

## الدور المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري: دراسة تطبيقية

د/ محمد جمال عبد الناصر

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

Mohamed.abdelnasser@foc.cu.edu.eg

### ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى التحقق من تأثير كل من إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري للشركات، وكذلك التحقق من التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري، وفي سبيل تحقيق ذلك أجريت دراسة تطبيقية على عينة مكونة من (107) شركة من الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2013 وحتى 2022.

توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى ما يلي: (أولاً) وجود تأثير عكسي معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري، وهذا يعني أن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية تواجه قيوداً وصعوبات في الحصول على الائتمان التجاري من الموردين كمصدر للتمويل في الأجل القصير؛ نظراً لزيادة درجة عدم تماثل المعلومات. (ثانياً) وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري، وهذا يعني انخفاض قدرة الشركات على الوصول إلى الائتمان التجاري من الموردين في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي؛ نظراً لزيادة مخاطر الائتمان خلال هذه الفترات. (ثالثاً) أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يُعدل العلاقة العكسية بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري، وهذا يعني أن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي يُجدد من قدرتها على الوصول إلى الائتمان التجاري من الموردين.

علاوة على ذلك، أوضحت نتائج الاختبارات الإضافية - عند استخدام مقياس آخر لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية - وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري، وهذه النتيجة تتفق مع ما تم التوصل إليه من خلال الاختبارات الأساسية. كما أوضحت أيضاً وجود تأثير عكسي معنوي لكل من إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم القروض البنكية. وعليه، تُشير النتائج العامة للدراسة إلى أن إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثران بشكل عكسي على مصادر التمويل القائمة على الائتمان (حجم الائتمان التجاري، والقروض البنكية).

**الكلمات المفتاحية:** عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، إعادة إصدار القوائم المالية، حجم الائتمان التجاري.

<sup>1</sup> تقديم البحث في 2024/8/10 وقبول نشره في 2024/8/20

## **The Moderating Effect of Economic Policy Uncertainty on the Relationship between Financial Restatements and Trade Credit: An Applied Study**

### **Abstract**

This research aims to investigate the impact of both financial restatements (REST) and economic policy uncertainty (EPU) on trade credit (TC). Additionally, it explores whether EPU has a moderating effect on the relationship between REST and TC. To reach these objectives, an applied study has been conducted on a sample of 107 Egyptian listed companies from 2013 to 2022.

The results of the statistical analysis concluded the following: First, there is an inverse effect of REST on TC, which means that restatement companies face difficulties in obtaining TC from suppliers as a short-term source of finance because of the increase in information asymmetry. Second, there is an inverse effect of EPU on TC, which means that the company's ability to access TC decreases during periods of EPU because of the increase in credit risk. Third, EPU moderates the inverse relationship between REST and TC, which means that restatements during the periods of EPU reduce the company's ability to access TC.

Furthermore, additional tests using another measure of EPU indicated an inverse effect of EPU on TC, which confirms the validity of the main test's results. Additional tests also indicated an inverse effect of REST and EPU on bank loans. Accordingly, the general results of the study indicated that REST and EPU have a negative effect on credit-based financing sources (TC and bank loans).

**Keywords:** Economic uncertainty policy, Financial restatements, Trade credit.

## 1- الإطار العام للبحث

### 1-1 المقدمة وطبيعة المشكلة

يُعتبر الائتمان التجاري عنصراً لا غنى عنه في المعاملات التجارية بين الشركات في السوق، كما يُعتبر أحد المصادر الهامة للتمويل في الأجل القصير، وخاصةً في حالة وجود صعوبات أو قيود على الشركات للحصول على التمويل اللازم من مصادره المختلفة مثل القروض من البنوك؛ حيث تعتمد عليه الشركات كبديل مُحتمل للقروض (Enomoto, 2024; Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022; Su et al., 2021; Aktas et al., 2012).

هذا، وتلعب جودة المعلومات الواردة بالقوائم المالية دوراً كبيراً في تمكين الشركات من الحصول على التمويل اللازم لممارسة أنشطتها المختلفة، وهناك العديد من المؤشرات على مدى جودة ومصداقية القوائم المالية للشركة، ومنها عدم وجود تلاعب أو إدارة أرباح بها (Enomoto, 2024)، وكذلك عدم وجود تعديل للأرقام المحاسبية الواردة بها بعد أن اعتمدت من قبل مراجع الحسابات الخارجي وتم إصدارها للمستخدمين (Dao et al., 2024).

تُعتبر إعادة إصدار القوائم المالية بمثابة أخبار سلبية في السوق تُشير إلى انخفاض جودة المعلومات المحاسبية الواردة بهذه القوائم، ويترتب على ذلك وجود درجة مرتفعة من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم زيادة تكلفة مصادر التمويل الخارجية وبصفة خاصة القروض من البنوك؛ حيث تزداد احتمالات طلب ضمانات إضافية من البنوك بعد قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية، وكذلك تزداد معدلات الفائدة على هذه القروض، وبالتالي يكون هناك صعوبات في الوصول إلى مصادر التمويل من البنوك، ومن ثم تُصبح الشركة مُقيدة مالياً (Shou & Liu, 2022; Abad et al., 2017; Chen et al., 2013; Graham et al., 2008; Shi & Zhang, 2008; Lambert et al., 2007).

وعليه، فإن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية سيكون لديها دوافع للبحث عن مصادر تمويل أخرى، فتلجأ إلى الائتمان التجاري الذي تحصل عليه من الموردين في السوق كمصدر للتمويل في الأجل القصير باعتباره بديلاً للقروض من البنوك (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022; Ma & Goto et al., 2015; Aktas et al., 2012; Giannetti et al., 2011).

في هذا الصدد، تُشير دراستا (Shou and Liu (2022); Dao et al. (2024) إلى أن إعادة إصدار القوائم المالية يُمكن أن يؤثر على حجم الائتمان التجاري وفقاً لأحد احتمالين: الاحتمال الأول، أن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية سوف تعتمد بشكل أكبر على الائتمان التجاري، ويرجع ذلك إلى أن هذه الشركات سيكون لديها درجة مرتفعة من عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات، وهو ما

يفرض قيوداً على الوصول إلى القروض من البنوك، ومن ثم يزداد اعتمادها على الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل، وهو ما تدعمه فرضية الاستبدال (Substitution Hypothesis).

**أما الاحتمال الثاني،** أن إعادة إصدار القوائم المالية يترتب عليه انخفاض الجودة الائتمانية للشركات؛ نظراً لانخفاض جودة المعلومات الواردة بقوائمها المالية، وبالتالي فإن طلبها على الائتمان التجاري قد لا يقابله استعداداً من قبل الموردين لمنحهم ذلك الائتمان، وبمعنى آخر فإن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية لن تتمكن من الحصول على الائتمان التجاري المطلوب (Dao et al., 2024). وهو ما يتفق مع ما أشارت إليه دراستا (Enomoto (2024); Li et al. (2021) بأن الموردين يكون لديهم استعداداً أكبر لمنح الائتمان التجاري للشركات التي تتسم بارتفاع جودة قوائمها المالية؛ نظراً لانخفاض حجم المخاطر لديها وارتفاع درجة الشفافية والمصادقية في المعلومات المالية.

في ضوء ما سبق، يتضح للباحث أن هناك اختلافاً فيما يتعلق بمدى تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه الشركات، فضلاً عن ندرة الدراسات الأجنبية - في حدود علم الباحث - في هذا المجال وهما دراستا (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022)، وبالنسبة للوضع في البيئة المصرية لم يجد الباحث سوى دراسة واحدة - في حدود علمه - قامت باختبار تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على الائتمان التجاري وهي دراسة (صالح، 2019)، ومن ثم يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤل الذي يُثار بشأن ما إذا كان قيام الشركات المصرية بإعادة إصدار قوائمها المالية يُمكن أن يؤثر على حجم الائتمان التجاري الذي تحصل عليه هذه الشركات كمصدر للتمويل في الأجل القصير؟

هذا، ويمر الاقتصاد المصري في الآونة الأخيرة بمجموعة من الإصلاحات الاقتصادية التي بدأت الحكومة المصرية بتطبيقها بدايةً من عام 2016 وحتى 2024، بهدف تحسين الظروف الاقتصادية من خلال تبني حزمة من السياسات الاقتصادية المرتبطة بتحرير سعر الصرف، ومحاولة القضاء على السوق السوداء، وتخفيض مستويات التضخم السائدة، إلا أن وجود تقلبات مستمرة ومنتالية في هذه السياسات الاقتصادية ألقى بظلاله على الوضع الاقتصادي؛ حيث شهدت مصر حالة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ("Economic Policy Uncertainty" EPU)، وهي حالة من عدم التأكد بشأن مدى قيام الحكومة بتطوير سياساتها الاقتصادية، وما هي الإجراءات الاقتصادية التي ستُتخذ، ومتى ستُنفذ، وما هي الآثار الاقتصادية المترتبة على تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد ترتبط حالة عدم التأكد بالسياسات النقدية أو المالية أو التنظيمية، أو النظام الضريبي، أو الإنفاق الحكومي (Vo et al., 2022; Liu & Dong, 2020; Baker et al., 2016).

يُمكن أن يكون لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية تأثيراً كبيراً على قرارات التمويل والاستثمار للشركات؛ حيث يؤدي إلى وجود تقلبات في التدفقات النقدية والأرباح المتوقعة، وتقييد قدرتها على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة، وارتفاع المخاطر التشغيلية، وتدهور كفاءة عمليات الاستثمار، ومن ثم فإن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يمثل عامل خطر اقتصادي مهم وربما أحد أكثر المتغيرات أهمية في عملية اتخاذ القرارات في الشركة وخاصة القرارات التمويلية (Vo et al., 2022).

وفي هذا الصدد، أوضحت العديد من الدراسات أن استراتيجيات الشركات المتعلقة بكيفية حصولها على التمويل اللازم من مصادره المختلفة تتأثر بشكل كبير بحالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية؛ حيث توصل بعضاً من هذه الدراسات إلى وجود انخفاض في حجم القروض التي تحصل عليها الشركات من البنوك في ظل حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، وأن ذلك سوف يقابله زيادة في حجم الائتمان التجاري كبديل للقروض البنكية؛ وهو ما يعني وجود علاقة طردية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وحجم الائتمان التجاري، ويتفق ذلك مع فرضية الاستبدال (Palacín-Sánchez et al., 2019; Zhang et al., 2015; Casey & O'Toole, 2014; Bastos & Pindado, 2013). وعلى العكس من ذلك، توصل البعض الآخر إلى وجود انخفاض في كل من حجم القروض البنكية وحجم الائتمان التجاري؛ نظراً لزيادة مخاطر التخلف عن السداد خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، وهو ما يؤثر عكسياً على مصادر التمويل القائمة على الائتمان بصفة عامة؛ ويشير ذلك إلى وجود علاقة عكسية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وحجم الائتمان التجاري (Tabash et al., 2022; Vo et al., 2022; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Jory et al., 2020; Liu & Dong, 2020). وبالتالي، ما زال هناك اختلافاً بين الدراسات السابقة في تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري.

وبالنسبة للبيئة المصرية، يرى الباحث أن الظروف الاقتصادية غير المستقرة نسبياً، وما نتج عنها من وجود عدم يقين في السياسة الاقتصادية، يُمكن أن يؤثر على الشركات التي تعتمد في هيكل تمويلها على القروض بشكل كبير؛ نظراً لارتفاع معدلات الفائدة على هذه القروض (زيادة تكلفتها)، وعليه فإن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد يكون لها تأثير واضح على حجم الائتمان التجاري باعتباره يُمثل بديلاً محتملاً للقروض البنكية تلجأ إليه الشركات في الأجل القصير في حالة زيادة تكلفة هذه القروض وصعوبة الوصول إليها، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال.

في ضوء ما سبق، يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤل الذي يُثار بشأن ما إذا كانت الشركات العاملة في السوق المصري يُمكن أن تعتمد بشكل أكبر على الائتمان التجاري كبديل لارتفاع تكلفة القروض في ظل حالة عدم اليقين الاقتصادي السائدة؟ أم أن حالة عدم اليقين الاقتصادي قد يترتب عليها

تخفيض حجم الائتمان التجاري الذي تحصل عليه هذه الشركات؟، وفي حدود علم الباحث لا توجد أي دراسات في البيئة المصرية حاولت دراسة هذه العلاقة، وهو ما حفز الباحث لدراستها واختيارها، من أجل التعرف على السلوك التمويلي للشركات المصرية في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي، خاصة وأن اقتصاديات الأسواق الناشئة - مثل مصر - قد تتسم بتزايد حدة حالة عدم اليقين الاقتصادي وضعف قدرة الشركات على التأقلم معها.

علاوةً على ما سبق، فإن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية التي تمر بها مصر مؤخراً يُمكن أن يصاحبها آثار سلبية جوهرية على المعلومات الواردة بالقوائم المالية للشركات؛ حيث قد تتأثر جودة هذه المعلومات إذا ما تم التلاعب بها من قبل الإدارة لإخفاء مدى تأثر وضعها المالي بسبب الظروف الاقتصادية السائدة، أو إذا حاولت الإدارة استغلال الظروف الاقتصادية المُتقلبة لإظهار الوضع المالي للشركة بأقل مما هو عليه بالفعل وذلك لأغراض انتهازية، ولقد أوضحت دراستنا Bermpei et al. (2021); Cui et al. (2022) أنه في ظل حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية تزداد ممارسات إدارة الأرباح من قبل الشركات من أجل محاولة إظهار وضعها المالي بشكل أفضل.

كما أوضحت دراسة كل من الوكيل (2022)؛ أمين (2021)؛ الصباغ (2019)؛ هلاي (2017) أن البيئة المصرية شهدت انتشاراً لظاهرة إعادة إصدار القوائم المالية خلال الفترة من عام 2011 وحتى 2019، ويرى الباحث أن هذه الفترة تتماشى نسبياً مع فترة التقلبات الاقتصادية التي شهدتها مصر مؤخراً، مما قد يشير إلى أن وجود حالة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد أدى إلى زيادة حالات إعادة إصدار القوائم المالية، نتيجةً لوجود أخطاء أو تلاعب بهذه القوائم مما يجعلها غير مُعبّرة عن الأحداث الاقتصادية التي قامت بها الشركة، وقد ينعكس كل ذلك في النهاية على حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه الشركة من الموردين في السوق.

وعليه، يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤل الذي يُثار بشأن ما إذا كانت العلاقة التفاعلية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وإعادة إصدار القوائم المالية يُمكن أن يؤثر على حجم الائتمان التجاري الذي تحصل عليه الشركة. وبمعنى آخر، التحقق مما إذا كان عدم اليقين في السياسة الاقتصادية - كمتغير مُعدّل - يُمكن أن يؤثر على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري. وفي حدود علم الباحث لا يوجد أي دراسات أُجريت لاختبار هذه العلاقة، وهو ما يُمثل فجوة بحثية جديدة، وبالتالي فقد حفز ذلك الباحث لمحاولة دراسة هذه العلاقة من أجل تغطية الفجوة البحثية القائمة.

في ضوء العرض السابق، يحاول البحث الحالي الإجابة عن التساؤلات الآتية:

1- هل هناك تأثير لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة؟

- 2- هل هناك تأثير لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة؟
- 3- هل هناك تأثير مُعدّل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة؟

## 1-2 أهداف البحث

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

- 1- التحقق مما إذا كان إعادة إصدار القوائم المالية يؤثر على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة.
- 2- التحقق مما إذا كان عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثر على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة.
- 3- التحقق من التأثير المُعدّل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة.

## 1-3 أهمية ومساهمات البحث

يستمد البحث أهميته الأكاديمية من خلال المساهمة في فهم تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركات، خاصةً في ظل وجود ندرة في الدراسات السابقة التي حاولت اختبار هذه العلاقة - في حدود علم الباحث -؛ حيث ركزت معظم هذه الدراسات على اختبار تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على كل من حقوق الملكية والديون كمصدر للتمويل. كما يُسهم البحث الحالي في التعرف على تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركات، وفي حدود علم الباحث لا يوجد أي دراسات أُجريت في هذا المجال في البيئة المصرية، وهو ما يحقق فهماً أفضل لتأثير العوامل ذات الصلة بالاقتصاد على حجم الائتمان التجاري كأحد مصادر التمويل.

علاوةً على ما سبق، يُسهم البحث الحالي في اختبار التأثير المُعدّل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري، وفي حدود علم الباحث لا يوجد أي دراسات أُجريت لاختبار هذه العلاقة، وهو ما يمثل مساهمة بحثية جديدة في هذا المجال، وبالتالي تُعتبر الدراسة الحالية استكمالاً للأبحاث المحاسبية وامتداداً لها.

فضلاً عما سبق، تُقدم الدراسة الحالية أسلوباً إضافياً ومختلفاً لقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال ترجيحه بحجم النفقات الرأسمالية للشركات، والهدف من ذلك هو تحويله من متغير يرتبط بالاقتصاد الكلي على مستوى الدولة إلى متغير يرتبط بالاقتصاد الجزئي على مستوى الشركات بشكل أكبر، لكي تُصبح متغيرات الدراسة ذات طبيعة واحدة، - ويوضح الجزء الخاص بقياس المتغيرات بالدراسة

التطبيقية ذلك على نحو أكثر تفصيلاً -، وفي حدود علم الباحث لا يوجد أي دراسات اعتمدت على هذا الأسلوب في القياس، وهو ما يُمثل مساهمة بحثية جديدة.

وفيما يتعلق بالأهمية العملية للبحث، من المتوقع أن تساعد نتائج هذا البحث الشركات والجهات التنظيمية المختلفة في تحقيق فهم أفضل لأهمية الدور الذي تلعبه جودة القوائم المالية وخلوها من التعديلات في التأثير على مصادر التمويل المختلفة وعلى وجه الخصوص الائتمان التجاري، ومن ثم قد تحاول الشركات التقليل من حجم التعديلات الواردة بقوائمها المالية من أجل تحسين جودتها، وكذلك تهتم الجهات التنظيمية بوضع القوانين التي تُسهم في زيادة جودة هذه القوائم، وهو ما يضمن في النهاية وصول الشركات إلى التمويل اللازم لأنشطتها المختلفة.

إضافةً لما سبق، فمن المتوقع أن تُلقي نتائج البحث الحالي الضوء على مدى تأثير حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مصادر التمويل المختلفة مثل القروض والائتمان التجاري، وهو ما يُمكن أن يساعد مديري الشركات على فهم أهمية العوامل الاقتصادية في التأثير على قرارات التمويل، ومن ثم قيامهم بتعديل ووضع استراتيجيات التمويل الملائمة للظروف الاقتصادية السائدة.

