

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتقد

د. عمرو محمد خميس محمد

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتقد التقارير المالية – دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية د. عمرو محمد خميس محمد

أستاذ المحاسبة والمراجعة المساعد - كلية الأعمال (التجارة سابقا) - جامعة الاسكندرية
البريد الالكتروني: amr.morsy@alexu.edu.eg ، amrkhamis03@gmail.com

ملخص البحث

استهدف البحث دراسة واختبار أثر مستوي المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة في البورصة المصرية ، علاوة على اختبار الدور المعدل لغموض وتعتقد التقارير المالية (معا وكل علي حدة) علي العلاقتين الرئيسيتين محل الدراسة . واعتمد الباحث علي أسلوب تحليل المحتوى لعينة من ٥١٦ مشاهدة سنوية لعدد ٨٦ شركة من مختلف القطاعات خلال الفترة (٢٠١٨-٢٠٢٣)، والتي تعرض خلالها الإقتصاد المصري للعديد من الصدمات الجيوسياسية ، زادت من حدة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية.

خلص البحث إلي وجود تأثير سلبي معنوي لكل من مستوي المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بما يدعم نظرية الخيارات الحقيقية ، ففي فترات عدم التأكد المرتفع ، تميل الشركات إلي تأجيل أو خفض إنفاقها الرأسمالي ، بدلا من إتخاذ قرار مكلف (كقرار الإستثمار) له عواقب غير مؤكدة ، خاصة وأن معظم إستثماراتها الرأسمالية تتمتع بدرجة عالية من عدم إمكانية الرجعة فيها Irreversibility. ويرجع ذلك إلي أن عدم التأكد المرتفع يزيد من مخاطر إتخاذ الإدارة لقراراتها التمويلية والرأسمالية ، ويفرض عليها العمل في بيئة سياسية وإقتصادية معقدة وغير مستقرة ويصعب التنبؤ به ، مما قد يعيق من قدرتها علي التخصيص الكفاء لمواردها ، ويضغط عليها لإتخاذ قرارات إستثمارية أكثر تحفظاً .

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعدد

د. عمرو محمد خميس محمد

كما أن غموض وتعدد التقارير المالية في فترات عدم التأكد الجيوسياسي والإقتصادي المرتفع سوف يزيد من حدة تأثيرهما السلبي على إستثمارات الشركات ، فإنخفاض جودة وشفافية التقارير المالية يفاقم من حدة عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة ، ويزيد من الإحتكاكات التمويلية والقيود المالية . الأمر الذي ينعكس سلباً على قدرة الشركات على تقدير عوائد فرصها الرأسمالية المتاحة ، والوصول لتمويل خارجي بتكلفة منخفضة أو توفير موارد تمويل داخلية ، مما يدفعها إلى تأجيل وخفض إنفاقها الرأسمالي لحين زوال عدم التأكد.

الكلمات الرئيسية : المخاطر الجيوسياسية ، عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، غموض وتعدد التقارير المالية.

The Impact of geopolitical risks and economic policy uncertainty on companies' investments: The moderating role of financial reporting opacity and complexity – Evidence from companies listed on the Egyptian Stock Exchange

Abstract :

The research aimed to test the impact of the level of geopolitical risks (GR) and economic policy uncertainty (EPU) on the investments of companies listed on the Egyptian Stock Exchange. in addition to testing the moderating role of opacity and complexity of financial reports (together and separately) on the two main relationships under study. The researcher relied on the content analysis for a sample of 516 annual observations of 86 companies from various sectors during the period (2018-2023), during which the Egyptian economy was exposed to many

geopolitical shocks, which increased the economic policy uncertainty.

The research concluded that there is a significant negative impact of both the level of geopolitical risks (GR) and economic policy uncertainty (EPU) on the investments of companies listed on the Egyptian Stock Exchange, which supports the theory of real options. In periods of high uncertainty, companies tend to postpone or reduce their capital spending, rather than making a costly decision (such as an investment decision) with uncertain consequences, especially since most of their capital investments have a high degree of irreversibility. This is because uncertainty increases the risks of management making its financing and capital decisions, and forces them to work in a complex, unstable and difficult-to-predict political and economic environment, which may hinder their ability to allocate their resources efficiently, and pressure them to make more conservative investment decisions.

The opacity and complexity of financial reporting in periods of high geopolitical and economic uncertainty will further exacerbate their negative impact on corporate investments. The decline in the quality and transparency of financial reporting exacerbates information asymmetry and agency problems and increases financing frictions and financial constraints. This negatively impacts companies' ability to estimate the returns on their available capital opportunities, access external financing at

low cost, or provide internal financing resources, which prompts them to postpone and reduce their capital spending until the uncertainty is removed.

Key words: Geopolitical Risk, Economic Policy Uncertainty, Financial Reporting Opacity and Complexity.

١- مقدمة

منذ نشر جون كينيث جالبريث كتابه بعنوان "عصر عدم التأكد" (The Age of Uncertainty)، زاد الإهتمام بقضية عدم التأكد ومصادره المختلفة وعواقبه المحتملة، كونها شكلت مصدر قلقاً متزايداً لدى كافة المنظمين والشركات والمشاركين في الأسواق المالية (Pringpong et al., 2023). وتعد حالات عدم التأكد الناتجة عن المخاطر الجيوسياسية (Geopolitical Risk (GPR)، وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية (Economic Policy Uncertainty (EPU)، وعدم التأكد السياسي (Political Uncertainty (PU)، هي مكونات ثلاث عدم التأكد "Uncertainty Trinity" (Ramesh and Athira, 2024)، والذي يولد آثاراً اقتصادية سلبية كبيرة على المستوى الكلي (الدول)، والمستوي الجزئي (الشركات) في الأجلين القصير والطويل (Wang et al., 2024; Al-Thaqeb and Algharabali 2019). وفي السنوات الأخيرة، أصبح الإقتصاد العالمي محاصراً بحالة غير مسبوقه من عدم التأكد (Yousefi and Yung, 2022)، انعكس تأثيرها على مختلف الدول والقطاعات والأنشطة التجارية بشكل متزايد (Hoang et al., 2021). فلقد شهد العقدان الماضيان صدمات جيوسياسية وأزمات إقتصادية متتالية هزت الإستقرار العالمي (Farooq et al., 2024)، زاد من حدثها أن إقتصاديات الدول مرتبطة بشكل لا ينفصم (Korsah and Mensah, 2023)، الأمر الذي شكل قناة رئيسية لإنتشارها، وزاد من سرعة العدوى بين الدول، وفاقم من آثارها السلبية (Tee et al., 2023).

وتختلف حالات ومصادر عدم التأكد السابقة فيما بينها من حيث أسباب نشأتها ، ولكنها تتفق لحد ما في تأثيرها وعواقبها قصيرة وبعيدة المدى ، حيث ينشأ **عدم التأكد الجيوسياسي**¹ من حدوث العديد من التوترات والصدمات الجيوسياسية ، والتي تشمل على سبيل المثال لا الحصر ؛ الحروب والهجمات العسكرية والأعمال الإرهابية ، فضلاً عن الصراعات الدبلوماسية بين الدول (Aksoy-Hazır et al., 2023; Adra et al., 2022). بينما ينشأ **عدم التأكد في السياسة الاقتصادية** من التغيرات المستمرة في السياسات النقدية والمالية والضريبية للدول (Mokdadi and Saadaoui, 2023). وأخيراً ، ينشأ **عدم التأكد السياسي** من الظروف السياسية غير المستقرة نتيجة الانتخابات الرئاسية أو الثورات أو التغيرات في الأنظمة السياسية (Pringpong et al., 2023).

وفي باديء الأمر ، إهتم الباحثون (Ramesh and Athira, 2024; Haque et al., 2023; Korsah and Mensah, 2023) بتأثير عدم التأكد المرتفع على متغيرات الاقتصاد الكلي ، فلقد وثقت دراستي (Barman and Mahakud, 2024; Haque et al., 2023) أن ارتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية يؤدي إلى انخفاض الإنتاجية ويعيق من تدفق الإستثمارات الأجنبية المباشرة ويزيد من مستوى البطالة ، مما يؤثر سلباً على معدلات التنمية الاقتصادية ونمو الناتج المحلي الإجمالي للدول. وأضاف (Mokdadi and Saadaoui, 2023) أن المخاطر الجيوسياسية هي السبب الأبرز لعدم التأكد في الطلب والعرض في أسواق الطاقة والسلع الأساسية مثل الغذاء أو الذهب ، مما يؤدي إلى تقلبات في سياسات التجارة والتبادل التجاري وتعطيل سلاسل التوريد العالمية ، مما يؤثر سلباً على ميزان المدفوعات للعديد من الدول

¹ يشير أحدث تقرير صادر عن مجلس الاستخبارات الوطني الأميركي إلى أن البيئة الجيوسياسية ستكون أكثر تنافسية ، والتي تتشكل بفعل تحدي الصين للولايات المتحدة والنظام الدولي الذي يقوده الغرب ، علاوة على أن الحرب الحالية بين روسيا وأوكرانيا أدت إلى تضخيم المخاطر الجيوسياسية (Ramesh and Athira, 2024) ، ولقد تجاوزت خطورة المخاطر الجيوسياسية المخاطر السيبرانية ليتم الاعتراف بها باعتبارها المخاطر العالمية الأولى للشركات في عام ٢٠٢٠ (Haque et al., 2023).

المستوردة . من ناحية أخرى ، اتفق البعض (Ramesh, 2024 ; Al-Thaqeb and Algharabali , 2019; Baker et al., 2016) على أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى تقلبات في معدلات الضرائب والرسوم الجمركية ، وارتفاع معدلات التضخم ، وعدم استقرار أسعار الصرف ، وتعتد دورات الأعمال ، مما يزيد من احتمالية الركود الاقتصادي مستقبلاً.

وفي الأونة الأخيرة ، زاد الزخم في أدبيات المحاسبة والتمويل بشأن تأثير كل بعد من أبعاد ثالث عدم التأكد على الشركات (المستوي الجزئي) ، فلقد اتفق الباحثون (Gupta et al., 2024; Ramesh and Athira, 2024; Rumokoy et al., 2023; Haque et al., 2023; Kurniawan et al., 2023) على أن عدم التأكد المرتفع له عواقب واسعة النطاق على إستراتيجية وعملية صنع القرار الإداري داخل الشركات ، فهو يزيد من مخاطر إتخاذ قراراتها المختلفة ، ويفرض عليها العمل في بيئة سياسية وإقتصادية معقدة وغير مستقرة ويصعب التنبؤ به. علاوة على أن الآثار السلبية على مستوى الإقتصاد الكلي لعدم التأكد الجيوميساني أو الإقتصادي المرتفع سوف تنعكس كذلك سلباً على ربحية ونمو وقيمة الشركات (Barman and Mahakud, 2024; Pringpong et al., 2023) ، ويزيد من مستويات الإحتفاظ بالنقدية (Guizani, 2024; Aksoy-Hazır et al., 2023) ، ويؤجل قرار توزيعات الأرباح (Choi and Park, 2024 ; Adra et al., 2022) ، ويفاقم من حدة مخاطر تعثرها المالي وإفلاسها (Adra et al., 2022; Tran, 2021) ، وكذلك خطر إنهيار أسعار أسهمها (Fiorillo et al., 2024; Du et al., 2023) ، ويؤدي إلى تشديد القيود المالية والتمويلية عليها (Farooq et al., 2024; Ren et al., 2023) ، كل ذلك ينعكس سلباً على كفاءة قراراتها التشغيلية والإستثمارية والتمويلية.

في سياق متصل ، اتفق الباحثون (Trinh, 2024; Hamza et al., 2024; Carney et al., 2024; Guizani, 2024) على أن قرار الإستثمار (الإنفاق الرأسمالي) هو أحد أهم القرارات الإستراتيجية للإدارة التي تؤثر على ربحية الشركة ونموها وأدائها المستقبلي ، ولكن توقيت الإستثمار دائماً قراراً صعباً ، خاصة عندما

تصبح النتائج المستقبلية غير مؤكدة في ظل بيئة معقدة تعاني من الغموض الجيوسياسي والإقتصادي المتزايد ، مما يجعل العلاقة بين عدم التأكد وقراري الإستثمار والتمويل معقدة ومتشابكة.

وفي هذا الصدد ، اتفقت العديد من الدراسات (Ramesh, 2024; Jumah et al., 2024; Gupta et al., 2024; Rumokoy et al., 2023; Hoang et al., 2023; Feng et al., 2023) على أن هناك عدة نظريات شكلت أساساً نظرياً سليماً لتفسير سلوك الإدارة عند إتخاذها لقرار الإستثمار بهدف إستغلال الفرص الرأسمالية النادرة المتاحة خلال فترات عدم التأكد المرتفع. حيث اعتمد معظم الباحثين في هذا الشأن (Kurniawan et al., 2024; Feng et al., 2023; Shabir et al., 2023) على نظرية الخيار الحقيقي أو الإنتظار والترقب Real Option or Wait and See Theory (التي تركز على تكلفة الفرصة البديلة) ، والتي تشير إلى أن الشركات تفضل الإنتظار والترقب خلال فترات عدم التأكد المرتفع بدلاً من إتخاذ قرار مكلف (كقرار الإستثمار) والذي قد تكون له عواقب غير مؤكدة ، حيث تقوم الشركات بتأجيل أو خفض نفقاتها الرأسمالية حتي يتحقق وضع أفضل في المستقبل ، حيث تكون قيمة خيار التأخير أعلى ، خاصة وأن معظم الإستثمارات تتمتع بدرجة عالية من عدم إمكانية الرجعة فيها Irreversibility. حيث تميل الشركات إلى تأخير النفقات الرأسمالية إذا كان من الصعب إعادة بيع الأصول التي تمتلكها في المستقبل (Carney et al., 2024).

بينما قدم بعض الباحثين (Gupta et al., 2024; Rumokoy et al., 2023; Hoang et al., 2023) نظرية الإحتكاك المالي Financial Frictions Theory (التي تركز على تكلفة التمويل) ، ففي فترات عدم التأكد المرتفع تتفاقم الإحتكاكات المالية في سوق التمويل بما يؤدي إلى تشديد القيود المالية وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي ، الأمر الذي ينعكس سلباً على إستثمارات الشركات بطريقتين ؛ (١) ارتفاع معدل الخصم المستخدم في تقييم الفرص الإستثمارية مما يؤدي إلى تحول بعض الفرص الرأسمالية من مربحة إلى غير مربحة، (٢) صعوبة الحصول على التمويل

مما يعيق كفاءة الاستثمار نتيجة الاستثمار الأقل من اللازم Under Investment . ولقد دعمتهم كذلك نظرية الدوافع الاحترازية Precautionary Motives Theory (التي تركز على مستوى الاحتفاظ بالنقدية) ، ففي فترات عدم التأكد المرتفع تميل الشركات إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية لدوافع إحترازية لمواجهة مشاكل السيولة وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي مستقبلاً ، بما يعيق من قدرة الشركات علي إستغلال الفرص الرأسمالية المتاحة (Fiorillo et al., 2024; Lee et al., 2023). علي النقيض من ذلك ، قدمت دراستي (Yuan et al., 2022; Tajaddini and Gholipour, 2021) نظرية أخرى مختلفة وهي نظرية خيار النمو الاستراتيجي Strategic Growth Option Theory (التي تركز على شكل المنافسة) ، ففي ظل المنافسة غير الكاملة تزيد الشركات التي تعمل في ظل بيئات تتسم بعدم التأكد المرتفع من إستثماراتها لتحسين ميزتها التنافسية وزيادة فرص بقائها وإستمرارها ، خاصة إذا كان التأخر في إتخاذ قرار الإستثمار بسبب عدم التأكد قد يولد فرصاً إستثمارية للمنافسين^٢. من ناحية أخرى ، اتفقت عدة دراسات سابقة (Le et al., 2024; Bermppei et al., 2022; Wang et al., 2022; Dhole et al., 2021) علي أن ارتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثران كذلك علي ممارسات إعداد التقارير المالية ، ومحتواها المعلوماتي ، وقابليتها للقراءة ، ودورها التقييمي ، حيث تزداد الممارسات الإنتهازية كإدارة الأرباح والتجنب الضريبي لزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية لمواجهة مشاكل السيولة والتمويل المستقبلية . علاوة علي زيادة الحمل الزائد للمعلومات من خلال التوسع في مستوى الإفصاح الإختياري لتحسين صورة وسمعة الشركة لخفض تكلفة التمويل الخارجي ، بالإضافة إلي النبرة الغامضة والتشاؤمية للإفصاح السردى ، كل هذا من شأنه أن يزيد من غموض وتعدد

^٢ على سبيل المثال، خلال طفرة الدوت كوم (أو فقاعة التكنولوجيا) من عام ١٩٩٤ إلى عام ٢٠٠٠، قامت أغلب الشركات التي لم تكن متأكدة بشأن مستقبل الإنترنت بتوسيع استثماراتها في البحث والتطوير بهدف اكتساب مزايا تنافسية مستقبلية (Yuan et al., 2022).

التقارير المالية من جهة ، وإنخفاض جودتها وشفافيتها من جهة أخرى. من ناحية أخرى ، اتفق الكثيرون (Bendriouch et al., 2024; Kurniawan et al., 2024; Mokdadi and Saadaoui 2023; Chauhan and Jaiswall ,2023) على أن زيادة غموض أو تعتد التقارير المالية من شأنه أن يؤثر على قرار الإستثمار لسببين ، (١) يعيق من قدرة الإدارة على تقدير عوائد الفرص الرأسمالية المتاحة بدقة ، (٢) يفاقم من حدة عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة ، ويزيد من الإحتكاكات التمويلية والقيود المالية وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي.

٢- مشكلة البحث

في أدبيات المحاسبة والتمويل ، أصبح عدم التأكد بأبعاده الثلاث (الجيوسياسي ، الإقتصادي ، السياسي) وعواقبه المحتملة على الإقتصاد الكلي وإنعكاسه كذلك علي سياسات وقرارات الشركات إتجاهاً بحثياً ناشئاً ومتنامياً ، حيث تم ربطه بالعديد من الجوانب والقضايا الهامة علي غرار ؛ جودة التقارير المالية (Kurniawan et al., 2024; Bermpei et al., 2022) ، قابلية القوائم المالية للمقارنة (Dhole et al., 2021) ، ممارسات إدارة الأرباح (Lee and Jeong, 2024; Kim and Yasuda, 2021) ، توزيعات الأرباح (Adra et al., 2022; Attig et al., 2021) ، مخاطر إنهاء أسعار الاسهم (Fiorillo et al., 2024; Du et al., 2023) ، ممارسات التجنب الضريبي (Athira and Ramesh, 2024; Haque et al., 2021) ، أداء وقيمة الشركة (Jumah et al., 2024; Shen et al., 2023; Pringpong et al., 2023) ، مستوى الإحتفاظ بالنقدية (Guizani, 2024; Ramesh, 2024; Aksoy-Hazır et al., 2023; Lee et al., 2023; El Carney et al., 2023) ، تكلفة التمويل بالديون أو بالملكية (Ghoul et al., 2024; Mokdadi and Saadaoui, 2023) ، جهد مراقب الحسابات وأتعاب المراجعة (Yun and Chun, 2021; Zhang et al., 2018) ، دقة وتشتت تنبؤات المحللين الماليين (Le et al., 2024; Chourou et al., 2021) .

ولكن كان المجال الأبرز والأحدث في هذا الشأن هو سلوك وقرارات الإدارة خلال فترات عدم التأكد الجيوسياسي والاقتصادي المرتفع ، والتي من أبرزها قرار الإستثمار في الفرص الرأسمالية المتاحة كونه قراراً مكافئاً للغاية للشركات خاصة للاستثمارات التي تتمتع بدرجة عالية من عدم إمكانية الرجعة فيها ، علاوة على وجود عدة نظريات متناقضة في هذا الشأن (Ramesh, 2024; Gupta et al., 2024; Rumokoy et al., 2023; Hoang et al., 2023; Kong et al., 2022) ويرجع ذلك إلى أن قرار الإستثمار هو دالة في مجموعة من العوامل المختلفة من أبرزها مستوي المخاطر الجيوسياسية والسياسة المالية العامة وسياسة الاقتصاد الكلي وأسواق رأس المال ، فضلاً عن إرتباطه بقرار التمويل ، وقدرة الشركة على توفير التمويل الداخلي (من خلال زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية) أو التمويل الخارجي (بالديون أو الملكية) لفرصها الرأسمالية المتاحة.

في سياق متصل ، يتفق الكثيرون (Kurniawan et al., 2024; Gupta et al., 2024; Bermpei et al., 2022; Yung and Root, 2019) على أن العلاقة بين عدم التأكد وقرار الإستثمار والتمويل وغموض أو تعتد التقارير المالية موضوعاً جديلاً وشائكاً ، ففي فترات عدم التأكد المرتفع تنخفض جودة وشفافية التقارير المالية وتتفاقم حدة عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة وذلك نتيجة العديد من السلوكيات الإدارية الإنتهازية (علي غرار ؛ ممارسات إدارة الأرباح أو التجنب الضريبي) لزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية كمورد داخلية لمواجهة أي مشاكل سيولة محتملة مستقبلاً وتوفير الموارد اللازمة لتمويل الفرص الرأسمالية. علاوة على ذلك ، فإن زيادة غموض أو تعتد التقارير المالية سوف يؤدي إلى زيادة القيود المالية على الشركات ، ويعيق من قدرتها على الوصول لأسواق المال ، ويزيد من تكلفة التمويل الخارجي ، مما يؤدي إلى عرقلة قنوات السيولة والتمويل ، وهذا قد يدفع الشركات إلى تأجيل قراراتها الرأسمالية لحين زوال عدم التأكد .

وتتمثل مشكلة البحث في كيفية الإجابة عملياً على الأسئلة التالية ؛ هل يؤثر كل من مستوي المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات

الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ؟ هل يختلف تأثير كل من مستوي المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوي غموض وتعدد التقارير المالية ؟ .

٣- هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة واختبار أثر مستوي المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة في البورصة المصرية ، علاوة على اختبار الدور المعدل لغموض وتعدد التقارير المالية على العلاقتين الرئيسيتين محل الدراسة .

