أيضًا أن الوسط الحسابي للقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية $\mathbf{DACC}_{i,t}$ بلغ 0.096 بانحراف معياري قدره 0.119، وبلغت أدنى وأعلى قيمة 0.000، 0.902 على التوالي، وارتفاع المدى بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف شركات عينة الدراسة في ممارستها لإدارة الأرباح، والوسط الحسابي للقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية بالدراسة الحالية قريب من الوسط الحسابي للدراسات الآتية Ai et al. (2021); Yin and Tian (2017); Hossain et al. (2016)، والذي بلغ 0.043، 0.091، 0.159 على التوالي، ولكنه بعيد عن الوسط الحسابي للدراسات الآتية Firth et al. (2015); Hutton et al. (2009)، والذي بلغ −0.001، 0.243 على التوالي، وبعيد أيضًا عن الوسط الحسابي لدراسة الصباغ (2019) الذي بلغ 0.4746، ويُرجع الباحث اختلاف النتائج إلى اختلاف بيئة التطبيق، وكذلك اختلاف الفترة الزمنية، وحجم العينة التي اعتمدت عليها هذه الدراسات.

علاوة على ما سبق، اتضح من النتائج الواردة بالجدول (4) أن الوسط الحسابي لتقلبات عوائد الأسهم $\mathbf{SIGMA}_{i,t}$ بلغ 0.042 بانحراف معياري قدره 0.026، وبلغت أدنى وأعلى قيمة 0.005، 0.288 على التوالي؛ وهذا يعني أن عوائد الأسهم بشركات عينة الدراسة تنحرف عن وسطها بمقدار 4.2%، والوسط الحسابي لتقلبات عوائد الأسهم بالدراسة الحالية قريب من الوسط الحسابي للدراسات الآتية Wu et al. (2021); Alnafea and Chebbi (2022); Fan et al. (2021); Cui and Zhang (2020); Yin and Tian (2017); Fu et al. (2021)، والذي بلغ 0.048، 0.050، 0.0501، 0.058، 0.061، 0.069 على التوالي، وهذا يُشير إلى أن نسبة انحراف عوائد الشركات المصرية قريبة من الشركات الصينية والسعودية والأمريكية، واتضح أيضًا أن الوسط الحسابي لمتوسط عوائد الأسهم $\boldsymbol{RET}_{i,t}$ بلغ 0.000 بانحراف معياري قدره 0.011، وبلغت أدنى وأعلى قيمة −0.044، 0.077 على التوالي، وارتفاع المدى بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف شركات عينة الدراسة في مقدار العوائد التي تحققها على الأسهم، والوسط الحسابي لمتوسط عوائد الأسهم بالدراسة الحالية قريب من الوسط الحسابي للدراسات الآتية Fan et al. (2021); Wu et al. (2021); Yin and Tian (2017); Fu et al. (2021)، والذي بلغ −0.0010، −0.001، 0.002، 0.0048 على التوالي، ولكنه بعيد عن الوسط الحسابي للدراسات الآتية Alnafea and Chebbi (2022); Cui and Zhang (2020)، والذي بلغ −0.191، −0.210 على التوالي، ويُرجع الباحث اختلاف النتائج إلى اختلاف بيئة التطبيق، وكذلك اختلاف الفترة الزمنية، وحجم العينة التي اعتمدت عليها هذه الدراسات.

في سياق متصل، أوضحت النتائج الواردة بالجدول (4) أن الوسط الحسابي لحجم الشركة $\mathbf{SIZE}_{i,t}$ بلغ 14.246 بانحراف معياري قدره 1.575، وبلغت أدنى وأعلى قيمة 11.283، 17.107 على التوالي، والفرق بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الأصول لدى شركات عينة الدراسة، كما أوضحت أن الوسط الحسابي للرافعة المالية $\mathbf{LEV}_{i,t}$ بلغ 48.7% بانحراف معياري قدره 0.20، وبلغت أدنى وأعلى قيمة 15.8%، 82.2% على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن إجمالي الالتزامات لدى شركات عينة الدراسة تُشكل 48.7% من إجمالي أصولها، والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الأصول والالتزامات لدى شركات عينة الدراسة، وأوضحت النتائج أيضًا أن الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول $\mathbf{ROA}_{i,t}$ بلغ 7.7% بانحراف معياري قدره 0.092، وبلغت أدنى وأعلى قيمة −6.1%، 30.3% على التوالي؛ وهذا يعني أن شركات عينة الدراسة تحقق في المتوسط عائدًا على أصولها يبلغ 7.7%، وتشير أدنى قيمة البالغة − 6.1% إلى تحقيق بعض شركات العينة لخسائر خلال الفترة محل الدراسة، وأخيرًا أظهرت النتائج الواردة بالجدول (4) أن الوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية $\mathbf{MTB}_{i,t}$ بلغ 1.83 بانحراف معياري قدره 2.006،

وبلغت أدنى وأعلى قيمة 0.165، 7.666 على التوالي؛ وهذا يعني في المتوسط أن شركات عينة الدراسة لديها قيمة سوقية أعلى من قيمتها الدفترية، والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يرجع إلى اختلاف القيمة السوقية والدفترية لدى شركات عينة الدراسة.

4-4-5 مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة التطبيقية

لإيجاد الارتباط بين المتغيرات التي يتضمنها النموذج البحثي السابق الإشارة إليه في الشكل رقم (1)، اعتمد الباحث على معامل ارتباط بيرسون؛ وذلك لكَوْن المتغيرات المستخدمة في هذه الدراسة من فئة المتغيرات المتصلة أو المستمرة، والجدول (5) يوضح مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة التطبيقية.

جدول 5: مصفوفة الارتباط لمتغيرات الدراسة التطبيقية

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) $NCSKEW_{i,t+1}$	1.000									
(2) $DUVOL_{i,t+1}$	0.139 (0.001)	1.000								
(3) $SENT_{i,t}$	0.256 (0.000)	0.216 (0.000)	1.000							
(4) $DACC_{i,t}$	0.076 (0.061)	0.095 (0.019)	0.032 (0.433)	1.000						
(5) $SIGMA_{i,t}$	0.148 (0.000)	0.164 (0.000)	0.104 (0.010)	-0.093 (0.022)	1.000					
(6) $RET_{i,t}$	-0.180 (0.000)	-0.029 (0.470)	0.064 (0.112)	-0.008 (0.845)	-0.041 (0.311)	1.000				
(7) $SIZE_{i,t}$	0.026 (0.519)	-0.089 (0.028)	0.030 (0.457)	-0.077 (0.057)	-0.086 (0.033)	0.030 (0.460)	1.000			
(8) $LEV_{i,t}$	0.014 (0.724)	-0.024 (0.559)	0.037 (0.359)	-0.041 (0.306)	0.026 (0.528)	-0.028 (0.487)	0.378 (0.000)	1.000		
(9) $ROA_{i,t}$	-0.025 (0.529)	-0.049 (0.225)	-0.001 (0.979)	0.032 (0.435)	-0.166 (0.000)	0.050 (0.217)	0.177 (0.000)	-0.203 (0.000)	1.000	
(10) $MTB_{i,t}$	0.039 (0.338)	-0.036 (0.370)	-0.161 (0.000)	0.013 (0.755)	0.030 (0.460)	-0.123 (0.002)	-0.139 (0.001)	0.074 (0.067)	0.337 (0.000)	1.000

يتضح من الجدول (5) وجود ارتباط إيجابي بين ميول المستثمرين $\mathbf{SENT_{i,t}}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (معامل الالتواء السالب $\mathbf{NCSKEW_{i,t+1}}$، وتقلب العوائد من أسفل لأعلى $\mathbf{DUVOL_{i,t+1}}$)؛ حيث بلغت قِيَم معامل الارتباط للمقياسين 0.256، 0.216 على التوالي، وهذه الارتباط معنوي عند مستوى 1% (0.000، 0.000 للمقياسين على التوالي)، **وهذا يعني أنه كلما ارتفعت ميول المستثمرين زاد خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Alnafea & Chebbi, 2022; Fan et al., 2021; Fu et al., 2021)، ويتضح

أيضًا وجود ارتباط إيجابي بين القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية $\mathbf{DACC}_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث بلغت قِيَم معامل الارتباط للمقياسين 0.076، 0.095 على التوالي، وهذه الارتباط معنوي عند مستوى 10% (0.061) لمعامل الالتواء السالب، وعند مستوى 5% (0.019) لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، **وهذا يعني أنه كلما انخفضت جودة المعلومات المحاسبية زاد خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Hutton et al., 2009; الصباغ، 2019).

إلى جانب ذلك، أظهرت النتائج الواردة بالجدول (5) أن معامل الالتواء السالب $\mathbf{NCSKEW}_{i,t+1}$ يرتبط إِيجَابِيًّا بكل من تقلبات عوائد الأسهم $\mathbf{SIGMA}_{i,t}$، وحجم الشركة $\mathbf{SIZE}_{i,t}$، والرافعة المالية $\mathbf{LEV}_{i,t}$، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية $\mathbf{MTB}_{i,t}$؛ حيث بلغت قِيَم معامل الارتباط لهذه المتغيرات 0.148، 0.026، 0.014، 0.039 على التوالي، وهذا الارتباط معنوي لتقلبات عوائد الأسهم عند مستوى 1% (0.000)، وغير معنوي لباقي المتغيرات (0.519، 0.724، 0.338 على التوالي)، بينما يرتبط عكسيًّا بكل من متوسط عوائد الأسهم $\boldsymbol{RET}_{i,t}$، ومعدل العائد على الأصول $\mathbf{ROA}_{i,t}$؛ حيث بلغت قِيَم معامل الارتباط للمتغيرين −0.180، −0.025 على التوالي، وهذا الارتباط معنوي عند مستوى 1% (0.000) لمتوسط عوائد الأسهم، وغير معنوي لمعدل العائد على الأصول (0.529).