#### 1-4 منهج البحث

يتبع البحث الحالي فلسفة البحث الإيجابية (Positivism)، وهي تعتمد على: (1) المنهج الكمي، الذي يركز على جمع البيانات الكمية واستخدام النماذج الإحصائية. (2) المدخل الاستنباطي، الذي يقوم على أساس وجود نظرية أو فرضية تُفسر العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة - مثل فرضية الاستبدال أو الإحلال ونظرية الإشارة في البحث الحالي -، ثم بعد ذلك يتم اشتقاق فروض البحث في ضوء هذه النظرية أو الفرضية، وتصميم طريقة البحث اللازمة لجمع البيانات وتحليلها إحصائياً من أجل اختبار الفروض وإثبات مدى صحتها (Tabash et al., 2022; Collis & Hussey, 2014; Saunders et al., 2019).

#### 1-5 حدود البحث

يخرج عن نطاق التطبيق والدراسة في البحث الحالي ما يلي:

- القطاع المالي المُتمثل في القطاع المصرفي (البنوك)، والمؤسسات المالية غير المصرفية؛ نظراً لما يتمتع به هذا القطاع من طبيعة خاصة، فضلاً عن عدم قيامه بمنح الائتمان التجاري لعملائه وإنما يوفر خدمة منح القروض، وبالتالي فإنه ليس ذا صلة بموضوع البحث الحالي، والذي يركز على الائتمان التجاري بشكل أساسي.

- لا يركز البحث الحالي على المصادر المختلفة للتمويل، ويقتصر فقط على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة من الغير (الموردين أو الدائنين).

## 1-6 توبيو أو خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وأهدافه، فسوف يُستكمل على النحو الآتي، **القسم الثاني**: يتناول الإطار النظري للبحث، والذي يعرض الائتمان التجاري للشركات وأهم العوامل المؤثرة عليه. أما **القسم الثالث**: فيعرض الدراسات السابقة التي قامت باختبار العلاقات بين المتغيرات محل الدراسة، وكذلك يوضح فروض البحث التي سيتم صياغتها واختبارها. **ويتناول القسم الرابع**: الدراسة التطبيقية، حيث يتم عرض منهجية البحث المتبعة، واختبار فروض البحث إحصائياً، ومناقشة النتائج التي تم التوصل إليها وتفسيرها، ومقارنتها مع نتائج الدراسات السابقة. أما **القسم الخامس**: فيتناول الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية.

## 2- الإطار النظري للبحث

### 1-2 حجم الائتمان التجاري

يُعد الائتمان التجاري أحد مصادر التمويل التي تعتمد عليها الشركات في الأجل القصير، ويأتي في المرتبة الثانية بعد الائتمان المصرفي، وتزداد أهميته على نحو كبير في حالة وجود قيود على المصادر المختلفة للتمويل مثل القروض من البنوك؛ حيث تعتمد عليه الشركات كبديل لهذه القروض من أجل توفير التمويل اللازم لأنشطتها (Dao et al., 2024; Tabash et al., 2022; Jory et al., 2020; Su et al., 2021; Liu & Dong, 2020; Zhang et al., 2015). ويختلف الائتمان التجاري عن القروض التقليدية في أنه يُمنح بواسطة الموردين - الذين يمثلون مؤسسات غير مالية - إلى عملائهم ويقتصر هدفه على شراء السلع أو الخدمات (Dao et al., 2024).

هذا، ويُقصد بالائتمان التجاري أنه الائتمان المُقدم للعملاء من قِبَل الموردين، والذين يسمحون للعملاء بشراء البضائع ومستلزمات الإنتاج على الحساب ودفع ثمنها في وقت لاحق (Shou & Liu, 2022; Li et al., 2021). كما يُمكن تعريفه بأنه شكل من أشكال التمويل يُقدّم فيه الموردون السلع أو الخدمات لعملائهم مع السماح لهم بتأخير سداد قيمتها خلال فترة محددة اعتماداً على جدارتهم الائتمانية (Cuñat & Garcia-Appendini, 2012; Liu & Dong, 2020)، أو هو تعاقد تمويلي بين طرفين (العميل والمورد) يُسمح فيه للعميل بالحصول على السلع أو الخدمات دون سداد ثمنها فوراً (Shi, 2022).

وفي هذا الصدد، تجدر الإجابة على التساؤل التالي: لماذا تلجأ الشركات إلى الحصول على الائتمان التجاري من الموردين، في حين أنه يُمكن للمؤسسات المالية الأكثر تخصصاً في هذا المجال توفير التمويل

اللازم لها من خلال عملية الاقتراض؟ فضلاً عن ذلك يشير Zhang et al. (2015) إلى أن الائتمان التجاري يكون مقيداً بشراء السلع أو الخدمات من الشركات المانحة للائتمان، ومن ثم فهو أقل مرونة من القروض البنكية.

هذا، ويُمكن تفسير ما سبق في ضوء الفرضيتين الآتيتين: **الفرضية الأولى**، فرضية الاستبدال أو الإحلال (Substitution Hypothesis)، ووفقاً لها فإن الائتمان التجاري والقروض البنكية يُعتبران بدائل لبعضهما البعض، أي أن الشركات تعتمد بشكل أكبر على الائتمان التجاري عندما تواجه صعوبات في الحصول على التمويل اللازم من البنوك (القروض). وعلى العكس من ذلك، إذا كانت الشركة تعتمد بشكل كبير في هيكل تمويلها على القروض فإن ذلك قد يقابله انخفاض في حجم الائتمان التجاري لديها. وأما **الفرضية الثانية**، هي فرضية الإشارة (Signaling Hypothesis)، ووفقاً لها فإن الشركات التي تواجه صعوبات في الحصول على تمويل من البنوك قد تستهدف زيادة حجم الائتمان التجاري كإشارة منها على جودتها الائتمانية وقدرتها على السداد، وهو ما قد يُمكنها من الوصول إلى التمويل الذي تحتاجه من البنوك. وبالتالي، فإن الائتمان التجاري والاقتراض وفقاً لهذه الفرضية لن يكونا بالضرورة بديلين، بل قد يكونان مكملين لبعضهما (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022; Goto et al., 2015; Aktas et al., 2012; Giannetti et al., 2011).

نظراً لأهمية الائتمان التجاري في المعاملات التجارية بين الشركات، فإن هناك ضرورة للتعرف على بعض العوامل التي يُمكن أن تؤثر عليه، ومن بين هذه العوامل - التي يركز عليها البحث الحالي - إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية.

## 2-2 إعادة إصدار القوائم المالية

تقوم الشركة بإعادة إصدار قوائمها المالية إذا تبين أنها أعدت بشكل لا يتوافق مع مبادئ المحاسبة المتعارف عليها، أو أنها تحتوي على أخطاء في بعض الأرقام المحاسبية الواردة بها، وبالتالي فإن إعادة إصدار القوائم المالية هو تصحيح لمعلومات مالية غير دقيقة أو خاطئة كانت واردة في القوائم المالية التي سبق نشرها (Shou & Liu, 2022; Chen et al., 2013; Durnev & Mangen, 2009)، كما عرفها John et al. (2015) بأنها حدث يتطلب من الشركة إعادة إصدار القوائم المالية التي سبق نشرها بسبب وجود أخطاء أو غش في هذه القوائم.

وفقاً لما سبق، فإن إعادة إصدار القوائم المالية قد يتم بسبب الأخطاء غير المقصودة والتي قد تكون ناتجة عن التطبيق الخاطيء لمبادئ المحاسبة المتعارف عليها، أو بسبب الغش الذي يتم بشكل متعمد ويؤدي إلى تشويه وتحريف القوائم المالية (صالح، 2019؛ Hennes et al., 2008). وعليه، يُمثل

إعادة إصدار القوائم المالية آلية مهمة للإبلاغ عن حالات المخالفات الجسيمة أو الجوهرية والأخطاء في الأرقام المحاسبية للأطراف أصحاب المصالح (Hu et al., 2024).

هذا، ويُعتبر إعادة إصدار القوائم المالية أحد المؤشرات الهامة على الفشل المحاسبي، ووجود خلل في النظام الذي يشمل كل من إدارة الشركة ولجنة المراجعة ومراجع الحسابات الخارجي، كما أنه قد يُلقى بظلال من الشك على نزاهة الإدارة ويضُر بسمعة الشركة، مما يُعرضها للتدقيق التنظيمي أو التقاضي (Dao et al., 2024).

علاوةً على ما سبق، فإن إعادة إصدار القوائم المالية قد يؤدي إلى خلق أزمة ثقة فيما يتعلق بجودة المعلومات المالية التي تقدمها الشركة لمختلف الأطراف أصحاب المصالح، وبصفة خاصة المستثمرين والدائنين؛ نظراً لأن القوائم المالية المُعاد إصدارها قد تُشير إلى اكتشاف تحريفات جوهرية بسبب الغش أو الأخطاء، وهو ما يعني انخفاض مصداقية هذه القوائم وزيادة درجة عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يؤثر على الجودة الائتمانية للشركات، ومن ثم يُخفض قدرتها على الحصول على التمويل اللازم من المصادر الخارجية وخاصةً القروض من البنوك بسبب زيادة تكلفتها بشكل جوهري (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022; Wu et al., 2016; John et al., 2015; Wilson, 2008; Graham et al., 2008; Shi & Zhang, 2008).

وعليه، فإن الشركات قد تبحث عن مصادر تمويل أخرى بديلة فتلجأ إلى زيادة حجم الائتمان التجاري كمصدر للتمويل في الأجل القصير؛ ففي ظل زيادة القيود المالية على الشركات وصعوبة الوصول إلى أسواق الدين قد يكون الائتمان التجاري هو البديل الملائم للقروض، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال أو الإحلال. وعلى النقيض من ذلك، فإن زيادة درجة عدم تماثل المعلومات وصعوبة تقييم الجدارة الائتمانية للشركات قد يُجد من قدرتها على الوصول إلى الائتمان التجاري أيضاً (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022; Chen et al., 2013; Lambert et al., 2007).

## 2-3 عدم اليقين في السياسة الاقتصادية

يعتبر استقرار السياسات الاقتصادية عاملاً جوهرياً في تحقيق استقرار الأسواق المالية وأداء الشركات واستمراريتها. وعلى العكس من ذلك، فإن التقلبات المستمرة والمتتالية في السياسات الاقتصادية خلال فترة معينة ستؤدي إلى وجود حالة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية للدولة، وهو ما قد يترتب عليه وجود حالة من عدم التوازن في الأسواق المالية وعدم الاستقرار في أداء الشركات.

هذا، ويشير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية إلى مجموعة من الأحداث الاقتصادية غير المؤكدة التي قد تعوق أداء الأنشطة الاقتصادية المختلفة بشكل طبيعي، أو هو عبارة عن المخاطر الاقتصادية

التي تنشأ نتيجة عدم التأكد بشأن السياسات التي تتبعها الحكومة فيما يتعلق بالقضايا الاقتصادية (Tabash et al., 2022)، ويشير El Ghoul et al. (2021) إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية هو حالة من عدم التأكد بشأن الإجراءات التي ترغب الحكومة في تنفيذها ويكون لها تأثير على البيئة الاقتصادية، في حين أوضح Baker et al. (2016) بأنه حالة من عدم التأكد بشأن مدى قيام الحكومة بتطوير سياساتها الاقتصادية، وما هي الإجراءات الاقتصادية التي ستُتخذ، ومتي ستُنفذ، وما هي الآثار الاقتصادية المترتبة على تنفيذها أو عدم تنفيذها.

علاوةً على ما سبق، يُمكن القول بأن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية هو حالة من عدم التأكد بشأن مدى قيام الحكومة بتطوير سياساتها الاقتصادية، وقد ترتبط حالة عدم التأكد بالسياسات النقدية أو المالية أو التنظيمية، أو النظام الضريبي، أو الإنفاق الحكومي (Vo et al., 2022; Liu & Dong, 2020; Baker et al., 2016).

في ضوء ما سبق، يُمكن للباحث أن يُعرف عدم اليقين في السياسة الاقتصادية بأنه حالة من عدم التأكد بخصوص السياسات الاقتصادية التي قد تتبناها الحكومة في المستقبل مقارنة بالسياسات الاقتصادية القائمة، وتوقيت تنفيذ هذه السياسات، وكيفية تنفيذها، والآثار المترتبة عليها.

يختلف عدم اليقين في السياسة الاقتصادية عن حالة عدم التأكد على مستوى الشركات؛ حيث إن عدم اليقين الاقتصادي ينتج عن وجود تقلبات أو تغيرات في السياسات الاقتصادية التي تُنفذها الحكومة، وبالتالي فإنه يخرج عن سيطرة إدارة الشركة إلى حد كبير، ويكون أكثر صعوبة في التحوط منه وإدارة المخاطر الناتجة عنه، وذلك على العكس من حالة عدم التأكد على مستوى الشركة والتي يُمكن أن تخضع لسيطرة وتحكم الإدارة بشكل أكبر (El Ghoul et al., 2021; Liu & Dong, 2020).

هذا، ويُمثل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية عامل خطر اقتصادي مهم، وربما أحد أكثر المتغيرات أهمية في عملية اتخاذ القرارات في الشركات وخاصةً القرارات التمويلية؛ حيث يؤدي إلى تقييد قدرتها على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة، وخاصةً الاقتراض من البنوك؛ نظراً لزيادة مخاطر الائتمان خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، ومن ثم قد تلجأ الشركات إلى الائتمان التجاري كمصدر تمويل بديل للقروض وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال أو الإحلال. وعلى النقيض من ذلك، فإن زيادة مخاطر الائتمان بشكل كبير قد يُحد من قدرة الشركات على الوصول إلى الائتمان التجاري أيضاً (Tabash et al., 2022; Vo et al., 2022; D'Mello & Toscano, 2020; Zhang et al., 2015).

بناءً على ما تقدم، فإن الائتمان التجاري كمصدر للتمويل قد يكون بديلاً للقروض من البنوك، ويتأثر ذلك بإعادة إصدار الشركات لقوائمها المالية، وكذلك حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، ومن ثم سوف يقوم الباحث فيما يلي بعرض الكتابات المحاسبية ذات الصلة بهذه المتغيرات.

### 3- الدراسات السابقة واشتقاق فروض البحث

قام الباحث بتقسيم الدراسات السابقة إلى مجموعتين: تتضمن المجموعة الأولى، الدراسات التي تناولت العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري. بينما تتضمن المجموعة الثانية، الدراسات التي تناولت العلاقة بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وحجم الائتمان التجاري.

#### 3-1 المجموعة الأولى: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين إعادة إصدار القوائم

##### المالية وحجم الائتمان التجاري

قامت العديد من الدراسات السابقة في مجال المحاسبة بدراسة أهمية الدور الذي تلعبه جودة القوائم المالية في التأثير على خيارات التمويل المختلفة، وخلصت تلك الدراسات إلى أن الشركات التي تُصدر قوائم مالية ذات جودة مرتفعة تتمكن من الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة بشكل أفضل؛ نظراً لانخفاض درجة عدم تماثل المعلومات وانخفاض مخاطر الائتمان لدى هذه الشركات، ومن أمثلة هذه الدراسات (Enomoto, 2024; Zadeh et al., 2023; Palacín-Sánchez et al., 2022; Shi, 2022; Li et al., 2021; García-Teruel et al., 2014; Bhattacharya et al., 2013; Chen et al., 2013; Ma et al., 2012). إلا أن معظم هذه الدراسات ركزت بشكل أساسي على مصادر التمويل المُتمثلة في حقوق الملكية أو الديون فقط، ولم تركز على الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل في الأجل القصير. فضلاً عن ذلك، لم تأخذ في اعتبارها إعادة إصدار القوائم المالية كأحد المؤشرات الهامة على جودة القوائم المالية.

وفي هذا الصدد، قامت دراسة (Dao et al., 2024) باختبار مدى تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه الشركات، بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية المُقيدة في البورصة والبالغ عددها 5904 شركة (40971 مشاهدة)، وذلك خلال الفترة من عام 2000 وحتى 2016، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية خلال السنة الحالية (t) تميل إلى الاعتماد بشكل أكبر على الائتمان التجاري كمصدر للتمويل في السنة التالية لها (t+1)؛ وهو ما يعني زيادة حجم الائتمان التجاري للشركات التي قامت بإعادة إصدار قوائمها المالية مقارنة بغيرها من الشركات الأخرى التي لم تقم بإعادة إصدارها، كما أوضحت النتائج أن حجم الائتمان التجاري خلال الفترة التالية لقيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية أكبر من الفترة السابقة لإعادة

الإصدار. ويُمكن تفسير ذلك بأن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية تعاني من صعوبات في الحصول على التمويل اللازم من البنوك، وبالتالي تلجأ إلى الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال والتي تُشير إلى أن الائتمان التجاري والقروض البنكية تُعتبر مصادر تمويل بديلة لبعضها البعض.

وفي نفس السياق، توصلت دراسة (Shou and Liu (2022) من خلال التطبيق على الشركات الأمريكية المُقيدة بالبورصة (3357 مشاهدة) خلال الفترة من عام 1995 وحتى 2019، إلى أن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية سوف يؤدي إلى انخفاض كبير في مصداقية وموثوقية المعلومات المالية الواردة بهذه القوائم وزيادة درجة عدم التماثل بها، فضلاً عن زيادة مخاطر الائتمان لهذه الشركات، الأمر الذي يؤثر سلباً على حجم الائتمان الممنوح لها من قبل البنوك، وهو ما يدفعها إلى الاعتماد بشكل كبير على الائتمان التجاري كمصدر تمويل بديل للقروض البنكية.

وفي البيئة المصرية، قامت دراسة صالح (2019) بدراسة أثر إعادة إصدار القوائم المالية على قرارات منح الائتمان، وذلك من خلال التطبيق على عينة تتكون من (33) شركة من الشركات المُقيدة بالبورصة خلال الفترة من عام 2011 وحتى 2017، وتوصلت النتائج إلى وجود علاقة عكسية معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية والائتمان المصرفي (القروض من البنوك)؛ مما يعني أن البنوك قد تكون مُحفظة عند منح الائتمان للشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية، كما توصلت إلى وجود علاقة طردية معنوية بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري، وهو ما يتسق مع الفرضية السائدة بأن الائتمان التجاري قد يكون بديلاً للائتمان المصرفي بالنسبة للشركات المُقيدة مالياً.