٤- أهمية ودوافع البحث

ترجع أهمية البحث العلمية إلى محاولة الإضافة لأحد مناطق البحث الجدلية في الفكر المحاسبي خلال السنوات الأخيرة ، والتي سعت لإختبار تأثير عدم التأكد الجيوسياسي والإقتصادي على سلوكيات إدارة الشركات على المدى الطويل والقصير (علي المستوي الجزئي) ، خاصة قرار الإستثمار (الإنفاق الرأسمالي) الذي لا يزال غير مستكشف إلى حد كبير. بالإضافة إلي محاولة إظهار دور غموض وتعدد التقارير المالية كقناة محتملة من ضمن عدة قنوات أو مسارات يمكن أن تؤثر من خلالها المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات وإنفاقها الرأسمالي في ظل نقص مصادر التمويل الخارجي خلال فترات عدم التأكد المرتفع.

ويستمد البحث أهميته العملية من تركيزه علي مصر كأحد أكبر الإقتصادات الناشئة في أفريقيا ، والتي تمر بمرحلة إقتصادية إنتقالية صعبة بعد خروجها من حقبة ثورات الربيع العربي ، حيث شهدت مستوي مرتفع من عدم تأكد في سياساتها الإقتصادية نتيجة العديد من التغيرات المتلاحقة في السياسات المالية والنقدية والضريبية وتحرير أسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم . علاوة أنه في عصر التوترات الجيوسياسية المتزايدة تعاني مصر من الآثار السلبية لكم هائل من الصدمات والتوترات الجيوسياسية العالمية علي غرار ؛ (الأوبئة ، والحرب الروسية الاوكرانية ، والعدوان علي غزة) ، والتنافس على الموارد ، والإستقطاب السياسي الدولي . ونتيجة لهذا فإن الاقتصاد الحقيقي المصري أصبح يواجه حالة من عدم التأكد المرتفع

بشأن آفاقه واتجاهته المستقبلية . من ناحية أخرى ، زاد القلق المتزايد بين الشركات ومجتمع الأعمال والمستثمرين والبنوك المصرية بشأن المشهد الجيوسياسي والإقتصادي الذي يستمر في التطور والتغير بسرعة ، ويؤثر سلباً على الممارسات التجارية ودورات الأعمال والاستقرار الإقتصادي ، لذا برزت حاجة ملحة لمعرفة انعكاس ذلك على سلوك وقرارات الشركات المصرية ، حيث يكون التأثير على الدول النامية مثل مصر أكثر عمقا من نظيراتها الأكثر تقدماً.

ورغم كثرة دوافع البحث إلا من أهمها هو أنه محاولة بحثية لمعرفة مردود المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات لسد فجوة جدلية في الأدبيات المحاسبية ، خاصة وأن معظم الدراسات في هذا الشأن تمت في الدول المتقدمة وجاءت نتائجها متعارضة ولا يمكن تعميمها ، ولكن هناك ندرة علي (حد علم الباحث) في إجراء هذه الدراسات علي الإقتصادات الناشئة مثل مصر التي تواجه عدة صدمات جيوسياسية عالمية وإقليمية ، علاوة علي عدم تأكد مرتفع في سياساتها الإقتصادية في ظل تحرير أسعار الصرف وارتفاع معدلات التضخم وشروط صندوق النقد الدولي .

٥- حدود البحث

وفقاً لأهداف البحث ومشكلته ؛ يقتصر البحث علي دراسة أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية علي إستثمارات الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية. ويخرج عن نطاقه ؛ عدم التأكد السياسي وقرار التمويل أو تكلفة التمويل ، وتوزيعات الأرباح رغم كونها مرتبطة بقرار الإنفاق الرأسمالي ، وكذا المؤسسات المالية . وأخيراً فإن قابلية نتائج البحث للتعميم ستكون مشروطة بضوابط اختيار عينة البحث.

٦- فروض البحث

سوف يتم لاحقاً اشتقاق فروض البحث على النحو التالي:

الفرض الأول (H₁): توجد علاقة سلبية معنوية بين مستوي المخاطر الجيوسياسية وإستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

الفرض الثاني (H₂): توجد علاقة سلبية معنوية بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

الفرض الثالث (H₃): يختلف التأثير المعنوي لمستوي المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوي غموض وتعدد التقارير المالية.

الفرض الرابع (H₄): يختلف التأثير المعنوي السلبي لمستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوي غموض وتعدد التقارير المالية.

٧- خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وتحقيقاً لهدفه، ووفقاً لحدوده، سوف يستكمل البحث كالتالي:

- (١-٧) المخاطر الجيوسياسية : المفهوم والقياس والمردود
- (٢-٧) عدم التأكد في السياسة الاقتصادية : المفهوم والقياس والمردود
- (٣-٧) غموض وتعدد التقارير المالية من منظور أصحاب المصالح
- (٤-٧) تحليل العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإستثمارات الشركات وإشتقاق فرضي البحث الأول والثاني
- (٥-٧) تحليل الدور المعدل لغموض وتعدد التقارير المالية علي العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإستثمارات الشركات وإشتقاق فرضي البحث الثالث والرابع.
- (٦-٧) منهجية البحث
- (٧-٧) الخلاصة والنتائج والتوصيات ومجالات البحث المقترحة .

(١-٧) المخاطر الجيوسياسية : المفهوم والقياس والمردود
يشير مفهوم الجغرافيا السياسية إلي العلاقات بين الدول ، والقوة السياسية للدولة المرتبطة بمواردها الاقتصادية وموقعها الجغرافي وقربها من الموارد الطبيعية (Fiorillo et al., 2024) ، وإمتد هذا المفهوم في الأونة الأخيرة ليشمل قضايا

أخري مثل الإرهاب والحروب وتغير المناخ (Adel and Naili, 2024). فلم تعد تشبه البيئة الجيوسياسية اليوم على الإطلاق ما رأيناه في الماضي ، فهي أصبحت مليئة بالتوترات والصدمات الجيوسياسية^٣ ، والتي أثرت سلباً على العلاقات وسياسات التبادل التجاري بين الدول (Ramesh and Athira, 2024). وفي الأونة الأخيرة ، برز مفهوم **المخاطر الجيوسياسية (GPR)** كأحد أبرز أبعاد ثالوث عدم التأكد (Caldara and Iacoviello, 2022) فلقد أصبحت الشركات في أي دولة تتوازن على حافة الهاوية الجيوسياسية (Ramesh and Athira, 2024)، نتيجة زيادة مستوي عدم التأكد الجيوسياسي الذي يؤثر سلباً على عملياتها وأدائها ، ويربك قدرتها على تكوين رؤية واضحة للمستقبل ، مما يزيد من مستوي المخاطر عند إتخاذها لكافة قراراتها التشغيلية والإستثمارية والتمويلية (Haque et al., 2023; Pringpong et al., 2023).

وبشأن تعريفها ، قدمت دراسة (Caldara and Iacoviello (2022) التعريف الأبرز **للمخاطر الجيوسياسية (GPR)** بأنها الخطر المرتبط بالحروب والأعمال الإرهابية والتوترات بين الدول التي تؤثر على المسار الطبيعي والسلمي للعلاقات الدولية . بينما عرفت دراسة (Ren et al. (2023 بأنها خطر التأثير على العلاقات الدولية الناشيء عن الصدمات والإحتكاكات بين الدول والصراعات العسكرية وتهديدات الحرب والإرهاب. وأضافت دراسة (Lee et al. (2023 أن عدم التأكد الجيوسياسي، هو مصطلحاً شاملاً لحالات عدم التأكد والمخاطر المرتبطة بالصراعات المسلحة والإرهاب والمواجهات بين الدول التي يمكن أن تقلب ميزان العلاقات الدولية. وفي سياق متصل، عرفها (Adel and Naili (2024 بأنها الآثار السلبية المحتملة للأحداث السياسية والإقتصادية والاجتماعية

^٣ علي غرار التوترات التجارية الدولية بين الولايات المتحدة والصين ، وزيادة التهديدات الإرهابية من داعش ، والتصعيد بين الولايات المتحدة وكوريا الشمالية بشأن برنامج بيونغ يانغ للأسلحة النووية ، وأزمة اللاجئين ومخاوف الهجرة المرتبطة بالربيع العربي ، وخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي ، والصراع العسكري الروسي الأوكراني والتهديدات النووية المرتبطة به ، وأخيراً العدوان الإسرائيلي على قطاع غزة ولبنان وهجمات الحوثيين، وهي ليست سوى أمثلة قليلة على الاحتكاكات الجيوسياسية التي تهدد الاستقرار الاقتصادي العالمي (Fiorillo et al., 2024; Rumokoy et al., 2023).

على إستقرار وإزدهار الدول. وقدم Voeller (2024) تعريفاً مختلفاً إلى حد ما ، بأنها احتمالية تأثير الجهات الفاعلة السياسية الدولية والأحداث بشكل مباشر أو غير مباشر على عمليات الشركات أو شركائها الرئيسيين في سلسلة القيمة ، مما يؤدي إلى خسارة الإيرادات أو الفرص الرأسمالية.

وبشأن القياس ، قدمت دراسة (Caldara and Iacoviello, 2022) كذلك المؤشر الأبرز المستخدم علي نطاق واسع بين الباحثين في قياس المخاطر الجيوسياسية وهو (GPR Index) والقائم علي إستخدام خوارزمية تعتمد على عمليات البحث النصية الآلية في الأرشفات الإلكترونية للمقالات في الصحف الرائدة المنشورة في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وكندا. ويتضمن هذا المؤشر عدة قضايا جيوسياسية معاكسة مختلفة^٤ ، وكذلك كافة الأحداث المحفوفة بالمخاطر المصاحبة لها (Korsah and Mensah, 2023) ، مما يجعله قابلاً للمقارنة عبر الدول (Ramesh and Athira, 2024). ولا يرتفع هذا المؤشر خلال فترات الركود والأزمات المالية والانتخابات الرئاسية ، ولكنه يرتبط بشكل منهجي بالأحداث الجيوسياسية المعاكسة ، مثل الحروب والأعمال الإرهابية. وبالرغم من أن تقرير المخاطر العالمية السنوي Global Risks Annual Report الذي ينشره المنتدى الإقتصادي العالمي يقدم تصورات عالمية للمخاطر الجيوسياسية والاقتصادية والبيئية والتكنولوجية للدول ، لكنه على النقيض من المقياس أعلاه ، فإنه لا يقدم سلسلة زمنية للمخاطر الخاصة بكل بلد (Voeller, 2024) .

^٤ في هذا المقياس ، تم تناول جوانب مختلفة من المخاطر الجيوسياسية، ويمكن تقسيمها من الناحية المفاهيمية والجغرافية إلى ٨ أبعاد رئيسية وهي؛ (١) التهديدات الحربية ، (٢) تهديدات السلام ، (٣) الحشد العسكري (الكلمات العسكرية و) ، (٤) التهديدات النووية ، (٥) التهديدات الإرهابية ، (٦) بداية الحرب ، (٧) تصعيد الحرب ، (٨) الأعمال الإرهابية (Caldara and Iacoviello, 2022) . وتم تصميم خوارزمية البحث النصي الآلية بثماني فئات: C1 (تهديدات الحرب)، C2 (تهديدات السلام)، C3 (الحشد العسكري)، C4 (التهديدات النووية)، C5 (التهديدات الإرهابية)، C6 (بداية الحرب)، C7 (تصعيد الحرب)، وC8 (الأعمال الإرهابية). يتم تمثيل كل فئة من خلال استعلام بحث يتكون من مجموعات من كلمتين. تتألف المجموعة الأولى من كلمات موضوعية مثل "حرب" أو "عسكرية" أو "نووية" بينما تتضمن المجموعة الثانية كلمات "تهديد" (للفئات C1 إلى C5) أو كلمات "فعل" (للفئات C6 إلى C8)، مثل "تهديد" أو "تحذير" أو "خطر" للتهديدات، و"هجوم" أو "قتل" أو "قنبلة" للأفعال. (Yaghoubi, 2024)

وبشأن مردودها ، شهد الفكر المحاسبي تياراً هائلاً من البحوث التي حاولت تقديم رؤى مختلفة حول تأثير المخاطر الجيوسياسية على المستويين الكلي والجزئي . فمن خلال تبني منظور الإقتصاد الكلي ، وثق الباحثون العديد من الآثار السلبية للصدمات الجيوسياسية التي تؤدي إلى صدمات إقتصادية كلية طويلة الأمد يصاحبها عادة؛ انخفاض الإنتاجية ، وزيادة مستوى البطالة ، وخفض الإستثمارات الأجنبية المباشرة (Barman and Mahakud, 2024) مما يؤثر سلباً على التنمية الإقتصادية ، وكذلك علي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للدول (Haque et al., 2023). علاوة علي أنه يُنظر إليها على أنها المسبب الرئيسي لعدم التأكد في الطلب والعرض في أسواق الطاقة والسلع الأساسية الدولية مثل الغذاء والدواء وتعطل سلاسل التوريد (Mokdadi and Saadaoui, 2023) ، مما يؤدي إلى تقلبات في سياسات التجارة والتبادل التجاري تتضرر منها بشكل رئيسي البلدان النامية المستوردة. بالإضافة إلي أنها تؤدي إلي تقلبات شديدة في أسعار الذهب والعملات الرقمية مما يزيد من احتمالية حدوث ركود مستقبلي في الإقتصادات المتقدمة (Fiorillo et al., 2024).

علي النقيض من ذلك ، فإن إستكشاف تأثير المخاطر الجيوسياسية علي سلوك وقرارات الشركات لا يزال مجالاً بحثياً خصباً إلى حد كبير في أدبيات المحاسبة والتمويل. فلقد تم ربطها بسياسة توزيعات الأرباح. وتوصلت دراسة Attig et al. (2021) إلي أن هناك رأيين بشأن العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وسياسة توزيعات الأرباح ؛ (١) الأول ، أنه عند ارتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية تميل الشركات إلي عدم إجراء توزيعات أرباح لزيادة الإحتياطيات النقدية لمواجهة ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي وزيادة القيود المالية ، (٢) الثاني ، أنه عند ارتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية تميل الشركات إلي إجراء توزيعات أرباح أعلي خوفاً من زيادة تكاليف الوكالة ، نتيجة إستغلال الإدارة للإحتياطيات النقدية بشكل إنتهازي كقناة لإستخراج الإيجار rent extraction ونقل الثروة لها من المساهمين. ولقد تبنت دراسة Adra et al. (2022) لاحقاً الرأي الأول ، بمعنى أنه عند حدوث صدمة

جيوسياسية تتبنى الشركات سياسة توزيعات أكثر تحفظا من خلال الحد من عمليات إعادة شراء الأسهم أو إجراء توزيعات نقدية منخفضة ، علاوة على أن عدم التأكد في التدفق النقدي ومخاطر التعثر المالي هما قناتان محتملتان تؤثر من خلالهما المخاطر الجيوسياسية على سياسة توزيعات الأرباح.

وفي سياق متصل ، تم ربطها بأداء وقيمة الشركة ، فلقد سعت دراسة Pringpong et al. (2023) إلى اختبار تأثير المخاطر الجيوسياسية على قيمة الشركات غير المالية في ١٤ دولة ناشئة. وتوصلت إلى وجود علاقة سلبية بين المخاطر الجيوسياسية وقيمة الشركة ، حيث أن عدم التأكد الجيوسياسي يعيق كفاءة تخصيص الموارد ، علاوة على ارتفاع تكلفة التمويل ، مما يخفض من قيمة الشركة. وهو نفس ما خلصت إليه دراسة (Adel and Naili 2024) ولكن بالتطبيق على ربحية البنوك في الاقتصادات الناشئة في جميع أنحاء الشرق الأوسط وأفريقيا ، وخلصت إلى وجود حساسية كبيرة لربحية البنوك تجاه المخاطر الجيوسياسية. بينما قامت دراسة (Barman and Mahakud 2024) باختبار تأثير كل من عدم التأكد في السياسية الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية على الأداء المالي في ٢٣ دولة. وخلصت إلى وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسية الاقتصادية والمخاطر الجيوسياسية والأداء المالي ، ويخفف الإفصاح عن الاستدامة من تأثيرهما السلبي.

وبشأن علاقتها بممارسات التجنب الضريبي ، قامت دراسة (Haque et al. 2023) باختبار تأثير المخاطر الجيوسياسية على القيود المالية وممارسات التجنب الضريبي في الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ إلى عام ٢٠١٩. وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين المخاطر الجيوسياسية وممارسات التجنب الضريبي (مقاسة بانخفاض معدلات الضرائب الفعالة) ، خاصة للشركات التي تعاني من قيود مالية أعلى. وهو نفس ما خلصت إليه دراسة (Ramesh and Athira 2024) عند اختبار العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية والسلوك الضريبي للشركات في عينة دولية خلال الفترة من ١٩٩٩-٢٠١٩. حيث توصلت إلى أن الشركات تزيد من ممارسات التجنب الضريبي مع زيادة المخاطر الجيوسياسية للإحتفاظ باحتياطات نقدية مرتفعة خاصة

مع زيادة القيود المالية . وبشأن علاقتها بمخاطر انهيار أسعار الاسهم ، سعت دراسة Fiorillo et al. (2024) إلى اختبار تأثير المخاطر الجيوسياسية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام عينة دولية كبيرة من الشركات. وتوصلت إلى أن ارتفاع معدل المخاطر الجيوسياسية يؤدي إلى حدوث انهيارات في أسعار الأسهم بشكل متكرر ، كونها تحفز المديرين على إخفاء الأخبار السيئة بسبب حساسية مكافاتهم للأداء. **ويعتقد الباحث في ضوء ماسبق** أنه أن الأوان لمزيد من الدراسة والفهم لكيفية تأثير المخاطر الجيوسياسية على المستوي الجزئي ، من خلال ربطها بسلوكيات وقرارات الإدارة والعديد من القضايا المحاسبية علي غرار ؛ جودة التقارير المالية ، توزيعات الأرباح ، التحفظ المحاسبي ، تكلفة التمويل ، ممارسات إدارة الأرباح . حيث أن تأثيرها علي المستوي الكلي لا محل جدال بشأنه ، ولكن يبقى تأثيرها علي المستوي الجزئي قضية جدلية وشائكة تحتاج لمزيد من الجهود البحثية ، فالشركات لاتعمل بمعزل عن البيئة الخارجية ، خاصة مع تزايد حدة وتكرار تلك الصدمات والأحداث الجيوسياسية ، وإمتداد تأثيرها ليشمل العديد من الدول في ظل تأثيرها المعدي علي غرار ما حدث في الحرب الروسية الأوكرانية والعدوان علي غزة ، وخاصة علي الدول النامية علي غرار مصر .

(٧-٢) عدم التأكد في السياسة الاقتصادية : المفهوم والقياس والمردود

تعتبر السياسة الاقتصادية أحد أدوات الدولة للسيطرة على الإقتصاد الكلي ، وضمان إستقرار الأسواق ، وتشكيل بيئة أعمال جاذبة للإستثمارات الأجنبية (Su et al., 2020) ، ومع ذلك ، فإن عملية صياغة بعض السياسات الاقتصادية وتطبيقها لا يمكن التنبؤ بها وبأثارها المحتملة (Kong et al., 2022). حيث ينبع عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) بشكل أساسي من ما إذا كانت السياسات الاقتصادية الحالية ستغير في المستقبل القريب ، أو من التأثير غير المعروف للسياسات الاقتصادية الجديدة (Yung and Root, 2019) . وعلي الرغم من أن التغيرات في السياسة الاقتصادية تهدف عموماً إلى تحسين البيئة الاقتصادية ، فإنها يمكن أن تثير المخاوف وتؤثر سلباً على سلوك وقرارات الشركات (Jumah et al., 2024;

(Naidenova, 2022) ، كونها إشارة مهمة للتغير في البيئة التشغيلية ، فضلا عن أنها تزيد من عدم التأكد فيما يتعلق بالربحية والأحداث السلبية الحالية والمستقبلية (Jin et al., 2019) ، وكذلك من مخاطر إتخاذ القرارات الإدارية المختلفة (Chauhan and Jaiswall, 2023) ، وتجعل الإدارة أقل قدرة على تشكيل حكم مسبق مستقر ومتسق على ظروفها المالية (التدفق النقدي والعائد على الإستثمار) ، وبيئتها الخارجية (فرص النمو وتكلفة التمويل) (Liu et al., 2021) . ولايوجد اتفاق بين الباحثين علي تعريف واضح لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) ، فالتعريف الرائد قدمه Baker et al. (2016) بأنه عدم التأكد بشأن سياسات الإقتصاد الكلي بما في ذلك السياسات المالية والتنظيمية والنقدية ، كما عرفه Jin et al. (2019) بأنه مقدار عدم التأكد فيما يتعلق بالتوقيت والمحتوى والتأثير المحتمل لقرارات السياسة الاقتصادية التي تغير البيئة التي تعمل فيها الشركات. وقدم Nagar et al. (2019) تعريفاً جديداً له بأنها حالة من عدم التأكد لدى المستثمرين والمديرين بشأن الإجراءات الحكومية التي تقع إلى حد كبير خارج نطاق سيطرتهم. بينما اتفقت دراستي (Li 2019;Thaqeb and Algharabali 2019) علي تعريفه بأنه تغيرات غير متوقعة في السياسات المالية أو النقدية أو أي سياسات حكومية أخرى تؤثر على النظام الإقتصادي للدولة ، وتنعكس على سلوك وقرارات الشركات . بينما عرفه Cui et al. (2021) بأنه احتمال اختلاف السياسات المستقبلية عن السياسات الحالية ، وكيف يمكن أن تؤثر هذه التغييرات على الأنشطة الاقتصادية على المستوى الكلي والجزئي. وأضاف Attig et al. (2021) بأنه عدم التأكد بشأن الإجراءات الحكومية التي تؤثر على البيئة الاقتصادية ، وهو يتفق مع تعريف Bermpet et al. (2022) بأنه انعدام الأمن بشأن السياسات الاقتصادية للحكومة. وقدمت دراسة Tabash et al. (2022) تعريفاً جديداً لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية بأنه الأحداث الاقتصادية غير المؤكدة التي قد تعيق تدفق الأنشطة الاقتصادية المختلفة. وبشأن القياس ، تم الإعتماد في الماضي علي بعض مؤشرات ومنعيرات الإقتصاد الكلي علي غرار ؛ (تقلب الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ، معدلات التضخم ، وأسعار الفائدة ،

وأسعار الصرف ، ومعدلات البطالة) كمقاييس لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، إلا أنه أصبح من الشائع بين الباحثين استخدام مؤشر التأكد في السياسة الاقتصادية (BBD index) الذي اقترحه Baker et al. (2016) والذي تم قبوله وإستخدامه على نطاق واسع ، فهو يشمل معظم العوامل التي تؤثر على عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، حيث حدد أربعة مصادر رئيسية لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية وهي ؛ (١) تقارير صحفية عن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، (٢) وعدم التأكد المتعلق بالسياسات الضريبية ، (٣) وتشنت التوقعات الاقتصادية حول السياسة النقدية المستقبلية ، (٤) وعدم التأكد بشأن السياسات المالية المستقبلية. ويرتبط هذا المؤشر ارتباطاً وثيقاً بالمقاييس الراسخة لعدم التأكد الاقتصادي والسياسي ، ومع ذلك فهو غير متحيز للآراء السياسية لأي من الصحف المدرجة في المؤشر (Li, 2019).