علاوة على ما سبق، أوضحت النتائج الواردة بالجدول (5) أن تقلب العوائد من أسفل لأعلى $\mathbf{DUVOL}_{i,t+1}$ يرتبط إِيجَابِيًّا بتقلبات عوائد الأسهم $\mathbf{SIGMA}_{i,t}$؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط 0.164، وهذا الارتباط معنوي عند مستوى 1% (0.000)، بينما يرتبط عكسيًّا بكل من متوسط عوائد الأسهم $\boldsymbol{RET}_{i,t}$، وحجم الشركة $\mathbf{SIZE}_{i,t}$، والرافعة المالية $\mathbf{LEV}_{i,t}$، ومعدل العائد على الأصول $\mathbf{ROA}_{i,t}$، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية $\mathbf{MTB}_{i,t}$؛ حيث بلغت قِيَم معامل الارتباط لهذه المتغيرات −0.029، −0.089، −0.024، −0.049، −0.036 على التوالي، وهذا الارتباط معنوي عند مستوى 5% لحجم الشركة (0.028)، وغير معنوي لباقي المتغيرات (0.470، 0.559، 0.225، 0.370 على التوالي)، وأخيرًا أظهرت نتائج الجدول (5) أن قِيَم معامل الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض لم تتجاوز 90%؛ حيث بلغ أعلى معامل ارتباط بالمصفوفة 37.8% بين حجم الشركة والرافعة المالية، يليه الارتباط بين معدل العائد على الأصول ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية بمعامل قدره 33.7%، الأمر الذي يُشير إلى انعدام مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة (Hair et al., 2009).

4-4-6 افتراضات طريقة المربعات الصغرى

يجب التحقق من افتراضات طريقة المربعات الصغرى (OLS) للحصول على نتائج متسقة وغير متحيزة عند اختبار فرضي البحث، وتتمثل أهم هذه الافتراضات فيما يلي (Mooi et al., 2018):

4-4-6-1 التوزيع الطبيعي للبواقي أو الأخطاء Normality

يُشير هذا الافتراض إلى ضرورة اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي، وقد اعتمد الباحث على اختبار Shapiro-Wilk للتحقق من هذا الافتراض، ويتمثل الفرض العدم لهذا الاختبار في اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي، ويُقبل هذا الفرض إذا كان الاحتمال المحسوب وفقًا لاختبار Shapiro-Wilk أكبر من 5%، بينما يتمثل الفرض البديل لهذا الاختبار في عدم اتباع البواقي للتوزيع الطبيعي، ويُقبل هذا الفرض إذا كان الاحتمال المحسوب وفقًا لاختبار Shapiro-Wilk أقل من 5%.

4-4-6-2 الارتباط الخطي المتعدد Multicollinearity

يُشير هذا الافتراض إلى ضرورة استقلال المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض، وقد اعتمد الباحث على اختبار معامل تضخيم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للتحقق من هذا الافتراض، ويتمثل الفرض العدم لهذا الاختبار في استقلال المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض، ويُقبل هذا الفرض إذا كانت القيمة المحسوبة وفقًا لاختبار VIF أقل من 10، بينما يتمثل الفرض البديل لهذا الاختبار في عدم استقلال المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض، ويُقبل هذا الفرض إذا كانت القيمة المحسوبة وفقًا لاختبار VIF أكبر من 10.

4-4-6-3 ثبات تباين البواقي أو الأخطاء Homoscedasticity

يُشير هذا الافتراض إلى ضرورة ثبات تباين البواقي، وقد اعتمد الباحث على اختبار Breusch-Pagan and Cook-Weisberg للتحقق من هذا الافتراض، ويتمثل الفرض العدم لهذا الاختبار في ثبات تباين البواقي، ويُقبل هذا الفرض إذا كان الاحتمال المحسوب وفقًا لاختبار Breusch-Pagan and Cook-Weisberg أكبر من 5%، بينما يتمثل الفرض البديل لهذا الاختبار في عدم ثبات تباين البواقي Heteroscedasticity، ويُقبل هذا الفرض إذا كان الاحتمال المحسوب وفقًا لاختبار Breusch-Pagan and Cook-Weisberg أقل من 5%.

4-4-6-4 الارتباط الذاتي أو التسلسلي للبواقي أو الأخطاء Autocorrelation

يُشير هذا الافتراض إلى ضرورة استقلال البواقي عبر الفترة الزمنية للدراسة، وقد اعتمد الباحث على اختبار Durbin-Watson للتحقق من هذا الافتراض، ويتمثل الفرض العدم لهذا الاختبار في استقلال

البواقي عبر الفترة الزمنية للدراسة، ويُقبل هذا الفرض إذا كانت قيمة اختبار Durbin–Watson قريبة من النطاق ما بين 1.5 إلى 2.5، بينما يتمثل الفرض البديل لهذا الاختبار في عدم استقلال البواقي عبر الفترة الزمنية للدراسة، ويُقبل هذا الفرض إذا كانت قيمة اختبار Durbin–Watson بعيدة عن النطاق ما بين 1.5 إلى 2.5. هذا، وقد اعتمد الباحث على برنامج التحليل الإحصائي STATA 14.2 للتحقق من الافتراضات السابقة، وكذلك لاختبار فرضي البحث، والجدول (6) يوضح نتائج الاختبارات الخاصة بافتراضات طريقة المربعات الصغرى.

جدول 6: نتائج الاختبارات الخاصة بافتراضات طريقة المربعات الصغرى

الفروض	طبيعة النموذج	المتغير التابع	اختبارات افتراضات طريقة المربعات الصغرى			
			Shapiro-Wilk	Mean VIF	Breusch-Pagan and Cook-Weisberg	Durbin-Watson
الفرض الأول[23]	دون رقابي (1)	$NCSKEW_{i,t+1}$	0.000	-	0.0820	1.5
	مع رقابي (2)	$NCSKEW_{i,t+1}$	0.000	1.253	0.000	1.5
	دون رقابي (3)	$DUVOL_{i,t+1}$	0.000	-	0.0610	1.4
	مع رقابي (4)	$DUVOL_{i,t+1}$	0.000	1.253	0.0533	1.4
الفرض الثاني[24]	دون رقابي (1)	$NCSKEW_{i,t+1}$	0.000	1.322	0.6167	1.5
	مع رقابي (2)	$NCSKEW_{i,t+1}$	0.000	1.327	0.000	1.5
	دون رقابي (3)	$DUVOL_{i,t+1}$	0.000	1.322	0.4482	1.4
	مع رقابي (4)	$DUVOL_{i,t+1}$	0.000	1.327	0.5566	1.5

[23] **اعتمد الباحث عند اختبار الفرض الأول على أربعة نماذج فرعية:** النموذجان الأول والثاني مرتبطان بالمقياس الأول لخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو معامل الالتواء السالب $NCSKEW_{i,t+1}$؛ ويتناول النموذج الأول العلاقة بين ميول المستثمرين ومعامل الالتواء السالب دون وجود متغيرات رقابية، بينما يتناول النموذج الثاني نفس علاقة النموذج الأول مع وجود متغيرات رقابية، أما النموذجان الثالث والرابع فمرتبطان بالمقياس الثاني لخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو تقلب العوائد من أسفل لأعلى $DUVOL_{i,t+1}$ ؛ ويتناول النموذج الثالث العلاقة بين ميول المستثمرين وتقلب العوائد من أسفل لأعلى دون وجود متغيرات رقابية، بينما يتناول النموذج الرابع نفس علاقة النموذج الثالث مع وجود متغيرات رقابية.

[24] **اعتمد الباحث عند اختبار الفرض الثاني على أربعة نماذج فرعية:** النموذجان الأول والثاني مرتبطان بالمقياس الأول لخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو معامل الالتواء السالب $NCSKEW_{i,t+1}$؛ ويتناول النموذج الأول العلاقة بين ميول المستثمرين ومعامل الالتواء السالب في ظل الأثر المحفز لجودة المعلومات المحاسبية، وذلك دون وجود متغيرات رقابية، بينما يتناول النموذج الثاني نفس علاقة النموذج الأول مع وجود متغيرات رقابية، أما النموذجان الثالث والرابع فمرتبطان بالمقياس الثاني لخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو تقلب العوائد من أسفل لأعلى $DUVOL_{i,t+1}$ ، ويتناول النموذج الثالث العلاقة بين ميول المستثمرين وتقلب العوائد من أسفل لأعلى في ظل الأثر المحفز لجودة المعلومات المحاسبية، وذلك دون وجود متغيرات رقابية، بينما يتناول النموذج الرابع نفس علاقة النموذج الثالث مع وجود متغيرات رقابية.

يتضح من الجدول (6) ما يلي: **أولًا:** عدم تحقق افتراض التوزيع الطبيعي للبواقي في جميع النماذج؛ حيث كان الاحتمال المحسوب وفقًا لاختبار Shapiro-Wilk أقل من 5%، ولكن يُمْكن التغاضي عن هذا الافتراض طالما أن عينة الدراسة أكبر من 30 مشاهدة (Mooi et al., 2018)، وهو الأمر الذي تم تحقيقه في هذه الدراسة التي بلغت مشاهداتها 612 مشاهدة. **ثانيًا:** تحقق افتراض استقلال المتغيرات المستقلة عن بعضها البعض في جميع النماذج؛ حيث كانت قيمة اختبار VIF أقل من 10، ويرجع عدم وجود قيمة لاختبار VIF بالنموذجين الأول والثالث بالفرض الأول إلى وجود متغير مستقل واحد بهذه النماذج، وهو ميول المستثمرين، وبالتالي يُمْكن الإقرار بانعدام مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة بنماذج الدراسة. **ثالثًا:** تحقق افتراض استقلال البواقي في جميع النماذج؛ حيث كانت قيمة Durbin Watson قريبة من النطاق ما بين 1.5 إلى 2.5، وبالتالي يُمْكن الإقرار بانعدام مشكلة الارتباط الذاتي أو التسلسلي بنماذج الدراسة. **رابعًا:** يعاني النموذج الثاني بالفرضين الأول والثاني من مشكلة عدم ثبات تباين البواقي؛ حيث كان الاحتمال المحسوب لهما وفقًا لاختبار Breusch-Pagan and Cook-Weisberg أقل من 5%، ويمكن معالجة هذه المشكلة عن طريق تصحيح الأخطاء المعيارية باستخدام الأمر Robust ببرنامج STATA، أما باقي نماذج الفرضين فتتسم بثبات تباين البواقي؛ لأن الاحتمال المحسوب لهم وفقًا لاختبار Breusch-Pagan and Cook-Weisberg أكبر من 5%.

وفي ضوء النتائج الواردة بالجدول (6) فإن الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى سوف يعطي نتائج متسقة ودقيقة وغير متحيزة؛ وذلك بسبب تحقق افتراضات هذه الطريقة. وعليه، يُمْكن اختبار فرضي البحث بطريقة المربعات الصغرى التي تهدف إلى تقليل مجموع مربعات البواقي (الأخطاء) إلى أقل درجة ممكنة.