### 3-2 التعليق على المجموعة الأولى من الدراسات السابقة

يُشير كل من صالح (2019)؛ Shou and Liu (2022)؛ Dao et al. (2024) إلى أن إعادة إصدار القوائم المالية يُمكن أن يؤثر على حجم الائتمان التجاري وفقاً لأحد احتمالين: الاحتمال الأول، أن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية سوف تعتمد بشكل أكبر على الائتمان التجاري بعد عملية إعادة الإصدار، ويرجع ذلك إلى وجود درجة مرتفعة من عدم التأكد وعدم تماثل المعلومات، وهو ما يفرض قيوداً على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة وبصفة خاصة القروض من البنوك، وبالتالي سوف تبحث الشركات عن مصدر بديل للتمويل وهو الائتمان التجاري. وفي الوقت ذاته، سيكون الموردون على استعداد لتمويل هذه الشركات حتى وإن كانت جودة الائتمان الخاصة بهم موضع شك؛ حيث قد يكون لدى الموردون ميزة معلوماتية ورؤية مختلفة عن تلك التي تمتلكها المؤسسات المالية فيما يتعلق بتقييم الجدارة الائتمانية ومراقبة مخاطر الائتمان لعملائهم؛ نظراً لأنه يُمكنهم الحصول على المعلومات اللازمة عن العملاء بتكلفة منخفضة من خلال قنوات خاصة، وبالتالي قد لا يعتمدون بشكل أساسي على المعلومات

التي توفرها القوائم المالية، وهو ما يُمكنهم من التعامل مع مشاكل عدم تماثل المعلومات وعدم جودتها دون التأثير بها بشكل كبير مقارنة بغيرهم من الأطراف (البنوك).

فضلاً عما سبق، فإن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية نتيجةً لوجود تعديل في بعض البنود ليس بالضرورة معناه وجود ضعف في الجدارة الائتمانية للشركات وعدم قدرتها على السداد، وبالتالي قد لا يكون لدى الموردين دوافع قوية لمنع أو تخفيض حجم الائتمان الممنوح للشركات التي قامت بإعادة إصدار قوائمها المالية، خاصةً إذا اعتبر الموردون أن عملاءهم يواجهون تحديات مؤقتة ويُمكنهم التعافي منها.

يُمكن تفسير ما سبق، في ضوء الفرضيتين الآتيتين: الفرضية الأولى، فرضية الاستبدال أو الإحلال (Substitution Hypothesis)، والتي تُشير إلى أن الشركات تعتمد بشكل أكبر على الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل عندما تواجه صعوبات أو قيود في الحصول على القروض من البنوك. والفرضية الثانية، فرضية الإشارة (Signaling Hypothesis)، والتي تُشير إلى أن الشركات تستهدف زيادة حجم الائتمان التجاري كإشارة منها على جودتها الائتمانية وقدرتها على السداد، من أجل الوصول إلى التمويل الذي تحتاجه من البنوك (Dao et al., 2024)، وهو ما أكدته كل من (Shou and Liu (2022); Ma and Ma (2020); Goto et al. (2015); Aktas et al. (2012); Giannetti et al. (2011) بأن مديري الشركات يستخدمون الائتمان التجاري لإرسال إشارات إيجابية إلى الأطراف الخارجية في السوق - وخاصةً المؤسسات المالية - على جودتهم الائتمانية المرتفعة، وقدرتهم على السداد، وهو ما قد يُسهم في تحسين قدرتهم على الحصول على القروض البنكية.

**أما الاحتمال الثاني،** فهو أن إعادة إصدار القوائم المالية يترتب عليه انخفاض جودة المعلومات المحاسبية الواردة بها ووجود درجة مرتفعة من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم انخفاض الجدارة الائتمانية لدى الشركات، وبالتالي فإن طلبها على الائتمان التجاري لا يقابله استعداد من قبل الموردين لمنحهم ذلك الائتمان، وبمعنى آخر فإن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية يكون لديها حجم ائتمان تجاري أقل بعد عملية إعادة الإصدار (Dao et al., 2024)، وقد يرجع ذلك إلى قيام مانحي الائتمان (الموردون) بإثارة تساؤلات حول صحة قرارهم بمنح الائتمان التجاري والذي كان يعتمد سابقاً على معلومات مالية جيدة، والتي أصبحت تحتوي على أخطاء جوهرية، وبالتالي قد يقومون بتخفيض حجم الائتمان الممنوح للشركة.

**بالرجوع إلى نتائج الدراسات السابقة** التي حاولت اختبار تأثير إعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري وهما دراستا (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022)، ودراسة صالح (2019) في البيئة المصرية، وجد الباحث أن نتائج هذه الدراسات إتفقت في وجود تأثير طردي لإعادة إصدار

القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري؛ بمعنى أن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية سوف تلجأ إلى زيادة حجم الائتمان التجاري كمصدر بديل للقروض البنكية، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال أو الإحلال.

ونظراً لأهمية الدور الذي تلعبه جودة القوائم المالية في التأثير على الائتمان التجاري كمصدر للتمويل في الأجل القصير، فضلاً عن ندرة الدراسات السابقة في هذا المجال، فسوف يحاول البحث الحالي التحقق مما إذا كان قيام الشركات العاملة في البيئة المصرية بإعادة إصدار قوائمها المالية قد يدفعها إلى الاعتماد على الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل، وحيث إن الدراسات السابقة توصلت نتائجها إلى وجود تأثير لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري، فإنه يتم صياغة الفرض الأول للبحث كفرض بديل تماشياً مع نتائج هذه الدراسات، وذلك على النحو الآتي:

الفرض الأول ( $H_1$ ): يوجد تأثير معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

### 3-3 المجموعة الثانية: الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين عدم اليقين في

#### السياسة الاقتصادية وحجم الائتمان التجاري

يؤثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية بشكل أو بآخر في بيئة الأعمال، وينعكس ذلك بشكل مباشر على الأنشطة الاقتصادية التي تمارسها الشركات (Gulen & Ion, 2016)، ويُعتبر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية اتجاهاً بحثياً حديثاً تم التركيز عليه مؤخراً في كتابات الاقتصاد المالي والمحاسبة والتمويل، نظراً لعواقبه المحتملة على القرارات المختلفة للشركات؛ حيث تُظهر الشركات ردود أفعال قوية تجاه التقلبات الاقتصادية ويظهر ذلك واضحاً في العديد من الجوانب، مثل: قراراتها الاستثمارية (Chen et al., 2019; Gulen & Ion, 2016)، وأدائها المالي (Feng et al., 2023)، وكذلك القرارات ذات الصلة بهيكل رأس المال (Tabash et al., 2022; Li & Qiu, 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Zhang et al., 2015).

وعلى الرغم من أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يرتبط بالاقتصاد الكلي على مستوى الدولة إلا أنه يُمكن أن يؤثر بشكل كبير على قرارات الشركات المرتبطة بتوفير التمويل من مصادره المختلفة، مثل القروض والائتمان التجاري، وفي هذا الصدد قامت دراسة (Tabash et al. (2022 باختبار تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مصادر التمويل المختلفة، من خلال التطبيق على (5722) شركة في العديد من الدول الآسيوية وهي الصين والهند واليابان وباكستان وسنغافورة وكوريا الجنوبية، وذلك في الفترة من عام 2007 وحتى 2016، ولقد توصلت نتائج التحليل الإحصائي إلى أن عدم اليقين في السياسة

الاقتصادية له تأثير عكسي على كل من حجم القروض من البنوك، وحجم الائتمان التجاري الممنوح للشركات من الغير؛ ويُمكن تفسير ذلك بزيادة مخاطر الائتمان خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، ومن ثم تميل البنوك إلى تخفيض القروض الممنوحة لعملائها، كما تكون فرص المعاملات القائمة على الائتمان التجاري بين الشركات في السوق محدودة؛ حيث تنخفض عقود البيع والشراء الآجلة خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، ومن ثم يُمكن القول بأن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية له تأثير سلبي واضح على خيارات التمويل المتاحة أمام الشركات.

إضافةً لما سبق، توصلت دراسة (D'Mello and Toscano (2020) من خلال التطبيق على الشركات الأمريكية المُقيّدة بالبورصة بإجمالي عدد مشاهدات بلغ (125193) خلال الفترة من عام 1986 وحتى 2016، إلى انخفاض حجم الائتمان التجاري خلال الفترات التي تزداد فيها درجة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (علاقة عكسية)؛ ويرجع ذلك إلى أن الشركات تستجيب بشكل سريع لأيّ تغييرات أو تقلبات اقتصادية، ويظهر ذلك واضحاً في انخفاض حجم المعاملات التجارية القائمة على الائتمان.

وأضافت دراستا (Jory et al. (2020); Love and Zaidi (2010) أن الشركات المانحة للائتمان (الموردون) قد تتشدد في شروط الائتمان في ظل ظروف عدم اليقين الاقتصادي؛ حيث تُخفض من قيمة الائتمان الممنوح، وتُقلص الفترة الزمنية اللازمة للحصول من العملاء. وبناءً عليه، فإن الائتمان التجاري لا يُعتبر بديلاً عن القروض البنكية في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي.

هذا، ولقد توصلت الدراسات الآتية (Vo et al. (2022); Su et al. (2021); Liu and Dong (2020) إلى نفس النتائج السابقة والتي تُشير إلى أن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يترتب عليه زيادة مخاطر التخلف عن السداد، ومن ثم وجود قيود على الشركات للوصول إلى مصادر التمويل الخارجية، ويؤثر ذلك بشكل عكسي على كل من حجم القروض البنكية التي يُمكن أن تحصل عليها الشركات من البنوك، وحجم الائتمان التجاري الممنوح لها من الغير.

وعلى العكس مما سبق، تُشير بعض الدراسات الأخرى إلى وجود تأثير طردي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري؛ حيث توصلت دراسة (Zhang et al. (2015) من خلال التطبيق على الشركات الصينية المُقيّدة في البورصة خلال الفترة من عام 2003 وحتى 2013، إلى أن زيادة درجة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يصاحبها انخفاض في حجم القروض التي يُمكن أن تحصل عليها الشركات من البنوك، وفي المقابل فإن الشركات تميل إلى استخدام الائتمان التجاري كبديل للقروض البنكية من أجل الحصول على التمويل اللازم لأنشطتها المختلفة في الأجل القصير.

كذلك أوضحت دراسة كل من Palacín-Sánchez et al. (2019); Casey and O'Toole (2013); Bastos and Pindado (2014) أن الشركات تميل إلى الاعتماد بشكل أكبر على الائتمان التجاري كخيار بديل للتمويل من البنوك وخاصةً خلال فترات الأزمات المالية أو التقلبات الاقتصادية.

في ضوء ما سبق، يُمكن القول بأنه في الوقت الذي من المتوقع أن تؤدي العواقب الناجمة عن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، مثل: زيادة تكاليف الاقتراض وارتفاع مخاطر التخلف عن السداد وارتفاع درجة عدم التماثل في المعلومات، إلى تخفيض حجم الائتمان التجاري، إلا أن تأثير الاستبدال (Substitution Effect) بين القروض البنكية والائتمان التجاري يؤدي إلى زيادة اعتماد الشركات على الائتمان التجاري - كأحد الأشكال البديلة للتمويل في الأجل القصير وخاصةً في أوقات عدم اليقين الاقتصادي-؛ وهو ما يعني وجود علاقة طردية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية والائتمان التجاري (Vo et al., 2022).

### 3-4 التعليق على المجموعة الثانية من الدراسات السابقة

بتحليل نتائج الدراسات السابقة التي حاولت اختبار تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري، وجد الباحث اختلافاً بين نتائج هذه الدراسات؛ حيث توصل بعضاً منها إلى انخفاض حجم القروض البنكية، وزيادة حجم الائتمان التجاري كبديل للقروض البنكية في ظل حالة عدم اليقين الاقتصادي (Palacín-Sánchez et al., 2019; Zhang et al., 2015; Casey & O'Toole, 2013; Bastos & Pindado, 2014)، وهو ما يعني وجود تأثير طردي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري. في حين توصل البعض الآخر إلى انخفاض حجم القروض البنكية وحجم الائتمان التجاري؛ نظراً لزيادة مخاطر الائتمان خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي (Tabash et al., 2022; Vo et al., 2022; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Jory et al., 2020; Liu & Dong, 2020)، وهو ما يعني وجود تأثير عكسي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري.

هذا، ويُمكن تفسير النتائج السابقة من وجهة نظر جانبي العرض والطلب؛ حيث تُشير وجهة النظر التي تُمثل جانب العرض، إلى أن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية تتسبب في زيادة درجة عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين، وزيادة التقلبات في التدفقات النقدية وحجم السيولة، وانخفاض القيمة السوقية للشركة، ومن ثم زيادة مخاطر التخلف عن السداد، وهو ما يترتب عليه قيام البنوك بتخفيض حجم القروض الممنوحة لعملائها، وزيادة تكلفة هذه القروض خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي (Tabash et al., 2022; Li & Qiu, 2021; Su et al., 2021; Stolbov & Shchepeleva, 2020; D'Mello & Toscano, 2020; Zhang et al., 2015).

وفي المقابل، فإن الشركات التي تمنح الائتمان (الموردون) قد يكون لديهم استعداد لتوفير التمويل اللازم لعملائهم، وذلك في ضوء معلومات وتحليلات لمخاطر الائتمان مبنية على خبراتهم وتعاملاتهم السابقة مع هؤلاء العملاء، وكذلك رغبةً منهم في الحفاظ على استقرار حجم المبيعات والإيرادات في ظل ظروف عدم اليقين الاقتصادي المرتفعة، وهو ما قد يدفعها إلى تخفيف شروط الائتمان وزيادة حجم الائتمان الممنوح للعملاء، الأمر الذي يعني زيادة حجم الائتمان التجاري المعروض. وعلى العكس من ذلك، قد لا يكون الموردون على استعداد لمنح الائتمان للعملاء؛ نظراً لانخفاض جدارتهم الائتمانية وزيادة مخاطر الائتمان في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي، وبالتالي قد يتشدد الموردون في شروط منح الائتمان من حيث تخفيض قيمة الائتمان الممنوح وتقليص الفترة الزمنية اللازمة للحصول، وهو ما يعني انخفاض حجم الائتمان التجاري المعروض (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022; Tabash et al., 2022; Vo et al., 2022; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Jory et al., 2020; Daripa & Nilsen, 2011; Molina & Preve, 2009)

**أما من وجهة النظر التي تُمثل جانب الطلب،** تميل الشركات خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي إلى تخفيض حجم استثماراتها الحالية والمستقبلية بسبب ارتفاع مخاطر فشل هذه الاستثمارات، وهو ما يؤدي إلى تقليل الطلب من قبل هذه الشركات على أي تمويل إضافي أو جديد من البنوك، وخاصةً في ظل ارتفاع تكلفته ووجود صعوبات وقيود في الحصول عليه (Tabash et al., 2022; Chen et al., 2019; Phan et al., 2018; Gulen & Ion, 2016; Zhang et al., 2015)

فضلاً عن ذلك، فإن اعتماد الشركات على القروض يخلق التزاماً ثابتاً بدفع الفائدة وهو ما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر السيولة ويفتح الطريق أمام المزيد من التقلبات في الوضع المالي للشركات خلال فترات عدم الاستقرار الاقتصادي، وبالتالي فإن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية سيؤثر على تفضيلات الشركات للتمويل بالقروض ويدفعها إلى البحث عن مصادر تمويل أخرى لتلبية احتياجاتها التمويلية في الأجل القصير، فتقوم بزيادة درجة اعتمادها على الائتمان التجاري كبديل للقروض من البنوك حتى تتمكن من شراء السلع والخدمات ومستلزمات الإنتاج الضرورية؛ وهو ما يعني زيادة الطلب على الائتمان التجاري (Tabash et al., 2022; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Zhang & Gregoriou, 2019)

اختصاراً لما سبق، يُمكن القول بأنه في ظل عدم اليقين في السياسة الاقتصادية تقوم الشركات بزيادة الطلب على الائتمان التجاري كبديل للقروض، وقد يقابل هذا الطلب المتزايد: (1) استعداد من قبل الموردون لمنحهم الائتمان (زيادة الائتمان التجاري المعروض)، وهو ما يعني وجود علاقة طردية بين حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وحجم الائتمان التجاري، ويدعم ذلك فرضية الاستبدال أو الإحلال

والتي تُشير إلى أن الائتمان التجاري يمثل بديلاً للقروض في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي. (2) أو قد يقابله رفض لمنح الائتمان (انخفاض الائتمان التجاري المعروف)؛ نظراً لزيادة مخاطر التخلف عن السداد، وهو ما يعني وجود علاقة عكسية بين حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وحجم الائتمان التجاري. وعليه، فإن تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على الائتمان التجاري ما زال غير واضحاً بعد في الدراسات السابقة.

وبالنسبة للوضع في البيئة المصرية، تمر مصر بظروف اقتصادية غير مستقرة نسبياً أدت إلى تزايد حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، وهو الأمر الذي يُمكن أن يؤثر على الشركات التي تعتمد بشكل كبير في هيكل تمويلها على القروض؛ نظراً لارتفاع معدلات الفائدة عليها (زيادة تكلفتها)، وبالتالي فإن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد تدفع الشركات العاملة في البيئة المصرية إلى الاعتماد على الائتمان التجاري كبديل للقروض، وفي ظل عدم وجود أي دراسات في البيئة المصرية حاولت اختبار مدى تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري، فسوف يحاول البحث الحالي فهم الدور الذي يُمكن أن يلعبه عدم اليقين الاقتصادي في القرارات التمويلية على مستوى الشركات المصرية، وحيث إن الدراسات السابقة توصلت نتائجها في المُجمل إلى وجود تأثير - سواء طردي أو عكسي - لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري، فإنه يتم صياغة الفرض الثاني للبحث كفرض بديل تماشياً مع نتائج هذه الدراسات، وذلك على النحو الآتي:

**الفرض الثاني (H<sub>2</sub>):** يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية.

علاوةً على ما سبق، أوضحت دراستا (Cui et al. (2021); Bermpei et al. (2022) أنه في ظل حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية تزداد ممارسات إدارة الأرباح من قِبَل الشركات من أجل محاولة إظهار وضعها المالي بشكل أفضل، وإخفاء مدى تأثيرها بسبب الظروف الاقتصادية السائدة. فضلاً عن ذلك، أكدت العديد من الدراسات في البيئة المصرية على انتشار ظاهرة إعادة إصدار القوائم المالية خلال الفترة من عام 2011 وحتى 2019 مثل دراسة كل من (الوكيل، 2022؛ أمين، 2021؛ الصباغ، 2019؛ هلاي، 2017).