من ناحية أخرى ، هناك مقياس آخر شائع بديل اعتمد عليه بعض الباحثين خاصة في الدول النامية (Tran et al., 2024; Shabir et al., 2023; Guizani et al., 2023) وهو مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) ° في التقارير التي تقدمها وحدة المعلومات الاقتصادية لكل دولة لوحدة الاستخبارات الاقتصادية (EIU) Economist Intelligence Unit كونه أكثر دقة وشمولاً وقابلية للمقارنة من مؤشر (BBD index) ، ويتم قياسه من خلال حساب تكرار كلمة "عدم التأكد" (ومشتقاتها، غير مؤكد) ، وهي تتضمن معلومات عن التوسعات الاقتصادية في كل دولة ، إلى جانب التوقعات المستقبلية المتعلقة بالسياسات الاقتصادية ، وهي متاحة عن كل ثلاثة أشهر.

علاوة على ماسبق ، وبخلاف المقاييس السابقة التي تعتمد على التحليل النصي ، قدم Viana et al. (2023) مؤشر لعدم الإستقرار الاقتصادي الكلي

° يعد مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI) مقياس ربع سنوي لعدم التأكد في العالم على المستوى الاقتصادي وعلى مستوى السياسات ، يغطي ١٤٣ بلداً وتناقش تقارير وحدة المعلومات الاقتصادية التطورات السياسية والاقتصادية الرئيسية في كل دولة، إلى جانب التحليل والتوقعات للظروف السياسية والاقتصادية. وتقاس درجة انتقال تداعيات عدم التأكد من كل اقتصاد من الاقتصادات المؤثرة على النظام حسب تواتر ذكر عبارة "عدم التأكد" في تلك التقارير بالقرب من أي كلمة تتعلق بالبلد المعني ذي الاقتصاد المؤثر على النظام.

Macroeconomic instability كبديل لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية بالاعتماد على بيانات فعلية ، من خلال تطبيق أسلوب تحليل المكونات الأساسية (Principal Component Analysis-PCA) على ستة متغيرات تعكس الظروف الاقتصادية، وهم: معدل التضخم، والقيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية ، والناتج المحلي الإجمالي ، وميزان الحساب الجاري ، والصادرات من السلع والخدمات ، ومعدل البطالة ، بحيث تعكس القيم الكبيرة لتلك المتغيرات مستويات أعلى من عدم التأكد الاقتصادي.

ولقد حظي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية باهتمام أكاديمي واسع النطاق ، بدءاً علي المستوي الكلي ، حيث خلص الباحثون إلي أنه أحد أكبر مسببات تقلب أسعار النفط ، والركود الاقتصادي ، وارتفاع معدلات البطالة ، وتقلب أسعار الصرف ، وتعد دورات الأعمال (Ramesh, 2024 ; Al-Thaqeb and Algharabali , 2019) كما انه حظي بقدر كبير من الإهتمام علي المستوي الجزئي ، حيث سعت العديد من أدبيات المحاسبة والتمويل (Feng et al., 2023; Shabir et al., 2023; Liu and Wang, 2022) إلي اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على جوانب مختلفة من أنشطة الشركات ، ومختلف القرارات الهامة للإدارة.

فبشان علاقاتها بتكلفة التمويل ، توصلت دراسة (Tran 2021) في دراسة دولية علي ١٧ دولة خلال الفترة من ٢٠٠٣ إلي ٢٠١٦ ، إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر إيجاباً على تكلفة التمويل بالديون من خلال آليتين وهما ؛ (١) زيادة عدم تماثل المعلومات ، (٢) زيادة مخاطر التخلف عن السداد. بينما استهدفت دراسة (Liu and Wang 2022) اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على تكلفة رأس المال في الشركات الصينية ، وخلصت إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال الإجمالية ، وخاصة تكلفة حقوق الملكية بدلاً من تكلفة الديون. في سياق متصل ، سعت دراسة (Tabash et al. 2022) إلي اختبار العلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وهيكل التمويل للشركات في ستة اقتصادات في آسيا ، من خلال التركيز علي خيارات التمويل المتاحة. وتوصلت

إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية له تأثير سلبي على التمويل بالديون ، وإيجابي على التمويل بالملكية ، وكذلك تأثير سلبي على قنوات الائتمان التجاري. وبشأن تأثيره على وفاء الشركات بمسئولياتها الاجتماعية جاءت النتائج متعارضة ، حيث خلصت دراسة (Borghesi and Chang (2020 إلى أنه عندما تكون البيئة الاقتصادية متقلبة ، فإن الشركات تستفيد من الإستثمارات السابقة في أنشطة المسؤولية الاجتماعية أكثر من غيرها في تخفيض قيودها التمويلية. واتفقت معه دراسة (Yuan et al. (2021 وفقاً لفرضية خفض المخاطر ، ودراسة Tee et al. (2023 إلى وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ووفاء الشركات بمسئولياتها الاجتماعية ، لإعطاء إشارة إيجابية لأصحاب المصلحة في الفترة الحالية وتقليل الصدمات السلبية والحفاظ على قيمتها. وعلي النقيض من ذلك ، توصلت دراسة (Tee et al. (2023 إلى وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والبصمة الكربونية للشركات ، ففي فترات عدم التأكد المرتفع ، تكون التدفقات النقدية للشركة متقلبة ، وقد لا يكون لدى الحكومة التمويل الكافي لدعم المبادرات الخضراء ، لذلك تؤجل الشركات إستثمارها المحتمل في التكنولوجيا الخضراء إلى أن تهدأ حالة عدم التأكد الإقتصادي. واتفقت معها دراسة (Bose et al. (2024 من خلال دراسة دولية ، بوجود علاقة إيجابية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وانبعاثات الكربون علي مستوى الشركة ، بما ينعكس سلباً علي قيمة الشركة. ويرجع هذا جزئياً إلى أن الشركات عندما تواجه عدم التأكد المرتفع لاتستطيع توفير التمويل اللازم لتمويل أنشطة خفض الانبعاثات .

وبشأن تأثيره على أداء وقيمة الشركة ، توصلت دراسة (Chang et al. (2019 من خلال استغلال صدمتين خارجيتين ، إلى وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وأداء الشركة. كما توصلت دراسة (Xu (2020 إلى أنه مع تزايد حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، فإن الشركات تواجه متوسطاً مرجحاً أعلى لتكلفة رأس المال مما يعيق الابتكار ويجعلها تبتكر بشكل أقل مما ينعكس سلباً علي

أدائها المالي. علي النقيض من ذلك ، خلص Hoang et al. (2021) إلي أن هناك إرتباط إيجابي بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والتنوع في الشركات الصينية ، وفقا لنظرية تعزيز القيمة Value Enhancement Theory حيث يعمل التنوع بشكل فعال على تخفيف المخاطر المرتبطة بالسياسة الاقتصادية ، مما يعزز من الأداء المالي ، وتحسين قيمة الشركة. بينما دعمت نتائج دراسة Feng et al. (2023) ما توصلت إليه دراسة Chang et al. (2019) بأن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر سلبا على أداء الشركة ، فهو يقلل من حوافز الشركات لتوسيع عملياتها من خلال ثلاث قنوات وهي؛ المخاطرة ، ومستوي الاحتفاظ بالنقدية ، والعبء الضريبي. أضاف Yu and Jin (2024) بأن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر سلباً على الأداء المالي للشركات الصينية ، هذا التأثير السلبي يتم تخفيفه بالنسبة للشركات التي تتمتع بمستوي احتفاظ بالنقدية مرتفع ونسب رفع مالي منخفضة.

من ناحية أخرى ، توصلت دراسة Jumah et al. (2024a) إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر سلباً على ربحية الشركات الأمريكية ، في حين أن البنية التحتية اللوجستية تعمل بشكل إيجابي على تخفيف هذا التأثير السلبي. وهو نفس ما خلصت إليه دراسة Menicucci and Paolucci (2024) بالتطبيق علي قطاع الضيافة الإيطالي كونه شديد الحساسية لعدم التأكد الاقتصادي. كما توصلت دراسة Jumah et al. (2024b) إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر سلباً على قيمة الشركة ، ولكن التنوع يخفف من هذا التأثير السلبي على قيمة الشركة. بينما توصلت دراسة Azimli and Cek (2024) بالتطبيق علي دول G7 ، أنه وفقاً لفرضية بناء السمعة ، يمكن للشركات من خلال الإستثمار البيئي والاجتماعي بناءاً ما يسمى برأس مال السمعة reputation capital والذي يمكن أن يخفف من التأثير السلبي لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على قيمة الشركة. في نفس السياق ، ولكن بالتطبيق علي قطاع البنوك ، خلصت دراستي Olalere and Mukuddem-Petersen (2024) التي طبقت علي ١٠٥ بنك من بنوك دول البريكس ، (Shabir et al. (2023) التي طبقت علي ٥٧٤ بنكاً من ١٩ دولة ، إلي وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد الاقتصادي والجيوسياسي وأداء مخاطر وإستقرار البنوك

من خلال ثلاث قنوات رئيسية (١) إنخفاض الأداء المالي للبنوك من خلال إنخفاض الأرباح وقيمة البنك ، (٢) تشدد البنوك في منح القروض والسلفيات ، (٣) سلوك القطيع في النظام المصرفي.

وبشأن إنعكاسه على مخاطر انهيار اسعار الاسهم ، استهدفت دراسة Jin et al. (2019b) اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات الصينية. وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال آليتين وهما (١) إخفاء الإدارة للأخبار السيئة ، (٢) والمعتقدات غير المتجانسة للمستثمرين. وهو نفس ما خلصت إليه دراسة Luo and Zhang (2020) بأن الشركات تكون أكثر عرضة للتعرض لانهيارات في أسعار الأسهم عند زيادة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، لزيادة رغبة وقدررة الإدارة على حجب الأخبار السيئة. من وجهة نظر أخرى ، استهدفت دراسة Tang and Wan (2022) اختبار هل سيؤدي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية إلى تعزيز معلوماتية أسعار الأسهم ؟ ، وخلصت إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يضعف من معلوماتية الأسهم و يجعل أسعار الأسهم أكثر تقلبا . بينما توصلت دراسة Du et al. (2023) إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية سيزيد بشكل كبير من مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال زيادة عدم تماثل المعلومات. علي النقيض من ذلك ، توصلت دراسة Kim et al. (2024) إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل من خلال زيادة إفصاح الشركات عن الأخبار السيئة وزيادة مستوى التحفظ المحاسبي بما يخفض من عدم تماثل المعلومات وبالتالي يخفض من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبشأن علاقته بممارسات التجنب الضريبي ، كان هناك وجهتي نظر في هذا الشأن قائمتين علي فرضيتين وهما (١) فرضية الدافع الاحترازي Precautionary motive hypothesis ، (٢) وفرضية دافع الوكالة Agency motive hypothesis. فلقد أيدت دراستي (Kang and Wang, 2021; Nguyen and Nguyen, 2020) فرضية

الدافع الاحترازي بوجود علاقة إيجابية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وممارسات التجنب الضريبي ، ففي فترات عدم التأكد تتخبط الشركات في ممارسات التجنب الضريبي بشكل أكبر ، وخاصة التي تعاني من قيود مالية كرد فعل على الاحتكاكات المتزايدة في سوق التمويل. وأضاف (Benkraiem et al. (2022 أنه خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية سوف تكون ممارسات التجنب الضريبي أكثر قبولاً وجاذبية ، حيث يقلل المستثمرون من شأن أي ممارسات سلبية أو محفوفة بالمخاطر مع زيادة الفوائد المحتملة للتجنب الضريبي. وعلي النقيض من ذلك ، أيدت دراستي (Athira and Ramesh, 2024; Shen et al., 2021) **فرضية دافع الوكالة** ، بوجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وممارسات التجنب الضريبي ، فمع ارتفاع مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية تخفض الشركات من إنفاقها الرأسمالي ، وبالتالي تنخفض قيمة التدفق النقدي الناتج عن ممارسات التجنب الضريبي ، مما قد يمكن الإدارة من إستغلال الوفورات النقدية بشكل إنتهازي لتعظيم ثرواتهم الخاصة وبناء إمبراطوريتهم علي حساب الملاك.

وبشأن توزيعات الارباح وفي ضوء الفرضيتين السابقتين ، توصلت دراسة Tran (2020) إلي إنخفاض توزيعات الأرباح ، وكذلك عمليات إعادة شراء الأسهم في البنوك خلال فترات عدم التأكد العالية ، حيث تصبح البنوك أكثر حكمة وترددًا في القيام بتوزيعات الأرباح من أجل الحفاظ على الموارد للوقاية من الظروف المالية المعاكسة بما يدعم **فرضية الدافع الاحترازي**. وهو يتفق مع ما خلصت إليه دراسة (Sarwar and Hassan (2021 بأنه بمجرد ظهور حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية تتراجع الشركات عن قرارها بالقيام بأي توزيع للأرباح . كما توصلت دراسة عسران (٢٠٢٣) إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر بشكل سلبي على سياسة توزيع الأرباح ، ليس بسبب إنخفاض الربحية لكن رغبة في زيادة نسبة السيولة من أجل معالجة مخاطر السيولة المستقبلية واستغلال الفرص الناجمة عن الأزمة. بينما خلصت دراسة (Choi and Park (2024 إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية مرتبط سلبًا بتوزيعات الأرباح للشركات الكورية ، حيث تضطر

الشركات إلى إتباع سياسة توزيع أرباح أكثر تحفظاً لزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية كدافع احترازي لتجنب القيود المالية. علي النقيض من ذلك ، دعمت نتائج دراسة Attig et al. (2021) فرضية دافع الوكالة باستخدام بيانات من ١٩ دولة ، وخلصت إلي وجود علاقة إيجابية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وتوزيعات الأرباح. فمن المرجح أن تكون الشركات أكثر عرضة لمشاكل الوكالة خلال فترات عدم التأكد العالية ، لذلك يفضل القيام بتوزيعات الأرباح بدلا من إحتجازها وإستغلالها بشكل إنتهازي من قبل الإدارة. وهو نفس ما خلصت إليه لاحقا دراسة Tran and Bao (2025) ولكن بالتطبيق علي الشركات الفيتنامية.

وبشأن أتعاب وجهد عملية المراجعة ، استهدفت دراسة Zhang et al. (2018) اختبار العلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وأتعاب المراجعة في ثمانية بلدان ، وتوصلت إلي قيام مراقبي الحسابات بتخفيض أتعاب المراجعة عندما تزداد حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. بينما توصلت دراسة Yun and Chun (2021) إلي وجودة علاقة إيجابية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وجهد المراجعة في الشركات الكورية مقاساً بساعات المراجعة ، نتيجة لزيادة مخاطر التلاعب بالأرباح. وهو ما دعمته لاحقا نتائج دراسة Lee et al. (2024) عند اختبار العلاقة بين جودة المراجعة ومخاطر إدارة الأرباح في ظل عدم التأكد في السياسة الاقتصادية في الشركات الكورية. كما توصلت دراسة Ma et al. (2024) ولكن في البيئة الماليزية ، إلي أن مراقبي الحسابات يحمون أنفسهم من المخاطر السياسية لعملائهم (مقاساً بعدم التأكد في السياسة الاقتصادية) ، من خلال فرض أتعاب مراجعة أعلى ، وتأخير أطول في تقرير المراجعة. وإعطاء آراء معدلة بشأن الاستمرارية. وهو نفس ما خلصت إليه دراسة Ha (2024) ولكن بالتطبيق علي الشركات الأمريكية ، بأن الشركات الأكثر حساسية لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية تتخبط في المزيد من ممارسات إدارة الأرباح مما يزيد من غموض تقاريرها المالية ، وبالتالي ترتفع أتعاب مراجعتها .

وبشأن خصائص تنبؤات المحللين الماليين ، توصل Chahine et al. (2021) إلى انخفاض دقة تنبؤات المحللين بشأن الأداء المستقبلي للشركات في فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، وذلك نتيجة زيادة تقلبات السوق وغموض المعلومات والتباين في معتقدات المشاركين في السوق. كما خلص Chourou et al. (2021) إلى انخفاض جودة بيئة المعلومات مع ارتفاع عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، مما يزيد من أخطاء تنبؤات المحللين ، وكذلك درجة تشتت تنبؤاتهم. وأضاف Le et al. (2024) باستخدام عينة من الشركات الأسترالية ، أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يرتبط بشكل إيجابي بحجم أخطاء التنبؤات ومدى تشتت التنبؤات. ويكون هذا التأثير أقوى بالنسبة للتنبؤات قصيرة الأجل ، وللشركات ذات آفاق النمو والربحية الأعلى.

ويعتقد الباحث أنه علي الرغم من وجود شبه إتياف بين الباحثين في الفكر المحاسبي علي أن الإدارة خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية قد تضطر إلى تغيير سلوكها وقراراتها في عدة مجالات (سياسة توزيعات الأرباح ، الوفاء بمسؤولياتها البيئية والاجتماعية ، ممارسات التجنب الضريبي ، ممارسات إدارة الأرباح) كاستجابة لعواقبه المحتملة علي مستوي المخاطر للشركة وأفاقها المستقبلية ، إلا أن نتائجها جاءت متعارضة بشكل كبير مع إختلاف بيئة التطبيق ، مما يجعلها بيئة خصبة لمزيد من البحث. من ناحية أخرى ، يتضح إمتداد تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية إلى سلوكيات ومعتقدات كافة الاطراف الأخرى المرتبطة بالشركة علي غرار؛ (جهد وأتعاب مراقب الحسابات ، دقة وتشتت تنبؤات المحللين الماليين ، تكلفة التمويل) .

(٧-٣) غموض وتعتد التقارير المالية من منظور أصحاب المصالح

تعد التقارير المالية المصدر الرئيسي للمعلومات المالية وغير المالية لكافة أصحاب المصالح لمساعدتها علي إتخاذ قرارات رشيدة تضمن التوزيع الأمثل للموارد المتاحة من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض مشاكل الوكالة لضمان تحقيق كفاءة سوق رأس المال . وهذا ما يفسر التيار البحثي المتزايد في الفكر المحاسبي (Lu et al., 2024; Lee and Jeong, 2024; Salehi et al., 2023; Bermpei et al., 2022) لمحاولة معرفة مردود ومنفعة المعلومات الواردة في التقارير المالية في

ظل عدة مسميات مختلفة ومختلطة من زوايا متعددة من أبرزها جودة التقارير المالية Financial Reporting Quality أو شفافية التقارير المالية Financial Reporting Transparency ، واللذان قابلهما في الأونة الأخيرة عدة مفاهيم عكسية مستحدثة علي غرار غموض التقارير المالية Financial Reporting Opacity ، أو تعقد التقارير المالية Financial Reporting Complexity ، واللاتي لاقت الكثير من الإهتمام بين الباحثين في الأدب المحاسبي.

ولقد اختلف الأدب المحاسبي حول المقصود بتلك المفاهيم وكيفية قياسها كونها متشابهة ومتداخلة ، حيث يتم وصف التقارير المالية بأنها ذات جودة مرتفعة إذا اتسمت المعلومات المحاسبية بالخصائص النوعية لجودة المعلومات (الرئيسية والمعززة) ، مما يجعلها تعبر بصدق ودقة عن الوضع الاقتصادي للشركة ونتائج أعمالها (Kurniawan et al., 2024). كما أشار (Khalaf and Hussein, 2024). أن التقارير المالية مرتفعة الجودة هي الأكثر إكتمالاً وحيادية وخلوً من الأخطاء ، والتي توفر معلومات تنبؤية أو تأكيدية حول الوضع الاقتصادي والأداء المالي للشركة في ضوء المعايير والإرشادات المحاسبية. وتعددت المقاييس المستخدمة لقياس جودة التقارير المالية من أبرزها (جودة الأرباح ، الإستحقاقات). بينما تركز شفافية التقارير المالية علي الدور التقييمي ونفعية المحتوي المعلوماتي لها كونها تتعلق بإدراك أصحاب المصالح لمنفعة المعلومات الوادرة فيها ، وإمكانية الاعتماد عليها في إتخاذ القرارات ، وهي سمة متعددة الأبعاد لا يمكن قياسها بشكل مباشر . علاوة علي أن الاختلافات بين إحتياجات الأطراف المختلفة ذات الصلة بعملية التقرير المالي جعل من الصعب الإتفاق علي مفهوم واضح للشفافية (Salehi et al., 2023; Bermpei et al., 2022).