4-4-7 اختبار الفرض الأول (الاختبارات الأساسية)

لاختبار الفرض الأول القائل **بأن ميول المستثمرين تؤثر تأثيرًا إيجَابِيًّا وَمَعْنَوِيًّا على خطر انهيار أسعار الأسهم**، اعتمد الباحث على طريقة المربعات الصغرى، والجدول (7) يوضح نتائج اختبار الفرض الأول على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، وبعد معالجة مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الثاني.

جدول 7: نتائج اختبار الفرض الأول بعد معالجة مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الثاني

$DUVOL_{i,t+1}$		$NCSKEW_{i,t+1}$		المتغيرات
(4)	(3)	(2)	(1)	
0.0553***	0.0587***	0.253***	0.240***	$SENT_{i,t}$
(5.07)	(5.47)	(4.87)	(6.54)	
1.608***		4.474*		$SIGMA_{i,t}$
(3.35)		(1.67)		
-1.085		-18.54***		$RET_{i,t}$
(-0.93)		(-4.19)		
-0.0168*		0.0496		$SIZE_{i,t}$
(-1.80)		(1.62)		
-0.00482		-0.257		$LEV_{i,t}$
(-0.07)		(-1.04)		
-0.0102		-0.589		$ROA_{i,t}$
(-0.06)		(-0.99)		
-0.00355		0.0471*		$MTB_{i,t}$
(-0.49)		(1.84)		
0.115	-0.0660***	-1.014**	-0.202***	_cons
(0.93)	(-5.28)	(-2.44)	(-4.73)	
0.076	0.047	0.124	0.066	R^2
0.065	0.045	0.114	0.064	Adj. R^2
7.059	29.92	7.198	42.80	قيمة F
0.000	0.000	0.000	0.000	احتمالية F

قيمة (t) ما بين الأقواس
* معنوي عند مستوى 10 %، * * معنوي عند مستوى 5 %، * * * معنوي عند مستوى 1 %.

تُشير نتائج الفرض الأول الواردة بالجدول (7) إلى معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ لأن احتمالية F أقل من 5%، كما بلغت قِيَم معامل التحديد المعدل Adj.R^2 للنماذج الأربعة 6.4%، 11.4%، 4.5%، 6.5% على التوالي؛ وهذا يعني أن ميول المستثمرين $SENT_{i,t}$ تُفسر حوالي 6.4% من التغير الذي يحدث بمعامل الالتواء السالب $NCSKEW_{i,t+1}$، وحوالي 4.5% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى $DUVOL_{i,t+1}$ ، ولكن عند إضافة المتغيرات الرقابية زاد معامل التحديد المعدل من 6.4% إلى 11.4% (بمقدار 5%) بالنسبة لمعامل الالتواء السالب، وزاد من 4.5% إلى 6.5% (بمقدار 2%) بالنسبة لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، وهذا يُشير إلى وجود تأثير للمتغيرات الرقابية على المتغير التابع، وقدرتها على زيادة القوة التفسيرية للنماذج.

بشكل عام، يتضح من الجدول (7) أن 11.4% من التغير الذي يحدث بمعامل الالتواء السالب يرجع إلى ميول المستثمرين، والمتغيرات الرقابية التي تم الاعتماد عليها، وباقي النسبة البالغة 88.6% ترجع إلى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان، وهذا المعامل قريب من معامل التحديد الذي توصلت إليه

الدراسات الآتية (Alnafea and Chebbi (2022); Fan et al. (2021، والذي بلغ 11.3%، 13.4% على التوالي، ولكنه بعيد عن معامل التحديد الذي توصلت إليه الدراسات الآتية Yin and Tian (2017); Cui and Zhang (2020); Fu et al. (2021)، والذي بلغ 2.49%، 3.9%، 6.12% على التوالي. على الجانب الآخر، يتضح أن 6.5% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى يرجع إلى ميول المستثمرين، والمتغيرات الرقابية التي تم الاعتماد عليها، وباقي النسبة البالغة 93.5% ترجع إلى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان، وهذا المعامل قريب من معامل التحديد الذي توصلت إليه الدراسات الآتية (Yin and Tian (2017); Cui and Zhang (2020، والذي بلغ 4.48%، 4.3% على التوالي، ولكنه بعيد عن معامل التحديد الذي توصلت إليه الدراسات الآتية Fan et al. (2021); Fu et al. (2021); Alnafea and Chebbi (2022)، والذي بلغ 13%، 18.81%، 21.31% على التوالي، ويُرجع الباحث اختلاف النتائج إلى اختلاف المتغيرات الرقابية التي اعتمدت عليها كل دراسة من هذه الدراسات.

تُظْهر النتائج الواردة بالجدول (7) **وجود تأثير إيجابي لميول المستثمرين $SENT_{i,t}$ على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذا التأثير الإيجابي لم يتغير بعد إضافة المتغيرات الرقابية؛ حيث بلغت قِيَم معامل الانحدار للنماذج الأربعة 0.240، 0.253، 0.0587، 0.0553 على التوالي، **وهذا يعني أنه كلما زادت ميول المستثمرين زاد خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذا التأثير معنوي عند مستوى 1% للنماذج الأربعة، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Alnafea & Chebbi, 2022; Cui & Zhang, 2020; Fan et al., 2021; Fu et al., 2021; Wu et al., 2021; Yin & Tian, 2017).

بالنسبة لمعاملات انحدار المتغيرات الرقابية الواردة بالجدول (7)، اتضح وجود علاقة إيجابية بين تقلبات عوائد الأسهم $SIGMA_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 10% لمعامل الالتواء السالب، وعند مستوى 1% لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Cui & Zhang, 2020; Fan et al., 2021; Yin & Tian, 2017)، **وتتفق أيضًا مع الفكرة القائلة بأن الأسهم شديدة التقلب أو التشتت تكون أكثر عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم**، كما أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية بين متوسط عوائد الأسهم $RET_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 1% لمعامل الالتواء السالب، وغير معنوية لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Yin & Tian, 2017)، **وتتعارض مع الفكرة القائلة بأن الشركات التي لديها عوائد تاريخية مرتفعة تكون أكثر عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم**، وأظهرت النتائج أيضًا أن حجم

الشركة $\mathbf{SIZE}_{i,\,t}$ يرتبط بعلاقة إيجابية غير معنوية مع معامل الالتواء السالب، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Alnafea & Chebbi, 2022; Yin & Tian, 2017)، بينما يرتبط بعلاقة عكسية معنوية عند مستوى 10% مع تقلب العوائد من أسفل لأعلى، **وهذه النتيجة تتفق مع الفكرة القائلة بأن الشركات الكبيرة تحاول الحفاظ على سمعتها من خلال تحسين بيئة المعلومات، وهذا يُقلل من تعرض أسهمها لخطر الانهيار.**

إلى جانب ذلك، أوضحت النتائج الواردة بالجدول (7) وجود علاقة عكسية غير معنوية بين كل من الرافعة المالية $\mathbf{LEV}_{i,\,t}$، ومعدل العائد على الأصول $\mathbf{ROA}_{i,\,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Yin & Tian, 2017)، كما أظهرت النتائج أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية $\mathbf{MTB}_{i,\,t}$ ترتبط بعلاقة إيجابية معنوية عند مستوى 10% مع معامل الالتواء السالب، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Cui & Zhang, 2020; Fan et al., 2021; Yin & Tian, 2017)، **وتتفق أيضًا مع الفكرة القائلة بأن الشركات التي لديها فرص نمو مرتفعة تكون أكثر تأثرًا بالميول والمشاعر، ومن ثم تواجه خطر انهيار أكبر**، في حين ترتبط هذه النسبة بعلاقة عكسية غير معنوية مع تقلب العوائد من أسفل لأعلى.

باختصار، **تُشير نتائج الفرض الأول إلى أن ميول المستثمرين المرتفعة تزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم؛** فعندما تزداد ميول المستثمرين وتوقعاتهم المتفائلة، وتصبح تصرفاتهم غير مدروسة وغير عقلانية، تنحرف أسعار الأسهم عن قيمتها الحقيقية، مما يسمح للمديرين بتخزين الأخبار السيئة أثناء هذه الفترات لتحقيق منافعهم الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى تراكم هذه الأخبار، وخروجها إلى السوق دفعة واحدة، ومن ثم حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم. وبناءً على ما تقدم، **يتم قبول الفرض الأول القائل بأن ميول المستثمرين تؤثر تأثيرًا إِيجَابِيًّا وَمَعْنَوِيًّا على خطر انهيار أسعار الأسهم**، وتتفق نتيجة هذا الفرض مع الأساس النظري لنظريتي تخزين الأخبار السيئة والمعتقدات غير المتجانسة؛ حيث يميل المديرون إلى تخزين الأخبار السيئة أثناء فترات الميول المرتفعة والمتفائلة.

4-4-8 اختبار الفرض الثاني (الاختبارات الأساسية)

لاختبار الفرض الثاني القائل **بأن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم**، اعتمد الباحث على طريقة المربعات الصغرى، والجدول (8) يوضح نتائج اختبار الفرض الثاني على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، وبعد معالجة مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الثاني.

جدول 8: نتائج اختبار الفرض الثاني بعد معالجة مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج الثاني

$DUVOL_{i,t+1}$		$NCSKEW_{i,t+1}$		المتغيرات
(4)	(3)	(2)	(1)	
0.0384***	0.0452***	0.189***	0.186***	$SENT_{i,t}$
(2.93)	(3.48)	(3.59)	(4.18)	
0.252**	0.230**	0.729**	0.601*	$DACC_{i,t}$
(2.41)	(2.19)	(2.07)	(1.68)	
0.171**	0.137*	0.654**	0.556**	$SENT \times DACC_{i,t}$
(2.13)	(1.73)	(2.46)	(2.05)	
1.772***		4.994*		$SIGMA_{i,t}$
(3.69)		(1.81)		
-0.937		-18.01***		$RET_{i,t}$
(-0.81)		(-4.11)		
-0.0137		0.0599**		$SIZE_{i,t}$
(-1.47)		(1.98)		
-0.0305		-0.356		$LEV_{i,t}$
(-0.41)		(-1.41)		
-0.0762		-0.831		$ROA_{i,t}$
(-0.46)		(-1.38)		
-0.00232		0.0518**		$MTB_{i,t}$
(-0.32)		(2.02)		
0.0545	-0.0887***	-1.198***	-0.263***	_cons
(0.44)	(-5.54)	(-2.87)	(-4.79)	
0.092	0.059	0.139	0.077	R^2
0.078	0.054	0.126	0.072	Adj. R^2
6.743	12.74	8.995	16.80	قيمة F
0.000	0.000	0.000	0.000	احتمالية F

قيمة (t) ما بين الأقواس

* معنوي عند مستوى 10 %، * * معنوي عند مستوى 5 %، * * * معنوي عند مستوى 1 %.