ويرى الباحث أن هذه الفترة تتماشى نسبياً مع فترة التقلبات الاقتصادية التي تشهدها مصر مؤخراً، مما قد يشير إلى أن وجود حالة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية أدى إلى زيادة حالات إعادة إصدار القوائم المالية نتيجة لوجود أخطاء أو تلاعب بهذه القوائم، الأمر الذي قد ينعكس في النهاية على حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه الشركات من الموردين في السوق.

في ضوء ما سبق، يحاول البحث الحالي التحقق مما إذا كان عدم اليقين في السياسة الاقتصادية - كمتغير مُعدّل - يُمكن أن يؤثر على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري، وفي حدود علم الباحث لا يوجد أيّ دراسات في الفكر المحاسبي أُجريت لاختبار هذه العلاقة، وهو ما يُمثل فجوة بحثية جديدة يحاول البحث الحالي اختبارها. وعليه، فإنه لا يوجد اتجاه معين في الدراسات السابقة لطبيعة العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة، ومن ثم يتم صياغة الفرض الثالث للبحث كفرض عدم وذلك على النحو الآتي:

الفرض الثالث (H<sub>3</sub>): لا يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية.

استناداً لما تقدم، يحاول الباحث التعرف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات محل البحث في الواقع العملي من خلال إجراء الدراسة التطبيقية كما يتضح فيما يلي.

#### 4- الدراسة التطبيقية واختبار الفروض

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث، ومقارنة نتائج اختبار الفروض مع نتائج الدراسات السابقة، ولتحقيق هذا الهدف سوف يتناول الباحث النقاط الآتية.

#### 4-1 منهج البحث

يتمثل منهج البحث في الخطوات التي يتم اتباعها من أجل الإجابة على التساؤلات البحثية للدراسة وتحقيق أهدافها واختبار فروضها، وسوف يتم توضيح منهجية البحث المُتبعة في الدراسة الحالية من خلال الخطوات الآتية.

#### 4-1-1 الفترة الزمنية ومجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المُقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من عام 2013 وحتى 2022، وهي تُمثل سلسلة زمنية مكونة من 10 سنوات، وتم استبعاد عام 2023؛ نظراً لعدم توافر البيانات الخاصة بإعادة إصدار القوائم المالية؛ حيث إن أيّ تعديلات بالقوائم المالية لعام 2023 سوف تقوم الشركات بالإفصاح عنها في القوائم المالية لعام 2024 من خلال الأرقام المقارنة.

هذا، ولقد وضع الباحث الشروط الآتية لتحديد حجم العينة: (أولاً) استبعاد القطاع المالي - قطاع البنوك، وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية مثل شركات التأمين والشركات العاملة في مجال السمسة والأوراق المالية - من العينة لما له من قواعد خاصة تحكم عمله، ونظراً لاختلاف طبيعة نشاطه. (ثانياً)

استبعاد المشاهدات التي لا تتوافر بياناتها خلال الفترة محل الدراسة. (ثالثاً) استبعاد الشركات التي تم شطبها من البورصة خلال الفترة محل الدراسة.

في ضوء ما سبق، تمثلت عينة الدراسة النهائية في (107) شركة بإجمالي عدد مشاهدات (953) مشاهدة. ومن الجدير بالذكر، أن عينة الدراسة تمثلت في (107) شركة خلال 10 سنوات، وهو ما يعني أن إجمالي عدد المشاهدات من المفترض أن يصبح (1070) مشاهدة، إلا أن هناك بعض المشاهدات التي لم تتوافر بياناتها وقام الباحث باستبعادها - كما سبق الإشارة - ليصبح عدد المشاهدات النهائية (953) مشاهدة. ويوضح الجدول (1) التوزيع القطاعي لعينة الدراسة.

### جدول 1: التوزيع القطاعي لعينة الدراسة

النسبة %	عدد الشركات	القطاع
5%	5	1- قطاع المقاولات والإنشاءات الهندسية
21%	22	2- قطاع الأغذية والمشروبات والتبغ
5%	5	3- قطاع مواد البناء
9%	10	4- قطاع الموارد الأساسية
10%	11	5- قطاع الرعاية الصحية والأدوية
2%	2	6- قطاع الطاقة والخدمات المساندة
17%	18	7- قطاع العقارات
4%	4	8- قطاع خدمات النقل والشحن
4%	4	9- قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
6%	6	10- قطاع المنسوجات والسلع المعمرة
1%	1	11- قطاع المرافق
4%	4	12- قطاع الاتصالات والإعلام والتكنولوجيا
7%	8	13- قطاع السياحة والترفيه
2%	2	14- قطاع الورق ومواد التعبئة والتغليف
4%	4	15- قطاع التجارة والموزعون
1%	1	16- قطاع الخدمات التعليمية
100%	107	إجمالي عدد شركات العينة

### 4-1-2 طرق تجميع البيانات ومصادرها

تعتمد الدراسة الحالية على المصادر الثانوية لتجميع البيانات؛ حيث تمكن الباحث من الحصول على بيانات الدراسة من خلال القوائم المالية المنشورة للشركات محل الدراسة، والمتاحة على موقع مباشر مصر، وموقع البورصة المصرية، والموقع الرسمي للشركات محل الدراسة، وقاعدة بيانات Thomson Reuters، وأما فيما يتعلق ببيانات عدم اليقين في السياسة الاقتصادية تمكن الباحث من الحصول عليها من خلال الاعتماد على الموقع الإلكتروني الذي أنشأه وقام بتحديثه كل من

(Baker, s., Bloom, N., & Davis, S.)<sup>(1)</sup>، وهو يتضمن مجموعة من البيانات الاقتصادية التي تُستخدم لقياس حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على مستوى العديد من دول العالم ومن بينها مصر، ويتم إعداد هذه البيانات وفقاً لمنهجية معينة كما يتم تحديثها بشكل دوري، ومن أمثلتها: بيانات مؤشر عدم التأكد العالمي والتي قدمها (Ahir et al., 2018 & 2022)، وبيانات مؤشر عدم التأكد الاقتصادي والتي قدمها (Baker et al., 2013 & 2016).

#### 4-1-3 متغيرات الدراسة وأساليب قياسها

تعتمد الدراسة الحالية على أربعة أنواع من المتغيرات، وهي: المتغير التابع، والمتغير المستقل، والمتغير المُعَدِّل، والمتغيرات الرقابية. وفيما يلي عرض لهذه المتغيرات وكيفية قياسها.

#### أولاً: المتغير التابع: حجم الائتمان التجاري

يُقصد به قيمة الائتمان التجاري المُتبادل بين الشركات المُتعاملة في السوق من أجل شراء وبيع السلع أو الخدمات دون سداد ثمنها على الفور، وينقسم إلى: (1) الائتمان التجاري الذي تمنحه الشركة للغير (الملاء)، ويُطلق عليه الحسابات المدينة (Accounts Receivable)، ويتمثل في أرصدة المدينين وأوراق القبض والأرصدة المدينة الأخرى. (2) الائتمان التجاري الممنوح للشركة من الغير (الموردون)، ويُطلق عليه الحسابات الدائنة (Accounts Payable)، ويتمثل في أرصدة الدائنين وأوراق الدفع والأرصدة الدائنة الأخرى (Wang et al., 2024; Shi, 2022).

هذا، وتركز الدراسة الحالية على حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة من الغير (الحسابات الدائنة)، والذي يُمكن قياسه من خلال قسمة إجمالي الحسابات الدائنة على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول (Dao et al., 2024; Duan & Hu, 2024; Enomoto, 2024; Wang et al., 2024; Zadeh et al., 2023; Shou & Liu, 2022; Shi, 2022; Ma & Ma, 2021; Zhang et al., 2015).

علاوةً على ما سبق، يُمكن قياس حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة من الغير بقسمة إجمالي الحسابات الدائنة على القيمة الدفترية لإجمالي الإلتزامات، وتقع هذه النسبة بين الصفر والواحد الصحيح، وكلما كانت هذه النسبة تقترب من الواحد يشير ذلك إلى أن الشركة تعتمد بشكل أكبر على الائتمان التجاري كمصدر للتمويل في الأجل القصير مقارنةً بمصادر التمويل الأخرى المُعتمدة على الديون ومنها القروض البنكية، وكلما كانت هذه النسبة تقترب من الصفر يشير ذلك إلى أن الشركة تعتمد بشكل أقل

<sup>(1)</sup> الموقع الإلكتروني:

(\* <https://www.policyuncertainty.com/about.html>)

(\* [/https://worlduncertaintyindex.com/about-us](https://worlduncertaintyindex.com/about-us))

على الائتمان التجاري كمصدر للتمويل (Zadeh et al., 2023; Shou & Liu, 2022; Tabash et al., 2022; Ma & Ma, 2021; Goto et al., 2015; Zhang et al., 2015)

وعليه، سوف يعتمد الباحث في قياس حجم الائتمان التجاري الممنوح للشركة (الحسابات الدائنة) على خارج قسمة إجمالي قيمة الحسابات الدائنة على القيمة الدفترية لإجمالي الإلتزامات للشركة (i) في السنة (t+1)، أي السنة التالية للفترة المالية التي تم فيها إعادة إصدار القوائم المالية؛ حيث إن إعادة إصدار القوائم المالية خلال السنة الحالية (t) سوف ينعكس تأثيره على حجم الائتمان التجاري خلال السنة التالية لها (t+1)، وقد لا يظهر تأثيره في نفس السنة المالية التي تم فيها إعادة الإصدار. ويرجع اعتماد الباحث على هذا الأسلوب في القياس إلى أنه يُعبر عن حجم الحسابات الدائنة للشركات مقارنةً بمصادر التمويل الأخرى المُعتمدة على الديون ومنها القروض البنكية، ومن ثم فإنه يعكس بشكل أفضل مدى اعتماد الشركات على الحسابات الدائنة أو القروض البنكية كمصادر بديلة للتمويل.

#### ثانياً: المتغير المستقل: إعادة إصدار القوائم المالية

يُقصد به ما إذا كانت القوائم المالية للشركة تتضمن تعديلات على الأرقام الواردة بها بعد أن اعتمدت من قبل المراجع الخارجي وتم إصدارها للمستخدمين، ويُمكن قياس إعادة إصدار القوائم المالية من خلال الاعتماد على متغير ثنائي يحصل على القيمة (1) إذا قامت الشركة بإعادة إصدار قوائمها المالية خلال الفترة المالية، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك (الوكيل، 2022؛ أمين، 2021؛ صالح، 2019؛ الصباغ، 2019؛ Dao et al., 2024; Al-Hadi et al., 2023 Bryan & Mason, 2022).

#### ثالثاً: المتغير المُعَدِّل: عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU)

هناك العديد من المقاييس المستخدمة لقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، ومن أكثرها استخداماً في الدراسات السابقة مؤشرات عدم التأكد المستندة إلى الأخبار الاقتصادية عن الدولة، وفيما يلي عرض لبعض هذه المؤشرات:

• **مؤشر عدم التأكد الاقتصادي ("EPU" Economic Policy Uncertainty Index)**، والذي قدمه (2016) & (2013) Baker et al.، يعتمد هذا المؤشر بشكل رئيسي على حجم التقارير الصحفية بالدولة حول حالة عدم التأكد الاقتصادي، وحساب مدى تكرار الإشارة في هذه التقارير إلى أي مصطلحات تُشير إلى عدم التأكد الاقتصادي، ولقد اعتمدت العديد من الدراسات على هذا المؤشر مثل (2022; Vo et al., 2022; D'Mello & Toscano, 2020; El Ghouli et al., 2021; Su et al., 2021; Jory et al., 2020; Liu & Dong, 2020; Chen et al., 2019; Baker et al., 2016; Gulen & Ion, 2016; Zhang et al., 2015)

• **مؤشر عدم التأكد العالمي ("WUI")**، والذي قدمه Ahir et al. (2022) & (2018)، يعتمد هذا المؤشر بشكل رئيسي على التقارير التي تُصدرها وحدة المعلومات الاقتصادية بكل دولة، وحساب مدى تكرار المصطلحات ذات الصلة بعدم التأكد الاقتصادي في هذه التقارير، ويتم حساب هذا المؤشر بشكل ربع سنوي. هذا، ويتم قياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال حساب متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي، ولقد اعتمدت الدراسات الآتية على هذا المؤشر (عسران، 2023؛ عمارة، 2023؛ Bilgin et al., 2021; Gozgor et al., 2019; Ahir، 2023؛ et al., 2018).

هذا، وسوف يعتمد الباحث في الدراسة الحالية على مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) الخاص بجمهورية مصر العربية كمقياس لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية، ويرجع ذلك إلى اعتماده على التقارير التي تُصدرها وحدة المعلومات الاقتصادية بكل دولة وهي جهة معنية ومختصة بالوضع الاقتصادي، ومن ثم فإن البيانات الواردة بهذه التقارير قد تكون أكثر موثوقية ومصادقية من البيانات الاقتصادية الواردة في الصحف، فضلاً عن أن الاعتماد على هذه التقارير - والتي تُعتبر بمثابة مصدر متماثل للبيانات على مستوى الدول - سوف يجعل نتائج المؤشر أكثر اتساقاً وأقل تحيزاً؛ نظراً لأنها لا تخضع لأي اعتبارات شخصية أو سياسية أو وجهات نظر معينة قد تُمثّلها الأخبار الواردة بالصحف.

علاوةً على ما سبق، يرى الباحث أن مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) يرتبط بالاقتصاد الكلي على مستوى الدولة، في حين أن باقي متغيرات الدراسة ترتبط بالاقتصاد الجزئي على مستوى الشركة، وقد يؤدي اختلاف طبيعة المتغيرات إلى عدم دقة نتائج الدراسة التطبيقية، وللتغلب على ذلك سوف يحاول الباحث موائمة متغيرات الدراسة بحيث تصبح ذات طبيعة واحدة، وذلك من خلال ترجيح مؤشر عدم التأكد العالمي بأحد بنود القوائم المالية من أجل تحويله إلى متغير يرتبط - على نحو أكبر - بالاقتصاد الجزئي على مستوى الشركة.

وفي هذا السياق، يُمكن القول بأن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية للدولة يُعتبر عامل خطر اقتصادي مهم يُمكن أن يُعرض الشركات للعديد من المخاطر (Vo et al., 2022)؛ حيث يتسبب في زيادة درجة عدم تماثل المعلومات، وزيادة التقلبات في التدفقات النقدية وحجم السيولة والأرباح المتوقعة، فضلاً عن ارتفاع المخاطر التشغيلية وتدهور كفاءة عمليات الاستثمار، ومن ثم قد تميل الشركات خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي إلى تخفيض حجم استثماراتها الحالية والمستقبلية بسبب ارتفاع مخاطر فشل هذه الاستثمارات (Tabash et al., 2022; Li & Qiu, 2021; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Chen et al., 2019; Phan et al., 2018; Gulen & Ion, 2016; Zhang et al., 2015)، وهو الأمر الذي يؤدي إلى قيامها بتخفيض حجم النفقات الرأسمالية

**(Capital Expenditure)** التي تُنفقها على: (1) تنفيذ مشاريع واستثمارات جديدة أو التوسع في المشاريع والاستثمارات القائمة. (2) شراء أصول ثابتة جديدة، أو تطوير الأصول الثابتة القائمة (مثل: المباني، والآلات والمعدات، والمصانع، وأنظمة التكنولوجيا الحديثة، وغيرها). وعليه، فإن حجم النفقات الرأسمالية يُعد من العوامل الأكثر حساسية للمخاطر الاقتصادية الناتجة عن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، ومن ثم يُمكن اعتباره انعكاساً للمخاطر الاقتصادية. هذا، ويتفق مع سبق ما أشار إليه عسران (2023) بأن عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يدفع الشركات إلى تأخير الانفاق والاستثمار في مشروعات جديدة بسبب حالة عدم التأكد في السوق.

وفقاً لما سبق، يرى الباحث أن يتم ترجيح مؤشر عدم التأكد العالمي بحجم النفقات الرأسمالية للشركات محل الدراسة، ومن ثم يتم قياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال استخدام اللوغاريتم الطبيعي لحاصل ضرب متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية في حجم النفقات الرأسمالية للشركات.

وعليه، سيعتمد الباحث في قياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على أسلوبين للقياس، وهما: (1) اللوغاريتم الطبيعي لحاصل ضرب متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية في حجم النفقات الرأسمالية للشركات، وذلك من خلال الاختبارات الأساسية للدراسة التطبيقية. (2) متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية، تماشياً مع دراستا (عسران، 2023؛ عمارة، 2023)، وذلك من خلال إجراء اختبارات إضافية للتحقق من مدى صحة النتائج التي سيتم التوصل إليها في الاختبارات الأساسية وفقاً لأسلوب القياس المقترح من قبل الباحث.

#### رابعاً: المتغيرات الرقابية

اعتمد الباحث على مجموعة من المتغيرات الرقابية التي يُحتمل أن يكون لها تأثير على حجم الائتمان التجاري، وذلك في ضوء الدراسات السابقة في هذا المجال، ومن أهم هذه المتغيرات:

**حجم الشركة،** يُعتبر حجم الشركة أحد العوامل الهامة التي تؤثر في قدرتها على الحصول على الائتمان التجاري، ومن المتوقع وجود علاقة طردية بين حجم الشركة وحجم الائتمان التجاري؛ حيث إن الشركات كبيرة الحجم تتسم بأن لديها وفرة في الموارد المالية المتاحة، وفرص استثمارية أكثر تنوعاً، فضلاً عن قدرتها على توليد تدفقات نقدية مستقرة ومستمرة، وبالتالي يكون لديها جودة ائتمانية وقدرة على سداد الإلتزامات بشكل أفضل مقارنةً بالشركات الأصغر في الحجم، ومن ثم يكون الموردون على استعداد لمنحها الائتمان المطلوب. وعلى العكس مما سبق، قد تكون العلاقة عكسية؛ حيث إن السمات السابقة للشركات كبيرة الحجم قد تمنحها قدرة أكبر على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة مثل القروض من البنوك،

وبالتالي لن تعتمد بشكل كبير على الائتمان التجاري. ويُقاس حجم الشركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة المالية (صالح، 2019؛ Dao et al., 2024; Enomoto, 2024; Zadeh et al., 2023; Tabash et al., 2022; Shou & Liu, 2022; Shi, 2022; Li et al., 2021; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Liu & Dong, 2020; Sáiz et al., 2017; Dass et al., 2015; Zhang et al., 2015).

هذا، ويُمكن أن يؤثر حجم الأصول الثابتة الملموسة عكسياً على حجم الائتمان التجاري؛ حيث يُمكن للشركات أن تستخدم هذه الأصول كضمان من أجل الحصول على القروض من البنوك، وبالتالي قد ينخفض حجم الائتمان التجاري؛ نظراً لتوافر مصدر آخر بديل للتمويل وهو القروض. ويُمكن أن يتم قياس نسبة الأصول الملموسة بخارج قسمة صافي الأصول الثابتة الملموسة على إجمالي قيمة الأصول في نهاية السنة المالية (صالح، 2019؛ Dao et al., 2024; Enomoto, 2024; Tabash et al., 2022; Shou & Liu, 2022; Shi, 2022; Li et al., 2021; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Sáiz et al., 2017; Dass et al., 2015; Zhang et al., 2015).