ومن هنا برز الإهتمام بالعديد من المفاهيم العكسية البديلة علي غرار غموض وتعتد التقارير المالية قد يسهل قياسها. فبشأن غموض التقارير المالية ، تعددت تعاريف الباحثين حول مفهومه غموض التقارير المالية ، فلقد عرفه Dempsey et al. (2012) بأنه استراتيجية أو سياسة الإفصاح المصممة من قبل ادارة الشركات للتعتيم

والإخفاء للأداء المالي الحقيقي للشركة ، واتفق معه تعريف Kim and Zhang (2014) بأنه تبني الإدارة لاستراتيجية إفصاح تهدف إلى تأجيل الإفصاح أو حجب الأخبار غير السارة لفترات طويلة وتعجيل الإفصاح عن الأخبار السارة ، بهدف تضليل أصحاب المصالح. كما عرفه Ding et al. (2020) بأنه نقص أو عدم كفاية المعلومات الذي يمنع المستثمرين من تحديد القيمة العادلة للشركة. بينما عرفه Chae et al. (2020) بأنه قدرة الإدارة على إخفاء أو حجب معلومات هامة لإخفاء سلوكياتهم الإنتهازية ، من خلال التحكم في كمية وتوقيت الإفصاح لزيادة عدم تماثل المعلومات ، بما يعيق قدرة أصحاب المصالح على معرفة الأوضاع الحقيقية للشركة. وتدور معظم تلك التعاريف حول التأثير المتعمد من جانب الإدارة على ممارسات إعداد التقارير المالية بهدف إدارة محتواها المعلوماتي من خلال حجب بعض المعلومات الجوهرية وغير المواتية وعدم الإفصاح عنها ، أو تعمد تشويش الإفصاح من خلال اللغة المستخدمة لتضليل مستخدمي التقارير المالية ، أما لرغبة الإدارة في إخفاء ممارساتها الإنتهازية بغرض تحقيق منفعة خاصة ، أو للتعطيل على بعض الإفصاحات التي قد تضر بمركزها التنافسي (Callen et al., 2020) ، مما يؤدي الى تقارير مالية غامضة غير شفافة يكون له انعكاس وعواقب على سوق المال. أضافت دراستي (Ding et al., 2020; Khalaf and Hussein, 2024) بأن غموض التقارير المالية قد يكون ناتج مرونة القواعد والسياسات المحاسبية المتاحة في معالجة بنود أو عناصر التقارير المالية ، وممارسات التحفظ المحاسبي ، وعدم استيفاء متطلبات بعض المعايير المعقدة ، وتشويه وتغيير الأرقام المحاسبية من خلال استغلال الثغرات في المعايير المحاسبية ، ومتطلبات وأدوات الإفصاح الاختياري. من ناحية أخرى ، اتفق الباحثون (Chae et al., 2020; Callen et al., 2020; Ding et al., 2020) على أن المردود السلبي لغموض التقارير المالية يتمثل في زيادة حدة عدم تماثل المعلومات، وتفاقم مشاكل الوكالة ، وزيادة ممارسات إدارة الارباح ، ومخاطر التعثر المالي والإفلاس ، وارتفاع تكلفة التمويل بالديون أو بالملكية ، علاوة على زيادة احتمال تعرض الشركة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم (محمد

(Yu and Zhao, ٢٠٢٣) ، وإنخفاض دقة وتشتت تنبؤات المحللين الماليين (Yu and Zhao, 2024).

وفيما يتعلق بكيفية قياس غموض التقارير المالية ، اتفق الباحثون (Khalaf and Hussein, 2024; Chae et al., 2020; Ding et al., 2020) على أن أفضل مقياس لغموض التقارير المالية هو مدي قيام الشركة بممارسات إدارة الأرباح حيث يُنظر إلى تراكم ممارسات إدارة الأرباح كآلية لإخفاء الأخبار السيئة بشكل خاص ، بينما قدمت دراسات أخرى مقاييس بديلة لغموض التقارير المالية على غرار ؛ دراسة Kim and Zhang (2014) التي قدمت مقياسان وهما ؛ (١) إعادة إصدار القوائم المالية Financial Statement Restatement ، حيث قد تقوم الشركة بذلك نظرا لاكتشاف أخطاء جوهرية أو غش أو تدليس بتلك القوائم مما يجعل المعلومات الواردة بها مضللة ، (٢) بينما يتمثل المؤشر الثاني في وجود ضعف جوهري في الرقابة الداخلية Material Internal Control Weakness . في حين قدمت دراسة Callen et al. (2020) مقياس آخر وهو درجة مؤشر F-score ، فكلما ارتفعت درجة F ، كلما كانت سياسة إعداد التقارير المالية أكثر غموضاً، وزادت احتمالية قيام الشركة بالتلاعب بالمعلومات المالية ، وأضافت دراسة Ding et al. (2020) مقياس آخر يركز على أحد وسطاء المعلومات وهو تشتت تنبؤات المحللين الماليين.

علاوة على ماسبق ، اتفق العديد من الباحثين (Chen et al., 2022; Chychyla, et al., 2019; Filzen anf Schutte, 2017) أنه في ظل العولمة والإبتكارات المالية وتعدد المعايير المحاسبية ومتطلبات الإفصاح الإختياري ، أصبحت التقارير السنوية أطول وأكثر تعقداً بمرور الوقت ، مما أدى لتدهور شفافية بيئة المعلومات وتفاقم مشكلة قابلية التقارير المالية للفهم والقراءة ، ويوجد شبه إجماع بينهم على أن التعتد يختلف إلي حداً ما عن الغموض رغم كونه مقياس عكسي آخر لشفافية التقارير المالية ، حيث يهتم بمدي قابلية التقارير المالية للقراءة والفهم، ولكنه هو الآخر موضوع مثير للجدل ، ومحل نقاش مستمر.

ولا يوجد تعريف واضح ومحدد لتعتد التقارير المالية نظرا لتداخله مع مفهوم غموض التقارير المالية ، ولكنها جميعها تنطوي على صعوبة فهم وإعداد وتحليل وقراءة التقارير المالية (Hoitash and Hoitash, 2018). ولكن هناك ثلاث إتجاهات عند تعريف تعتد التقارير المالية (سليمان ، ٢٠٢٤) ؛ (١) **الإتجاه الاول** ، يقصد بتعتد التقارير المالية إحتوائها على كم هائل من المعلومات يفوق قدره مستخدميها على فهمها وتشغيلها وإستخلاص المعلومات الملائمة لإتخاذ القرارات السليمة في التوقيت المناسب (Hoitash and Hoitash, 2018) ، وهو ناتج عن الإفصاح المفرط عن بعض المعلومات الوصفية والكمية لتلبية متطلبات الإفصاح الإختياري ، بغرض تحسين بيئة المعلومات من جهة ، وتعزيز الشفافية من جهة أخرى. ولكن التقارير المعقدة تتطلب مزيداً من الوقت والجهد لاستخراج المعلومات ذات الصلة، مما يجعل تحليلها أكثر تكلفة من قبل مستخدميها (Guay et al., 2016). وأضاف Aghamolla and Smith (2023) أن أبرز محددات التعتد هو انه يمكن للإدارة أن تختار بين ثلاثة أنواع من الإفصاح الإختياري ؛ (أ) الإفصاح البسيط ، (ب) الإفصاح "المعتد المعلوماتي"، وهو معتد ولكنه أكثر إفادة من الإفصاح البسيط ، و(ج) الإفصاح "المعتد غير المعلوماتي"، وهو معتد وغير معلوماتي نسبياً.

(٢) **الإتجاه الثاني** ، يقصد بتعتد التقارير المالية إنخفاض قابلية الإفصاحات السردية للقراءة ، وهو ناتج عن الإفصاحات النصية الطويلة للغاية و/أو التي يصعب قراءتها بسبب عوامل تتعلق بخصائص النص المكتوب من حيث مدى صعوبة الصياغة اللغوية والنحوية المستخدمة في كتابته ، وذلك كأسلوب للتشويش والحد من قدرة القارئ على القراءة والفهم (Pajuste et al., 2020) ، (٢) **الإتجاه الثالث** ، يقصد بتعتد التقارير المالية هو إخفاء متعمد لبعض المعلومات الجوهرية أو الأخبار غير السارة وفقاً لفرضية التعتيم الإداري للحماية ضد ردود الفعل السلبية في السوق (De Souza et al., 2019) ، حيث أن الشركات ذات الأداء المالي الضعيف تستخدم مصطلحات توضيحية طويلة في التقارير السنوية كحيلة لإخفاء المعلومات السلبية ،

مما يعيق الاتصال الفعال بين الشركة وأصحاب المصلحة ، ويخلق عدم كفاءة في السوق ويزيد من عدم التأكد (Dao and Xu, 2024). ويعتقد الباحث أنه وفقا للدراسات السابقة فإن التقارير المالية المعقدة تنشأ من عدة مصادر ؛ (١) تعقد العمليات التجارية (التعقد التشغيلي) ، نظراً لأن بعض الشركات مرتبطة بمعاملات أكثر تعقداً ، في هذه الحالة، لا يعكس التعقد خياراً متعمداً من جانب الإدارة (Donkor et al., 2024) ، (٢) تعقد الأسلوب واللغة المستخدمة في إعداد التقرير المالي وذلك لعوامل تتعلق بخصائص النص المكتوب من حيث مدى صعوبة الصياغة اللغوية والنحوية المستخدمة في كتابته (Aghamolla and Smith, 2023) ، (٣) التعقد الناجم عن معايير إعداد التقارير المالية (التعقد المحاسبي) والذي ينشأ من طولها، وصعوبة فهمها، وتكلفة تطبيق متطلباته ، وبعض المجالات المعقدة علي غرار (محاسبة التحوط ، المحاسبة عن الأدوات المالية ، المدفوعات المبنية على الأسهم ، والمحاسبة عن منافع الموظفين ، والمحاسبة عن الضرائب المؤجلة) (Bendriouch et al., 2023) ، (٤) التحميل الزائد للمعلومات Information Overloading الذي ينتج عن التوسع في مجالات الإفصاح الإختياري لتشتيت انتباه المستخدمين مما يؤدي إلى تقارير سنوية أطول وأقل قابلية للقراءة (Alm El-Din et al., 2022).

وفيما يتعلق بكيفية قياس تعقد التقارير المالية ، اتفق الباحثون (Yu and Zhao, 2024; Chen et al., 2024; Rajabalizadeh, 2023; Ishinagi and Shiiba, 2023; Satt and Iatridis, 2023; De Souza et al., 2019) أن هناك مقياسان هما الأبرز في هذا الشأن ؛ (١) مقاييس التعقد التشغيلي مثل عدد القطاعات التجارية والجغرافية ووجود فروع وعمليات دولية ، كونها مؤشر علي وجود عمليات اقتصادية أكثر تعقداً يتم ترجمتها إلى إفصاحات محاسبية معقدة ، (٢) مقاييس التعقد اللغوي ، بما في ذلك القابلية للقراءة علي غرار (مؤشر FOG ومؤشر SMOG) ، أو طول Length وحجم الإفصاح في التقارير المالية مقاساً بالوغار يتم الطبيعي لحجم الملف أو لعدد الكلمات أو لعدد صفحات المستند أو لعدد الإفصاحات المتممة .

ويعتقد الباحث أن هناك خلط واضح وصعوبة بين مفهومي غموض وتعدد التقارير المالية في الأدب المحاسبي في ظل صعوبة التمييز والفصل بينهما بشكل واضح ، ولكن هناك إجماع على أنهما ينبعان من ثلاث مصادر رئيسية؛ (١) التعدد التشغيلي للمعاملات والفروع التجارية ، (٢) التعدد المحاسبي لصعوبة تطبيق بعض المعايير المحاسبية المستخدمة في إعداد التقارير المالية ، (٣) التحميل الزائد للمعلومات. كما يوجد شبه إ اتفاق على مردودهما السلبي على مستخدمي التقارير المالية ، وعلى كفاءة بيئة المعلومات فهما يفاقمان من حدة عدم تماثل المعلومات ، ويخلقان فجوة معلوماتية بين المتعاملين ، وينعكس مردودهم السلبي على الشركات وأسواق المال من خلال زيادة مخاطر إنهيار أسعار الأسهم ، وارتفاع تكلفة رأس المال ، وتشتت تنبؤات المحللين الماليين وعدم دقتها.

(٧-٤) تحليل العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإستثمارات الشركات وإشتقاق فرضي البحث الأول والثاني

اتفق العديد من الباحثين (Ramesh, 2024; Hoang et al., 2023; Montes and Nogueira, 2022; Jain et al., 2021) على أن قرار الإستثمار هو أحد أهم القرارات الإستراتيجية التي تتخذها الإدارة والذي يعتمد عليه بقاء الشركة ونموها وإستدامتها مستقبلاً. ويقصد به محاولة إقتناء أصل أو الدخول في إستثمار معين بغرض الإستفادة منه في توليد الدخل أو إعادة بيعه بسعر أعلى في المستقبل مع الإستعداد لتحمل مخاطر معينة في سبيل تحقيق ذلك ، ومن أبرز أمثله الإندماج والإستحواذ ، والإنفاق الرأسمالي ، ونفقات البحث والتطوير .

ويشير (Drobetz et al. (2018) إلى أنه وفقاً لنظرية التمويل تقوم الشركات بإتخاذ قرار الإنفاق الرأسمالي باستخدام منهج صافي القيمة الحالية (NPV) ، بالإعتماد على التدفقات النقدية المخصومة للفرصة الرأسمالية ، حيث تكون تكلفة التمويل (WACC) هي معدل الخصم المستخدم. وتسعى الإدارة عند إتخاذها لقرار الإستثمار إلى ضمان تحقيق التخصيص الأمثل للموارد الإقتصادية المتاحة لها على كافة الفرص الرأسمالية المتاحة بهدف تحقيق مايسمى بكفاءة الإستثمار Investment

Efficiency (Hamza et al., 2024). ويقصد بالكفاءة قيام الشركة بالإستثمار فقط في كافة المشروعات الرأسمالية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة ، وقد تواجه الشركة إحدى صورتى عدم الكفاءة وهما ؛ (١) الإستثمار الأقل من اللازم (Under-investment) والذي يعنى تفويت الشركة لبعض الفرص الرأسمالية والتي قد تكون ذات صافي قيمة حالية موجبة ، (٢) الإستثمار الأكثر من اللازم (Over-investment) والذي يتمثل فى توسع الشركة فى الإستثمار بحيث تتبنى بعض الفرص الرأسمالية التى قد تكون ذات صافي قيمة حالية سالبة (Trinh, 2024). وتظل العلاقة بين أبعاد عدم التأكد وقرارات الإستثمار والتمويل موضوعاً جديلاً في الفكر المحاسبي ، حيث أن الإستثمارات بأي شكل من الأشكال تخضع دائماً لبعض المخاطر، لذلك يجب تحديد وإدارة المخاطر المرتبطة بالإستثمار ، ولكن أي صدمة اقتصادية أو سياسية تعتبر بمثابة حالة عدم تأكد مرتفع يزيد من مخاطر الإستثمار ، ويؤثر على البيئة التي تقوم فيها الشركات بتمويل استثماراتها وصياغة سياساتها الرأسمالية (Gupta et al., 2024). واتفق الباحثون (Aksoy-Hazır et al., 2023؛ Kurniawan et al., 2024) على أن عدم التأكد الجيوسياسي والاقتصادي يؤديان إلى تفاقم الاحتكاكات التمويلية^(٦) والرأسمالية ، حيث تتضاءل الفرص الإستثمارية على مستوى الشركات والصناعة ، وتزداد عدم قدرة الشركات على تشكيل حكم مسبق مستقر ومتسق على ظروفها المالية (التدفق النقدي والعائد على الإستثمار) وبيئتها الخارجية (فرصة النمو وتكلفة التمويل). ولذلك ، تأخذ الشركات دائماً في الاعتبار عوامل عدم التأكد التي قد تؤثر

(٦) في سياق الاحتكاكات التمويلية في سوق المال In a frictionless context ، لا يمكن للشركات الحصول على التمويل اللازم لتمويل كافة المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة نظراً للعديد من المشاكل في سوق المال مثل "مشاكل الوكالة" و "عدم تماثل المعلومات" والتي تساهم في خلق قيود مالية إضافية للشركات خاصة في فترات عدم التأكد الجيوسياسي أو في السياسة الاقتصادية والتي قد تعيق من كفاءة الاستثمار ، حيث ينتج عنها إما إستثمار أكثر من اللازم أو إستثمار أقل من اللازم overinvestment or underinvestment ، الشركات إلى الاعتماد على رأس مالها الداخلي لتمويل استثماراتها بدلا من التمويل الخارجي Mokdadi and (Saadaoui, 2023).

إيجابًا أو سلبيًا على خططها الرأسمالية ، أو تعيق قدرتها على تقدير عوائد الإستثمار بدقة (Shabir et al., 2023).

واعتمد معظم الباحثين (Feng et al., 2023; Shabir et al., 2023; Tee et al., 2023; Liu and Wang, 2022) الذين بحثوا في العلاقة بين عدم التأكد الجيوسياسي أو الاقتصادي وقرار الإستثمار (أو الأنفاق الرأسمالي) في الشركات على **نظرية الخيار الحقيقي أو نظرية الإنتظار والترقب** Real Option Theory or Wait and See Theory ، والتي تشير إلى أن الشركات تفضل الإنتظار والترقب خلال فترات عدم التأكد بدلا من إتخاذ قرار مكلف (كقرار الإستثمار) والذي قد تكون له عواقب غير مؤكدة ، حيث تقوم الشركات بتأجيل إنفاقها الرأسمالي حتي إنتظار زوال عدم التأكد وذلك كإجراء احترازي ضد أحداث اقتصادية مستقبلية غامضة ، خاصة أن معظم الإستثمارات تتمتع بدرجة عالية من عدم إمكانية الرجعة Irreversibility. علي النقيض من ذلك، قدمت دراستي (Yuan et al., 2022; Tajaddini and Gholipour, 2021) نظرية أخرى مختلفة وهي **نظرية خيار النمو الاستراتيجي Strategic Growth Option Theory** ، ففي ظل المنافسة غير الكاملة ، تقوم الشركات التي تعمل في ظل بيئات تتسم بعدم التأكد بزيادة إستثماراتها لتحسين ميزتها التنافسية وتأمين حصتها السوقية وتوسيع فرص بقائها ، بدلا من التأخر الذي قد يولد فرصًا إستثمارية للمنافسين.

وفي السنوات الأخيرة مع ما شهده العالم من أحداث وصدمات جيوسياسية متزايدة ، نما تيار بحثي هائل يهتم بالعلاقة بين أحد أهم مسببات عدم التأكد وهو المخاطر الجيوسياسية (عدم التأكد الجيوسياسي) (GPR) وإستثمارات الشركات. فلقد سعت دراسة Le and Tran (2021) إلي اختبار تأثير المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات الشركات في الدول الآسيوية الناشئة. وتوصلت إلي أن المخاطر الجيوسياسية ترتبط سلبيًا بإستثمارات الشركات وذلك لسببين ؛ (١) صعوبة التنبؤ بالعوائد المستقبلية للفرص الإستثمارية ؛ (٢) ارتفاع تكلفة التمويل مما يؤدي إلى إستثمارات دون المستوى الأمثل بسبب عرقلة قنوات السيولة والتمويل. وهو ما دعمته لاحقا دراسة (Caldara & Iacoviello (2022) بالإعتماد علي

عينة دولية ، بأن الشركات تميل إلى خفض إستثماراتها خلال فترات المخاطر الجيوسياسية المرتفعة خاصة المقيدة ماليًا. وأكدته كذلك دراسة (Tan et al. (2022) ولكن بالتطبيق على الشركات التركية. وأضاف (Ren et al. (2023) بالتطبيق على الشركات الصينية ، أن ارتفاع المخاطر الجيوسياسية يؤدي إلى قيام الشركات بخفض أو تأجيل إنفاقها الرأسمالي نتيجة انخفاض إستعدادها لتحمل المخاطر. كما تماشي مع ما خلصت إليه (Rumokoy et al. (2023) ، بأنه من المرجح أن تقوم الشركات بتأجيل إنفاقها الرأسمالي خلال فترات الأحداث الجيوسياسية السلبية في صناعة التعدين الأسترالية كونها تنطوي على مخاطر عالية ، وتتطلب إستثمارات رأسمالية كبيرة تحتاج لفترات إسترداد طويلة.

في سياق متصل ، اتفق البعض (Adel and Naili 2024 ; Ma and Hao, 2022) على أن عدم التأكد الجيوسياسي المرتفع يرتبط بإحتكاكات مالية Financial Frictions تؤدي إلى تفاقم القيود المالية ، من خلال عدة إتجاهات ؛ (١) ارتفاع تكلفة التمويل بالديون ، حيث يميل المقرضون إلى المطالبة بعلاوة مخاطر مرتفعة ، وشروط ائتمانية أكثر صرامة ، وتقصير فترة إستحقاق الديون ، (٢) ارتفاع تكلفة التمويل بالملكية ، نتيجة ارتفاع علاوة مخاطر الأسهم بسبب تآكل ثقة المستثمرين . (٣) انخفاض الأداء المالي للشركات ، مما يخفض من تدفقاتها النقدية التشغيلية ويدمر قدرتها التمويلية الداخلية ، مما ينعكس سلباً على قرار الإنفاق الرأسمالي .

من ناحية أخرى ، يشير البعض (Shen et al., 2021; Cui et al., 2021; Nguyen and Nguyen, 2020) على أن تأثير المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات الشركات لكي يتم توثيقه بشكل جيد ، يجب الإهتمام أيضاً بالمسارات غير المباشرة لمواجهة ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي والقيود المالية ، من خلال التركيز على **مستوي الإحتفاظ بالنقدية**. وفي هذا الصدد ، ركزت بعض الدراسات على قطاعات محددة ، ففي قطاع الضيافة ، استهدفت دراسة (Demir et al. (2019) اختبار العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية ومستوي الإحتفاظ بالنقدية للشركات في شركات الضيافة لسبعة اقتصادات ناشئة للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٧. وخلصت إلي أنه خلال فترات ارتفاع المخاطر الجيوسياسية، تميل شركات الضيافة إلى الإحتفاظ

بأموال نقدية أقل. ولكن بالتطبيق على قطاع الشحن ، توصلت دراسة Kotcharin and Maneenop (2020) إلى نتائج مختلفة ، حيث خلصت إلى أن شركات الشحن تزيد احتياطاتها النقدية بشكل كبير كاستجابة للتغير في المخاطر الجيوسياسية وخاصة التي تعاني من قيود مالية أكبر. وهو نفس ما خلصت إليه دراسة Wang et al. (2021) بالتطبيق على قطاع النفط ، وتظهر إلى أنه تميل الشركات النفطية إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية لمواجهة المخاطر الجيوسياسية العالية. واعتمد كافة الباحثين (Guizani, 2024 ; Aksoy-Hazır et al., 2023; Lee et al., 2023; Javadi et al., 2021) في تفسير تلك النتائج المتعارضة على فرضيتين في هذا الشأن وهما ؛ (١) فرضية الدافع الاحترازي Precautionary motive hypothesis حيث أن الاحتفاظ بالنقدية يمكن أن يساعد الشركات على تجنب الحاجة إلى جمع الأموال عندما تكون تكلفة التمويل الخارجي مرتفعة ، (٢) وفرضية دافع الوكالة Agency motive hypothesis قد يؤدي زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية إلى قيام الإدارة بالإستثمار الأكثر من اللازم لتحقيق مصالحهم الشخصية بدلاً من تعظيم قيمة الشركة. وقد دعمت نتائج دراسة Lee and Wang (2021) التي طبقت على الشركات الصينية ، ونتائج دراسة Aksoy-Hazır et al. (2023) التي طبقت على الشركات التركية فرضية الدافع الاحترازي ، حيث تميل الشركات إلى إكتناز المزيد من النقدية كإجراء احترازي عندما تواجه مخاطر جيوسياسية مرتفعة خاصة التي تعاني من قيود مالية للحفاظ على استثماراتها وعملياتها ، وتوفير مرونة مالية للاستثمار المربح في المستقبل. وكذلك نتائج دراسة Lee et al. (2023) التي طبقت على عينة دولية (٤٢ دولة) ، بأن الشركات تضطر إلى زيادة ممتلكاتها النقدية لدوافع احترازية ضد المخاطر الجيوسياسية. بالإضافة إلى نتائج دراسة Behera and Mahakud (2024) التي تمت على الشركات الهندية ، حيث أن الشركات تميل إلى الاحتفاظ بالنقدية بسبب ارتفاع الاحتكاك التمويلي وعدم تماثل المعلومات، كمنطقة عازلة ضد القيود المالية ومواصلة عملياتها وإستثماراتها الجارية. وهو نفس ما خلصت إليه دراستي (Guizani, 2024;Guizani et al., 2023) اللتان طبقتا

علي الشركات السعودية ، وجمعنا بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، حيث تميل الشركات السعودية إلى الاحتفاظ بالنقدية كوسيلة احتياطية ضد الصدمات السلبية التي تتعرض لها تدفقاتها النقدية ، ويكون ذلك أكثر وضوحاً في الشركات الأكثر قيوداً مالية، لذلك تميل الشركات إلى الاحتفاظ بمزيد من النقدية لانتظار أفضل فرصة للاستثمار. علي النقيض من ذلك ، دعمت نتائج دراسة (Wang et al., 2024) التي طبقت علي الشركات الصينية فرضية الوكالة ، وخلصت إلي أن المخاطر الجيوسياسية لها تأثير سلبي على مستوى الاحتفاظ النقدية للتخفيف من مشاكل الوكالة.