تُشير نتائج الفرض الثاني الواردة بالجدول (8) إلى معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ لأن احتمالية F أقل من 5%، كما بلغت قِيَم معامل التحديد المعدل Adj.R^2 للنماذج الأربعة 7.2%، 12.6%، 5.4%، 7.8% على التوالي؛ وهذا يعني أن ميول المستثمرين $SENT_{i,t}$، والقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية $DACC_{i,t}$، والمتغير التفاعلي $SENT \times DACC_{i,t}$ (ميول المستثمرين × القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية) تُفسر حوالي 7.2% من التغير الذي يحدث بمعامل الالتواء السالب $NCSKEW_{i,t+1}$، وحوالي 5.4% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى $DUVOL_{i,t+1}$ ، ولكن عند إضافة المتغيرات الرقابية زاد معامل التحديد المعدل من 7.2% إلى 12.6% (بمقدار 5.4%) بالنسبة لمعامل الالتواء السالب، وزاد من 5.4% إلى 7.8% (بمقدار 2.4%)

بالنسبة لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، وهذا يُشير إلى وجود تأثير للمتغيرات الرقابية على المتغير التابع، وقدرتها على زيادة القوة التفسيرية للنماذج.

بشكل عام، يتضح من الجدول (8) أن 12.6% من التغير الذي يحدث بمعامل الالتواء السالب يرجع إلى ميول المستثمرين، والقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية، والمتغير التفاعلي، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية التي تم الاعتماد عليها، وباقي النسبة البالغة 87.4% ترجع إلى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان، وهذا المعامل بعيد عن معامل التحديد الذي توصلت إليه دراسة Yin and Tian (2017)، والذي بلغ 2.61%، ويُرجع الباحث اختلاف النتائج إلى اختلاف المتغيرات الرقابية التي اعتمدت عليها هذه الدراسة مقارنة بالدراسة الحالية. على الجانب الآخر، يتضح أن 7.8% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى يرجع إلى ميول المستثمرين، والقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية، والمتغير التفاعلي، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية التي تم الاعتماد عليها، وباقي النسبة البالغة 92.2% ترجع إلى متغيرات أخرى لم تؤخذ في الحسبان، وهذا المعامل قريب من معامل التحديد الذي توصلت إليه دراسة Yin and Tian (2017)، والذي بلغ 4.55%.

تُظْهر النتائج الواردة بالجدول (8) **وجود تأثير إيجابي لميول المستثمرين $SENT_{i,t}$ على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذا التأثير الإيجابي لم يتغير بعد إضافة المتغيرات الرقابية؛ حيث بلغت قِيَم معامل الانحدار للنماذج الأربعة 0.186، 0.189، 0.0452، 0.0384 على التوالي، **وهذا يعني أنه كلما زادت ميول المستثمرين زاد خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذا التأثير معنوي عند مستوى 1% للنماذج الأربعة، **وهذه النتيجة تؤكد ما تم التوصل إليه بالفرض الأول بشأن العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.**

علاوة على ذلك، أوضحت النتائج الواردة بالجدول (8) **وجود تأثير إيجابي للقيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية $DACC_{i,t}$ على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذا التأثير الإيجابي لم يتغير بعد إضافة المتغيرات الرقابية؛ حيث بلغت قِيَم معامل الانحدار للنماذج الأربعة 0.601، 0.729، 0.230، 0.252 على التوالي، **وهذا يعني أنه كلما انخفضت جودة المعلومات المحاسبية زاد خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذا التأثير معنوي عند مستوى 10% للنموذج الأول، وعند مستوى 5% لباقي النماذج، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Bleck & Liu, 2007; Callen & Fang, 2015a, 2015b; J. Chen et al., 2017; DeFond et al., 2015; Francis et al., 2016; Hutton et al., 2009; C. Kim et al., 2019; Kim & Zhang, 2014, 2016; Li et al., 2022).

في سياق متصل، أظهرت النتائج الواردة بالجدول (8) **أن المتغير التفاعلي (ميول المستثمرين × القيمة المطلقة للاستحقاقات غير العادية) $DACC_{i,t}$ × SENT لـه تأثير إيجابي على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذا التأثير الإيجابي لم يتغير بعد إضافة المتغيرات الرقابية؛ حيث بلغت قِيَم معامل الانحدار للنماذج الأربعة 0.556، 0.654، 0.137، 0.171 على التوالي، وهذا التأثير معنوي عند مستوى 10% للنموذج الثالث، وعند مستوى 5% لباقي النماذج، **وهذا يعني أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم**، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Yin & Tian, 2017).

بالنسبة لمعاملات انحدار المتغيرات الرقابية الواردة بالجدول (8)، اتضح عدم اختلافها بشكل كبير عن تلك الواردة بالفرض الأول (جدول 7)؛ حيث أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين تقلبات عوائد الأسهم $SIGMA_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 10% لمعامل الالتواء السالب، وعند مستوى 1% لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، كما أوضحت النتائج وجود علاقة عكسية بين متوسط عوائد الأسهم $RET_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 1% لمعامل الالتواء السالب، وغير معنوية لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، وأظهرت النتائج أيضًا أن حجم الشركة $SIZE_{i,t}$ يرتبط بعلاقة إيجابية معنوية عند مستوى 5% مع معامل الالتواء السالب، وبعلاقة عكسية غير معنوية مع تقلب العوائد من أسفل لأعلى. إلى جانب ذلك، أوضحت النتائج الواردة بالجدول (8) وجود علاقة عكسية غير معنوية بين كل من الرافعة المالية $LEV_{i,t}$، ومعدل العائد على الأصول $ROA_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أظهرت النتائج أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية $MTB_{i,t}$ ترتبط بعلاقة إيجابية معنوية عند مستوى 5% مع معامل الالتواء السالب، وبعلاقة عكسية غير معنوية مع تقلب العوائد من أسفل لأعلى.

باختصار، **تُشير نتائج الفرض الثاني إلى أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم**؛ حيث يترتب على هذا الانخفاض زيادة عدم تماثل المعلومات، وعدم قدرة المستثمرين على التقييم السليم للأسهم، وهذا ما يزيد من اعتمادهم على ميولهم ومشاعرهم عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، الأمر الذي يُسهم في انحراف أسعار الأسهم بدرجة كبيرة عن قيمتها الحقيقية، ومن ثم زيادة احتمالية حدوث الانهيار المفاجئ في أسعار الأسهم. بناءً على ما تقدم، **يتم قبول الفرض الثاني القائل بأن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم**، وتتفق نتيجة هذا الفرض مع الأساس النظري لنظرية الوكالة التي تجادل بأن زيادة جودة المعلومات المحاسبية تُعدّ إحدى آليات الحوكمة التي تقلل من

صراعات الوكالة بين الإدارة من ناحية، والمستثمرين من ناحية أخرى، كما أنها تهدف إلى تقليل الممارسات الانتهازية من جانب المديرين، وتحسين بيئة المعلومات، فضلًا عن ذلك تُعتبر من القنوات الأساسية التي يرتكز عليها المستثمرون في التمييز بين الاستثمارات الجيدة وغير الجيدة.

4-4-9 الاختبارات الإضافية

لتأكيد النتائج التي تم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية قام الباحث بإجراء بعض الاختبارات الإضافية، والتي يتمثل أهمها فيما يلي:

4-4-9-1 استخدام متغيرات ميول المستثمرين بشكل منفرد

في ظل الاختبارات الأساسية قام الباحث بإنشاء مؤشر مركب لميول المستثمرين من أربعة متغيرات هي: حجم التداول، ومعدل الدوران المعدل، ونسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، والعائد الليلي للسهم، ولكن في ظل هذا الاختبار الإضافي سيقوم الباحث بفحص تأثير كل متغير من هذه المتغيرات على خطر انهيار أسعار الأسهم بشكل منفرد، والجدول (9) يوضح نتائج العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم في ظل استخدام متغيرات ميول المستثمرين بشكل منفرد.

يتضح من الجدول (9) معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ لأن احتمالية F أقل من 5%، كما يتضح أن معامل التحديد المعدل $Adj.R^2$ للنماذج المرتبطة بمعامل الالتواء السالب $NCSKEW_{i,t+1}$ بلغ 13.7%، 5.9%، 4.4%، 5.8% على التوالي؛ وهذا يعني أن النموذج الخاص بالمتغير الأول **(حجم التداول $TV_{i,t}$)** يُعتبر صاحب أكبر قدرة تفسيرية لمعامل الالتواء السالب بنسبة قدرها 13.7%، يليه النموذج الخاص بالمتغير الثاني **(معدل الدوران المعدل $ATR_{i,t}$)** بنسبة تفسيرية قدرها 5.9%، ثم يليه النموذج الخاص بالمتغير الرابع **(العائد الليلي للسهم $ONR_{i,t}$)** بنسبة تفسيرية قدرها 5.8%، ويأتي في المركز الأخير النموذج الخاص بالمتغير الثالث **(نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح $PE_{i,t}$)** بنسبة تفسيرية قدرها 4.4%. على الجانب الآخر، أظهرت النتائج أن معامل التحديد المعدل للنماذج المرتبطة بتقلب العوائد من أسفل لأعلى $DUVOL_{i,t+1}$ بلغ 5.5%، 2.8%، 2.6%، 6.9% على التوالي؛ وهذا يعني أن النموذج الخاص بالمتغير الرابع **(العائد الليلي للسهم $ONR_{i,t}$)** يُعتبر صاحب أكبر قدرة تفسيرية لتقلب العوائد من أسفل لأعلى بنسبة قدرها 6.9%، يليه النموذج الخاص بالمتغير الأول **(حجم التداول $TV_{i,t}$)** بنسبة تفسيرية قدرها 5.5%، ثم يليه النموذج الخاص بالمتغير الثاني **(معدل الدوران المعدل $ATR_{i,t}$)** بنسبة تفسيرية قدرها 2.8%، ويأتي في المركز الأخير النموذج الخاص بالمتغير الثالث **(نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح $PE_{i,t}$)** بنسبة

تفسيرية قدرها 2.6%، ويتضح مما سبق أن نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح تُعدّ من أقل المتغيرات تفسيرًا لخطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى المقياسين المستخدمين لقياسه.