كذلك، يُعتبر عمر الشركة أحد المحددات الأساسية لقدرتها على الحصول على الائتمان المطلوب، ومن المتوقع وجود علاقة طردية بين عمر الشركة وحجم الائتمان التجاري؛ حيث إن الشركات الأقدم في السوق تكون أكثر استقراراً ولديها سمعة جيدة في المعاملات القائمة على الائتمان، ومن ثم تتمكن من الحصول على الائتمان التجاري مقارنة بالشركات الأصغر عمراً أو التي تم إنشاؤها حديثاً. ويُقاس عمر الشركة باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات التي قضتها في ممارسة أنشطتها في السوق منذ تأسيسها (صالح، 2019؛ Dao et al., 2024; Enomoto, 2024; Shi, 2022; Li et al., 2021; Su et al., 2021; Zhang et al., 2021).

إضافةً لما سبق، فإن الربحية تُمثل أحد العناصر الهامة التي تُمكن الشركات من جذب المزيد من مصادر التمويل بصفة عامة، والائتمان التجاري بصفة خاصة، ومن المتوقع وجود علاقة طردية بين الربحية وحجم الائتمان التجاري؛ حيث سيكون لدى الموردين استعداد أكبر لمنح الائتمان التجاري للشركات الأكثر ربحية؛ نظراً لقدرتها على السداد وجودتها الائتمانية. وعلى العكس من ذلك، قد تكون العلاقة عكسية؛ حيث إن الطلب على الائتمان التجاري قد يكون أقل بالنسبة للشركات الأكثر ربحية؛ نظراً لتوافر العديد من مصادر التمويل الأخرى البديلة أمام هذه الشركات مثل القروض من البنوك. ويتم التعبير عن الربحية بمعدل العائد على الأصول (ROA)، والذي يُقاس بخارج قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول (Dao et al., 2024; Enomoto, 2024; Zadeh et al., 2023; Tabash et al., 2021).

et al., 2022; Shou & Liu, 2022; Li et al., 2021; Su et al., 2021; D'Mello & .Toscano, 2020; Dass et al., 2015; Zhang et al., 2015)

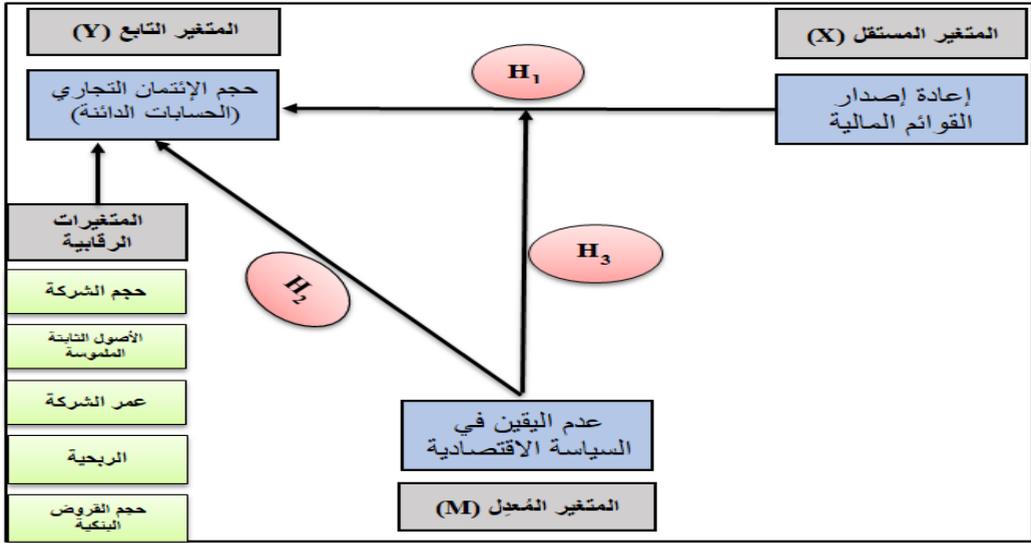
أخيراً، قد يكون حجم القروض البنكية أو المصرفية التي تحصل عليها الشركة من البنوك بديلاً أو مكملاً للائتمان التجاري، ومن المتوقع وجود علاقة طردية بين حجم القروض وحجم الائتمان التجاري وذلك في حالة ما إذا كان الائتمان التجاري مكملاً للقروض البنكية. وعلى العكس من ذلك، قد تكون العلاقة عكسية وذلك في حالة ما إذا كان الائتمان التجاري بديلاً للقروض البنكية؛ حيث إن عدم قدرة الشركات على الوصول إلى القروض البنكية سيدفعها إلى البحث عن مصدر بديل للتمويل، وهو ما يعني زيادة حجم الائتمان التجاري، وعلى النقيض من ذلك فإن اعتماد الشركات على القروض كمصدر أساسي للتمويل سيؤدي إلى انخفاض حجم الائتمان التجاري. ويُقاس حجم القروض من خلال قسمة إجمالي قيمة القروض البنكية (طويلة وقصيرة الأجل) على إجمالي قيمة الأصول أو إجمالي قيمة الإلتزامات في نهاية السنة المالية (Dao et al., 2024; Shi, 2022; Ma & Ma, 2021; Su et al., 2021; Vo et al., 2022; Sáiz et al., 2017; Zhang et al., 2015).

هذا، ويُمكن للباحث أن يوضح ملخصاً للمتغيرات التي سيتم استخدامها في الدراسة الحالية وطريقة قياسها من خلال الجدول (2).

## جدول 2: متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها

المتغيرات	الرمز	طريقة القياس
<b>(1) المتغير التابع (Dependent Variable)</b>		
حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)	$TC_{i,t+1}$	يُقاس بخارج قسمة إجمالي قيمة الحسابات الدائنة على إجمالي قيمة الإلتزامات للشركة (i) في السنة (t+1).
<b>(2) المتغير المستقل (المُفسر) (Independent Variable)</b>		
إعادة إصدار القوائم المالية	$REST_{i,t}$	متغير ثنائي يحصل على القيمة (1) إذا قامت الشركة (i) بإعادة إصدار قوائمها المالية في السنة (t)، والقيمة (صفر) بخلاف ذلك.
<b>(3) المتغير المُعدّل (Moderator Variable)</b>		
عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (مرجح بحجم النفقات الرأسمالية)	$LN\_EPU * CAPEX_{i,t}$	اللوغاريتم الطبيعي لحاصل ضرب (متوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية × حجم النفقات الرأسمالية للشركة (i) في السنة (t))
<b>(4) المتغيرات الرقابية (Control Variables)</b>		
حجم الشركة	$LN\_SIZE_{i,t}$	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة أصول الشركة (i) في السنة (t).
حجم الأصول الثابتة الملموسة	$TANG_{i,t}$	يُقاس بخارج قسمة صافي الأصول الثابتة الملموسة على إجمالي قيمة الأصول للشركة (i) في السنة (t).
عمر الشركة	$LN\_AGE_{i,t}$	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات التي قضتها الشركة (i) في ممارسة أنشطتها في السوق منذ تأسيسها.
ربحية الشركة	$PROF_{i,t}$	يُعبّر عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA)، ويُقاس بخارج قسمة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).
حجم القروض البنكية	$LOANS_{i,t}$	يُقاس بخارج قسمة إجمالي قيمة القروض البنكية على إجمالي قيمة الإلتزامات للشركة (i) في السنة (t).

هذا، ويُمكن للباحث توضيح النموذج البحثي للدراسة التطبيقية من خلال الشكل رقم (1) على النحو الآتي:



شكل 1: نموذج الدراسة التطبيقية

4/1/4. بناء نماذج الدراسة التطبيقية

أولاً) نموذج اختبار الفرض الأول (H<sub>1</sub>)

يعتمد الباحث في اختبار الفرض الأول للبحث والذي ينص على أنه "يوجد تأثير معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية" على نموذج الانحدار الآتي:

$$TC_{i,t+1} = B_0 + B_1 REST_{i,t} + \sum_{j=1}^n B_j CONTROLS_{j,i,t} + \varepsilon_{(i,t)}$$

حيث إن:

- $TC_{i,t+1}$ : حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة) للشركة (i) خلال العام التالي (t+1).
- $B_0$ : ثابت معادلة الانحدار.
- $REST_{i,t}$ : إعادة إصدار القوائم المالية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).
- $CONTROLS_{j,i,t}$ : المتغيرات الرقابية (j) للشركة (i) خلال العام الحالي (t).
- $\varepsilon_{(i,t)}$ : معامل الخطأ العشوائي ويمثل بواقي نموذج الانحدار.

وفقاً لهذا النموذج، فإنه من المتوقع وجود علاقة طردية بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري ( $\beta_1$  موجبة)، وذلك في حالة زيادة اعتماد الشركات على الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل

في الأجل القصير بعد إعادة إصدار قوائمها المالية؛ نظراً لزيادة درجة عدم تماثل المعلومات وصعوبة وصولها إلى مصادر التمويل الأخرى مثل القروض من البنوك، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال.

### ثانياً: نموذج اختبار الفرض الثاني (H<sub>2</sub>)

يعتمد الباحث في اختبار الفرض الثاني للبحث والذي ينص على أنه "يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية" على نموذج الانحدار الآتي:

$$TC_{i,t+1} = B_0 + B_1 LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t} + \sum_{j=1}^n B_j CONTROLS_{j,i,t} + \varepsilon_{(i,t)}$$

حيث إن:

- $TC_{i,t+1}$ : حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة) للشركة (i) خلال العام التالي (t+1).
- $B_0$ : ثابت معادلة الانحدار.
- $LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t}$ : عدم اليقين في السياسة الاقتصادية للدولة مُرجحاً بحجم النفقات الرأسمالية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).
- $CONTROLS_{j,i,t}$ : المتغيرات الرقابية (j) للشركة (i) خلال العام الحالي (t).
- $\varepsilon_{(i,t)}$ : معامل الخطأ العشوائي ويمثل بواقي نموذج الانحدار.

وفقاً لهذا النموذج، فإنه من المتوقع وجود علاقة طردية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية وحجم الائتمان التجاري ( $\beta_1$  موجبة)، وذلك في حالة زيادة اعتماد الشركات على الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل في الأجل القصير في ظل ظروف عدم اليقين الاقتصادي السائدة؛ نظراً لصعوبة وصولها إلى مصادر التمويل الأخرى مثل القروض من البنوك، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال.

### ثالثاً: نموذج اختبار الفرض الثالث (H<sub>3</sub>)

يعتمد الباحث في اختبار الفرض الثالث للبحث والذي ينص على أنه "لا يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية" على نموذج الانحدار الآتي:

$$TC_{i,t+1} = B_0 + B_1 REST_{i,t} + B_2 LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t} + B_3 REST_{i,t} \times LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t} + \sum_{j=1}^n B_j CONTROLS_{j,i,t} + \varepsilon_{(i,t)}$$

حيث إن:

- $TC_{i,t+1}$ : حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة) للشركة (i) خلال العام التالي (t+1).
- $B_0$ : ثابت معادلة الانحدار.
- $REST_{i,t}$ : إعادة إصدار القوائم المالية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).

- $LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t}$ : عدم اليقين في السياسة الاقتصادية للدولة مُرجحاً بحجم النفقات الرأسمالية للشركة (i) خلال العام الحالي (t).
- $REST_{i,t} \times LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t}$ : متغير تفاعلي يعبر عن التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية مرجحاً بحجم النفقات الرأسمالية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري.
- $CONTROLS_{j,i,t}$ : المتغيرات الرقابية (j) للشركة (i) خلال العام الحالي (t).
- $\varepsilon_{(i,t)}$ : معامل الخطأ العشوائي ويمثل بواقي نموذج الانحدار.

وفقاً لهذا النموذج، فإنه من المتوقع وجود تأثير طردي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري ( $\beta_3$  موجبة)؛ وهو ما يعني أن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية قد يصاحبها زيادة حالات إعادة إصدار القوائم المالية للشركات، ومن ثم تزداد درجة عدم تماثل المعلومات وترتفع مخاطر عدم القدرة على السداد، وهو ما يدفع البنوك إلى تخفيض حجم القروض التي تمنحها للشركات في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي، وبالتالي تلجأ هذه الشركات إلى زيادة اعتمادها على الائتمان التجاري كمصدر بديل للتمويل في الأجل القصير؛ نظراً لصعوبة حصولها على القروض من البنوك، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال.

#### 4-2 التحليل الإحصائي واختبار الفروض

يبدأ التحليل الإحصائي بفحص بيانات الدراسة للتأكد من خلوها من المشاكل التي قد تؤثر على دقة النتائج، ومعالجة هذه المشاكل - إن وجدت - مثل وجود قيم شاذة بالعينة، ثم يتم وصف البيانات من خلال الاعتماد على الإحصاءات الوصفية، وبعد ذلك يتم إجراء الاختبارات الإحصائية الأساسية اللازمة لاختبار الفروض (Pallant, 2016). في ضوء ذلك، فإن الباحث سوف يقوم بالتحليل الإحصائي للبيانات وفقاً للخطوات الآتية: (أولاً) معالجة القيم الشاذة أو المتطرفة. (ثانياً) إجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة. (ثالثاً) إجراء تحليل الارتباط (Correlation Analysis). (رابعاً): إجراء الاختبارات الأساسية لاختبار الفروض (تحليل الانحدار). (خامساً): إجراء اختبارات التحقق من مدى صحة النتائج.

##### أولاً: معالجة القيم الشاذة أو القيم المتطرفة

من أجل تجنب التأثير السلبي للقيم الشاذة أو المتطرفة على دقة نتائج التحليل الإحصائي تم معالجتها باستخدام طريقة Winsorizing، وذلك عند مستوى قطع 5%، باستثناء متغير إعادة إصدار القوائم المالية؛ حيث إنه متغير ثنائي يأخذ القيمة (1، صفر).

## ثانياً: إجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

لأغراض إجراء الإحصاء الوصفي يتم تقسيم متغيرات الدراسة إلى: (1) متغيرات مُتصلة أو مستمرة، وتتمثل في: حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)، وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية، وحجم الشركة، وحجم الأصول الثابتة الملموسة، وعمر الشركة، وربحية الشركة، وحجم القروض البنكية، ويُمكن توصيف هذه المتغيرات إحصائياً من خلال الاعتماد على المتوسط الحسابي، والانحراف المعياري، والمدى الذي يمثل الفرق بين أعلى وأدنى قيمة. (2) متغيرات مُنفصلة، وتتمثل في إعادة إصدار القوائم المالية، ويُمكن توصيف هذه المتغيرات إحصائياً من خلال الاعتماد على التكرارات. ويوضح الجدول (3) الإحصاء الوصفي للمتغيرات المُتصلة، بينما يوضح الجدول (4) الإحصاء الوصفي للمتغيرات المُنفصلة.

## جدول 3: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المُتصلة

المتغيرات	المشاهدات	الوسط الحسابي	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
$TC_{i,t+1}$	953	0.229	0.246	0.000	0.915
$EPU_t$	953	0.153	0.093	0.042	0.357
$LN\_EPU * CAPEX_{i,t}$	953	14.236	1.670	7.015	19.174
$LN\_SIZE_{i,t}$	953	20.817	1.801	16.821	25.656
$TANG_{i,t}$	953	0.302	0.238	0.006	0.941
$LN\_AGE_{i,t}$	953	3.474	0.560	2.079	4.875
$PROF_{i,t}$	953	0.077	0.105	-0.091	0.298
$LOANS_{i,t}$	953	0.303	0.306	0.000	0.973

يتضح من الجدول (3) ما يلي:

الوسط الحسابي لحجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ ) يبلغ (0.229) بانحراف معياري قدره (0.246)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (صفر)، (0.915) على التوالي؛ وهذا يعني أن أرصدة الحسابات الدائنة لدى شركات عينة الدراسة تُشكل في المتوسط (22.9%) من إجمالي حجم إلتزاماتها، كما أن الفرق بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم أرصدة الحسابات الدائنة لدى هذه الشركات؛ فهناك شركات تعتمد بشكل أساسي على الائتمان التجاري كمصدر للتمويل في الأجل القصير، حيث بلغت أعلى قيمة (91.5%) من إجمالي حجم الإلتزامات، وفي المقابل هناك شركات أخرى لا تعتمد على الائتمان التجاري، حيث بلغت أدنى قيمة (صفر) من إجمالي حجم الإلتزامات.

الوسط الحسابي لمؤشر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ( $EPU_t$ ) يبلغ (0.153) بانحراف معياري قدره (0.093)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0.042)، (0.357) على التوالي، والفرق بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى وجود تفاوت كبير في حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية؛ حيث شهدت مصر في بعض الفترات تزايداً كبيراً في حالة عدم اليقين الاقتصادي، وانخفاضاً نسبياً في فترات أخرى، وذلك على مدار

الفترة الزمنية محل الدراسة من عام 2013 وحتى 2022، الأمر الذي يعني أن السياسات والإجراءات الحكومية الاقتصادية غير محددة بشكل واضح وأن هناك حالة من عدم التأكد بشأنها.

أما بالنسبة لمؤشر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية مرجحاً بحجم النفقات الرأسمالية للشركات  $(LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t})$ ، فقد بلغ الوسط الحسابي له (14.236)، والانحراف المعياري (1.670)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (7.015)، (19.174) على التوالي، والتفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يؤكد أيضاً على وجود حالة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية، الأمر الذي يُشير إلى أن حجم النفقات الرأسمالية حساساً للمخاطر الاقتصادية ويعكس حالة عدم اليقين الاقتصادي بشكل واضح، وهو ما يؤكد على إمكانية الاعتماد على المقياس المقترح من قبل الباحث لقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال ترجيحه بحجم النفقات الرأسمالية للشركات.

الوسط الحسابي لحجم الشركة  $(LN\_SIZE_{i,t})$  يبلغ (20.817) بانحراف معياري قدره (1.801)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (16.821)، (25.656) على التوالي، والفرق بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الأصول لدى شركات عينة الدراسة.

الوسط الحسابي لنسبة صافي الأصول الثابتة الملموسة إلى إجمالي الأصول  $(TANG_{i,t})$  يبلغ (0.302) بانحراف معياري قدره (0.238)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0.006)، (0.941) على التوالي؛ وهذا يعني أن الأصول الثابتة الملموسة لدى شركات عينة الدراسة تُشكل في المتوسط (30.2%) من إجمالي حجم أصولها، كما أن التفاوت الكبير بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى اختلاف حجم الأصول الثابتة الملموسة لدى هذه الشركات، وهذا قد يرجع إلى اختلاف طبيعة نشاطها.