ويعتقد الباحث بأن الآثار الاقتصادية السلبية الكلية لإرتفاع المخاطر الجيوسياسية والمتمثلة في تقلب أسعار الطاقة والسلع الأساسية وارتفاع مستوى التضخم وتعدد دورات الأعمال، سوف تنعكس كذلك علي الشركات من خلال تقلب تدفقاتها النقدية التشغيلية وإنخفاض جودة وإستمرارية أرباحها ، علاوة علي زيادة القيود المالية التي تواجهها من جهة وارتفاع تكلفة التمويل الخارجي من جهة أخرى ، بالإضافة إلي زيادة رغبتها في الاحتفاظ بالنقدية لدوافع إحترازية لمواجهة الأحداث السلبية المتوقعة مستقبلاً ، هذا من شأنه عرقلة قنوات السيولة والتمويل المحتملة مما سوف ينعكس سلباً علي إستثمارات الشركات ، وفي ضوء ماسبق يمكن إستنتاج فرض البحث الأول :

H₁: توجد علاقة سلبية معنوية بين مستوى المخاطر الجيوسياسية وإستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

في نفس السياق ، نما تيار بحثي آخر يهتم بالعلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) وإستثمارات الشركات ، فلقد توصلت دراسة Demir and Ersan (2017) بالتطبيق علي دول البريكس BRIC ، إلي أنه عند ارتفاع عدم التأكد في السياسة الاقتصادية تفضل الشركات الاحتفاظ بمزيد من النقدية كأداة تحوط ، وهذا يؤثر سلباً كفاءة تخصيص الأموال للفرص الرأسمالية المربحة . علي النقيض ، توصلت دراسة Chakraborty et al. (2017) إلي أن الشركات التي تعمل في بيئة إقتصادية غير مؤكدة قد تستفيد من تراكم النقدية المحتفظ بها في التعامل مع الأحداث السلبية غير

المتوقعة (الدافع الاحترازي) من جهة ، وإستغلال الفرص الإستثمارية خلال تلك الفترات (دافع المضاربة) من جهة أخرى. بينما استهدفت دراسة Drobetz et al. (2018) اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين الإستثمار وتكلفة رأس المال في واحد وعشرين دولة ، وخلصت إلى أن قوة العلاقة السلبية بين الإستثمار وتكلفة رأس المال تتناقص خلال أوقات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية. كما توصلت دراسة Li (2019) إلى أنه خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، قد يكون التمويل الخارجي صعبا بسبب زيادة الاحتكاكات المالية ومخاطر التدفق النقدي التشغيلي ، لذلك يجب على الشركات زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية لحماية إستثماراتها المستقبلية ضد صدمات التمويل الخارجي .

من ناحية أخرى ، توصلت دراسة Phan et al. (2019) إلى أن الشركات تميل إلى تأخير قرار الإستثمار عند ارتفاع حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للحفاظ على موقف استثماري حذر ، وكذلك زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية التي يمكن إستغلالها مستقبلا في تمويل الفرص الرأسمالية المربحة عندما تتحسر حالة عدم التأكد. بينما توصلت دراسة Su et al. (2020) لوجهة نظر مختلفة ، بأن العلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية على شكل حرف U ، حيث تميل الشركات إلى زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية عن طريق تخفيض السلوك الرأسمالي الاستباقي. ولكن تأثير السياسة الاقتصادية الجديدة لا يكون بصورة فورية ، مما يوفر فرصة للشركات لتعديل إستراتيجيات التشغيل والإستثمار الخاصة بها. وهكذا، في المرحلة المبكرة من تنفيذ السياسة الاقتصادية، قد تميل الشركات إلى تخفيض مستوى الاحتفاظ بالنقدية والبحث عن المزيد من القنوات الرأسمالية للاستفادة من الفرص التي تولدها السياسة الجديدة . وهو يتفق مع ما خلصت إليه دراسة Wu et al. (2020) بوجود علاقة إيجابية معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ومستوي الإنفاق الرأسمالي خاصة للشركات التي لديها أصول ملموسة أكثر، وتدفقات نقدية تشغيلية أعلى ، وأرباح أعلى ، وتوزيعات أرباح أقل.

في سياق متصل ، توصلت دراسة Chen et al. (2020) إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية له تأثير سلبي مستمر (حتى أربع سنوات) على النفقات الرأسمالية للشركات الإستراتيجية ، حيث أن أنه يثبط فرص الإستثمار بسبب عدم قابلية الإستثمار للتراجع. وهو يتفق مع ما خلصت إليه دراسة Guedhami et al. (2021) ولكن بالتطبيق على الشركات الفرنسية ، بأن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى انخفاض مستوى استثمارات الشركات وتشوهات في كفاءة التخصيص الموارد. وأضاف Liu et al. (2021) أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى عرقلة الإستثمار بشكل أقل بالنسبة للشركات التي تمتلك أصولاً قابلة للتراجع asset reversibility ، حيث يمكنها أن تبيعها بسرعة بتكلفة منخفضة في حالة الضائقة المالية. ويشير Goodell et al. (2021) إلى أن انخفاض عدم التأكد في السياسة الاقتصادية مستقبلاً يرتبط بمزيد من الإستثمار ، لذلك تزداد أهمية النقدية المحتفظ بها خلال فترات عدم التأكد المرتفع لإستغلال الفرص الإستثمارية عند زوال عدم التأكد. بينما توصلت دراسة Yousefi and Yung (2022) إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية هي مخاطر غير قابلة للتنوع ، ولكن المرونة المالية (وهي الشركات التي لديها ديون غير مستخدمة) قادرة على تخفيف العلاقة السلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ونشاط الشركات في تحمل المخاطرة والقيام بإستثمارات إضافية. كما اتفقت نتائج دراسة Chen et al. (2023) التي تمت في الصين مع نتائج دراسة Heeney et al. (2023) التي تمت في الولايات المتحدة وأستراليا بأن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية له تأثير سلبي على استثمارات الشركات. ولكن على النقيض مما تشير إليه معظم الأدبيات السابقة بأن الشركات بشكل عام تخفض استثماراتها في ظل عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، فإن دراسة Hoang et al. (2023) التي حاولت اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) على إتخاذ القرارات الرأسمالية للشركات الناشئة في اليابان. خلصت إلى أن السلوكيات الرأسمالية للشركات الناشئة من المرجح أن تكون مختلفة كونها يتعين عليها دائما التنافس من

أجل البقاء. لذلك يوجد تأثير إيجابي معنوي لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على الإستثمار في الشركات الناشئة .

علاوة على ماسبق ، ركز البعض على أحد جوانب الإستثمار ، فلقد توصلت دراسة Zeng et al. (2020) إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر بشكل سلبي مباشر على المخزون كاستثمار قصير الأجل ، نتيجة العمل في بيئة تمويل أكثر صرامة ، وكذلك رغبة الشركات في زيادة مستوي الاحتفاظ بالنقدية لتجنب التعرض لضائقة مالية مستقبلية. علي النقيض ، فإن دراسة Tajaddini and Gholipour (2021) التي سعت إلى اختبار العلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ونفقات البحث والتطوير (R&D) في ١٩ دولة ، خلصت إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يحفز الشركات على إنفاق المزيد على البحث والتطوير ، ففي بيئة تنافسية تتسابق الشركات لتكون أول من يحصل على براءة اختراع لتحسن ميزتها التنافسية والاستفادة من فرص النمو المستقبلية وزيادة فرص بقائها بما يتفق مع نظرية خيار النمو الاستراتيجي. بينما خلصت دراسة Naidenova (2022) إلى نتائج متعارضة تتفق مع نظرية الخيارات الحقيقة ولكن بالتطبيق على الإستثمار في رأس المال البشري ، ففي فترات عدم التأكد المرتفع تنخفض إستثمارات الشركات في رأس المال البشري كونها غير قابلة للتراجع جزئياً بسبب ارتفاع تكاليف التوظيف والتدريب والفصل للعاملين .

ومن ناحية أخرى ، قام العديد من الباحثين (Das et al., 2024; Ramesh, 2024; El Ghouli et al., 2023; Tran 2023; Zhao and Niu, 2023) بتوسيط مستوي الاحتفاظ بالنقدية لمحاولة تفسير العلاقة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإستثمارات الشركات في ضوء فرضيتي؛ (١) فرضية الدافع الاحترازي Precautionary motive hypothesis ، (٢) وفرضية دافع الوكالة Agency motive hypothesis. فلقد وثقت دراسة Javadi et al. (2021) العلاقة السلبية القوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ومستوي الاحتفاظ بالنقدية للشركات غير الأمريكية من ١٩ دولة تماشياً مع وجهة نظر الوكالة ، حيث يساعد خفض الرصيد

النقدي للشركات وسط عدم إستقرار السياسة الاقتصادية على تخفيض مشاكل الوكالة ، ويؤدب المديرين لأنه سيجبرهم على الذهاب إلى سوق رأس المال لجمع التمويل الخارجي. وهو ما دعمته نتائج دراسة (El Ghoul et al. (2023 التي حاولت اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على مستوى الإحتفاظ النقدي للشركات باستخدام عينة كبيرة من الشركات من ١٩ دولة. وخلصت إلى وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ومستوي النقدي المحتفظ بها بما يدعم فرضية الوكالة . بعبارة أخرى ، تكون التكلفة المحتملة للإحتفاظ بالنقدية (أي الترسخ الإداري والاستخراج السياسي) (managerial entrenchment and political extraction) تفوق بكثير منفعتها المحتملة .

علي النقيض من ذلك ، توصلت دراسة (Zhao and Niu (2023 التي طبقت علي الشركات الصينية ، إلى أنه من الصعب على الشركات التنبؤ بدقة بتوقيت ومحتويات وتأثيرات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، لذلك تضطر الشركات إلى التخلي عن فرص الإستثمار المربحة ، وتحفظ بمزيد من الإحتياطات النقدية في ضوء فرضية الدافع الاحترازي. واتفقت معها دراسة (Fujitani et al. (2023 بأن الشركات اليابانية تستثمر أقل وتحفظ بالمزيد من النقدية عندما يزيد عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، حيث ستؤجل الشركات استثماراتها وتحفظ بالمزيد من النقدية بشكل استراتيجي للاستفادة من فرص الإستثمار الأكثر ربحية في الفترة اللاحقة. كما سعت دراسة (Das et al. (2024 الي اختبار الآثار المشتركة لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية ومخاطر التضخم على الإحتفاظ النقدي للشركات للشركات الأمريكية من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠٢١. وخلصت إلى أنه تحفظ الشركات بأموال نقدية أعلى في وقت عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والمخاطر التضخمية بسبب القيود المفروضة على التمويل الخارجي. وأضافت دراسة (Tran et al. (2024 بالتطبيق علي الشركات الفيتنامية أنه يضعف تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على مستوى الإحتفاظ بالنقدية للشركات التي تتمتع بعلاقات سياسية مقارنة بتلك التي لا تتمتع بعلاقات سياسية كونها لها أفضلية قوية للحصول على التمويل الخارجي. كما توصلت

دراسة (Ramesh (2024) إلى أنه خلال فترات عدم التأكد المرتفع في السياسة الاقتصادية ، تميل الشركات إلى زيادة احتياطاتها النقدية، وخفض نفقاتها الرأسمالية ، وتفضيل خيارات التمويل المضمونة. وهذا ما دعمته نتائج دراسة Gupta et al. (2024) ولكن في شركات التصنيع الهندية. حيث توصلت إلى أن عدم التأكد في السياسات الاقتصادية يزيد من حساسية الإستثمارات للتدفقات النقدية لأنه يزيد من تكلفة التمويل الخارجي ويخفض من مستوى إستثمارات الشركات، حيث يصبح الإستثمار يعتمد بشكل كبير على توافر التمويل الداخلي .

علاوة على ما سبق ، تم التركيز على بعد آخر وهو كفاءة الإستثمار ، فلقد توصلت دراسة (Kong et al. (2022) إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يزيد من عدم كفاءة الإستثمار ، حيث تزداد مخاطر الإستثمار الأكثر من اللازم أو الأقل من اللازم. كما خلصت دراسة (Trinh et al. (2022) إلى أن الشركات التي تزيد من حيازاتها النقدية خلال فترة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية المرتفع تظهر فيها مشكلة الإستثمار الأقل من اللازم. بينما استهدفت دراسة (Hamza et al. (2024) اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) على كفاءة الإستثمار في الشركات الصغيرة والمتوسطة (SMEs) الفرنسية خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠٢١. وخلصت إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يخفف بشكل كبير من عدم كفاءة الإستثمار في الشركات ، وهو ما ينعكس في الحد من الإستثمار الأكثر من اللازم أو الإستثمار الأقل من اللازم. كما سعت دراسة (Trinh (2024) إلى اختبار تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) على كفاءة الإستثمار في شركات الطاقة الأسترالية خلال الفترة من عام ٢٠١٠ إلى عام ٢٠٢٢. وتوصلت إلى أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يزيد من قيود التمويل أو يحث الشركات على تأجيل مشاريع الإستثمار، وبالتالي تقليل كفاءتها الرأسمالية.

ويعتقد الباحث أنه على الرغم من أن الدراسات السابقة التي سعت لإختبار أثر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركة أجريت في بيئات مختلفة على غرار؛ الصين (Kong et al., 2022; Zeng et al., 2020) ، أستراليا (Wu et

(Hoang ، اليابان (Ramesh, 2024; Gupta et al., 2024) ، الهند (al., 2020) (Kurniawan et al ., 2024; Tajaddini ، أو دراسات دولية (et al., 2023) (and Gholipour, 2021) . كما أن منها ما تم علي بعض أوجه الإستثمار علي غرار؛ (Zeng et al., 2020) الإستثمار في المخزون ، في أنشطة البحث والتطوير (Tajaddini and Gholipour, 2021) ، في رأس المال البشري (Naidenova, 2022) فإنها نتائجها جاءت متفقة إلي حد كبير بأنه خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية تقوم الشركات بتأجيل قرار الإستثمار الذي يصعب الرجوع فيه لحين زوال عدم التأكد ، خاصة مع تفاقم الاحتكاكات التمويلية وارتفاع القيود المالية وتكلفة التمويل وإنخفاض الأداء المالي ، مما يتعذر علي الشركات توفير التمويل الداخلي والخارجي لفرصها الإستثمارية ، وفي ضوء ماسبق يمكن إستنتاج فرض البحث الثاني :

H₂: توجد علاقة سلبية معنوية بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

(٧-٥) تحليل الدور المعدل لغموض وتعدد التقارير المالية علي العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإستثمارات الشركات وإشتقاق فرضي البحث الثالث والرابع.

سعي الباحثون (Kurniawan et al. ,2024; Bendriouch et al., 2024; Bermpei,2022; Wang et al., 2022) إلي محاولة اختبار العلاقة بين أبعاد عدم التأكد (المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية) ومستوي تعقد أو غموض التقارير المالية بشكل مباشر أو غير مباشر. فلقد استهدفت دراسة Jin et al. (2019a) اختبار ما إذا كان عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يرتبط بغموض أرباح البنوك ، وتوصلت إلي وجود علاقة إيجابية معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وغموض الأرباح (مقاسة بحجم مخصصات خسائر القروض التقديرية) ، وعلاقة سلبية معنوية بمستوى التحفظ المحاسبي مما يزيد من غموض التقارير المالية. بينما توصلت دراسة (Nagar et al. (2019) إلي أن ارتفاع مستوي عدم التأكد في

السياسة الاقتصادية يزيد من عدم تماثل المعلومات في الشركات الأمريكية ، حيث تقوم الشركات بتعديل تقاريرها المالية وسلوكيات الإفصاح لتقليل مخاطر المعلومات خلال فترات عدم التأكد المرتفع مما يخفض من جودة التقارير المالية. كما توصلت دراسة (Yung and Root (2019 من خلال عينة دولية إلى أنه تقوم الشركات بزيادة (خفض) ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية عندما يكون عدم التأكد في السياسة مرتفعاً (منخفضاً). وهو نفس ما خلصت إليه لاحقاً دراسة Jain et al. (2021). كما توصلت دراسة (Cui et al. (2021 إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وممارسات إدارة أرباح في الشركات الصينية ، حيث قد يكون لدى المديرين الحافز للقيام بممارسات إدارة الأرباح لتخفيف تقلبات الأرباح، وتحسين استمرارية الأرباح ، ونقل إشارة إيجابية إلى أصحاب المصالح لخفض تكلفة التمويل. علي النقيض من ذلك ، خلصت دراسة Kim and Yasuda (2021) إلى وجود علاقة سلبية معنوية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وممارسات إدارة الأرباح في الشركات اليابانية ، وذلك لأنها تعتمد علي البنوك في تمويلها (كمستثمر مؤسسي) يقوم بممارسة دور إشرافي ورقابي يحد من ممارسات إدارة الأرباح. كما أشارت دراسة (Ozili (2021 إلى أن ارتفاع حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية سيحفز الشركات علي تبني خيار القيمة العادلة وزيادة ممارسات إدارة الأرباح لتعجيل الدخل المستقبلي للعام الحالي وتأجيل النفقات الحالية للسنوات المقبلة مما قد يؤثر سلباً علي شفافية التقارير المالية.

من ناحية أخرى ، وثقت دراسة (Dhole et al. (2021 وجود ارتباط سلبي بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية والقابلية للمقارنة كأحد خصائص جودة المعلومات المحاسبية ، هذا التأثير السلبي يزداد في الشركات التي تتمتع بجودة استحقاقات سابقة منخفضة وتقلبات أعلى في الأرباح. كما استهدفت دراسة (El Ghouli et al. (2021 باستخدام بيانات من ١٩ دولة خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠١٥ ، اختبار كيفية تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على جودة المحاسبة مقاسة بنموذج Nikolaev's (2018). وتوصلت إلي وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية

وجود المحاسبة مقاسة بالمستحقات التقديرية ، ويمتد التأثير السلبي إلى مقاييس أخرى بديلة لخصائص الأرباح. بينما توصلت دراسة (Bermpei et al. (2022 إلى وجود علاقة سلبية بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وجودة التقارير المالية للشركات الأمريكية ، ففي فترات عدم التأكد المرتفع تزداد ممارسات إدارة الأرباح خاصة العاملة في الصناعات الحساسة سياسياً ، والتي تعاني من ضائقة مالية أكبر. كما خلصت دراسة (Wang et al. (2022 باستخدام عينة كبيرة من الشركات الصينية ، إلى أن ارتفاع عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤدي إلى تفاقم مشكلة عدم تماثل المعلومات وإنخفاض جودة التقارير المالية.

في سياق متصل ، دعمت دراسة (Chauhan and Jaiswall (2023 العلاقة الإيجابية التي خلصت إليها دراسة (Cui et al. (2021 ولكن بالتطبيق على الشركات الهندية ، حيث يميل المديرين إلى تمهيد الدخل من خلال الإستحقاقات التقديرية خلال فترات زيادة عدم التأكد الاقتصادي لتقليل تقلبات الأرباح المفصح عنها. كما توصل (Viana et al. (2023 إلى أنه عند مواجهة قدر أكبر من عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ، تقوم الشركات من البلدان المتقدمة (الأسواق الناشئة) بخفض (زيادة) مستوى إدارة الأرباح على أساس الاستحقاق ، كما تقوم الشركات من كلا النوعين من البلدان بخفض مستوى إدارة الأرباح الحقيقية. بينما دعمت نتائج دراسة (Lee and Jeong (2024 العلاقة السلبية التي خلصت إليها دراسة (Kim and Yasuda (2021 ولكن بالتطبيق على البيئة الكورية ، فلقد توصلت إلى أنه عندما يكون عدم التأكد في السياسة الاقتصادية مرتفعاً، تزداد جودة المراجعة (مقاسة بألعاب وساعات المراجعة ، مما يؤدي إلى تخفيض ممارسات إدارة الأرباح من خلال الاستحقاقات .