جدول 9: نتائج العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم في ظل استخدام متغيرات ميول المستثمرين بشكل منفرد

المتغيرات	$NCSKEW_{i,t+1}$				$DUVOL_{i,t+1}$			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(1)	(2)	(3)	(4)
$TV_{i,t}$	0.154***				0.0252***			
	(8.06)				(4.33)			
$ATR_{i,t}$		0.00229***				0.000263		
		(3.11)				(1.22)		
$PE_{i,t}$			0.000151				0.0000873	
			(0.43)				(0.84)	
$ONR_{i,t}$				8.989***				4.529***
				(3.04)				(5.31)
$SIGMA_{i,t}$	4.428***	5.605***	5.786***	5.755***	1.678***	1.883***	1.866***	1.856***
	(2.78)	(3.39)	(3.46)	(3.49)	(3.48)	(3.87)	(3.81)	(3.90)
$RET_{i,t}$	-20.91***	-16.85***	-17.35***	-17.91***	-1.410	-0.774	-0.808	-1.091
	(-5.40)	(-4.19)	(-4.28)	(-4.45)	(-1.20)	(-0.65)	(-0.68)	(-0.94)
$SIZE_{i,t}$	0.0174	0.0557*	0.0411	0.0466	-0.0225**	-0.0169*	-0.0187**	-0.0159*
	(0.56)	(1.71)	(1.26)	(1.44)	(-2.39)	(-1.76)	(-1.96)	(-1.71)
$LEV_{i,t}$	-0.311	-0.131	-0.119	-0.200	-0.00618	0.0236	0.0269	-0.0139
	(-1.28)	(-0.52)	(-0.47)	(-0.79)	(-0.08)	(0.32)	(0.36)	(-0.19)
$ROA_{i,t}$	-0.202	-0.518	-0.209	-0.351	0.0734	0.0362	0.0761	0.00384
	(-0.38)	(-0.91)	(-0.37)	(-0.62)	(0.45)	(0.22)	(0.46)	(0.02)
$MTB_{i,t}$	0.0464*	0.0283	0.0161	0.0218	-0.00540	-0.00894	-0.0103	-0.00745
	(1.95)	(1.14)	(0.65)	(0.89)	(-0.75)	(-1.22)	(-1.43)	(-1.05)
_cons	-2.559***	-1.196***	-0.991**	-10.01***	-0.135	0.0970	0.120	-4.426***
	(-5.64)	(-2.76)	(-2.30)	(-3.34)	(-0.98)	(0.76)	(0.95)	(-5.12)
R^2	0.147	0.070	0.055	0.069	0.065	0.039	0.037	0.079
Adj. R^2	0.137	0.059	0.044	0.058	0.055	0.028	0.026	0.069
قيمة F	14.83	6.469	5.034	6.404	6.034	3.469	3.356	7.434
احتمالية F	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

قيمة (t) ما بين الأقواس

* معنوي عند مستوى 10 %، * * معنوي عند مستوى 5 %، * * * معنوي عند مستوى 1 %.

إلى جانب ذلك، أظهرت النتائج الواردة بالجدول (9) **وجود تأثير إيجابي لمتغيرات ميول المستثمرين (حجم التداول $TV_{i,t}$، ومعدل الدوران المعدل $ATR_{i,t}$، ونسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح $PE_{i,t}$، والعائد الليلي للسهم $ONR_{i,t}$) على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم**؛ حيث بلغت قِيَم معامل الانحدار للنماذج المرتبطة بمعامل الالتواء السالب 0.154، 0.00229، 0.000151، 8.989 على التوالي، وهذا التأثير معنوي عند مستوى 1% لكل من حجم التداول، ومعدل الدوران المعدل، والعائد الليلي للسهم، وغير معنوي لنسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، بينما بلغت

قِـيَم معامـل الانحـدار للنمـاذج المرتبطـة بتقلـب العوائـد مـن أسـفل لأعلـى 0.0252، 0.000263، 0.0000873، 4.529 على التوالي، وهذا التأثير معنوي عند مستوى 1% لكل من حجم التداول، والعائد الليلي للسهم، وغير معنوي لكل من معدل الدوران المعدل، ونسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح، **وهذه النتائج تتفق بدرجة كبيرة مع النتائج التي سبق التوصل إليها في الاختبارات الأساسية، ويُعتبر متغير نسبة سعر السهم إلى نصيبه من الأرباح المتغير الوحيد الذي ليس له دلالة إحصائية على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم.**

4-4-9-2 التعامل مع مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي Endogeneity

استخدام طريقة المربعات الصغرى في ظل وجود ارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي قد ينتج عنه تقديرات متحيزة وغير متسقة، وهذا الارتباط قد ينشأ نتيجة تجاهل بعض المتغيرات المستقلة –المتغيرات المحذوفة Omitted Variables– التي تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم، أو قد يكون نتيجة مشكلة السببية العكسية Reverse Causality التي تُشير إلى احتمالية وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين المتغير المستقل والتابع (Ullah et al., 2021). وللتخفيف من مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي الناتجة عن المتغيرات المحذوفة، قام الباحث بإدخال بعض المتغيرات مثل: **متغير السنوات Years**؛ حيث تم إدراج 10 متغيرات وهمية كل منها يعبر عن سنة من سنوات عينة الدراسة، **ومتغير الصناعة Industry**؛ حيث تم إدراج 5 قطاعات كل منها يعبر عن قطاع من قطاعات عينة الدراسة، والجدول (10) يوضح نتائج اختبار فرضي البحث بعد إضافة متغيري السنوات والصناعة.

يتضح من الجدول (10) معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ لأن احتمالية F أقل من 5%، كما أظهرت النتائج **وجود علاقة إيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى المقياسين المستخدمين لقياسه**؛ حيث بلغت قِيَم معامل الانحدار للمقياسين 0.226، 0.0509 على التوالي، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 1%، **وهذه النتيجة تؤكد نتيجة الفرض الأول التي تم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية**، وأوضحت النتائج أيضًا **أن المتغير التفاعلي له معاملات انحدار موجبة على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم**؛ حيث بلغت قِيَم معامل الانحدار للمقياسين 0.668، 0.153 على التوالي، وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 5%، **وهذه النتيجة تؤكد نتيجة الفرض الثاني التي تم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية.**

جدول 10: نتائج اختبار فرضي البحث بعد إضافة متغيري السنوات والصناعة

الفرض الثاني		الفرض الأول		المتغيرات
$DUVOL_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	
0.0370***	0.165***	0.0509***	0.226***	$SENT_{i,t}$
(2.91)	(3.86)	(4.75)	(6.27)	
0.267**	0.552			$DACC_{i,t}$
(2.45)	(1.50)			
0.153**	0.668**			$SENT \times DACC_{i,t}$
(1.97)	(2.56)			
0.990*	3.962**	0.939*	3.765**	$SIGMA_{i,t}$
(1.95)	(2.32)	(1.84)	(2.20)	
-2.434*	-14.53***	-2.770**	-15.57***	$RET_{i,t}$
(-1.84)	(-3.26)	(-2.08)	(-3.49)	
-0.0204**	0.0271	-0.0253***	0.0133	$SIZE_{i,t}$
(-2.07)	(0.82)	(-2.59)	(0.40)	
0.0202	-0.506**	0.0522	-0.380	$LEV_{i,t}$
(0.27)	(-1.98)	(0.70)	(-1.51)	
0.0773	-0.518	0.163	-0.216	$ROA_{i,t}$
(0.47)	(-0.94)	(1.01)	(-0.40)	
-0.00137	0.0506**	-0.00174	0.0478**	$MTB_{i,t}$
(-0.20)	(2.16)	(-0.25)	(2.03)	
0.0522	-0.618	0.139	-0.409	_cons
(0.37)	(-1.30)	(1.00)	(-0.88)	
Included	Included	Included	Included	Years
Included	Included	Included	Included	Industry
0.182	0.221	0.169	0.210	R^2
0.152	0.192	0.141	0.183	Adj. R^2
5.970	7.612	6.005	7.852	قيمة F
0.000	0.000	0.000	0.000	احتمالية F

قيمة (t) ما بين الأقواس

* معنوي عند مستوى 10 %، * * معنوي عند مستوى 5 %، * * * معنوي عند مستوى 1 %.

إلى جانب ذلك، **اعتمد الباحث على الطريقة العامة للعزوم (GMM)** التي اقترحت بواسطة Arellano and Bond (1991)، لكَوْنها حَلًّا من الحلول التي لقت اهتمامًا كبيرًا للتعامل مع مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي، وتعتمد هذه الطريقة في تشغيلها على تحديد فترة إبطاء للمتغير التابع، وإدراجه ضمن المتغيرات المستقلة، كما أنها تستخدم الفروق كمتغيرات أداتية أو مساعدة Instrumental Variables؛ وهي تلك المتغيرات التي تؤثر على المتغير التابع، ولكنها لا ترتبط بالبواقي (Baltagi, 2005; Greene, 2003; Labra & Torrecillas, 2018; Singh et al., 2017; Ullah et al., 2021)، والجدول (11) يوضح نتائج اختبار فرضي البحث باستخدام الطريقة العامة للعزوم.