الوسط الحسابي لعمر الشركة  $(LN\_AGE_{i,t})$  يبلغ (3.474) بانحراف معياري قدره (0.560)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (2.079)، (4.875) على التوالي، والتفاوت بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى وجود تباين ملحوظ في أعمار الشركات في العينة محل الدراسة.

الوسط الحسابي لربحية الشركة  $(PROF_{i,t})$  مُعبّراً عنها بمعدل العائد على الأصول (ROA) يبلغ (0.077) بانحراف معياري قدره (0.105)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-0.091)، (0.298) على التوالي؛ وهذا يعني أن شركات عينة الدراسة تحقق في المتوسط عائداً على أصولها يبلغ (7.7%)، وتُشير أدنى قيمة البالغة (-9.1%) إلى تحقيق بعض شركات العينة لخسائر خلال الفترة محل الدراسة.

الوسط الحسابي لحجم القروض البنكية  $(LOANS_{i,t})$  يبلغ (0.303) بانحراف معياري قدره (0.306)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (صفر)، (0.973) على التوالي؛ وهذا يعني أن حجم القروض لدى شركات عينة الدراسة يُشكل في المتوسط (30.3%) من إجمالي حجم التزاماتها، كما أن التفاوت الكبير

بين أدنى وأعلى قيمة يُشير إلى أن هناك شركات في عينة الدراسة لا تعتمد على القروض البنكية كمصدر للتمويل، حيث بلغت أدنى قيمة (صفر)، الأمر الذي يعني اعتمادها على مصادر أخرى بخلاف القروض، وفي المقابل هناك شركات أخرى تعتمد بشكل أساسي على القروض البنكية كمصدر للتمويل، حيث بلغت أعلى قيمة (97.3%) من إجمالي حجم الإلتزامات.

إلى جانب ما سبق، يوضح الجدول (4) الإحصاء الوصفي للمتغير المُنفصل بالبحث الحالي وهو متغير إعادة إصدار القوائم المالية.

#### جدول 4: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة المُنفصلة

المتغير: إعادة إصدار القوائم المالية	التكرار	النسبة المئوية
قوائم مالية تم إعادة إصدارها (1)	272	28.5%
قوائم مالية لم يتم إعادة إصدارها (صفر)	681	71.5%
إجمالي المشاهدات	953	100%

يتضح من الجدول (4) أن القوائم المالية التي تم إعادة إصدارها في عينة الدراسة بلغت (28.5%) بما يعادل (272) مشاهدة من إجمالي (953) مشاهدة، بينما بلغت القوائم المالية التي لم يتم إعادة إصدارها في عينة الدراسة (71.5%) بما يعادل (681) مشاهدة من إجمالي (953) مشاهدة، وهو الأمر الذي يُشير إلى وجود ارتفاع نسبي في حالات إعادة إصدار القوائم المالية خلال الفترة محل الدراسة (من عام 2013 وحتى 2022) والتي شهدت حالة من عدم اليقين في السياسة الاقتصادية بمصر. ويتفق ذلك مع أوضحته العديد من الدراسات في البيئة المصرية، والتي أشارت إلى وجود تزايد ملحوظ في حالات إعادة إصدار القوائم المالية مؤخراً (الوكيل، 2022؛ أمين، 2021؛ الصباغ، 2019؛ هلاي، 2017).

#### ثالثاً: إجراء تحليل الارتباط (Correlation Analysis)

يقوم الباحث بإجراء تحليل الارتباط عن طريق استخدام معامل ارتباط بيرسون (Pearson's Correlation)؛ وذلك لتحديد قوة واتجاه علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة وقياس معنوية هذا الارتباط<sup>(2)</sup>، والجدول (5) يوضح مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة التطبيقية.

<sup>(2)</sup> يُمكن توضيح درجات الارتباط المختلفة من حيث قوة واتجاه العلاقة كما يلي: من (0.50) إلى (0.99) علاقة ارتباط قوية، ومن (0.30) إلى (0.49) علاقة ارتباط متوسطة، ومن (0.1) إلى (0.29) علاقة ارتباط ضعيفة، وتُعبّر الإشارة الموجبة عن علاقة ارتباط طردية، بينما تُعبّر الإشارة السالبة عن علاقة ارتباط عكسية (Field, 2013; Pallant, 2016).

جدول 5: مصفوفة ارتباط بيرسون لمتغيرات الدراسة التطبيقية

Variables		TC <sub>i,t+1</sub>	REST <sub>i,t</sub>	LN_EPU * CAPEX <sub>i,t</sub>	LN_SIZE <sub>i,t</sub>	TANG <sub>i,t</sub>	LN_AGE <sub>i,t</sub>	PROF <sub>i,t</sub>	LOANS <sub>i,t</sub>
TC <sub>i,t+1</sub>	Correlation	1							
	Sig.								
REST <sub>i,t</sub>	Correlation	-.546***	1						
	Sig.	.000							
LN_EPU * CAPEX <sub>i,t</sub>	Correlation	-.569***	.051	1					
	Sig.	.000	.118						
LN_SIZE <sub>i,t</sub>	Correlation	-.307***	.104***	.690***	1				
	Sig.	.000	.001	.000					
TANG <sub>i,t</sub>	Correlation	-.109***	-.074**	.125***	-.112***	1			
	Sig.	.001	.022	.000	.001				
LN_AGE <sub>i,t</sub>	Correlation	.232***	.164***	-.269***	-.177***	-.038	1		
	Sig.	.000	.000	.000	.000	.244			
PROF <sub>i,t</sub>	Correlation	-.069**	.054*	.195***	.128***	-.180***	-.008	1	
	Sig.	.034	.097	.000	.000	.000	.800		
LOANS <sub>i,t</sub>	Correlation	-.202***	-.064**	-.153***	.024	.310***	-.088***	-.048	1
	Sig.	.000	.043	.000	.461	.000	.007	.139	

\*\*\*Correlation is significant at the 0.01 level (1%).

\*\*Correlation is significant at the 0.05 level (5%).

\*Correlation is significant at the 0.1 level (10%).

يتضح من الجدول (5) ما يلي:

هناك علاقة ارتباط عكسية بين إعادة إصدار القوائم المالية ( $REST_{i,t}$ ) وحجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (-0.546) وذلك عند مستوى معنوية (0.01)، وبالتالي فإن علاقة الارتباط بين المتغيرين تُعتبر معنوية وذات دلالة إحصائية؛ وهو ما يُشير إلى أن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية يُخفض من حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه هذه الشركات من الموردين.

هناك علاقة ارتباط عكسية بين عدم اليقين في السياسة الاقتصادية ( $LN\_EPU_i * CAPEX_{i,t}$ ) وحجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (-0.569) وذلك عند مستوى معنوية (0.01)، وبالتالي فإن علاقة الارتباط بين المتغيرين تُعتبر معنوية وذات دلالة إحصائية؛ وهو ما يُشير إلى أنه كلما زادت حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية للدولة انخفض حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه الشركات من الموردين.

هناك علاقة ارتباط عكسية بين كل من حجم الشركة ( $LN\_SIZE_{i,t}$ )، وحجم الأصول الثابتة الملموسة ( $TANG_{i,t}$ )، وربحية الشركة ( $PROF_{i,t}$ )، وحجم القروض البنكية ( $LOANS_{i,t}$ ) كمتغيرات رقابية، وحجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيم معاملات الارتباط لهذه المتغيرات (-0.307)، (-0.109)، (-0.069)، (-0.202) على الترتيب، وذلك عند مستوى معنوية (0.01)

لكل من حجم الشركة والأصول الثابتة الملموسة والقروض البنكية، ومستوى معنوية (0.05) لربحية الشركة، وبالتالي فإن علاقة الارتباط تُعتبر معنوية وذات دلالة إحصائية.

هناك علاقة ارتباط طردية بين عمر الشركة ( $LN\_AGE_{i,t}$ ) كمتغير رقابي، وحجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيمة معامل الارتباط (0.232)، وذلك عند مستوى معنوية (0.01)، وبالتالي فإن علاقة الارتباط بين المتغيرين تُعتبر معنوية وذات دلالة إحصائية.

#### رابعاً: إجراء الاختبارات الأساسية لاختبار الفروض (تحليل الانحدار المتعدد)

قبل الاعتماد على نماذج الانحدار في اختبار الفروض لا بد من التحقق من مدى توافر الافتراضات الخاصة بها؛ حيث إن عدم توافر هذه الافتراضات قد يعطى نتائج غير دقيقة (Field, 2013)، وبالتالي لا بد من معالجة المشاكل التي تؤدي إلى عدم توافر أي من هذه الافتراضات - إن وجدت -، وفيما يلي يعرض الباحث بعض الافتراضات الهامة والاختبارات اللازمة للتحقق منها:

- اختبار مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة (**Multicollinearity**)، اتضح للباحث من خلال حساب قيمة معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات في نماذج الدراسة الثلاثة أنها تقترب من القيمة (1) - كما هو مبين بالجدول (6، 7، 8) - أي أنها في الحدود المقبولة. هذا، وتكون مشكلة الارتباط الخطي موجودة إذا كانت قيمة (VIF) أعلى من القيمة (10) وفقاً لبعض الدراسات أو القيمة (5) وفقاً للبعض الآخر، وبصفة عامة يُفضل أن تقترب من القيمة (1) (Pallant, 2016; Field, 2013; Gujarati & Porter, 2009). وعليه، فقد تحقق شرط استقلال المتغيرات المستقلة وعدم وجود مشكلة ارتباط خطي بينها، وهو ما تم تأكيده أيضاً من خلال مصفوفة الارتباط؛ حيث يتضح من الجدول (5) أن أعلى ارتباط بين متغيرين مستقلين هو الارتباط بين حجم الشركة ( $LN\_SIZE_{i,t}$ ) وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية ( $LN\_EPU_i * CAPEX_{i,t}$ )، والذي بلغ (0.690)، الأمر الذي يُشير إلى انعدام مشكلة الارتباط الخطي بين المتغيرات المستقلة؛ حيث تكون هذه المشكلة موجودة إذا تجاوزت قيم معاملات الارتباط بين اثنين أو أكثر من المتغيرات المستقلة نسبة 80% أو 90% (Field, 2013; Collis & Hussey, 2014; Pallant, 2016).

- التحقق من اعتدالية التوزيع الطبيعي للبواقي ("**Normal distribution of Residuals** " *ui*)، من فروض نموذج الانحدار أن البواقي تتبع توزيعاً طبيعياً بمتوسط حسابي (Res. Mean) يساوي القيمة (صفر)، وانحراف معياري (Res. Std. Deviation) يساوي القيمة (1) أو يقترب منها بشكل كبير (Field, 2013; Gujarati & Porter, 2009). ويتضح من الجداول (6، 7، 8) أن متوسط البواقي يساوي (صفر) في النماذج الثلاثة للدراسة، والانحراف المعياري لها يبلغ (0.997)، (0.997)، (0.996) على الترتيب، ومن ثم تحقق شرط اعتدالية التوزيع الطبيعي للبواقي. وبصفة عامة، يشير

(2013) Field إلى أنه في حالة العينات الكبيرة نسبياً (تزيد عن 30 مفردة) فإن البيانات تؤول إلى التوزيع الطبيعي وفقاً لنظرية (Central Limit Theorem)، وهو الأمر الذي ينطبق على الدراسة الحالية؛ حيث بلغ عدد مفرداتها (953) مفردة. وعليه، يُمكن الافتراض أن البواقي تتبع التوزيع الطبيعي.

- اختبار مشكلة عدم ثبات التباين (Heteroscedasticity)، يُمكن أن تظهر مشكلة عدم ثبات التباين في الدراسات القطاعية التي تتضمن عدد كبير من القطاعات تتسم باختلاف التباين فيما بينها خلال فترة زمنية معينة (Gujarati & Porter, 2009)، ويُمكن التحقق من هذه المشكلة من خلال الاعتماد على اختبار Breusch-Pagan /Cook-Weisberg، وفقاً لهذا الاختبار إذا كان مستوى المعنوية أقل من (0.05) يتم قبول الفرض البديل المُتمثل في "وجود اختلاف في تباين البواقي"؛ أي أن هناك مشكلة عدم ثبات في التباين، وإذا كان مستوى المعنوية أكبر من (0.05) يتم قبول الفرض العدم المُتمثل في "عدم وجود اختلاف في تباين البواقي"، أي أن هناك ثبات في التباين. هذا، ولقد أظهرت نتائج الاختبار للنموذج الأول والثاني والثالث أن قيمة (Chi2) بلغت (30.95)، (31.67)، (32.78)، كما هو مبين بالجداول (6، 7، 8) على الترتيب، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (0.05)، الأمر الذي يُشير إلى أن نماذج الدراسة تُعاني من مشكلة عدم ثبات التباين، ولقد تم معالجة هذه المشكلة باستخدام أسلوب المربعات الصغرى المخصص لذلك وهو Robust Estimate Ordinary Least Squares (Robust OLS) من أجل تحسين الأخطاء المعيارية بنماذج الدراسة.

- اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي (Autocorrelation): اتضح للباحث من خلال إجراء اختبار ديرين-واتسون (Durbin-Watson) أن قيمة هذا الاختبار للنموذج الأول والثاني والثالث تبلغ (1.882)، (1.885)، (1.884)، كما هو مبين بالجداول (6، 7، 8) على الترتيب، وبالتالي فإن نماذج الدراسة لا تُعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي؛ حيث تكون هذه المشكلة موجودة إذا كانت قيمة الاختبار أكبر أو أقل من القيمة (2) بشكل كبير، أما إذا كانت قيمة الاختبار (2) أو قريبة منها (تقع بين 1.5 - 2.5) فإن ذلك يُشير إلى عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين البواقي (Gujarati & Porter, 2009; Field, 2013; Brooks, 2014).

استناداً لما تقدم، يتضح أن افتراضات نماذج الانحدار التي تم اختبارها أصبحت متوافرة وهو ما يضمن الوصول إلى نتائج أكثر دقة، وعليه يُمكن تطبيق نموذج الانحدار والاعتماد على نتائجه، وفيما يلي سيقوم الباحث باختبار فروض الدراسة على النحو الآتي:

## 1- اختبار الفرض الأول للدراسة

يقوم الباحث فيما يلي باختبار الفرض الأول ( $H_1$ ) القائل بوجود تأثير معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة) في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية، وتنتج نتائج اختبار هذا الفرض من خلال الجدول (6) على النحو الآتي.

جدول 6: نتائج اختبار الفرض الأول

Variables	Dependent Variable: (TC <sub>i,t+1</sub> )			VIF
	Coef. (B)	T. test		
		T	Sig.	
(Constant)	.814	7.572***	.000	-
REST <sub>i,t</sub>	-.032	-1.973**	.049	1.052
SIZE <sub>i,t</sub>	-.037	-8.793***	.000	1.080
TANG <sub>i,t</sub>	-.101	-3.091***	.002	1.156
AGE <sub>i,t</sub>	.077	5.746***	.000	1.076
PROF <sub>i,t</sub>	-.129	-1.959**	.050	1.047
LOANS <sub>i,t</sub>	-.125	-4.985***	.000	1.117
R <sup>2</sup>	.173	Adj. R <sup>2</sup>	.167	
F-test	32.907	F. Sig.	.000	
Res. Mean	.000	Res. Std. Deviation	.997	
Durbin-Watson	1.882	Chi2 / Sig.	30.95 / .000	

\*\*\*Significant at 0.01 level (1%).

\*\*Significant at 0.05 level (5%).

\*Significant at 0.1 level (10%).

يتضح من الجدول (6) ما يلي:

- أن قيمة معامل التحديد المعدل ( $Adj. R^2$ ) تبلغ (0.167)، وهي تعني أن المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج تُفسر 16.7% من التباين أو التغير في المتغير التابع المُتمثل في حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة).

- أن قيمة اختبار (F-Test) تبلغ (32.907)، وذلك عند مستوى معنوية (Sig) يساوي (0.000) وهي أقل من (0.05)؛ ويعني ذلك أن نموذج الانحدار معنوي وذو دلالة إحصائية، ومن ثم فإنه يصلح لتفسير أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

- تُظهر النتائج الواردة بالجدول (6) من خلال اختبار المعنوية للمتغيرات (T-Test) وجود تأثير عكسي معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية ( $REST_{i,t}$ ) على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.032)، وذلك عند مستوى معنوية (0.05)؛ ويعني ذلك أن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية خلال السنة الحالية (t) سيؤدي إلى انخفاض حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه هذه الشركات من الموردين في السنة التالية لعملية إعادة الإصدار (t+1)؛ ويُمكن تفسير ذلك بأن إعادة إصدار القوائم المالية يترتب عليها انخفاض جودة

المعلومات المحاسبية الواردة بها، ووجود درجة مرتفعة من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم ارتفاع مخاطر عدم القدرة على السداد، الأمر الذي يدفع الموردين إلى تخفيض حجم الائتمان الممنوح لهذه الشركات تجنباً لأيّ مخاطر مُحتملة. وتتفق هذه النتيجة مع ما أوضحته دراستا؛ (Enomoto (2024) Li et al. (2021) بأن الموردين يكون لديهم استعداد أكبر لمنح الائتمان التجاري للشركات التي تتسم بارتفاع جودة قوائمها المالية؛ نظراً لانخفاض حجم المخاطر لديها وارتفاع درجة المصادقية في المعلومات المالية، ومن ثم فإن الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية لن تتمكن من الحصول على الائتمان التجاري المطلوب، في حين تختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية صالح (2019)؛ (Shou and Liu (2022)؛ Dao et al. (2024)، والتي أكدت على زيادة حجم الائتمان التجاري بعد قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية كبديل للقروض البنكية.

- وجود تأثير عكسي معنوي لكل من حجم الشركة مُعبراً عنه باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة الأصول  $(LN\_SIZE_{i,t})$ ، وحجم الأصول الثابتة الملموسة  $(TANG_{i,t})$ ، على الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة"  $(TC_{i,t+1})$ ؛ حيث بلغت قيمة معاملي الانحدار  $(-0.037)$ ،  $(-0.101)$  على الترتيب، وذلك عند مستوى معنوية  $(0.01)$  لكل منهما؛ ويعني ذلك أن الشركات كبيرة الحجم لا تعتمد على الائتمان التجاري كمصدر للتمويل بشكل كبير مقارنةً بالشركات الأصغر في الحجم، كما أن الشركات التي يتوافر لديها أصول ثابتة ملموسة بنسب كبيرة يُمكن أن تستخدم هذه الأصول كضمان من أجل الحصول على القروض من البنوك، وبالتالي ينخفض حجم الائتمان التجاري لدى هذه الشركات؛ نظراً لتوافر مصدر آخر للتمويل، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال التي تُشير إلى أن القروض البنكية والائتمان التجاري مصادر تمويل بديلة لبعضها البعض.