وأضاف (Lu et al. (2024 بأن الشركات تستجيب لحالات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وزيادة عدم تماثل المعلومات من خلال الالتزام بمستويات أعلى من الإفصاح الاختياري مما قد يزيد تعقيد التقارير المالية. **علي النقيض ، خلصت** دراسة (Lei and Luo (2024 إلى أن زيادة مستوي الإفصاح الاختياري السياسي (CPD) خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، مما يزيد من جودة التقارير

المالية . كما خلصت دراسة Alkhalaileh et al. (2024) بالتطبيق علي دول مجلس التعاون الخليجي إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية له تأثير إيجابي معنوي على مستوى التحفظ المحاسبي في القوائم المالية، لمراقبة السلوكيات الانتهازية للإدارة بشكل فعال، مثل المبالغة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية أو تأخير إنهاء المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية السلبية. كما توصلت دراسة Mos (2024) إلي وجود علاقة سلبية معنوية بين جودة التقارير المالية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية بالتطبيق علي عينة من ٢٩ دولة الأول بما يتفق مع وجهة النظر بأنه في أوقات عدم التأكد العالي، يكون المستثمرون أكثر انخراطاً في الحصول على معلومات مالية خاصة بالشركة. في هذه الحالة، تتمثل حوافز الإدارة في تحسين الأداء وتجنب الخسائر باستخدام ممارسات إدارة الأرباح.

ويعتقد الباحث أن هناك شبه إتياف علي أنه في فترات عدم التأكد المرتفع (زيادة المخاطر الجيوميساسية ، وارتفاع عدم التأكد في السياسة الاقتصادية) سوف يزداد وغموض وتعتد التقارير المالية بسبب زيادة ممارسات إدارة الأرباح ، وزيادة مستويات الإفصاح الإختياري ، والنبرة الغامضة والنشأومية عند إعداد التقارير المالية .

كما حاول الباحثون (Kurniawan et al., 2024; Bendriouch et al., 2024; Chauhan and Jaiswall, 2023; Bermpei et al., 2022; Wang et al., 2022) اختبار العلاقة بين غموض أو تعتد التقارير المالية وإستثمارات الشركات من خلال تخفيض قدرتها في الحصول علي التمويل اللازم وبتكلفة منخفضة ، وتشديد القيود المالية خلال فترات عدم التأكد المرتفع ، فلقد أشار (Bermpei et al. (2022 أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يزيد من القيود المالية التي تواجهها الشركات ، مما يمثل حافز المديرين لإدارة الأرباح نحو الأعلى للتقرير عن الأرباح المتضخمة لتسهيل الوصول إلى سوق التمويل الخارجي . كما سعت دراسة صالح (٢٠٢٣) إلي اختبار العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الإستثمار في الشركات المصرية ، وتوصلت إلي وجود تأثير سلبي (إيجابي) معنوي لغموض التقارير المالية علي كفاءة (عدم كفاءة) إستثمار الشركات ، هذا التأثير يشمل صورتني عدم الكفاءة (الإستثمار

الأكثر والأقل من اللازم) . بينما حاولت دراسة (Bendriouch et al. (2023) استكشاف الآثار المترتبة على تعدد التقارير السنوية للشركات في الولايات المتحدة. وتوصلت إلي وجود علاقة سلبية بين تعدد التقارير السنوية وإستغلال الفرص الرأسمالية بما ينعكس سلبا كذلك علي كفاءة الإستثمار.

في سياق متصل ، قامت دراسة (Mokdadi and Saadaoui (2023 باختبار تأثير عدم التأكد الجيوسياسي على تكلفة التمويل بالديون والدور المعدل لعدم تماثل المعلومات في الشركات الألمانية. وتوصلت إلي أن عدم التأكد الجيوسياسي له تأثير إيجابي معنوي على تكلفة التمويل بالديون ، يزداد مع تقادم عدم تماثل المعلومات ، مما يؤدي إلى شروط إئتمانية أكثر صرامة ، الأمر الذي يقوض من القدرة الرأسمالية للشركات وبفائها. بينما ربطتها دراسة (Carney et al. (2024 مع تكلفة التمويل بحقوق الملكية ، وخلصت إلي أن ارتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية يزيد من تكلفة التمويل بالملكية في الإقتصادات الناشئة ، حيث أن الأحداث الجيوسياسية تزيد من مخاطر المستثمرين مما يدفعهم إلي تحويل رؤوس أموالهم بعيدا عن الأسواق الناشئة إلى أسواق أكثر أمانا ونضجا. كما حاولت دراسة عبد الناصر (٢٠٢٤) اختبار العلاقة بين عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وإعادة إصدار القوائم المالية كمقياس لغموض التقارير المالية علي حجم الائتمان التجاري في الشركات المصرية . وتوصلت إلي أن قيام الشركات بإعادة إصدار قوائمها المالية في ظل فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يزيد من عدم تماثل المعلومات مما يُجد من قدرتها على الوصول إلى الائتمان التجاري.

من ناحية أخرى ، توصلت دراسة (Yaghoubi (2024 إلي أن الشركات الأمريكية تتبنى خيارات هيكل رأس المال الأكثر تحفظاً عند ارتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية نتيجة إنخفاض المعروض من الديون وتشديد معايير الائتمان وزيادة تكلفة الديون مما يعيق قدرتها علي تمويل الفرص الإستثمارية . بينما توصلت دراسة (Farooq et al. (2024 بالتطبيق علي ١٠١ دولة نامية ، إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤدي إلي تقادم القيود المالية من خلال ثلاث قنوات رئيسية ؛ (١) عزوف مقدمي رأس المال عن المخاطرة مما ينعكس في علاوة المخاطرة الأعلى

، (٢) التأثير سلباً على أداء الشركة وزيادة تقلب التدفقات النقدية التشغيلية ، (٣) زيادة قيمة خيار الانتظار ، فمن مصلحة مقدمي رأس المال الانتظار بدلاً من منح الائتمان للشركات ، ولكن جودة التقارير المالية تدعم من ثقة المتعاملين فيما تحتويه هذه التقارير من معلومات وتحفزهم على تقديم المزيد من التمويل منخفض التكلفة بما يسهم في زيادة كفاءة الإستثمار بالشركات. كما سعت دراسة Kurniawan et al . (2024) اختبار تأثير عدم التأكد في السياسات الاقتصادية على العمليات التجارية واتجاهات المخاطرة وجودة التقارير المالية للشركات في ثمانية بلدان من منطقة آسيا والمحيط الهادئ. وتشير النتائج إلى أن الشركات تميل إلى خفض مستويات استثماراتها عندما يزيد عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، خاصة مع انخفاض جودة التقارير المالية

ويتفق الباحث مع آراء الكثيرين (Le et al., 2024; Haque et al., 2023; Bermpei et al., 2022; Wang et al., 2022; Dhole et al., 2021) بأن ارتفاع مستوى المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية يؤثر سلباً على ممارسات إعداد التقارير المالية ، ومحتواها المعلوماتي وجودة المعلومات المحاسبية مقاسة بخصائصها النوعية. حيث تزداد الممارسات الإدارية الإنتهازية كإدارة الأرباح لإعطاء الشركات ميزة تنافسية في سوق التمويل الخارجي ، وممارسات التجنب الضريبي لزيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية كمصدراً إضافياً (أو بدلاً) لارتفاع تكلفة التمويل الخارجي ، علاوة على زيادة الحمل الزائد للمعلومات لتحسين صورة وسمعة الشركة لخفض تكلفة التمويل الخارجي ، بالإضافة إلى النبرة الغامضة والتشاؤمية للإفصاح السري ، كل هذا من شأنه أن يزيد من غموض وتعدد التقارير المالية من جهة ، وإنخفاض جودتها وشفافيتها من جهة أخرى . من ناحية أخرى ، فإن زيادة غموض أو تعدد التقارير المالية من شأنه أن يؤثر على قرار الإستثمار لسببين ، (١) يعيق من قدرة الإدارة على تقدير عوائد الفرص الرأسمالية المتاحة بدقة ، (٢) يفاقم من حدة عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة ، ويزيد من الإحتكاكات التمويلية والقيود المالية وارتفاع تكلفة التمويل ، (٣) انخفاض فرص الإستثمار المتاحة . (Kurniawan et al., 2024; Mokdadi and Saadaoui 2023;)

ويعتقد الباحث من تحليل تلك الدراسات السابقة انه تم اختبار العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية وتعدد أو غموض التقارير المالية من جهة ، وكذلك اختبار العلاقة بين تعدد أو غموض التقارير المالية وإستثمارات الشركات من جهة أخرى ، لذا من المنطقي اختبار الاثر التفاعلي بين تعدد أو غموض التقارير المالية والمخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية والذي يمكن أن يولد متغيرات تفاعلية جديدة Interactive Variables من شأنها أن تؤثر علي قوة أو إتجاه العلاقة الرئيسية محل الدراسة ، وفي ضوء ماسبق يمكن إشتقاق فرضي البحث الثالث والرابع :

(H₃): يختلف التأثير المعنوي لمستوي المخاطر الجيوسياسية علي إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوي غموض وتعدد التقارير المالية.

(H₄): يختلف التأثير المعنوي السلبي لمستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية علي إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوي غموض وتعدد التقارير المالية.

(٦-٧) منهجية البحث :

تستهدف هذه الجزئية من البحث عرض منهجية البحث تمهيداً لإختبار فروضه . وفي سبيل تحقيق هذا الهدف سنعرض كل من ؛ أهداف الدراسة التطبيقية ، ومجتمع وعينة الدراسة ، وأدوات وإجراءات الدراسة ، وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة ، والأساليب والنماذج الإحصائية المستخدمة لإختبار فروض الدراسة ، ونتائج اختبار فرضي البحث ، وذلك علي النحو التالي:

(١-٦-٧) هدف الدراسة التطبيقية

تستهدف الدراسة التطبيقية ، إختبار فروض البحث ، لتحديد ما إذا كان زيادة مستوي المخاطر الجيوسياسية قياساً علي (Rumokoy et al., 2023; Ren et al., 2023; Tan et al., 2022) أو ارتفاع مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية قياساً علي

(Hamza et al., 2024; Chen et al., 2023; Heeney et al., 2023) سوف يؤثران سلباً ومعنوياً على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. علاوة على اختبار الدور المعدل لغموض أو تعتد التقارير المالية على العلاقة الرئيسية محل الدراسة قياساً على (Kurniawan et al., 2024; Gupta et al., 2024; Adel and Naili, 2024; Wang et al., 2022).

(٧-٦-٢) مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من كل الشركات غير المالية المقيدة والمتداول أسهمها في البورصة المصرية خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٣) ، وركز الباحث على تلك الفترة التي شهدت فيها مصر العديد من الصدمات الجيوسياسية علي غرار ؛ الحرب الروسية الأوكرانية والعدوان علي قطاع غزة وهجمات الحوثيين في البحر الأحمر والتي أدت إلي ارتفاع أسعار الطاقة والسلع الأساسية علي المستوي الدولي وإنخفاض إيرادات قناة السويس . علاوة علي ما عانته مصر خلال تلك الفترة من عدم تأكد مرتفع في السياسة الاقتصادية نتيجة قرارات التعويم وتحرير سعر الصرف ، متطلبات صندوق النقد الدولي برفع الدعم عن المحروقات والكهرباء مما أدى إلي ارتفاع معدلات التضخم لمستويات مرتفعة وذلك قياساً علي (Menicucci and Paolucci ,2024; Das et al.,2024; Haque et al., 2023; Pringpong et al., 2023).

وتعد عينة الدراسة هي **عينة تحكمية** فقد تم إستبعاد جميع الشركات المالية قياساً على (Trinh ,2024; Aksoy-Hazır et al., 2023; Fujitani et al., 2023; Hoang et al., 2023; Kong et al., 2022) نظراً لطبيعتها الخاصة. كما اختار الباحث عينة الدراسة التحكمية وفقاً للضوابط التالية ؛ (١) أن تتوافر التقارير المالية عن الشركة بانتظام ، (٢) إستمرار تسجيل الشركة في البورصة خلال فترة الدراسة وألا تكون قد تعرضت للشطب أو الإندماج أو التوقف ، (٣) استبعاد الشركات التي تعرض قوائمها المالية بعملة بخلاف الجنيه المصري.

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد

د. عمرو محمد خميس محمد

وقد بلغ حجم العينة النهائي ٥١٦ مشاهدة سنوية لعدد ٨٦ شركة من مختلف القطاعات الصناعية خلال الفترة من عام (٢٠١٨) حتى عام (٢٠٢٣) . ويوضح الجدول رقم (١-٧) القطاعات الي تنتمي اليها شركات العينة.

جدول (١-٧) عينة الدراسة وفقا للقطاعات التي تنتمي اليها شركات العينة

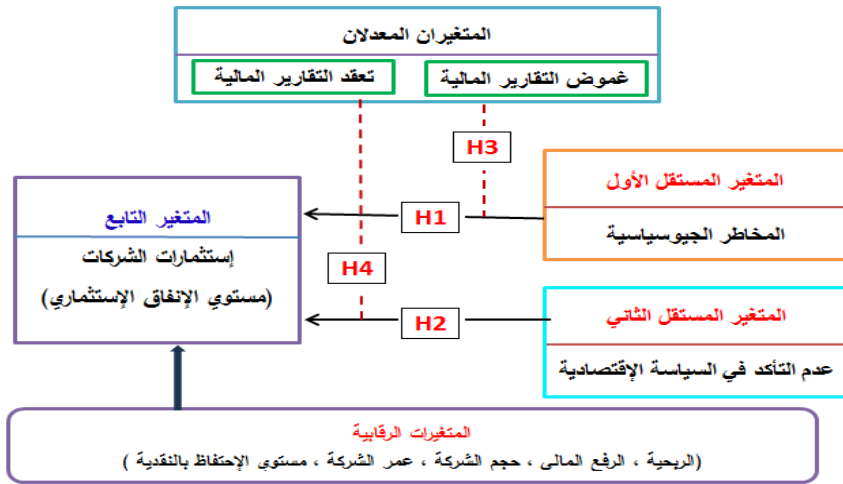
قطاعات البورصة	إجمالي القطاع	شركات العينة	عدد المشاهدات الإجمالية	نسبة المشاهدات
الطاقة وخدمات مساندة	٢	١	٦	١.١%
العقارات	٣٣	١٢	٧٢	١٣.٩%
خدمات النقل والشحن	٣	١	٦	١.١%
المرافق	١	١	٦	١.١%
الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	٧	٥	٣٠	٥.٨%
مواد البناء	١١	٩	٥٤	١٠.٤%
الورق ومواد تعبئة والتغليف	٣	٣	١٨	٣.٤%
المقاولات والإنشاءات الهندسية	٧	٤	٢٤	٤.٦%
الموارد الأساسية	١٢	٩	٥٤	١٠.٤%
المنسوجات والسلع المعمرة	٨	٤	٢٤	٤.٦%
الأغذية والمشروبات والتبغ	٢٩	١٤	٨٤	١٦.٢%
السياحة والترفيه	٧	١	٦	١.١%
الرعاية صحية والأدوية	١٨	١٤	٨٤	١٦.٢%
تجارة وموزعون	٦	٢	١٢	٢.٢%
الاتصالات والإعلام	٨	٤	٢٤	٤.٦%
الخدمات التعليمية	٥	٢	١٢	٢.٣%
الإجمالي	١٦٠	٨٦	٥١٦	١٠٠%

(٣-٦-٧) أدوات وإجراءات الدراسة

تم إجراء الدراسة التطبيقية إستناداً إلى منهجية الدراسات السابقة في هذا الشأن (Das et al., 2024; Aksoy-Hazır et al., 2023; Fujitani et al., 2023; Hoang et al., 2023; Haque et al., 2023; Pringpong et al., 2023) من خلال تحليل المحتوى للبيانات الثانوية Secondary Data الفعلية الواردة بالتقارير المالية أو علي المواقع الإلكترونية للشركات وذلك عن الفترة من سنة ٢٠١٨ وحتى سنة ٢٠٢٣. وقد اعتمد الباحث في جمع البيانات على عدة مصادر تمثلت في ؛ الاستعانة بالبيانات المتاحة على المواقع الإلكترونية لبعض الشركات الواردة بعينة الدراسة ، وموقع مباشر مصر علي الإنترنت (www.mubasher.info/eg) ، والموقع الإلكتروني للبورصة المصرية (www.egx.com.eg) ، بالإضافة لموقع شركة

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
د. عمرو ممد خميس ممد

مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com). وبمجرد الانتهاء من قياس متغيرات الدراسة ، تم وضعها في شكل جداول إلكترونية باستخدام برنامج Microsoft Excel، تمهيداً لإجراء التحليل الإحصائي لها.
(٦-٤-٧) نموذج الدراسة وتوصيف وقياس متغيراتها
إستناداً إلى فروض البحث ، يمكن عرض نموذج الدراسة كمايلي :



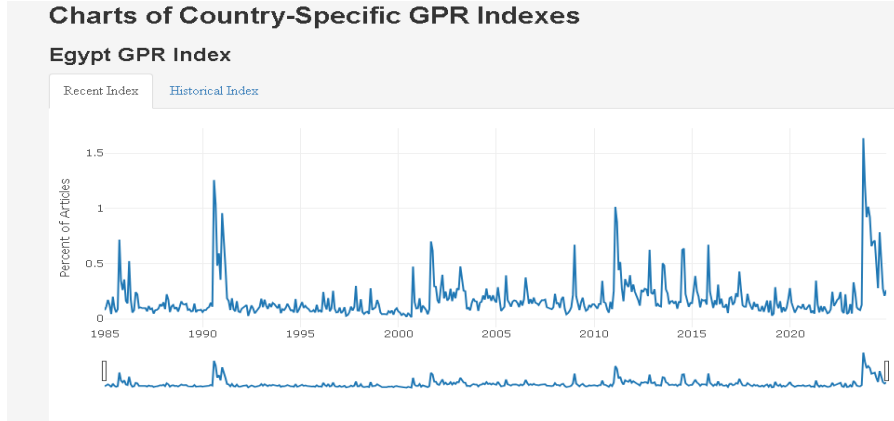
شكل رقم (1): نموذج الدراسة (المصدر : إعداد الباحث)

وتم توصيف وقياس متغيرات الدراسة كما يلي:
أ-المتغيران المستقلان:

أ/١- مستوى المخاطر الجيوسياسية (GPR): اعتمد الباحث في قياس مستوى المخاطر الجيوسياسية على المؤشر الأبرز المستخدم بين الباحثين وهو (GPR) Index المقدم من (Caldara and Iacoviello (2022)، والذي يتضمن عدة قضايا جيوسياسية مختلفة ، وكافة الأحداث المحفوفة بالمخاطر المصاحبة لها قياسا على (Yaghoubi ,2024 ; Haque et al., 2023) بالإعتماد على البيانات المنشورة

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
د. عمرو محمد خميس محمد

لمستوي المخاطر الجيوسياسية لعدد من الدول من خلال الموقع الإلكتروني (<https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>)^٧.



ونظراً لأن المقياس شهري ، فلقد اعتمد الباحث علي متوسط المخاطر الجيوسياسية خلال السنة كما يلي :

جدول (٧-٢) مؤشر المخاطر الجيوسياسية الشهري لمصر

Country-Specific Geopolitical Risk Index - Egypt GPR Index						
الشهر	2018	2019	2020	2021	2022	2023
يناير	0.11	0.17	0.28	0.13	0.06	0.06
فبراير	0.08	0.03	0.15	0.05	0.09	0.13
مارس	0.15	0.05	0.1	0.07	0.25	0.34
أبريل	0.11	0.29	0.06	0.05	0.12	0.24
مايو	0.13	0.14	0.09	0.35	0.14	0.1
يونيو	0.07	0.09	0.12	0.13	0.17	0.1
يوليو	0.07	0.16	0.11	0.06	0.19	0.09
أغسطس	0.12	0.06	0.09	0.12	0.24	0.08

^٧ وهي موزعة علي كافة القارات كما يلي ؛ أمريكا الشمالية : (كندا، المكسيك، الولايات المتحدة الأمريكية) ، أمريكا الجنوبية : (الأرجنتين، البرازيل، تشيلي، كولومبيا، البيرو، فنزويلا) ، أوروبا : (الدنمارك، فنلندا، المجر، النرويج، بولندا، روسيا، السويد، أوكرانيا، المملكة المتحدة ، بلجيكا، فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، هولندا، البرتغال، إسبانيا، سويسرا) ، الشرق الأوسط وأفريقيا : (مصر، الكيان الصهيوني، المملكة العربية السعودية، جنوب أفريقيا، تونس، تركيا) ، آسيا وأوقيانوسيا: (أستراليا، الصين، هونج كونج، اليابان، كوريا الجنوبية، الفلبين، تايوان، إندونيسيا، الهند، ماليزيا، تايلاند، فينتام) .

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
د. عمرو حلمد خميس حلمد

سبتمبر	0.06	0.11	0.13	0.07	0.13
أكتوبر	0.13	0.07	0.09	0.11	0.05
نوفمبر	0.17	0.1	0.09	0.08	0.22
ديسمبر	0.06	0.18	0.11	0.05	0.04
المتوسط	0.105	0.120	0.118	0.105	0.369

أ/٢- **مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU):** اعتمد الباحث علي مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI)^٨ الذي قدمه (Ahir et al. (2018) قياسا علي العديد من الباحثين في الدول النامية (Tran et al., 2024; Shabir et al., 2023; Guizani et al., 2023) ، كونه أكثر دقة وشمولاً وقابلية للمقارنة وأقل تحيزاً من مؤشر (BBD index) ، فهو قائم علي التنقيب في نصوص وبيانات التقارير التي تقدمها وحدة المعلومات الاقتصادية كجهة مختصة بالوضع الإقتصادي ، ومن ثم فإن البيانات الواردة بهذه التقارير قد تكون أكثر مصداقية من البيانات الاقتصادية الواردة بالصحف التي قد تخضع لبعض الإعتبارات الشخصية أو وجهات النظر المختلفة.



^٨ **يعد مؤشر عدم التأكد العالمي (WUI)** مقياس ربع سنوي لعدم التأكد في العالم على المستوى الاقتصادي وعلى مستوى السياسات ، يغطي ١٤٣ بلدا وتناقش تقارير وحدة المعلومات الاقتصادية التطورات السياسية والاقتصادية الرئيسية في كل دولة، إلى جانب التحليل والتوقعات للظروف السياسية والاقتصادية. وتُقاس درجة انتقال نداعيات عدم التأكد من كل اقتصاد من الاقتصادات المؤثرة على النظام حسب تواتر ذكر عبارة "عدم التأكد" في تلك التقارير بالقرب من أي كلمة تتعلق بالبلد المعني ذي الاقتصاد المؤثر على النظام.