جدول 11: نتائج اختبار فرضي البحث باستخدام الطريقة العامة للعزوم

الفرض الثاني		الفرض الأول		المتغيرات
$DUVOL_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	$DUVOL_{i,t+1}$	$NCSKEW_{i,t+1}$	
	-0.0251		-0.0139	$NCSKEW_{i,t}$
	(-0.57)		(-0.30)	
0.131**		0.120*		$DUVOL_{i,t}$
(2.04)		(1.91)		
0.0434* **	**0.193*** **	**0.0517*** **	**0.237*** **	$SENT_{i,t}$
(2.69)	**(2.62)**	**(3.31)**	**(2.93)**	
0.151	**0.278**			$DACC_{i,t}$
(0.99)	**(0.60)**			
0.0578	**0.551**			$SENT \times DACC_{i,t}$
(0.84)	**(1.14)**			
0.712	1.610	0.645	1.580	$SIGMA_{i,t}$
(0.58)	(0.50)	(0.56)	(0.49)	
-3.757**	-9.263*	-4.072**	-8.956	$RET_{i,t}$
(-2.23)	(-1.67)	(-2.31)	(-1.51)	
-0.0186	0.0267	-0.0197	0.0232	$SIZE_{i,t}$
(-1.56)	(0.53)	(-1.53)	(0.42)	
-0.0315	-0.463	-0.0243	-0.435	$LEV_{i,t}$
(-0.34)	(-1.36)	(-0.24)	(-1.18)	
-0.141	-0.386	-0.109	-0.129	$ROA_{i,t}$
(-0.64)	(-0.45)	(-0.52)	(-0.16)	
-0.00301	0.0108	-0.00384	0.0102	$MTB_{i,t}$
(-0.28)	(0.38)	(-0.35)	(0.34)	
0.121	-0.124	0.176	0.0934	_cons
(0.72)	(-0.17)	(1.05)	(0.12)	
Included	**Included**	**Included**	**Included**	**Years**
Included	**Included**	**Included**	**Included**	**Industry**
0.194	**0.327**	**0.189**	**0.232**	**احتمالية Hansen Test**
0.000	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**احتمالية AR (1) Test**
0.086	**0.072**	**0.113**	**0.135**	**احتمالية AR (2) Test**
194.42	**212.05**	**190.01**	**187.44**	**قيمة Wald Chi2**
0.000	**0.000**	**0.000**	**0.000**	**احتمالية Wald Chi2**

قيمة (z) ما بين الأقواس

* معنوي عند مستوى 10%، * * معنوي عند مستوى 5%، * * * معنوي عند مستوى 1%.

يتضح من الجدول (11) معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ لأن احتمالية Wald Chi2 أقل من 5%، كما يتضح صلاحية وملاءمة المتغيرات الأداتية أو المساعدة التي تم الاعتماد عليها؛ لأن احتمالية اختبار Hansen أكبر من 5% لجميع النماذج، وهذا يعني أن النماذج محددة بشكل سليم، والمتغيرات الأداتية أو المساعدة التي تم الاعتماد عليها غير مرتبطة بالبواقي، وأظهرت النتائج أيضًا عدم

وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين البواقي عبر الفترات الزمنية المختلفة؛ لأن احتمالية اختبار Arellano–Bond Test for AR (2) أكبر من 5%، وهذا يُشير إلى إمكانية الاعتماد على معاملات هذه النماذج بسبب استيفائها لاختبارات الصلاحية. علاوة على ما سبق، أوضحت النتائج الواردة بالجدول (11) **وجود تأثير إيجابي معنوي عند مستوى 1% لميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تؤكد نتيجة الفرض الأول التي تم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية**، بينما لم تؤكد النتائج الواردة بالجدول (11) نتيجة الفرض الثاني التي تم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية؛ **حيث اتضح عدم وجود تأثير محفز لانخفاض جودة المعلومات المحاسبية على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.**

4-5 خلاصة البحث ونتائجه

يُعتبر خطر انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات المهمة لجميع المشاركين في السوق، ويتم تفسيره من منظورين؛ فوفقًا للمنظور الأول يحدث خطر انهيار أسعار الأسهم عندما يميل المديرون إلى تخزين الأخبار السيئة، بينما يحدث وفقًا للمنظور الثاني عندما يعتمد المستثمرون على ميولهم ومشاعرهم، وبالتالي يُمْكن القول بأن خطر انهيار أسعار الأسهم يتأثر بمشاكل الوكالة والممارسات الانتهازية من ناحية، وميول المستثمرين ومشاعرهم من ناحية أخرى، ويعاني المنظور الثاني من ندرة الدراسات السابقة التي تناولته، فضلًا عن عدم تناوله في السوق المصري الذي يُعتبر بيئة خصبة له؛ وذلك بسبب سيطرة المستثمرين الأفراد الذين يعانون من التحيزات السلوكية على النسبة الأكبر فيه؛ ولذلك قام الباحث بتناول العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية في محاولة منه لسد هذه الفجوة البحثية.

ونظرًا لكَوْن جودة المعلومات المحاسبية آلية من آليات الحوكمة التي تقلل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح، وتزيد من قدرة المستثمرين على التقييم السليم للأسهم، وتقلل من اعتمادهم على الأحكام الشخصية، فضلًا عن عدم وجود دراسات تناولت تأثيرها المحفز على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، حاول الباحث دراسة هذا الأثر المحفز في بيئة الأعمال المصرية؛ لما لذلك من أهمية في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم. ولتحقيق أهداف البحث، واختبار فرضيه قدم الباحث تأصيلًا نَظَرِيًّا متكاملًا عن متغيرات البحث من خلال عرض المفاهيم والنظريات والدراسات السابقة ذات الصلة، ثم اعتمد على دراسة تطبيقية لعينة مكونة من 65 شركة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2011 وحتى 2020. وباستخدام طريقة المربعات الصغرى في الاختبارات الأساسية **توصل الباحث إلى وجود تأثير إيجابي لميول المستثمرين على خطر انهيار أسعار الأسهم، وعليه تم قبول الفرض الأول، كما توصل إلى أن انخفاض جودة المعلومات المحاسبية يُعزز**

العلاقة الإيجابية بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم، وعليه تم قبول الفرض الثاني. هذا، وقد قام الباحث بإجراء بعض الاختبارات الإضافية التي تمثلت فيما يلي: استخدام متغيرات ميول المستثمرين بشكل منفرد بدلًا من المؤشر المركب الذي تم استخدامه في ظل الاختبارات الأساسية، وإضافة متغيرات رقابية جديدة مثل: الصناعة والسنوات، واستخدام الطريقة العامة للعزوم للتعامل مع مشكلة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والبواقي، **وقد أكدت الاختبارات الإضافية سالفة الذكر على نتائج الاختبارات الأساسية، باستثناء الفرض الثاني الذي تم رفضه عند استخدام الطريقة العامة للعزوم.**

6-4 توصيات البحث

النتائج التي توصل إليها الباحث تقوده إلى التوصيات الآتية:

- يجب على الهيئة العامة للرقابة المالية التأكد من التزام الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بمتطلبات الإفصاح التي تنص عليها معايير المحاسبة، كما يجب عليها التأكد من فعالية آليات الحوكمة بهذه الشركات، وفرض عقوبات على الشركات المخالفة بهدف تعزيز مستوى الإفصاح والشفافية، وتقليل عدم تماثل المعلومات، وزيادة جودة المعلومات المحاسبية، ومن ثم تقليل تعرض أسهم هذه الشركات لخطر الانهيار.
- يجب على الهيئة العامة للرقابة المالية، والجهات التنظيمية والرقابية التابعة لها نشر الوعي لدى المستثمرين وتثقيفهم بأهمية الاعتماد على الحقائق والمعلومات المحاسبية عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وضرورة تقليل اعتمادهم على ميولهم ومشاعرهم وتقليد الآخرين؛ لما لذلك من تأثير سلبي على ثرواتهم من ناحية، وتقليل كفاءة الأسواق المالية من ناحية أخرى.
- يجب على البورصة المصرية تعديل الضوابط والتعليمات الخاصة بالآليات التي من شأنها التأثير على ميول المستثمرين مثل: الشراء بالهامش، واقتراض الأوراق المالية بغرض البيع؛ وذلك بما يضمن إعادة سعر السهم إلى حالة التوازن في حالة انحرافه بدرجة كبيرة عن قيمته الحقيقية أو الأساسية.
- يجب على مجالس إدارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية اتخاذ الإجراءات المناسبة لتقليل احتمالية تعرض أسهمها لخطر الانهيار؛ وذلك من خلال تحديد التعويضات والمكافآت المناسبة للمديرين بما يمنع سلوكهم الانتهازي، وزيادة فعالية إدارات المراجعة الداخلية، وإسناد عمليات المراجعة الخارجية للمكاتب الكبيرة والمتخصصة في مجال الشركة، وتحسين الدور الرقابي للجان المراجعة.
- يجب على كليات التجارة– إدارة الأعمال– بالجامعات المصرية الاهتمام بتدريس مقرر التمويل السلوكي للطلاب سواء في مرحلة البكالوريوس أو في مرحلة الدراسات العليا كجزء من التثقيف والتوعية المبكرة.

- يجب على المستثمرين أن يكونوا على وعي كافٍ بدوافع الإدارة لتخزين الأخبار السيئة؛ وذلك بغرض تحديد المخاطر التي يمكن أن تؤثر على قراراتهم الاستثمارية.

7-4 الدراسات المستقبلية أو مجالات البحث المقترحة

في ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج، يقترح بعض المجالات التي يمكن أن تشكل أفكارًا لبحوث ودراسات مستقبلية، يتمثل أهمها فيما يلي:

- تأثير تغطية المحللين الماليين على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- تأثير فيروس كورونا على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- تأثير الروابط السياسية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- تأثير التمويل بالديون على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- تأثير ميول المستثمرين على تزامن أسعار الأسهم أو المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- الأثر المحفز لفيروس كورونا على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- الأثر المحفز لسيولة الأسهم على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- الأثر المحفز للشراء بالهامش على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- الأثر المحفز لآلية اقتراض الأوراق المالية بغرض البيع على العلاقة بين ميول المستثمرين وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- تأثير جودة عملية المراجعة على ميول المستثمرين وانعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع

أولًا: المراجع باللغة العربية

الصباغ، أحمد عبده.(2019). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. **مجلة الفكر المحاسبى**، المجلد 23، العدد 4، ص ص 354-398.

عبد الحكيم، مجدي مليجي. (2019). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. **مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية**، المجلد 3، العدد 3، ص ص 293-379.

عبدالمجيد، حميده محمد . (2019). قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. **مجلة البحوث المحاسبية**، المجلد 14، العدد 1، ص ص 69- 142.

ثانيًا: المراجع باللغة الأجنبية

Acock, A. C. (2013). ***Discovering structural equation modeling using stata***. Stata Press Books.

Aggarwal, D. (2022). Defining and measuring market sentiments: A review of the literature. ***Qualitative Research in Financial Markets***, *14*(2), 270-288.