- وجود تأثير طردي معنوي لعمر الشركة  $(LN\_AGE_{i,t})$  على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة"  $(TC_{i,t+1})$ ؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار  $(0.077)$ ، وذلك عند مستوى معنوية  $(0.01)$ ؛ ويعني ذلك أنه كلما ازداد عمر الشركة فإنها تتمكن من الحصول على الائتمان المطلوب من الموردين لأن الشركات الأقدم في السوق تكون أكثر استقراراً، وقد يكون لديها سمعة جيدة في المعاملات القائمة على الائتمان مع غيرها من الشركات الأخرى في السوق.

- وجود تأثير عكسي معنوي لربحية الشركة  $(PROF_{i,t})$  على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة"  $(TC_{i,t+1})$ ؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار  $(-0.129)$ ، وذلك عند مستوى معنوية  $(0.05)$ ؛ ويعني ذلك أن الطلب على الائتمان التجاري يكون أقل بالنسبة للشركات الأكثر ربحية؛ نظراً لتوافر العديد من مصادر التمويل البديلة أمام هذه الشركات ومن ثم قد تُفضل الاعتماد على مصادر التمويل الداخلية (الأرباح المحتجزة)، أو الاعتماد على القروض من البنوك بدلاً من الائتمان التجاري من أجل الاستفادة من الوفورات الضريبية، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال.

- وجود تأثير عكسي معنوي للقروض البنكية ( $LOANS_{i,t}$ ) على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.125)، وذلك عند مستوى معنوية (0.01)؛ ويعني ذلك أنه كلما ازداد حجم القروض التي تحصل عليها الشركات من البنوك ينخفض حجم الائتمان التجاري، والعكس. ويُمكن تفسير ذلك بأن القروض من البنوك تُعتبر مصدر تمويل بديل للائتمان التجاري؛ أي أنه في حالة زيادة اعتماد الشركة على أحدهما كمصدر للتمويل ينخفض اعتمادها على المصدر الآخر، وهو ما يتفق مع فرضية الاستبدال.

- اختصاراً لما سبق، تُشير نتائج اختبار الفرض الأول إلى وجود تأثير عكسي معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)؛ نظراً لزيادة درجة عدم تماثل المعلومات ومخاطر التخلف عن السداد. وبناءً على ما تقدم، يتم قبول الفرض الأول للدراسة القائل بوجود تأثير معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية.

## 2- اختبار الفرض الثاني للدراسة

يقوم الباحث فيما يلي باختبار الفرض الثاني ( $H_2$ ) القائل بوجود تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة) في الشركات المُقيدة بالبورصة المصرية، وتتضح نتائج اختبار هذا الفرض من خلال الجدول (7) على النحو الآتي.

### جدول 7: نتائج اختبار الفرض الثاني

Variables	Dependent Variable: ( $TC_{i,t+1}$ )			VIF
	B	T. test		
		T	Sig.	
(Constant)	.857	7.872***	.000	-
LN_EPU <sub>t</sub> * CAPEX <sub>i,t</sub>	-.013	-2.099**	.044	2.280
SIZE <sub>i,t</sub>	-.041	-6.989***	.000	2.078
TANG <sub>i,t</sub>	-.105	-3.090***	.002	1.245
AGE <sub>i,t</sub>	.074	5.501***	.000	1.083
PROF <sub>i,t</sub>	-.144	-1.972**	.049	1.096
LOANS <sub>i,t</sub>	-.126	-4.969***	.000	1.127
R <sup>2</sup>	.170	Adj. R <sup>2</sup>		.164
F-test	32.233	F. Sig.		.000
Res. Mean	.000	Res. Std. Deviation		.997
Durbin-Watson	1.885	Chi2 / Sig.		31.67 / .000

\*\*\* Significant at 0.01 level (1%).

\*\* Significant at 0.05 level (5%).

\* Significant at 0.1 level (10%).

يتضح من الجدول (7) ما يلي:

أن قيمة معامل التحديد المعدل ( $Adj. R^2$ ) تبلغ (0.164)، وهي تعني أن المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج تُفسر 16.4% من التباين أو التغيير في المتغير التابع المتمثل في حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة).

- أن قيمة اختبار (F-Test) تبلغ (32.233)، وذلك عند مستوى معنوية (Sig.) يساوي (0.000) وهي أقل من (0.05)؛ ويعني ذلك أن نموذج الانحدار معنوي وذو دلالة إحصائية، ومن ثم فإنه يصلح لتفسير أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

- تُظهر النتائج الواردة بالجدول (7) من خلال اختبار المعنوية للمتغيرات (T-Test) وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية ( $LN\_EPU_t * CAPEX_{i,t}$ ) على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.013)، وذلك عند مستوى معنوية (0.05)؛ ويعني ذلك أنه كلما ازدادت حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية خلال السنة الحالية (t) انخفض حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه الشركات من الموردين في السنة التالية لها (t+1)؛ ويُمكن تفسير ذلك بزيادة درجة عدم تماثل المعلومات وزيادة مخاطر الائتمان خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، وهو ما يدفع الموردين إلى تخفيض حجم الائتمان الممنوح لعملائهم والتشدد في شروطه. وبمعنى آخر، يتحمل الموردين -بصفة عامة- خطر عدم سداد عملائهم للديون في المستقبل، وفي ظل ارتفاع مستوى عدم اليقين في السياسة الاقتصادية يتفاقم هذا الخطر، وبالتالي يصبح الموردين أكثر تردداً في منح الائتمان التجاري لعملائهم. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Tabash et al., 2022; Vo et al., 2022; Su et al., 2021; D'Mello & Toscano, 2020; Jory et al., 2020; Liu & Dong, 2020) في حين تختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الدراسات الآتية (Palacín-Sánchez et al., 2019; Zhang et al., 2015; Casey & O'Toole, 2014; Bastos & Pindado, 2013) والتي توصلت إلى زيادة حجم الائتمان التجاري في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي كبديل للقروض البنكية.

- وجود تأثير عكسي معنوي لكل من حجم الشركة ( $LN\_SIZE_{i,t}$ )، وحجم الأصول الثابتة الملموسة ( $TANG_{i,t}$ )، وربحية الشركة ( $PROF_{i,t}$ )، وحجم القروض البنكية ( $LOANS_{i,t}$ )، على الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار لهذه المتغيرات على الترتيب (-0.041)، (-0.105)، (-0.144)، (-0.126)، وذلك عند مستوى معنوية (0.01) لكل من حجم الشركة والأصول الثابتة الملموسة والقروض البنكية، ومستوى معنوية (0.05) لربحية الشركة.

- وجود تأثير طردي معنوي لعمر الشركة ( $LN\_AGE_{i,t}$ ) على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" ( $TC_{i,t+1}$ )؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (0.074)، وذلك عند مستوى معنوية (0.01).

- اختصاراً لما سبق، تُشير نتائج اختبار الفرض الثاني إلى وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)؛ نظراً لزيادة درجة عدم تماثل المعلومات ومخاطر التخلف عن السداد بشكل كبير خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، وبناءً على ما تقدم، يتم قبول الفرض الثاني للدراسة القائل بوجود تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

### 3- اختبار الفرض الثالث للدراسة

يقوم الباحث فيما يلي باختبار الفرض الثالث ( $H_3$ ) القائل بأنه لا يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة) في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وتوضح نتائج اختبار هذا الفرض من خلال الجدول (8) على النحو الآتي.

جدول 8: نتائج اختبار الفرض الثالث

Variables	Dependent Variable: $(TC_{i,t+1})$			
	B	T. test		VIF
		T	Sig.	
(Constant)	.863	7.657***	.000	-
REST <sub>i,t</sub>	-.133	-1.971**	.049	2.533
LN_EPU <sub>t</sub> * CAPEX <sub>i,t</sub>	-.011	-2.125**	.043	2.596
REST <sub>i,t</sub> × EPU <sub>t</sub> *CAPEX <sub>i,t</sub>	-.077	-2.159**	.041	2.599
SIZE <sub>i,t</sub>	-.040	-6.895***	.000	2.097
TANG <sub>i,t</sub>	-.112	-3.284***	.001	1.260
AGE <sub>i,t</sub>	.080	5.840***	.000	1.124
PROF <sub>i,t</sub>	-.147	-2.011**	.045	1.102
LOANS <sub>i,t</sub>	-.125	-4.940***	.000	1.133
R <sup>2</sup>	.175	Adj. R <sup>2</sup>	.168	
F-test	24.952	F. Sig.	.000	
Res Mean	.000	Res. Std. Deviation	.996	
Durbin-Watson	1.884	Chi2 / Sig.	32.78 / .000	

\*\*\* Significant at 0.01 level (1%).

\*\* Significant at 0.05 level (5%).

\* Significant at 0.1 level (10%).

يتضح من الجدول (8) ما يلي:

- أن قيمة معامل التحديد المعدل ( $Adj. R^2$ ) تبلغ (0.168)، وهي تعني أن المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج تُفسر 16.8% من التباين أو التغيير في المتغير التابع المتمثل في حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة).

- أن قيمة اختبار (F-Test) تبلغ (24.952)، وذلك عند مستوى معنوية (.Sig) يساوي (0.000) وهي أقل من (0.05)؛ ويعني ذلك أن نموذج الانحدار معنوي وذو دلالة إحصائية، ومن ثم فإنه يصلح لتفسير أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
- تُظهر النتائج الواردة بالجدول (8) من خلال اختبار المعنوية للمتغيرات (T-Test) وجود تأثير عكسي معنوي للمتغير المُعدّل  $(REST_{i,t} \times EPU_t * CAPEX_{i,t})$  على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة"  $(TC_{i,t+1})$ ؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار  $(-0.077)$ ، وذلك عند مستوى معنوية (0.05)، وبمعنى آخر يوجد تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية - كمتغير مُعدّل - على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري؛ ويُمكن تفسير ذلك بأن حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية التي تمر بها مصر مؤخراً يُمكن أن يصاحبها آثار سلبية جوهرية على المعلومات الواردة بالقوائم المالية، نتيجةً لانخراط الشركات في ممارسات إدارة الأرباح من أجل إظهار الوضع المالي لها على نحو أفضل وإخفاء مدى تأثيرها بسبب الظروف الاقتصادية السائدة، الأمر الذي أدى إلى وجود تزايد نسبي في حالات إعادة إصدار القوائم المالية خلال الفترة محل الدراسة، ويؤثر ذلك بشكل عكسي على حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه هذه الشركات من الموردين؛ نظراً لزيادة درجة عدم تماثل المعلومات ومخاطر التخلف عن السداد بشكل كبير.
- وجود تأثير عكسي معنوي لكل من حجم الشركة  $(LN\_SIZE_{i,t})$ ، وحجم الأصول الثابتة الملموسة  $(TANG_{i,t})$ ، وربحية الشركة  $(PROF_{i,t})$ ، وحجم القروض البنكية  $(LOANS_{i,t})$ ، على الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة"  $(TC_{i,t+1})$ ؛ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار لهذه المتغيرات على الترتيب  $(-0.040)$ ،  $(-0.112)$ ،  $(-0.147)$ ،  $(-0.125)$ ، وذلك عند مستوى معنوية (0.01) لكل من حجم الشركة والأصول الثابتة الملموسة والقروض البنكية، ومستوى معنوية (0.05) لربحية الشركة.
- وجود تأثير طردي معنوي لعمر الشركة  $(LN\_AGE_{i,t})$  على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة"  $(TC_{i,t+1})$ ؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (0.080)، عند مستوى معنوية (0.01).
- اختصاراً لما سبق، تُشير نتائج اختبار الفرض الثالث إلى وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية - كمتغير مُعدّل - على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)؛ حيث إن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي يُجد من قدرتها على الوصول إلى الائتمان التجاري من الموردين؛ وذلك بسبب تقادم الآثار السلبية الناتجة عن وجود درجة مرتفعة من عدم تماثل المعلومات، فضلاً عن زيادة مخاطر الائتمان. وبناءً على ما تقدم، يتم رفض الفرض القائل بأنه لا يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري في

الشركات المُقيّدة بالبورصة المصرية، وقبول الفرض البديل القائل بوجود تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري.

في ضوء العرض السابق، يُمكن للباحث تلخيص نتائج اختبار فروض الدراسة التطبيقية من خلال الجدول (9) على النحو الآتي.

### جدول 9: ملخص نتائج اختبار الفروض

نتيجة الفرض	نص الفرض	رقم الفرض
قبول الفرض	يوجد تأثير معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيّدة بالبورصة المصرية.	الأول
قبول الفرض	يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيّدة بالبورصة المصرية.	الثاني
رفض الفرض العدم وقبول الفرض البديل	لا يوجد تأثير معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري في الشركات المُقيّدة بالبورصة المصرية.	الثالث

### خامساً: إجراء اختبارات التحقق من مدى صحة النتائج (Robustness Tests)

للتحقق من صحة وسلامة النتائج التي تم التوصل إليها من خلال الاختبارات الأساسية - وخاصةً في ظل قيام الباحث بإجراء تعديل على أسلوب قياس متغير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية والذي يتمثل في ترجيح مؤشر عدم اليقين العالمي (WUI) بالنفقات الرأسمالية للشركات -، قام الباحث بقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية باستخدام بيانات مؤشر عدم اليقين العالمي (WUI) دون ترجيحها بالنفقات الرأسمالية، ويُقاس بمتوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية تماشياً مع دراستا (عسران، 2023؛ عمارة، 2023)، وتم إعادة اختبار الفرض الثاني مرة أخرى، والجدول (10) يوضح نتائج إعادة اختبار الفرض الثاني.

علاوةً على ما سبق، يقوم الباحث باختبار تأثير كل من إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم القروض البنكية، للتحقق مما إذا كان الانخفاض في حجم الائتمان التجاري - بسبب إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين الاقتصادي كما أوضحت نتائج الاختبارات الأساسية - سيقابله زيادة أم انخفاض في اعتماد الشركات على القروض البنكية، والجدول (11) يوضح نتائج الاختبارات الإضافية للتحقق من تأثير كل من إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية (كمتغيرين مستقلين) على حجم القروض البنكية (كمتغير تابع).

جدول 10: نتائج الاختبارات الإضافية للفرض الثاني

Variables	Dependent Variable: (TC <sub>i,t+1</sub> )			
	B	T. test		VIF
		T	Sig.	
(Constant)	.896	8.142***	.000	-
EPU <sub>t</sub>	-.154	-1.951*	.051	1.025
SIZE <sub>i,t</sub>	-.039	-9.281***	.000	1.078
TANG <sub>i,t</sub>	-.098	-2.980***	.003	1.155
AGE <sub>i,t</sub>	.070	5.230***	.000	1.054
PROF <sub>i,t</sub>	-.135	-1.901*	.058	1.046
LOANS <sub>i,t</sub>	-.124	-4.929***	.000	1.116
R <sup>2</sup>	.173	Adj. R <sup>2</sup>		.167
F-test	32.900	F. Sig.		.000
Res Mean	.000	Res. Std. Deviation		.997
Durbin-Watson	1.890	Chi2 / Sig.		31.11 / .000

\*\*\*Significant at 0.01 level (1%).

\*\*Significant at 0.05 level (5%).

\*Significant at 0.1 level (10%).

يتضح من الجدول (10) وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU<sub>t</sub>) - مقاساً بمتوسط مؤشر عدم التأكد العالمي الربع سنوي الخاص بجمهورية مصر العربية - على حجم الائتمان التجاري "الحسابات الدائنة" (TC<sub>i,t+1</sub>)؛ حيث بلغت قيمة معامل الانحدار (-0.154) وذلك عند مستوى معنوية (0.1)، وهذه النتيجة تدعم ما توصل إليه الباحث في الفرض الثاني ضمن الاختبارات الأساسية، كما أنها تؤكد على جودة المقياس الذي اعتمد عليه الباحث لقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال ترجيحه بالنفقات الرأسمالية؛ حيث إن النتيجة لم تختلف كثيراً في ظل استخدام بيانات مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) مرجحاً بالنفقات الرأسمالية أو بدون ترجيحه.

جدول 11: نتائج الاختبارات الإضافية لحجم القروض البنكية كمتغير تابع

Variables	Dependent Variable: (LOANS <sub>i,t+1</sub> )			
	B	T. test		Sig.
		T	Sig.	
(Constant)	.794	8.725***	.000	
REST <sub>i,t</sub>	-.042	-1.960**	.050	
LN_EPU <sub>t</sub> * CAPEX <sub>i,t</sub>	-.018	-4.858***	.000	
EPU <sub>t</sub>	-.027	-1.910*	.057	

\*\*\*Significant at 0.01 level (1%).

\*\*Significant at 0.05 level (5%).

\*Significant at 0.1 level (10%).



## 5- الخلاصة والتوصيات والدراسات المستقبلية

### 5-1 خلاصة البحث ونتائجه

تستخدم الشركات الائتمان التجاري على نطاق واسع لتأجيل سداد مدفوعاتها للسلع والخدمات التي تشتريها، ومن ثم يُعتبر الائتمان التجاري المصدر الأكثر أهمية للتمويل قصير الأجل بالنسبة لمعظم الشركات، وخاصةً في حالة وجود صعوبات في الحصول على القروض التقليدية من البنوك (Dao et al., 2024; Shou & Liu, 2022; Shi, 2022; Vo et al., 2022)، ونظراً لأهمية الائتمان التجاري في المعاملات التجارية بين الشركات فإن هناك ضرورة للتعرف على أهم العوامل التي يُمكن أن تؤثر عليه، وتركز الدراسة الحالية على كل من إعادة إصدار القوائم المالية، وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية كأحد المحددات لحجم الائتمان التجاري الممنوح للشركات.