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
د. عمرو محمد خميس محمد

ولأن المقياس ربع سنوي ، اعتمد الباحث علي متوسط عدم التأكد في السياسة الاقتصادية خلال السنة كما يلي:

جدول (٧-٣) مؤشر عدم التأكد في السياسة الاقتصادية الربع سنوي لمصر

World Uncertainty Index for Egypt, Index, Quarterly, Adjusted						
2023	2022	2021	2020	2019	2018	بيان
0.0859	0.1606	0.1505	0	0.14156	0.1412	Q1
0.1903	0.1866	0.2257	0.31589	0.0811	0.0779	Q2
0.2341	0	0.0601	0.1277	0	0.1362	Q3
0.0619	0.1933	0.0605	0.1934	0	0.1154	Q4
0.143	0.135	0.124	0.159	0.055	0.117	المتوسط

ب- المتغير التابع (إستثمارات الشركات) (CI): اعتمد الباحث في قياس إستثمارات الشركة علي نسبة النفقات الرأسمالية إلى إجمالي الأصول (CAPEX /ASSET) قياسا علي (Barman and Mahakud, 2024;Feng et al., 2023; Le and Tran, 2021;)

ج- المتغيران المعدلان

ج/١- غموض التقارير المالية (OPACITY): اعتمد الباحث في قياس غموض التقارير المالية على نموذج (Dechow, 1995) لحساب المجموع المتحرك لمجموع الاستحقاقات الاختيارية لثلاث فترات متتالية قياسا علي (Khalaf and Hussein, 2020; Chae et al., 2020) وذلك بالخطوات الآتية :
الخطوة الأولى: تحديد قيمة إجمالي الاستحقاقات

$$TACC_{i,t} = (NI_{i,t} - OCF_{i,t}) / Assets_{i,t} \quad (1)$$

حيث:

$TACC_{i,t}$ إجمالي الشركة i في السنة t .
 $NI_{i,t}$ صافي الدخل قبل البنود غير العادية والاستثنائية (دخل التشغيل) للشركة i في العام t .
 $OCF_{i,t}$ التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية للشركة i في العام t .

أثر المخاطر الجيومكانية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لعموض وتعتقد

د. عمرو محمد خميس محمد

Assets_{i,t-1}
إجمالي الأصول للشركة i في نهاية العام t-1.

الخطوة الثانية : تقدير معادلة الإنحدار المقطعي

$$TACC_{i,t} / Assets_{i,t-1} = \alpha_0 (1/Assets_{i,t-1}) + \beta_1 (\Delta REV_{i,t} / Assets_{i,t-1}) + \beta_2 (PPE_{i,t} / Assets_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots\dots(2)$$

حيث:

التغير السنوي في إيرادات الشركة i للعام t، t-1. $\Delta Sales_{i,t}$
الأصول الثابتة الملموسة للشركة i في نهاية العام t. $PPE_{i,t}$
القيم المقدرة لمعاملات النموذج والتي تستخدم في تحديد قيمة حسابات الاستحقاق الاختيارية. $\alpha_0, \beta_1, \beta_2$
بواقي نموذج الإنحدار. $\varepsilon_{i,t}$

الخطوة الثالثة : حساب قيمة الاستحقاقات غير الاختيارية

$$NACC_{i,t} = \alpha_0 (1/Assets_{i,t-1}) + \beta_1 ((\Delta REV_{i,t} / \Delta Rec_{i,t}) / Assets_{i,t-1}) + \beta_2 (PPE_{i,t} / Assets_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots(3)$$

حيث:

حسابات الاستحقاق غير الاختيارية للشركة i في العام t. $NACC_{i,t}$
التغير السنوي في حسابات القبض (العملاء+أوراق القبض) للشركة i للعام t، t-1. $\Delta Rec_{i,t}$
القيم المقدرة لمعاملات النموذج والتي تستخدم في تحديد قيمة حسابات الاستحقاق الاختيارية التي تم الحصول عليها من معادلة الإنحدار السابقة رقم (٦). $\alpha_0, \beta_1, \beta_2$
بواقي نموذج الإنحدار. $\varepsilon_{i,t}$

الخطوة الرابعة : حساب قيمة الاستحقاقات الاختيارية

$$DISACC_{i,t} = TACC_{i,t} - NACC_{i,t} \dots\dots\dots(4)$$

حيث:

DISACC_{i,t} قيمة الاستحقاقات الاختيارية للشركة i في العام t.

الخطوة الخامسة : حساب قيمة عموض في التقارير المالية

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
 د. عمرو محمد خميس محمد

$$OPACITY_{i,t} = AbsV(DISACC_{i,t-1}) + AbsV(DISACC_{i,t-2}) + AbsV(DISACC_{i,t-3}) + \dots \dots \dots (5)$$

حيث:

قيمة الغموض في التقارير للشركة i في العام t.	OPACITY _{i,t}
تشير إلى القيمة المطلقة للاستحقاقات التقديرية للشركة i في السنة t-1.	AbsV(DISACC _{i,t-1})
تشير إلى القيمة المطلقة للاستحقاقات التقديرية للشركة i في السنة t-2.	AbsV(DISACC _{i,t-2})
تشير إلى القيمة المطلقة للاستحقاقات التقديرية للشركة i في السنة t-3.	AbsV(DISACC _{i,t-3})

وكما زادت قيمة **OPACITY** دل ذلك على وجود غموض والعكس وذلك قياسا على (Khalaf and Hussein, 2024; Chae et al., 2020).

ج/٢- **تعدد التقارير المالية (Complexity):** اعتمد الباحث في قياس تعدد التقارير المالية على مؤشر مركب في ظل عدم اتفاق الباحثين بشكل واضح على مدي أفضلية مقاييس التعقيد التشغيلي أو مقاييس التعقيد اللغوي (Yu and Zhao, 2024; Chen et al., 2024; Rajabalizadeh, 2023; Ishinagi and Shiiba, 2023; Satt and Iatridis, 2023; De Souza et al., 2019) ، ويتكون المؤشر المقترح من ٣ عناصر وهي ؛ (١) التعدد التشغيلي للشركة من خلال تعدد الفروع ووجود فروع وعمليات دولية ، (٢) التعدد المحاسبي نتيجة تبني الشركة لبعض المعايير المعقدة على غرار ؛ معيار القيمة العادلة ، معيار الإيجار ، معيار المحاسبة عن الأدوات المالية والمشتقات المالية ، (٣) التحميل الزائد للمعلومات نتيجة طول وكبر حجم التقارير المالية المصدرة من قبل الشركة ، وهو مقياس مجمع يأخذ قيمة تتراوح ما بين صفر: ٣ حسب مدى توافر تلك العناصر.

د- المتغيرات الرقابية

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية ، تم تضمين مجموعة من الخصائص على مستوى الشركة والتي قد تؤثر على استثمار الشركات ، على غرار ما تضمنته الدراسات السابقة (Le et al., 2024; Fiorillo et al., 2024; Hoang et al., 2023; Bermpei et al., 2022; Wang et al., 2022; Le and Tran, 2021) وهي **الربحية (ROA)** مقاسة بنسبة صافي الدخل إلى إجمالي الأصول وهي بمثابة مؤشر

على مدى كفاءة الشركات في استخدام أصولها لتوليد الأرباح ، والرفع المالي (LEV) مقاساً بنسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول كمؤشر على زيادة المخاطر المالية ، وعمر الشركة (AGE) مقاساً باللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ تاريخ إنشاء الشركة كمؤشر لإبراز الشركات الناشئة التي في حاجة لإجراء النفقات الرأسمالية ، ومستوى الاحتفاظ بالنقدية (CASHH) مقاساً بنسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول كمؤشر على توافر الموارد التمويلية الداخلية.

(٥-٦-٧) أدوات وإجراءات التحليل الإحصائي

اعتمد الباحث على برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS- 24) لإجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة من خلال الاعتماد على بعض الاختبارات والتحليلات الإحصائية لتحديد الاختبارات المستخدمة وتحديد السمات الرئيسية لمتغيرات الدراسة وذلك بإتباع الإجراءات التالية :

(١-٥-٦-٧) اختبار اعتدالية وتجانس البيانات

تم إختبار مدي تبعية بيانات الدراسة للتوزيع الطبيعي ، من خلال إجراء اختبار Kolmogorov-Smirnov Test للتحقق من أن البواقي المعيارية وغير المعيارية لنموذج الانحدار تتبع التوزيع الطبيعي ، ويتضح من جدول (٤-٦) Panel A ، أن نتائج هذا الاختبار تشير إلى أن مستوي المعنوية (Sig) لإحصائية هذا الاختبار (0.385) أكبر من 5% ، ويتم قبول فرض عدم ورفض الفرض البديل ، هذا يعني أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي ، وبالتالي يمكن استخدام الأساليب المعلمية في إجراء التحليل الإحصائي . لذلك استخدم الباحث لاختبار فرضي البحث تحليل الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression ، ولتقدير معلمات نماذج الانحدار الخاصة بكل فرض ، وكذلك تحليل التباين ANOVA لاختبار معنوية النموذج باستخدام F-Test قياساً على (Le et al., 2024; Fiorillo et al., 2024; Hoang et al., 2023; Bermpei et al., 2022;) وقدر تم اختبار الفروض عند مستوي معنوية 5% ، ويتم رفض فرض عدم وبالتالي قبول الفرض البديل ، إذا كانت القيمة الاحتمالية (P-Value) للنموذج ، أو (Sig) معلمات

أثر المخاطر الجيوميسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتقد

د. عمرو محمد خميس محمد

الإنحدار للمتغيرات المستقلة ، أقل من 5%. بينما يتم قبول فرض العدم وبالتالي رفض الفرض البديل ، إذا كانت القيمة الاحتمالية (P-Value) للنموذج أكبر من أو تساوي 5% . كما تم الإعتماد على استخدام معامل التحديد (R Square) للحكم على القدرة التفسيرية للنموذج .

ومن ناحية أخرى ، تم التحقق من مشكلة الارتباط الذاتي Auto Correlation بين أخطاء نموذج الإنحدار في الفترة t مع أخطاء النموذج في الفترة t-1 وذلك بإستخدام إحصائية Durbin-Watson والتي يتضح أنها بلغت 1.933 ، واتضح من الجدول (٧-٤) **Panel A** أنها تقع بين الحد الأقصى للإحصائية الجدولية (1.757) و(2.243) (٤- الحد الأقصى للإحصائية الجدولية)، وهذا يعني عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء .

جدول (٧-٤) نتائج اختبار إعتدالية وتجانس البيانات والتعددية الخطية بين متغيرات الدراسة

Panel A: Kolmogorov-Smirnov Test				
Residual	N	Test Statistic	Asymp. Sig. (2-tailed)	Durbin-Watson 1.933
Unstandardized Residual	516	0.385	0.385	
Standardized Residual	516	0.000	0.000	
Panel B: Test of Homogeneity of Variance				
Perform Based on Mean	N	Test Statistic	Sig	
	516	0.801	0.306	
Panel B: Collinearity Statistics				
Variable	Tolerance		VIF	
CI	.652		2.180	
GPR	.742		1.181	
EPU	.459		1.247	
OPACITY	.247		1.366	
Complexity	.802		1.178	
ROA	.732		2.827	
SIZE	.849		1.072	
LEV	.354		2.139	
CASH	.633		1.848	
AGE	.468		1.354	

كما تم التحقق من تجانس البيانات Homogeneity of Variance من خلال اختبار Leven' s Test ، حيث يتضح من الجدول (٧-٤) **Panel B** ، أن القيمة الإحتمالية

لإحصائية الاختبار ($\text{Sig} = 0.306$) أكبر من 5% ، ويتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل ، وهذا يعني أن متغيرات عينة الدراسة متجانسة التباين .

Multicolliniarity (٢-٥-٦-٧) اختبار التعددية الخطية بين متغيرات الدراسة Diagnostic

تم اختبار الازدواج الخطي Multicolliniarity Diagnostic بين متغيرات الدراسة لتحديد درجة الارتباط الخطي المتعدد بين كل أو بعض المتغيرات من خلال الإعتماد على مقياس Collinearity Diagnostics والذي يقوم على احتساب معامل التباين المسموح (Tolerance) لكل متغير من المتغيرات المستقلة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة ، فإذا كان معامل التباين المسموح أقل من (١) ، ومعامل تضخم التباين فإذا كانت قيمته أقل من (١٠) فإن ذلك يشير إلى عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي المتعدد. ويتضح من الجدول (٤-٧) Panel C أن معامل التباين المسموح به أكبر من (0.1) ومعامل تضخم التباين أقل من (10) ، وهذا يعني عدم وجود هذه المشكلة بين متغيرات الدراسة ، وهذا يتفق مع ما ستوضحه لاحقاً مصفوفة الارتباط بين المتغيرات فيما بعد قياساً على (Le et al., 2024; Fiorillo et al., 2024; Hoang et al., 2023; Bermpei et al., 2022)

(٣-٥-٦-٧) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

يوضح الجدول (٥-٧) مصفوفة معاملات الارتباط (بيرسون) بين متغيرات الدراسة ، بهدف اختبار مشكلة التعددية الخطية Multicollinearity ، ويتضح من هذا الجدول أن معاملات الارتباط بين المتغير المستقل والمتغيرات الرقابية وبعضها البعض ضعيفة (تقل عن 70%) ، مما يشير إلى عدم وجود مشكلة التعددية الخطية بينهم ، وهذا يدل على قوة نموذج الدراسة في تفسير الأثر على المتغير التابع وتحديده. وهذا يتفق مع انخفاض معامل تضخم التباين Inflation Factor (VIF) ، ومؤشر التباين المسموح به Tolerance الذي سبق توضيحه.

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد

د. عمرو محمد خميس محمد

جدول (٧-٥) مصفوفة الارتباط (بيرسون) بين متغيرات الدراسة

		CI	GPR	EPU	Opacity	Complexity	ROA	SIZE	LEV	CASH	AGE
CI	Pearson Correlation	1									
	Sig. (2-tailed)										
GPR	Pearson Correlation	-.294*	1								
	Sig. (2-tailed)	.033									
EPU	Pearson Correlation	-.133	.211*	1							
	Sig. (2-tailed)	.156	.000								
Opacity	Pearson Correlation	-.157	-.010	.046	1						
	Sig. (2-tailed)	.034	.823	.296							
Complexity	Pearson Correlation	.321	.000	.000	-.248**	1					
	Sig. (2-tailed)	.429	1.00	1.0	.000						
ROA	Pearson Correlation	.417	.095*	.028	.041	-.020	1				
	Sig. (2-tailed)	.111	.032	.533	.353	.645					
SIZE	Pearson Correlation	.22**	.039	.035	-.191**	.286**	-.139**	1			
	Sig. (2-tailed)	.000	.378	.432	.000	.000	.002				
LEV	Pearson Correlation	-.316	.095*	.029	.040	-.020	1.000**	-.137**	1		
	Sig. (2-tailed)	.016	.030	.512	.367	.643	.000	.002			
CASH	Pearson Correlation	.419**	.007	-.027	-.012	.176**	.100*	-.192**	.104*	1	
	Sig. (2-tailed)	.000	.876	.548	.787	.000	.023	.000	.018		
AGE	Pearson Correlation	-.107*	.064	.062	.079	-.095*	.025	.026	.021	-.047	1
	Sig. (2-tailed)	.015	.149	.159	.074	.031	.565	.555	.627	.287	
.Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed). *											
Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed). **											

فبشأن الارتباط بين المتغير التابع إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) (CI)، والمتغيرات المستقلة مستوى المخاطر الجيوسياسية (GPR) ، ومستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) اتضح وجود ارتباط سالب (*-0.294 ، -0.133) بمستوي معنوية (0.033 ، 0.156) علي التوالي . وهذا يشير أنه كما كان متوقع كلما زاد مستوى مخاطر الجيوسياسية ومستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية انخفض مستوى الإنفاق الرأسمالي في الشركات المصرية بما يتفق مع نظرية الخيار الحقيقي ، حيث تفضل الشركات الانتظار والترقب خلال فترات عدم التأكد المرتفع بدلا من إتخاذ قرار مكلف (كقرار الإستثمار) ، من خلال تأجيل أو خفض نفقاتها الرأسمالية التي يصعب

الرجعة فيها حتي يتحقق زوال عدم التأكد بما يتفق مع (Feng et al., 2023; Shabir et al., 2023; Tee et al., 2023).

(٤-٥-٦-٧) الإحصاءات الوصفية

يوضح جدول (٦-٧) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة كمايلي :

جدول (٦-٧) الإحصاءات الوصفية الخاصة بمتغيرات الدراسة

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CI	516	0.00	0.71	0.0508	0.09001
GPR	516	0.11	0.37	0.1726	.091650
EPU	516	0.06	0.16	0.1140	0.03299
OPACITY	515	0.03	2.31	0.7185	0.39976
Complexity	516	0.00	1.00	0.4809	0.29015
ROA	516	-0.48	103.17	0.2593	4.54004
SIZE	516	14.74	25.82	20.8966	1.92830
LEV	516	0.00	377.39	1.2358	16.59309
CASH	516	0.00	22.57	.2622	1.58083
AGE	516	1.95	4.86	3.4867	.47194

بالنسبة للمتغير التابع إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) (CI) ، فغنه يقع بين (0.07 كأدني قيمة ، 0.70 كأقصي قيمة) ، ومتوسطه الحسابي (0.0508) مما يشير إلي إنخفاض إستثمارات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) الشركات المصرية ، ولايوجد تفاوت كبير بين شركات العينة في مستوى الإنفاق الرأسمالي حيث بلغ الانحراف المعياري (0.09001). هذا النتائج لاتختلف كثيراً عن النتائج التي تم التوصل إليها الباحثين في دول أخرى مثل تركيا (Tan et al., 2022) ، الهند (Ramesh, 2024) ، المملكة العربية السعودية (Guizani, 2024) ، أو في مصر (صالح، ٢٠٢٣).

بالنسبة للمتغير المستقل الأول مستوى المخاطر الجيوسياسية (GPR) ، فإن مدي المخاطر الجيوسياسية لم يكن كبيراً حيث يقع بين (0.11 كأدني قيمة ، 0.37 كأقصي قيمة) ، ومتوسطه الحسابي (0.1726) ولكنه قد يبدور مرتفعاً بالمقارنة مع بعض الدول والتي طبقت عليها المؤشر المقترح من (Caldara and Iacoviello, 2022) علي غرار كندا ، فنلندا ، النرويج ، السويد ، ويبدو قريباً من بعض الدول

الأخري علي غرار تونس وتركيا . ويظهر الانحراف المعياري (0.21405) أن هناك تفاوت بين سنوات العينة في مستوى المخاطر الجيوسياسية. بالنسبة للمتغير المستقل الثاني مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) ، فإن مدي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية لم يكن كبيرا حيث يقع بين (0.06 كأدني قيمة ، 0.16 كأقصى قيمة) ، ومتوسطه الحسابي (0.1140) ولكنه قد يبدو مرتفعا بالمقارنة مع بعض الدول . ويظهر الانحراف المعياري (0.21405) أنه يوجد تفاوت لحد ما بين سنوات العينة في مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) ففي خلال تلك الفترة شهدت مصر العديد من التغيرات في أسعار الصرف ومعدلات الضرائب وإنخفاض مستوى الدعم الحكومي للطاقة ومعدلات التضخم وكانت أثارها ممتدة خلال تلك الفترة.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية ، يظهر الانحراف المعياري أن هناك تفاوت كبير بين شركات العينة في معدل الربحية ونسبة الرفع المالي (4.54004، 16.59309) علي التوالي ، وهو أعلى من الوسط الحسابي بكثير (0.259، 1.2358) علي التوالي ، والذي يظهر إنخفاض جليا في الأداء المالي للشركات المصرية ، علاوة علي زيادة مستوى المديونية فيها . فخلال فترة الدراسة شهدت بيئة الأعمال صدمات جيوسياسية وإقتصادية علي غرار ، الحرب الروسية الأوكرانية ، والعوان علي غزة ، وتحرير سعر الصرف مما أثر سلباً علي أداء بعض شركات العينة (حققت خسارة كبيرة) ، كما اضطرت إلي اللجوء بشكل مكثف للإقتراض الخارجي لتجنب التعثر المالي والإفلاس ومحاولة تجاوز تلك الصدمات . كما يظهر الانحراف المعياري أن هناك تفاوت كبير في حجم الشركات ومستوي الاحتفاظ بالنقدية (1.58083، 1.92830) علي التوالي وهو أعلى من الوسط الحسابي بكثير (20.8966 ، 0.2622) والذي يتفق مع فكرة أن هناك إرتباط بين حجم الشركة وقدرتها علي الاحتفاظ بالنقدية .

وبالنسبة للمتغيرات المعدلة ، فإن مدي غموض التقارير المالية (OPACITY) كان كبيرا حيث يقع بين (0.03 كأدني قيمة ، 2.31 كأقصى قيمة) ، ومتوسطه الحسابي (0.7185) وبانحراف معياري (0.39976) والذي يظهر أن هناك مستوى مرتفع

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
د. عمرو محمد خميس محمد

من الغموض في التقارير المالية للشركات المصرية نتيجة زيادة ممارسات إدارة الأرباح بما يتفق مع دراستي (محمد ، ٢٠٢٣ ؛ صالح ، ٢٠٢٣) ، نفس الأمر ينطبق على تعقد التقارير المالية (Complexity) ولكن بدرجة أقل .

(٦-٦-٧) النماذج الإحصائية المستخدمة في اختبار فروض البحث

يمكن توضيح نماذج اختبار فرضي البحث في ظل التحليل الأساسي كما يلي :

(١-٦-٦-٧) نموذج اختبار الفرض الأول للبحث (H1)

لاختبار أثر مستوي المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، تم الإعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي:

$$CI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GPR_t + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 CASHH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

حيث أن :

$CI_{i,t}$: الإستثمارات للشركة i في نهاية السنة المالية t

β_0 : الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 إلى β_5 : معاملات الانحدار التي تحدد اتجاه العلاقة، وتقاس ما تفسره المتغيرات المستقلة من التغيرات في المتغير التابع.

GPR_t : مستوي المخاطر الجيوسياسية للدولة في نهاية السنة المالية t.

$ROA_{i,t}$: وهي ربحية الشركة i في نهاية السنة المالية t مقاسة بمعدل العائد على الأصول.