Ai, X., Cunningham, L. M., Li, X., & Myers, L. A. (2021). How can small international accounting firms improve audit quality? The role of accounting associations and networks. *Available at SSRN 3406206*.

Akbas, F., Boehmer, E., Jiang, C., & Koch, P. D. (2022). Overnight returns, daytime reversals, and future stock returns. ***Journal of Financial Economics***, *145*(3), 850-875.

Alnafea, M., & Chebbi, K. (2022). Does investor sentiment influence stock price crash risk? Evidence from Saudi Arabia. ***The Journal of Asian Finance, Economics and Business***, *9*(1), 143-152.

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. ***Journal of Financial Markets***, *5*(1), 31-56.

An, H., & Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. ***Journal of Corporate Finance***, *21*, 1-15.

An, Z., Chen, Z., Li, D., & Xing, L. (2018). Individualism and stock price crash risk. ***Journal of International Business Studies***, *49*, 1208-1236.

Andreou, P. C., Louca, C., & Petrou, A. P. (2017). CEO age and stock price crash risk. ***Review of Finance***, *21*(3), 1287-1325.

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. ***The Review of Economic Studies***, *58*(2), 277-297.

Baginski, S. P., Campbell, J. L., Hinson, L. A., & Koo, D. S. (2018). Do career concerns affect the delay of bad news disclosure? ***The Accounting Review***, *93*(2), 61-95.

Baker, H. K., & Nofsinger, J. R. (2002). Psychological biases of investors. ***Financial Services Review***, *11*(2), 97-116.

Baker, H. K., & Ricciardi, V. (2014). How biases affect investor behaviour. *Available at SSRN 2457425*.

Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. ***Journal of Financial Markets***, *7*(3), 271-299.

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. ***The Journal of Finance***, *61*(4), 1645-1680.

Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. ***Journal of Economic Perspectives***, *21*(2), 129-151.

Ball, R. (2009). Market and political regulatory perspectives on the recent accounting scandals. ***Journal of Accounting Research***, *47*(2), 277- 323.

Baltagi, B. H. (2005). ***Econometric analysis of panel data*** (3rd ed.). John Wiley &Sons Ltd.

Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. ***Handbook of the Economics of Finance***, *1*, 1053-1128.

Beer, F., & Zouaoui, M. (2013). Measuring stock market investor sentiment. ***Journal of Applied Business Research (JABR)***, *29*(1), 51-68.

Black, F. (1986). Noise. ***The Journal of Finance***, *41*(3), 528-543.

Blank, H., Nestler, S., von Collani, G., & Fischer, V. (2008). How many hindsight biases are there? ***Cognition***, *106*(3), 1408-1440.

Bleck, A., & Liu, X. (2007). Market transparency and the accounting regime. ***Journal of Accounting Research***, *45*(2), 229-256.

Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. ***Journal of Empirical Finance***, *11*(1), 1-27.

Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2005). Investor sentiment and asset valuation. ***The Journal of Business***, *78*(2), 405-440.

Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: Monitoring versus short-termism? ***Journal of Banking & Finance***, *37*(8), 3047-3063.

Callen, J. L., & Fang, X. (2015a). Religion and stock price crash risk. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, *50*(1-2), 169-195.

Callen, J. L., & Fang, X. (2015b). Short interest and stock price crash risk. ***Journal of Banking & Finance***, *60*, 181-194.

Chen, C., Kim, J.-B., & Yao, L. (2017). Earnings smoothing: Does it exacerbate or constrain stock price crash risk? ***Journal of Corporate Finance***, *42*, 36-54.

Chen, G., Kim, K. A., Nofsinger, J. R., & Rui, O. M. (2007). Trading performance, disposition effect, overconfidence, representativeness bias, and experience of emerging market investors. ***Journal of Behavioral Decision Making***, *20*(4), 425-451.

Chen, J., Chan, K. C., Dong, W., & Zhang, F. (2017). Internal control and stock price crash risk: Evidence from China. ***European Accounting Review***, *26*(1), 125-152.

Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. ***Journal of Financial Economics***, *61*(3), 345-381.

Chung, C. Y., Kim, J., & Park, J. (2017). Individual investor sentiment and IPO stock returns: Evidence from the Korean stock market. ***Asia-Pacific Journal of Financial Studies***, *46*(6), 876-902.

Cornell, B., Landsman, W. R., & Stubben, S. (2017). Accounting information, investor sentiment, and market pricing. ***Journal of Law, Finance, and Accounting*** *2*(2), 325 - 345.

Costello, A. B., & Osborne, J. (2005). Best practices in exploratory factor analysis: Four recommendations for getting the most from your analysis. ***Practical Assessment, Research, and Evaluation***, *10*(1), 1-9, Article 7.

Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., & Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. ***Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics***, *26*(5), 532-554.

Cui, H., & Zhang, Y. (2020). Does investor sentiment affect stock price crash risk? ***Applied Economics Letters***, *27*(7), 564-568.

Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. ***European Financial Management***, *24*(3), 451-484.

Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under and overreactions. ***The Journal of Finance***, *53*(6), 1839-1885.

De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets. ***Journal of Political Economy***, *98*(4), 703-738.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. ***Accounting Review***, *7*(2), 193-225.

DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk? ***The Accounting Review***, *90*(1), 265-299.

Deng, X., Gao, L., & Kim, J.-B. (2020). Short-sale constraints and stock price crash risk: Causal evidence from a natural experiment. ***Journal of Corporate Finance***, *60*, Article 101498.

Dervishaj, B. (2021). Psychological biases, main factors of financial behaviour: A literature review. ***European Journal of Medicine and Natural Sciences***, *4*(1), 27-44.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. ***The Journal of Finance***, *25*(2), 383-417.

Fan, Y., Zhou, F., An, Y., & Yang, J. (2021). Investor sentiment and stock price crash risk: Evidence from China. ***Global Economic Review***, *50*(4), 310-339.

Fatima, A. (2019). Cognitive dissonance and investors' decision-making: A review. ***International Journal of Financial, Accounting, and Management***, *1*(1), 39-45

Festinger, L. (1957). ***A theory of cognitive dissonance***. Stanford University Press.

Firth, M., Wang, K., & Wong, S. M. (2015). Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices. ***Management Science***, *61*(7), 1630-1647.

Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. ***Review of Quantitative Finance and Accounting***, *46*, 217-260.

Fu, J., Wu, X., Liu, Y., & Chen, R. (2021). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. ***Finance Research Letters***, *38*, Article 101442.

Gao, Y., Zhao, C., Sun, B., & Zhao, W. (2022). Effects of investor sentiment on stock volatility: New evidences from multi-source data in China's green stock markets. ***Financial Innovation***, *8*(1), 1-30, Article 77.

Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: Mitigating role of managerial ability. ***International Journal of Managerial Finance***, *18*(1), 1-27.

Gazel, S. (2015). The regret aversion as an investor bias. ***International Journal of Business and Management Studies***, *4*(2), 419-424.

Goetzmann, W. N., & Peles, N. (1997). Cognitive dissonance and mutual fund investors. ***Journal of Financial Research***, *20*(2), 145-158.

Greene, W. H. (2003). ***Econometric analysis*** (5th ed.). Prentice Hall.

Guo, H., Yin, C., & Zeng, Y. (2022). How does firm-specific investor sentiment affect the value of corporate cash holdings? ***British Journal of Management***, *34*(1), 410- 441.

Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. ***Research in International Business and Finance***, *42*, 262-274.

Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: Review of the empirical literature. ***Accounting & Finance***, *58*, 211-251.

Hair, J., Anderson, R., & Babin, B. (2009). ***Multivariate data analysis*** (7th ed.). Prentice Hall.

Hamza, T., & Zaatir, E. (2021). Does corporate tax aggressiveness explain future stock price crash? Empirical evidence from France. ***Journal of Financial Reporting and Accounting***, *19*(1), 55-76.

Herschberg, M. (2012). Limits to arbitrage: An introduction to behavioral finance and a literature review. ***Palermo Business Review***, *7*(1), 7-21.

Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. ***The Review of Financial Studies***, *16*(2), 487-525.

Hong, S., & Lee, J. E. (2015). Internal control weakness and stock price crash risk. ***Journal of Applied Business Research (JABR)***, *31*(4), 1289-1294.

Hossain, S., Monroe, G. S., Wilson, M., & Jubb, C. (2016). The effect of networked clients' economic importance on audit quality. ***Auditing: A Journal of Practice & Theory***, *35*(4), 79-103.

Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. ***Journal of Financial Economics***, *94*(1), 67-86.

IASB. (2018). ***Conceptual framework for financial reporting***. IFRS Foundation.

Jamil, N., & Bashir, T. (2021). Impact of cognitive dissonance bias on investors' decisions: Moderating role of emotional intelligence. ***Pakistan Social Sciences Review***, *5*, 538-552.

Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. ***Journal of Financial Economics***, *79*(2), 257-292.

Jokar, H., & Daneshi, V. (2020). Investor sentiment, stock price, and audit quality. ***International Journal of Managerial and Financial Accounting***, *12*(1), 25-47.

Jones, C. M., & Lamont, O. A. (2002). Short-sale constraints and stock returns. ***Journal of Financial Economics***, *66*(2-3), 207-239.

Jones, M., & Sugden, R. (2001). Positive confirmation bias in the acquisition of information. ***Theory and Decision***, *50*, 59-99.

Kahneman, D., Knetsch, J. L., & Thaler, R. H. (1991). Anomalies: The endowment effect, loss aversion, and status quo bias. ***Journal of Economic Perspectives***, *5*(1), 193-206.

Kahneman, D., & Riepe, M. W. (1998). Aspects of investor psychology. ***Journal of Portfolio Management***, *24*(4), 52- 56.

Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. ***Econometrica***, *47*(2), 363-391.

Kengatharan, L., & Kengatharan, N. (2014). The influence of behavioral factors in making investment decisions and performance: Study on investors of Colombo stock exchange, Sri Lanka. ***Asian Journal of Finance & Accounting***, *6*(1), 1-23.

Kim, C., Wang, K., & Zhang, L. (2019). Readability of 10-K reports and stock price crash risk. ***Contemporary Accounting Research***, *36*(2), 1184-1216.

Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. ***Journal of Financial Economics***, *100*(3), 639-662.

Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. ***Contemporary Accounting Research***, *33*(4), 1720-1749.

Kim, J. B., Yeung, I., & Zhou, J. (2019). Stock price crash risk and internal control weakness: Presence vs. disclosure effect. ***Accounting & Finance***, *59*(2), 1197-1233.

Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. ***Contemporary Accounting Research***, *31*(3), 851-875.

Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. ***Contemporary Accounting Research***, *33*(1), 412-441.

Kim, K., Ryu, D., & Yang, H. (2021). Information uncertainty, investor sentiment, and analyst reports. ***International Review of Financial Analysis***, *77*, Article 101835.

Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. ***Journal of Banking & Finance***, *43*, 1-13.

Klayman, J. (1995). Varieties of confirmation bias. ***Psychology of Learning and Motivation***, *32*, 385-418.

Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? ***Journal of Accounting Research***, *47*(1), 241-276.

Kourtidis, D., Šević, Ž., & Chatzoglou, P. (2011). Investors' trading activity: A behavioural perspective and empirical results. ***The Journal of Socio-Economics***, *40*(5), 548-557.

Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., & Negakis, C. I. (2014). Accounting conservatism quality of accounting information and crash risk of stock prices. ***The Journal of Economic Asymmetries***, *11*, 120-137.

Kumar, A., & Lee, C. M. (2006). Retail investor sentiment and return comovements. ***The Journal of Finance***, *61*(5), 2451-2486.

Kumar, A., & Lim, S. S. (2008). How do decision frames influence the stock investment choices of individual investors? ***Management Science***, *54*(6), 1052-1064.

Kumari, J., & Mahakud, J. (2015). Does investor sentiment predict the asset volatility? Evidence from emerging stock market India. ***Journal of Behavioral and Experimental Finance***, *8*, 25-39.

Labra, R., & Torrecillas, C. (2018). Estimating dynamic panel data: A practical approach to perform long panels. ***Revista Colombiana de Estadística***, *41*(1), 31-52.

Langer, E. J. (1975). The illusion of control. ***Journal of Personality and Social Psychology***, *32*(2), 311- 328.

Lee, C. M., Shleifer, A., & Thaler, R. H. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. ***The Journal of Finance***, *46*(1), 75-109.

Lee, M.-T. (2016). Corporate social responsibility and stock price crash risk: Evidence from an Asian emerging market. ***Managerial Finance***, *42*(10), 963-979.

Lee, W. Y., Jiang, C. X., & Indro, D. C. (2002). Stock market volatility, excess returns, and the role of investor sentiment. ***Journal of Banking & Finance***, *26*(12), 2277-2299.

Lee, Y.-C., Lu, Y.-C., & Wang, Y.-C. (2019). Corporate social irresponsibility, CEO overconfidence, and stock price crash risk. ***Applied Economics Letters***, *26*(14), 1143-1147.

Lemmon, M., & Portniaguina, E. (2006). Consumer confidence and asset prices: Some empirical evidence. ***The Review of Financial Studies***, *19*(4), 1499-1529.

Li, W., & Cai, G. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China. ***China Journal of Accounting Research***, *9*(3), 235-250.

Li, Y., Kannan, Y., Rau, S., & Yang, S. (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., Ling, L., Tang, J., Zeng, H., & Zhuang, M. (2020). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. ***China Finance Review International***, *10*(3), 271-296.

Lim, H., Kang, S. K., & Kim, H. (2016). Auditor quality, IFRS adoption, and stock price crash risk: Korean evidence. ***Emerging Markets Finance and Trade***, *52*(9), 2100-2114.

Ling, D. C., Naranjo, A., & Scheick, B. (2010). Investor sentiment and asset pricing in public and private markets. *Available at SSRN 1717110*.

Liu, J., & Lei, D. (2021). Managerial ability and stock price crash risk: The role of managerial overconfidence. ***Review of Accounting and Finance***, *20*(2), 167-193.

Lobo, G., Wang, C., Yu, X., & Zhao, Y. (2020). Material weakness in internal controls and stock price crash risk. ***Journal of Accounting, Auditing & Finance***, *35*(1), 106-138.

Luo, C., Li, Z., & Liu, L. (2021). Does investor sentiment affect stock pricing? Evidence from seasoned equity offerings in China. ***National Accounting Review***, *3*(1), 115-136.

Luo, G. Y. (2012). Conservatism bias can cause asset price overreaction in a competitive securities market. ***Trends and Development in Management Studies***, *1*(1), 1-24.

Miller, E. M. (1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. ***The Journal of Finance***, *32*(4), 1151-1168.

Mooi, E., Sarstedt, M., & Mooi-Reci, I. (2018). ***Market research: The process, data, and methods using stata***. Springer.

Nagel, S. (2005). Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns. ***Journal of Financial Economics***, *78*(2), 277-309.

Naik, P. K., & Padhi, P. (2016). Investor sentiment, stock market returns and volatility: Evidence from national stock exchange of India. ***International Journal of Management Practice***, *9*(3), 213-237.

Nair, V. R., & Antony, A. (2015). Evolutions and challenges of behavioral finance. ***International Journal of Science and Research***, *4*(3), 1055-1059.

Olsen, R. A. (2008). Cognitive dissonance: The problem facing behavioral finance. ***Journal of Behavioral Finance***, *9*(1), 1-4.

Park, S. Y., & Jung, H. (2017). The effect of managerial ability on future stock price crash risk: Evidence from Korea. ***Sustainability***, *9*(12), 1-17, Article 2334.

Pompian, M. M. (2011). ***Behavioral finance and wealth management: How to build investment strategies that account for investor biases*** (2nd ed.). John Wiley & Sons.

Prosad, J. M., Kapoor, S., & Sengupta, J. (2015). Behavioral biases of Indian investors: A survey of Delhi-NCR region. ***Qualitative Research in Financial Markets***, *7*(3), 230-263.

Qiang, Z., & Shu-e, Y. (2009). Noise trading, investor sentiment volatility, and stock returns. ***Systems Engineering-Theory & Practice***, *29*(3), 40-47.

Qiu, L., & Welch, I. (2004). Investor sentiment measures [Working Paper]. *National Bureau of Economic Research*

Rabin, M., & Thaler, R. H. (2001). Anomalies: Risk aversion. ***Journal of Economic Perspectives***, *15*(1), 219-232.

Riaz, T., & Iqbal, H. (2015). Impact of overconfidence, illusion of control, self control and optimism bias on investors decision making: Evidence from developing markets. ***Research Journal of Finance and Accounting***, *6*(11), 110-116.

Ritter, J. R. (2003). Behavioral finance. ***Pacific-Basin Finance Journal***, *11*(4), 429-437.

Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. ***Cogent Business & Management***, *7*(1), 1-16, Article 1812927.

Roese, N. J., & Vohs, K. D. (2012). Hindsight bias. ***Perspectives on Psychological Science***, *7*(5), 411-426

Ryu, D., Kim, H., & Yang, H. (2017). Investor sentiment, trading behavior and stock returns. ***Applied Economics Letters***, *24*(12), 826-830.

Salehi, M., Zimon, G., Hashim, H. A., Jędrzejczak, R., & Sadowski, A. (2022). Accounting quality and audit attributes on the stock price crashes in an emerging market. ***Risks***, *10*(10), 1-24, Article 195.

Schmeling, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. ***Journal of Empirical Finance***, *16*(3), 394-408.

Seok, S. I., Cho, H., & Ryu, D. (2019). Firm-specific investor sentiment and daily stock returns. ***The North American Journal of Economics and Finance***, *50*, Article 100857.

Shefrin, H. (2002). ***Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing***. Oxford University Press.

Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral portfolio theory. ***Journal of Financial and Quantitative Analysis***, *35*(2), 127-151.

Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). The limits of arbitrage. ***The Journal of Finance***, *52*(1), 35-55.

Singh, N., Das, K., & Roy, A. (2017). How to test endogeneity or exogeneity: An E-learning hands on SAS [Working Paper].

Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. ***Journal of Accounting Research***, *32*(1), 38-60.

Su, K., & Zhou, Z. (2023). Do corporate social responsibility reduce crash risk of stock price: Evidence from China. ***Chinese Management Studies***, *17*(2), 251-273.

Tee, C. M., Yee, A. S. V., & Chong, A. L. (2018). Institutional investors' monitoring and stock price crash risk: Evidence from politically connected firms. ***Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies***, *21*(4), 1-35, Article 1850028.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. ***Science***, *185*(4157), 1124-1131.

Tversky, A., & Kahneman, D. (1981). The framing of decisions and the psychology of choice. ***Science***, *211*(4481), 453-458

Ullah, S., Zaefarian, G., & Ullah, F. (2021). How to use instrumental variables in addressing endogeneity? A step-by-step procedure for non-specialists. ***Industrial Marketing Management***, *96*, A1-A6.

Verma, R., & Verma, P. (2008). Are survey forecasts of individual and institutional investor sentiments rational? ***International Review of Financial Analysis***, *17*(5), 1139-1155.

Waqas, A. (2022). How do audit quality and mandatory IFRS adoption affect stock price crash risk in Pakistan? *Available at SSRN 4201468*.

Waweru, N. M., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). The effects of behavioural factors in investment decision-making: A survey of institutional investors operating at the Nairobi Stock Exchange. ***International Journal of Business and Emerging Markets***, *1*(1), 24-41.

Wen, F., Xu, L., Chen, B., Xia, X., & Li, J. (2020). Heterogeneous institutional investors, short selling and stock price crash risk: Evidence from China. ***Emerging Markets Finance and Trade***, *56*(12), 2812-2825.

Wu, B., Cai, Y., & Zhang, M. (2021). Investor sentiment and stock price crash risk in the Chinese stock market. ***Journal of Mathematics***, *2021*, 1-10, Article 6806304.

Yin, Y., & Tian, R. (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, J., & Wang, Y. (2016). Accounting information quality, governance efficiency and capital investment choice. ***China Journal of Accounting Research***, *9*(4), 251-266.

Zhou, G. (2018). Measuring investor sentiment. ***Annual Review of Financial Economics***, *10*, 239-259.

Zhou, J., Kim, J.-B., & Yeung, I. (2013). Material weakness in internal control and stock price crash risk: Evidence from SOX section 404 disclosure. *Available at SSRN 2208212*.

Zhou, X., Liu, Q., & Guo, S. (2021). Do overnight returns explain firm-specific investor sentiment in China? ***International Review of Economics & Finance***, *76*, 451-477.

Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. ***Pacific-Basin Finance Journal***, *38*, 125-134.

Zhu, W. (2016). Accruals and price crashes. ***Review of Accounting Studies***, *21*, 349-399.