في ضوء ما سبق، هدف البحث الحالي إلى اختبار أثر كل من إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري، وكذلك اختبار التأثير المُعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري، ولتحقيق هذه الأهداف فقد تم عرض الدراسات السابقة المرتبطة بموضوع البحث واشتقاق فروض الدراسة منها، وبعد ذلك تم عرض منهجية البحث المُتبعة، وإجراء التحليل الإحصائي باستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة، وتوصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

- 1- وجود تأثير عكسي معنوي لإعادة إصدار القوائم المالية على حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)؛ ويعني ذلك أن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية سيؤدي إلى انخفاض حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه هذه الشركات من الموردين.
- 2- وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)؛ ويعني ذلك أنه كلما ازدادت حالة عدم اليقين في السياسة الاقتصادية انخفض حجم الائتمان التجاري الذي يُمكن أن تحصل عليه الشركات من الموردين.
- 3- وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية - كمتغير مُعدل - على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة).
- 4- أشارت نتائج الاختبارات الإضافية - عند استخدام مقياس آخر لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية - إلى وجود تأثير عكسي معنوي لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري (الحسابات الدائنة)، وهذه النتيجة تتفق مع ما تم التوصل إليه من خلال الاختبارات الأساسية، كما تؤكد على جودة المقياس المُقترح الذي اعتمد عليه الباحث لقياس عدم اليقين في السياسة الاقتصادية من خلال ترجيحه بالنفقات الرأسمالية.

- 5- علاوة على ما سبق، أشارت نتائج الاختبارات الإضافية إلى وجود تأثير عكسي معنوي لكل من إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم القروض البنكية.
- 6- في ضوء نتائج الاختبارات الأساسية والإضافية يُمكن القول بأن إعادة إصدار القوائم المالية، وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية يؤثران بشكل عكسي على مصادر التمويل القائمة على الائتمان والمتمثلة في حجم الائتمان التجاري والقروض البنكية.

## 5-2 توصيات البحث المُقترحة

في ضوء نتائج البحث يوصي الباحث بما يلي، والجدول (12) يوضح توصيات البحث المُقترحة، والجهة المسؤولة عن تنفيذها، وآليات تنفيذها.

### جدول 12: توصيات البحث المُقترحة

م	التوصية	جهة التنفيذ	آليات التنفيذ
1	ضرورة قيام الشركات التي تقوم بإعادة إصدار قوائمها المالية بالإفصاح عن البنود التي تم تعديلها، وقيمة هذه التعديلات، وأسبابها، وتوضيح أثرها على القوائم المالية.	الإدارة العليا بالشركة، والجهات التنظيمية في بيئة الأعمال المصرية	تفعيل دور الجهات ذات الصلة بعملية إعداد القوائم المالية بالشركات مثل لجان المراجعة، وإدارة المراجعة الداخلية. وكذلك قيام البورصة المصرية بإلزام الشركات بالإفصاح عن هذه البنود.
2	فرض عقوبات رادعة على الشركات في حالة ما إذا كان إعادة إصدار قوائمها المالية بسبب التلاعب والغش.	الجهات الرقابية والتنظيمية المعنية في بيئة الأعمال المصرية	تفعيل دور الجهات الرقابية في بيئة الأعمال المصرية مثل الهيئة العامة للرقابة المالية، للتأكد من قيام الشركات باتباع معايير المحاسبة المتعارف عليها عند إعداد القوائم المالية، والالتزام بالقواعد الأخلاقية للمهنة، وفرض العقوبات اللازمة على الشركات غير المُلتزمة.
3	ينبغي على صانعي السياسات الاقتصادية أن يبذلوا المزيد من الجهد لتحقيق الاستقرار في هذه السياسات؛ لما لذلك من تأثير على استقرار الشركات وعلى خيارات التمويل المتاحة أمامها.	صانعي السياسات الاقتصادية في بيئة الأعمال المصرية	تفعيل دور الجهات الاقتصادية بالدولة بحيث تقوم بدراسة التغيرات المُحتملة في السياسات الاقتصادية، ومدى تأثيرها على الشركات العاملة في بيئة الأعمال المصرية ومصادر التمويل التي تعتمد عليها، وذلك قبل إقرار هذه السياسات الاقتصادية.
4	ينبغي على مديري الشركات أن يكون لديهم وعي كافي بالتغير في السياسات الاقتصادية، بما يُمكنهم من تحديد استراتيجيات التمويل المناسبة، ومن ثم القدرة على الوصول إلى مصادر التمويل المختلفة في ظل الظروف الاقتصادية المتغيرة.	الإدارة العليا بالشركة	قيام مديري الشركات باتخاذ بعض التدابير الاحترازية خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي لتجنب الآثار السلبية الناتجة عن ذلك، ومنها مثلاً: تعزيز حجم الأصول الثابتة الملموسة؛ لأن هذا النوع من الأصول يعتبر بمثابة ضمان للقروض البنكية، وبالتالي يكون له دور إيجابي في الحصول على التمويل اللازم من البنوك.

### 3-5 الدراسات المستقبلية ومجالات البحث المقترحة

تتمثل أهم الدراسات المستقبلية فيما يلي:

1. دراسة أثر كل من إعادة إصدار القوائم المالية وعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على حجم الائتمان التجاري بالتطبيق على الشركات الصغيرة والمتوسطة؛ حيث إنها قد تكون أكثر تأثراً بالظروف الاقتصادية السائدة، كما أنها عادة ما تواجه قيوداً على مصادر التمويل، ومن ثم قد تكون العلاقة بين هذه المتغيرات أكثر وضوحاً في هذه النوعية من الشركات مقارنة بالشركات الأكبر حجماً.
2. دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على ممارسات إدارة الأرباح؛ حيث إن الشركات قد تميل خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي إلى التلاعب في قوائمها المالية لإخفاء مدى تأثرها بالظروف الاقتصادية السائدة.
3. دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على خطر انهيار أسعار الأسهم؛ حيث من المحتمل أن يتأثر أداء أسهم الشركات بشكل سلبي خلال فترات عدم اليقين الاقتصادي، وتزداد مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
4. دراسة أثر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية على القرارات الاستثمارية للشركة؛ حيث إنه في ظل فترات عدم اليقين الاقتصادي قد تميل الشركات إلى تخفيض حجم استثماراتها الحالية والمستقبلية.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

- الصابغ، أحمد عبده السيد. (2019). أثر جودتى لجنة المراجعة والمراجعة المُدركة وتركز الملكية على إعادة إصدار القوائم المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة طنطا، 2، 1 - 43.
- الوكيل، حسام السعيد. (2022). الدور الوسيط لإعادة إصدار القوائم المالية في علاقة جودة المراجعة المدركة بقيمة الشركة: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة الأسكندرية، 6(3)، 417 - 488.
- أمين، عصام حمدي مصطفى. (2021). دراسة واختبار العلاقة بين جودة المراجعة الخارجية وإعادة إصدار القوائم المالية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة الأسكندرية، 5(1)، 1 - 41.
- صالح، أبو الحمد مصطفى. (2019). أثر إعادة إصدار القوائم المالية على قرارات منح الائتمان في البيئة المصرية. مجلة البحوث التجارية المعاصرة، كلية التجارة جامعة سوهاج، 33(3)، 2 - 42.
- عسران، محمد صالح عبد اللطيف. (2023). تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح: دليل تجريبي من مصر. المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة المنوفية، 10(2)، 251 - 286.
- عمارة، محمد رزق عبد الغفار. (2023). التأثير المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الإفصاح عن الأداء المُستدام وتكلفة رأس المال المُفترض لمنشآت الأعمال المصرية. مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة جامعة الأسكندرية، 7(3)، 37 - 80.
- هلالى، أسامة أحمد جمال. (2017). أثر القوائم المالية المعدلة على أسعار الأسهم ومصادر التمويل وعلى تغيير مراقب الحسابات للشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة اختبارية. مجلة الفكر المحاسبى، كلية التجارة جامعة عين شمس، 21(3)، 492 - 552.

## ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Abad, D., Sánchez-Ballesta, J., & Yagüe, J. (2017). The short-term debt choice under asymmetric information. *SERIEs: Journal of the Spanish Economic Association*, 8(3), pp. 261–285.
- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2022). The world uncertainty index. *National bureau of economic research*, No. w29763, Available at: <https://cepr.lse.ac.uk/pubs/download/dp1842.pdf>.
- Ahir, H., Bloom, N., & Furceri, D. (2018). The world uncertainty index. Available at SSRN: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3275033](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3275033).
- Aktas, N., De Bodt, E., Lobež, F., & Statnik, J. (2012). The information content of trade credit. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), pp. 1402–1413.
- Al-Hadi, A., Taylor, G., Hasan, M., & Eulaiwi, B. (2023). Third-party auditor liability and financial restatements. *The British Accounting Review*, 55(2), pp. 1–23.
- Baker, S., Bloom, N., & Davis, S. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The quarterly journal of economics*, 131(4), pp. 1593–1636.
- Baker, S., Bloom, N., & Davis, S. (2013). Measuring economic policy uncertainty. Chicago Booth Research Paper No. 13-02. Available at: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2198490](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2198490).
- Bastos, R., & Pindado, J. (2013). Trade credit during a financial crisis: A panel data analysis. *Journal of Business Research*, 66(5), pp. 614–620.
- Bermpei, T., Kalyvas, A., Neri, L., & Russo, A. (2022). Does economic policy uncertainty matter for financial reporting quality? Evidence from the United States. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58(2), pp.795–845.
- Bhattacharya, N., Desai, H., & Venkataraman, K. (2013). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), pp. 482–516.

- Bilgin, M., Danisman, G., Demir, E., & Tarazi, A. (2021). Economic uncertainty and bank stability: Conventional vs. Islamic banking. *Journal of Financial Stability*, 56, pp. 1-20.
- Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. Third Edition (3th), Cambridge university press.
- Bryan, D., & Mason, T. (2022). Earnings autocorrelation and accounting restatements. *Review of Accounting and Finance*, 21(3), pp. 154-173.
- Casey, E., & O'Toole, C. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27, pp. 173-193.
- Chen, P., Lee, C., & Zeng, J. (2019). Economic policy uncertainty and firm investment: Evidence from the US market. *Applied Economics*, 51(31), pp. 3423-3435.
- Chen, X., Cheng, Q., & Lo, A. (2013). Accounting restatements and external financing choices. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), pp.750-779.
- Collis, J., & Hussey, R. (2014). *Business research: A practical guide for undergraduate & postgraduate student*. Fourth Edition (4th), Palgrave Macmillan.
- Cui, X., Yao, S., Fang, Z., & Wang, H. (2021). Economic policy uncertainty exposure and earnings management: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(3), pp. 3937-3976.
- Cuñat, V., & Garcia-Appendini, E. (2012). *Trade credit and its role in entrepreneurial finance*. The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford Handbooks, Available at: <https://academic.oup.com/editedvolume/28162/chapterabstract/212989538?redirectedFrom=fulltext&login=false>

- Dao, M., Nguyen, D., & Xu, H. (2024). Financial restatements and the demand for trade credit. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 39(3), pp. 830–854.
- Daripa, A., & Nilsen, J. (2011). Ensuring sales: A theory of inter-firm credit. *American Economic Journal: Microeconomics*, 3(1), pp. 245–279.
- Dass, N., Kale, J., & Nanda, V. (2015). Trade credit, Relationship-specific Investment, & product market power. *Review of Finance*, 19, pp.1867–1923.
- D'Mello, R., & Toscano, F. (2020). Economic policy uncertainty and short-term financing: The case of trade credit. *Journal of Corporate Finance*, 64, pp. 1–23.
- Duan, Z., & Hu, M. (2024). Dig the treasure nearby: The impact of local supplier preference on trade credit financing. *International Review of Economics & Finance*, 89, pp. 629–650.
- Durnev, A., & Mangen, C. (2009). Corporate investments: Learning from restatements. *Journal of Accounting Research*, 47(3), pp. 679–720.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, Y., & Yoon, H. (2021). Policy uncertainty and accounting quality. *The Accounting Review*, 96(4), pp. 233–260.
- Enomoto, M. (2024). Effects of Shareholdings on the Relationship between Accounting Quality and Trade Credit: Evidence from Japan. *Journal of International Accounting Research*, 23(2), pp. 59–93.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. Fourth Edition (4th), Sage.
- Feng, X., Luo, W., & Wang, Y. (2023). Economic policy uncertainty and firm performance: Evidence from China. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 28(4), pp. 1476–1493.

- García-Teruel, P., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J. (2014). Supplier financing and earnings quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(9-10), pp. 1193-1211.
- Giannetti, M., Burkart, M., & Ellingsen, T. (2011). What you sell is what you lend? Explaining trade credit contracts. *The Review of Financial Studies*, 24(4), pp. 1261-1298.
- Goto, S., Xiao, G., & Xu, Y. (2015). As told by the supplier: Trade credit and the cross section of stock returns. *Journal of Banking & Finance*, 60, pp. 296-309.
- Gozgor, G., Demir, E., Belas, J., & Yesilyurt, S. (2019). Does economic uncertainty affect domestic credits? An empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 63, pp.1-11.
- Graham, J., Li, S., & Qiu, J. (2008). Corporate misreporting and bank loan contracting. *Journal of financial Economics*, 89(1), pp. 44-61.
- Gujarati, D. N. & Porter, D. C. (2009). *Basic Econometrics*. Fifth Edition (5th), McGraw-Hill Education, United States.
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of financial studies*, 29(3), pp. 523-564.
- Hennes, K., Leone, A., & Miller, B. (2008). The importance of distinguishing errors from irregularities in restatement research: The case of restatements and CEO/CFO turnover. *The Accounting Review*, 83(6), pp. 1487-1519.
- Hu, S., Qian, Y., & Hu, S. (2024). Do customers' financial restatements affect how auditors respond to their suppliers? Evidence from China. *Managerial Auditing Journal*, 39(3), pp. 294-319.
- John, K., Shangguan, J., & Mateti, R. (2015). Financing activities after accounting restatements: An examination of SEOs and PIPEs. *Eurasian Economic Review*, 5, pp. 139-160.

- Jory, S., Khieu, H., Ngo, T., & Phan, H. (2020). The influence of economic policy uncertainty on corporate trade credit and firm value. *Journal of Corporate Finance*, 64, pp. 1-23.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), pp.385-420.
- Li, X., Ng, J., & Saffar, W. (2021). Financial reporting and trade credit: Evidence from mandatory IFRS adoption. *Contemporary Accounting Research*, 38(1), pp.96-128.
- Li, X. & Qiu, M. (2021). The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms. *Journal of International Money and Finance*, 110, pp. 1-19.
- Liu, P., & Dong, D. (2020). Impact of economic policy uncertainty on trade credit provision: The role of social trust. *Sustainability*, 12(4), pp.1-24.
- Love, I., & Zaidi, R. (2010). Trade credit, bank credit and financial crisis. *International Review of Finance*, 10(1), pp. 125-147.
- Ma, L., & Ma, S. (2020). Trade credit use and bank loan access: An agency theory perspective. *Accounting & Finance*, 60(2), pp. 1835-1865.
- Ma, T., Martin, X., & Ming, L. (2012). The real effect of customer accounting quality-trade credit and suppliers' cash holdings. Working paper, Available at: [https://www.utah-wac.org/2012/Papers/martin\\_UWAC.pdf](https://www.utah-wac.org/2012/Papers/martin_UWAC.pdf).
- Molina, C., & Preve, L. (2009). Trade receivables policy of distressed firms and its effect on the costs of financial distress. *Financial management*, 38(3), pp. 663-686.
- Palacín-Sánchez, M., Canto-Cuevas, F., & Di Pietro, F. (2022). Examining the effects of the quality of financial reports on SME trade credit: An innovative approach. *International Review of Finance*, 22(4), 662-668.

- Palacín-Sánchez, M., Canto-Cuevas, F., & Di-Pietro, F. (2019). Trade credit versus bank credit: A simultaneous analysis in European SMEs. *Small Business Economics*, 53(4), pp. 1079-1096.
- Pallant, J. (2016). *SPSS Survival Manual: A step-by-step guide to data analysis using IBM SPSS*. 6th, Allen & Unwin.
- Phan, D., Sharma, S., & Tran, V. (2018). Can economic policy uncertainty predict stock returns? Global evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 55, pp. 134-150.
- Sáiz, M., Azofra, S., Olmo, B., & Gutiérrez, C. (2017). Trade credit, sovereign risk and monetary policy in Europe. *International Review of Economics & Finance*, 52, pp.39-54.
- Saunders, M., Thornhill, A. & Lewis, P. (2019). *Research methods for business students*. (8<sup>th</sup>) Edition, Pearson Education Limited, London, UK.
- Shi, C., & Zhang, W. (2008). Accounting restatements & the cost of debt capital. Available at SSRN: <https://www.capana.net/download/confpaper1.pdf>.
- Shi, G. (2022). Does industry-specific information disclosure improve trade credit Financing?. *China Journal of Accounting Studies*, 10(2), pp.203-227.
- Shou, M., & Liu, Q. (2022). Trade Credit in Distrust: Evidence from Financial Restatements. *Hawai'i Accounting Research Conference (HARC)*. pp. 1-55. Available at: <https://scholarspace.manoa.hawaii.edu/items/fff0cd55-6238-44aa-9e41-365e196f3192>. [Accessed 15/05/2024].
- Stolbov, M., & Shchepeleva, M. (2020). Systemic risk, economic policy uncertainty and firm bankruptcies: Evidence from multivariate causal inference. *Research in International Business and Finance*, 52, pp.1-22.
- Su, K., Kong, D., & Wu, J. (2021). Can economic policy uncertainty reduce a firm's trade credit?. *International Review of Finance*, 21(3), pp. 1089-1099.

- Tabash, M., Farooq, U., Ashfaq, K., & Tiwari, A. (2022). Economic policy uncertainty and financing structure: A new panel data evidence from selected Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 60, pp. 1-15.
- Vo, H., Phan, A., Trinh, Q., & Vu, L. (2022). Does economic policy uncertainty affect trade credit and firm value in Korea? A comparison of chaebol vs. non-chaebol firms. *Economic Analysis and Policy*, 73, pp. 474-491.
- Wang, L., Wang, C., Yarovaya, L., & Huang, H. (2024). Trade credit and corporate digital transformation: The role of managerial ability. *Financial Review*, 59(3), pp. 779-806.
- Wilson, W. (2008). An empirical analysis of the decline in the information content of earnings following restatements. *The Accounting Review*, 83(2), pp.519-548.
- Wu, P., Gao, L., Chen, Z., & Li, X. (2016). Managing reputation loss in China: In-depth analyses of financial restatements. *Chinese Management Studies*, 10(2), pp. 312-345.
- Zadeh, M., Naaman, K., & Sahyoun, N. (2023). Corporate social responsibility transparency and trade credit financing. *International Journal of Accounting & Information Management*, 31(2), pp.247-269.
- Zhang, G., Han, J., Pan, Z., & Huang, H. (2015). Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China. *Economic Systems*, 39(3), pp. 439-457.
- Zhang, S., & Gregoriou, A. (2019). Initial bank loans, zero-leverage firms and stock market liquidity: New empirical evidence from the UK. *Journal of Economic Studies*, 46(5), pp. 1028-1051.