$LEV_{i,t}$: درجة الرفع المالي للشركة i في نهاية السنة المالية t .

$SIZE_{i,t}$: حجم الشركة مقاساً بلوغاريتم إجمالي الأصول للشركة i في نهاية السنة المالية t .

$CASHH_{i,t}$: مستوي النقدية المحتفظ بها للشركة i في نهاية السنة المالية t

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي .

(٧-٦-٢) نموذج اختبار الفرض الثاني للبحث (H2)

لاختبار أثر مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي :

$$CI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_t + \beta_2 ROA_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 CASHH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

حيث أن :

$CI_{i,t}$: الإستثمارات للشركة i في نهاية السنة المالية t

β_0 : الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 إلى β_5 : معاملات الانحدار التي تحدد اتجاه العلاقة، وتقاس ما تفسره المتغيرات المستقلة من التغيرات في المتغير التابع.

EPU_t : مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة في نهاية السنة المالية t .

الباقى كما سبق

(٧-٦-٣) نموذج اختبار الفرض الثالث للبحث (H3)

لاختبار مدي اختلاف تأثير مستوي المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف غموض و تعدد التقارير المالية ، تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي:

$$CI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GPR_t + \beta_2 OPACITY_{i,t} + \beta_3 COMPLEXITY_{i,t} + \beta_4 GPR_t * OPACITY_{i,t} + \beta_5 GPR_t * COMPLEXITY_{i,t} + \beta_6 GPR_t * OPACITY_{i,t} * COMPLEXITY_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \beta_{10} CASHH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

حيث أن :

$CI_{i,t}$: الإستثمارات للشركة i في نهاية السنة المالية t

β_0 : الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعدد.....

د. عمرو محمد خميس محمد

β_{10} إلى β_1 : معاملات الانحدار التي تحدد اتجاه العلاقة، وتقيس ما تفسره المتغيرات المستقلة من التغيرات في المتغير التابع.

GPR_t : مستوى المخاطر الجيوسياسية للدولة في نهاية السنة المالية t .

$OPACITY_{i,t}$: مستوى غموض التقارير المالية للشركة i في نهاية السنة المالية t .

$COMPLEXITY_{i,t}$: مستوى تعقد التقارير المالية للشركة i في نهاية السنة المالية t .

$GPR_t * OPACITY_{i,t}$: المتغير التفاعلي لغموض التقارير المالية للشركة i في

نهاية السنة المالية t مع مستوى المخاطر الجيوسياسية للدولة في نهاية السنة المالية t .

$GPR_t * COMPLEXITY_{i,t}$: المتغير التفاعلي لتعدد التقارير المالية للشركة i في

نهاية السنة المالية t مع مع مستوى المخاطر الجيوسياسية للدولة في نهاية السنة المالية t .

$GPR_t * OPACITY_{i,t} * COMPLEXITY_{i,t}$: المتغير التفاعلي لغموض

وتعدد التقارير المالية معاً للشركة i في نهاية السنة المالية t مع مستوى المخاطر

الجيوسياسية للدولة في نهاية السنة المالية t .

الباقى كما سبق

(٧-٦-٤) نموذج اختبار الفرض الرابع للبحث (H4)

لاختبار مدى اختلاف تأثير مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف غموض و تعدد التقارير المالية، تم الاعتماد على نموذج الانحدار الخطي المتعدد التالي :

$$CI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPU_t + \beta_2 OPACITY_{i,t} + \beta_3 COMPLEXITY_{i,t} + \beta_4 EPU_t * OPACITY_{i,t} + \beta_5 EPU_t * COMPLEXITY_{i,t} + \beta_6 EPU_t * OPACITY_{i,t} * COMPLEXITY_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 AGE_{i,t} + \beta_{10} CASHH_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

حيث أن :

$CI_{i,t}$: الإستثمارات للشركة i في نهاية السنة المالية t

β_0 : الجزء الثابت في معادلة الانحدار.

β_1 إلى β_{10} : معاملات الانحدار التي تحدد اتجاه العلاقة، وتقاس ما تفسره المتغيرات المستقلة من التغيرات في المتغير التابع.

EPU_t : مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة في نهاية السنة المالية t .

$OPACITY_{i,t}$: مستوى غموض التقارير المالية للشركة i في نهاية السنة المالية t .

$COMPLEXITY_{i,t}$: مستوى تعقد التقارير المالية للشركة i في نهاية السنة المالية t .

$EPU_t * OPACITY_{i,t}$: المتغير التفاعلي لغموض التقارير المالية للشركة i في نهاية السنة المالية t مع مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة في نهاية السنة المالية t .

$EPU_t * COMPLEXITY_{i,t}$: المتغير التفاعلي لتعقد التقارير المالية للشركة i في نهاية السنة المالية t مع مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة في نهاية السنة المالية t .

$EPU_t * OPACITY_{i,t} * COMPLEXITY_{i,t}$: المتغير التفاعلي لغموض وتعقد التقارير المالية معاً للشركة i في نهاية السنة المالية t مع مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية للدولة في نهاية السنة المالية t .

الباقى كما سبق

(٧-٦-٧) نتائج اختبار فروض البحث

تتعلق هذه الجزئية بنتائج اختبار فرضي البحث في ظل التحليل الأساسي ، علي النحو التالي:

(٧-٦-٧-١) نتيجة اختبار الفرض الأول للبحث (H1)

توضح الجداول (٧-٧) ، (٧-٨) ، (٧-٩) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (١) ، الخاص باختبار العلاقة الرئيسية محل الفرض الأول (H1):

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد

د. عمرو محمد خميس محمد

جدول (٧-٧): Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.471a	.222	.212	.07988

جدول (٨-٧): ANOVA^a

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.924	.154	24.139	.000b
	Residual	3.248	.006		
	Total	4.172			

جدول (٩-٧): Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.242	.047		5.149	.000
	GPR	-.110	.039	-.112	2.851	.005
	ROA	.023	.030	1.166	.764	.445
	SIZE	-.007	.002	-.155	-3.827	.000
	LEV	-.007	.008	-1.253	-.821	.412
	CASH	.023	.002	.398	9.791	.000
	AGE	-.018	.008	-.094	-2.364	.018

يتضح من الجدول (٧-٧) أن قيمة معامل التحديد ($Adj R^2$) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج قد بلغت (0.212) ، وهي نسبة تفسير التغيرات في المتغير المستقل للتغيرات في المتغير التابع، كما يتضح من الجدول (٨-٧) معنوية النموذج حيث أن القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (0.000) (أقل من مستوي معنوية 5%) ، وهو ما يشير إلى أن النموذج صالحاً لاختبار العلاقة محل الدراسة. وأيضاً وفقاً للجدول (٩-٧) يتضح أن المتغير المستقل مستوي المخاطر الجيوسياسية (GPR) يرتبط بعلاقة سلبية معنوية حيث بلغت القيمة الاحتمالية (Sig) له (0.005) ، ومعامل انحداره سالباً (-0.110)، وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H_1) ، القائل بوجود تأثير معنوي سلبى لمستوي المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (Aksoy-Hazır et al.,2023; Ren et al., 2023; Rumokoy et al., 2023) والتي أيدت نظرية الخيار الحقيقي أو الترقب والإنظار. ويرجع الباحث هذه النتيجة إلى أن الشركات تقوم بتأجيل أو خفض إنفاقها الرأسمالي خلال فترات الأحداث الجيوسياسية السلبية كذلك التي تعرضت لها مصر علي غرار (الحرب الروسية الأوكرانية ، العدوان علي غزة ، هجمات الحوثيين في

البحر الأحمر ، الصراع السوداني الداخلي) ، حيث تكون قيمة خيار التأخير أعلى ، خاصة وأن معظم الإستثمارات تتمتع بدرجة عالية من عدم إمكانية الرجعة فيها Irreversibility.

كما يتضح من تحليل معاملات الانحدار وفقاً للجدول (٧-٩) أن هناك تأثير سلبي ومعنوي لكل من (حجم الشركة SIZE ، وعمر الشركة AGE) على إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) بمستوي معنوية (0.000، 0.018) علي التوالي ، وتأثير سلبي غير معنوي مع الرفع المالي (LEV) بمستوي معنوية (0.412) ، بمعنى أن الشركات كبيرة الحجم والقائمة من فترات طويلة تستطيع تأجيل إنفاقها الرأسمالي خلال فترات عدم التأكد الجيوسياسي المرتفع بالمقارنة مع الشركات صغيرة الحجم والناشئة والتي ترغب في إستغلال الفرص الإستثمارية خلال تلك الفترات لزيادة قدرتها علي البقاء والمنافسة بما يتفق مع نظرية خيار النمو الإستراتيجي . (Yuan et al., 2022; Tajaddini and Gholipour, 2021) علاوة علي أن الشركات ذات نسبة الرفع المالي المرتفعة لاتستطيع الحصول التمويل الخارجي بتكلفة معقولة لتمويل فرصها الإستثمارية المتاحة. من ناحية أخرى يوجد تأثير إيجابي معنوي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية (CASH) علي إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) بمستوي معنوية (0.000) بما يتفق مع فرضية الدافع الاحترازي Precautionary motive hypothesis ، حيث تحتفظ الشركات باحتياطات نقدية كمصد ضد المخاطر الجيوسياسية وخاصة التي تعاني من قيود مالية للحفاظ على استثماراتها وعملياتها بما يتفق مع (Guizani, 2024; Aksoy-Hazır et al., 2023). وأخيراً يوجد تأثير إيجابي معنوي لمستوي ربحية الشركات (ROA) علي إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) بمستوي معنوية (0.445) ، أن الشركات ذات الأداء المالي خلال فترات عدم التأكد الجيوسياسي ، سوف ينخفض لديه تقلب التدفقات النقدية التشغيلية مما يزيد من قدرتها التمويلية الداخلية.

أثر المخاطر الجيومكانية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
 د. عمرو محمد خميس محمد

(٢-٧-٦-٧) نتيجة اختبار الفرض الثاني للبحث (H2)

توضح الجداول (١٠-٧) ، (١١-٧) ، (١٢-٧) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (٢) ، الخاص باختبار العلاقة الرئيسية محل الفرض الثاني (H2):

جدول (١٠-٧): Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
2	.461a	.212	.203	.08035

ANOVA^a: جدول (١١-٧)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
2	Regression	.886	6	.148	22.883	.000b
	Residual	3.286	509	.006		
	Total	4.172	515			

جدول (١٢-٧): Coefficientsa

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
2	(Constant)	.237	.048		4.923	.000
	EPU	-.159	.108	-.058	1.473	.041
	ROA	.023	.030	1.176	.765	.443
	SIZE	-.007	.002	-.151	-3.710	.000
	LEV	-.007	.008	-1.253	-.815	.413
	CASH	.023	.002	.400	9.787	.000
	AGE	-.017	.008	-.091	-2.267	.024

يتضح من الجدول (١٠-٧) أن قيمة معامل التحديد (Adj R2) والتي توضح المقدرة التفسيرية للنموذج قد بلغت (0.203) ، وهي نسبة تفسير التغيرات في المتغير المستقل للتغيرات في المتغير التابع، كما يتضح من الجدول (١١-٧) معنوية النموذج حيث أن القيمة الاحتمالية (Sig) له بلغت (0.000) (أقل من مستوي معنوية 5%) ، وهو ما يشير إلي أن النموذج صالحاً لاختبار العلاقة محل الدراسة. وأيضاً وفقاً للجدول (١٢-٧) يتضح أن المتغير المستقل عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) يرتبط بعلاقة سلبية معنوية حيث بلغت القيمة الاحتمالية (Sig) له (0.041) ، ومعامل انحداره سالباً (-0.159)، وبالتالي يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H1) ، القائل بوجود تأثير معنوي سلبى لمستوي عدم التأكد في السياسة

الإقتصادية علي إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه بعض الدراسات السابقة (Hamza et al., 2024; Ramesh (2023), Heeney et al., 2024. ويرجع الباحث هذه النتيجة إلي أن الشركات المصرية مالت إلي تأخير قرار الإستثمار (الإنفاق الرأسمالي) مع ارتفاع حالة عدم التأكد في السياسة الإقتصادية في البيئة المصرية نتيجة تحرير أسعار الصرف وإنخفاض مستوى الدعم الحكومي للطاقة وارتفاع معدلات التضخم للحفاظ على موقف استثماري حذر ، حتى يتبدد عدم التأكد في السياسة الإقتصادية بالكامل قبل إتخاذ قرارات الإستثمار. بالإضافة إلي زيادة رغبتها في الاحتفاظ بالنقدية لدوافع احترازية لمواجهة الأحداث السلبية المتوقعة مستقبلا.

كما يتضح من تحليل معاملات الانحدار وفقاً للجدول (٧-١٠) أن هناك تأثير سلبي ومعنوي لكل من (حجم الشركة SIZE ، وعمر الشركة AGE) علي إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) بمستوي معنوية (0.000، 0.024) علي التوالي، وتأثير سلبي غير معنوي مع الرفع المالي (LEV) بمستوي معنوية (0.415) ، بمعنى أن الشركات كبيرة الحجم والفائضة من فترات طويلة تستطيع تأجيل إنفاقها الرأسمالي خلال فترات عدم التأكد في السياسة الإقتصادية المرتفع بالمقارنة مع الشركات صغيرة الحجم والناشئة والتي ترغب في إستغلال الفرص الإستثمارية خلال تلك الفترات لزيادة قدرتها علي البقاء والمنافسة بما يتفق مع نظرية خيار النمو الإستراتيجي . (Yuan et al., 2022; Tajaddini and Gholipour, 2021) علاوة علي أن الشركات ذات نسبة الرفع المالي المرتفعة لا تستطيع الحصول التمويل الخارجي بتكلفة معقولة لتمويل فرصها الإستثمارية المتاحة. من ناحية أخرى **يوجد تأثير إيجابي معنوي** لمستوي الاحتفاظ بالنقدية (CASH) علي إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) بمستوي معنوية (0.000) بما يتفق مع فرضية الدافع الاحترازي Precautionary motive hypothesis ، حيث تحتفظ الشركات باحتياطات نقدية كمصد ضد مخاطر عدم التأكد في السياسة الإقتصادية وخاصة التي تعاني من قيود مالية للحفاظ على استثماراتها وعملياتها بما يتفق مع (Guizani,

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتقد
د. عمرو محمد خميس محمد

(2024;Aksoy-Hazır et al., 2023). وأخيراً ، يوجد تأثير إيجابي غير معنوي لمستوي ربحية الشركات (ROA) على إستثمارات الشركات (مستوي الإنفاق الرأسمالي) بمستوي معنوية (0.445) ، أن الشركات ذات الأداء المالي خلال فترات عدم التأكد الجيوسياسي ، سوف ينخفض لديه ثقل التدفقات النقدية التشغيلية مما يزيد من قدرتها التمويلية الداخلية.

(٣-٧-٦-٧) نتيجة اختبار الفرض الثالث للبحث (H3)

يوضح الجدول (١٣-٧) نتائج تحليل الانحدار للنموذج رقم (٣) ، الخاص باختبار العلاقة الرئيسية محل الفرض الثالث (H3) من خلال التشغيل الجزئي للنموذج:
جدول رقم (١٣-٧) نتائج اختبار الفرض الثالث للبحث في ظل التحليل المتدرج للأثر التفاعلي

Variable	Model A : Modrate GPR *OPACITY		Model B : Modrate GPR * COMPLEXITY		Model C : Modrate GPR * OPACITY+ GPR * COMPLEXITY		Model D : Modrate GPR *OPACITY *COMPLEXITY	
	β	Sig	β	Sig	β	Sig	β	Sig
Con	0.271	.0000	0.200	0.000	0.222	0.000	0.236	0.000
GPR	-0.166	0.047	-0.344	0.000	-0.339	0.004	-0.189	0.001
OPACITY	-0.126	0.165	—	—	-0.16	0.413	-0.31	0.134
COMPLEXITY	—	—	-0.080	0.003	-0.073	0.008	-0.015	0.036
GPR *OPACITY	0.459	0.031	—	—	-0.04	0.068	—	—
GPR * COMPLEXITY	—	—	-0.49	0.000	-0.47	0.000	—	—
GPR *OPACITY *COMPLEXITY	—	—	—	—	—	—	-0.228	0.044
ROA	0.023	0.446	0.037	0.218	0.038	0.209	0.028	0.354
SIZE	-0.008	0.000	-0.007	0.001	-0.007	0.000	-0.007	0.000
LEV	-0.007	0.412	-.011	0.196	0-.01	0.188	-0.008	0.326
CASH	0.022	0.000	0.023	0.000	0.023	0.000	0.023	0.000
AGE	-0.017	0.029	-0.019	0.013	-0.018	0.01	-0.019	0.015
	AdjR2 = 0.215		AdjR2 = 0.230		AdjR2 = 0.232		AdjR2 = 0.218	
	F = 18.610		F = 20.250		F = 16.527		F = 17.017	
	Sig (0.000)		Sig (0.000)		Sig (0.000)		Sig (0.000)	
	DF = 1 N = 515		DF = 1 N = 515		DF = 1 N = 515		DF = 1 N = 515	

يتضح من الجدول رقم (١٣-٧) أن قيمة (F) المحسوبة للنماذج الأربع لتشغيل نموذج الانحدار (٣) (17.017، 16.527 ، 20.250 ، 18.610) وهي جميعها معنوية إحصائياً ، حيث أن قيمة (P. Value=0.000) أقل من مستوى المعنوية 5% ، وهذا ما يشير إلى أن النماذج صالحة لاختبار العلاقة محل الدراسة. وأيضاً وفقاً للجدول فإن قيمة معامل التحديد (Adj R2) فإن المقدرة التفسيرية للنماذج الثلاث A ، B ، C ،

(D) قد بلغت (0.215 ، 0.230 ، 0.232 ، 0.218) وهي نسبة مقبولة ترجع التغيرات في مستوى إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) إلى المتغيرات الواردة في النموذج .

وفي النموذج (A) لإختبار الأثر التفاعلي بين مستوى المخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية (GPR * OPACITY) ، يتضح أن مستوى المخاطر الجيوسياسية (GPR) لها تأثير سلبي (-0.166) معنوي (P. Value=0.047) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). كما أن غموض التقارير المالية (OPACITY) له تأثير سلبي (-0.126) غير معنوي (P. Value=0.165) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). ولكن الأثر التفاعلي بين مستوى المخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية (GPR * OPACITY) له تأثير إيجابي (0.459) معنوي (P. Value=0.031) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي)، وهذا قد يختلف مع نتائج بعض الدراسات (Mokdadi and Saadaoui, 2021; Cui et al., 2023) ولكنه يتفق مع بعض الدراسات الأخرى (Chauhan and Jaiswall 2023; Ozili, 2021) ويعتقد الباحث أن هذا يرجع إلى أنه عند ارتفاع المخاطر الجيوسياسية نتيجة حدوث صدمات جيوسياسية عالمية متكررة في السنوات الأخيرة ، دفع الشركات المصرية إلى التوسع بممارسات إدارة الأرباح لتجنب الانخفاض الحاد في أدائها المالي مما زاد من غموض التقارير المالية ، الأمر الذي يتفاعل مع زيادة عدم التأكد الجيوسياسي وينعكس سلباً على عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة مما يدفع الإدارة إلى محاولة إستخراج الإيجار بطريقة إنتهازية من خلال زيادة نفقاتها الرأسمالية في بعض المشروعات غير المربحة بما ينعكس سلباً على كفاءة الإستثمار.

وفي النموذج (B) لإختبار الأثر التفاعلي بين مستوى المخاطر الجيوسياسية وتعتد التقارير المالية (GPR * COMPLEXITY) ، يتضح أن مستوى المخاطر الجيوسياسية (GPR) لها تأثير سلبي (-0.344) معنوي (P. Value=0.000) على إستثمارات الشركات المصرية. كما أن تعقد التقارير المالية (COMPLEXITY) له

تأثير سلبي (-0.080) معنوي ($P. Value=0.003$) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). ولكن الأثر التفاعلي بين مستوى المخاطر الجيوسياسية وتعدد التقارير المالية ($GPR * COMPLEXITY$) له تأثير سلبي (-0.49) معنوي ($P. Value=0.000$) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) ، وهذا قد يختلف مع نتائج بعض الدراسات (Mokdadi and Saadaoui, 2023; Cui et al., 2021) ولكنه يتفق مع بعض الدراسات الأخرى (Chauhan and Jaiswall, 2021; Ozili, 2023). ويعتقد الباحث أن هذا يرجع إلي أنه مع ارتفاع المخاطر الجيوسياسية نتيجة حدوث صدمات جيوسياسية متكررة في السنوات الأخيرة ، شكل حافز للشركات المصرية إلي زيادة تعدد التقارير المالية كحيلة لإخفاء المعلومات السلبية من خلال التعقيد اللغوي للإفصاح السريدي من جهة أو الحمل الزائد للمعلومات من جهة أخرى ، الأمر الذي يتفاعل مع زيادة عدم التأكد الجيوسياسي وينعكس سلباً علي قدرة الشركة علي الحصول علي التمويل اللازم للفرص الإستثمارية المتاحة بتكلفة معقولة في ظل زيادة الإحتكاكات والقيود المالية ، مما يدفعها إلي تأجيل وخفض النفقات الرأسمالية .

وفي النموذج (C) لإختبار الأثر التفاعلي بين مستوى المخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية ($GPR * OPACITY$) ، ومستوي المخاطر الجيوسياسية وتعدد التقارير المالية ($GPR * COMPLEXITY$) معا ، يتضح أن مستوى المخاطر الجيوسياسية (GPR) لها تأثير سلبي (-0.339) معنوي ($P. Value=0.004$) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). كما أن غموض التقارير المالية ($OPACITY$) له تأثير سلبي (-0.16) غير معنوي ($P. Value=0.413$) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) ، وكذلك تعدد التقارير المالية ($COMPLEXITY$) له تأثير سلبي (-0.073) معنوي ($P. Value=0.008$) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). من ناحية أخرى ، فإن الأثر التفاعلي بين مستوى المخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية من جهة ($GPR * OPACITY$) له تأثير سلبي (-0.04) غير معنوي ($P.$

Value=0.068) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي)، وكذلك الأثر التفاعلي بين مستوي المخاطر الجيوسياسية وتعقد التقارير المالية ($GPR * COMPLEXITY$) له تأثير سلبي (-0.47) معنوي (P. Value=0.000) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي)، وهذا يتفق مع نتائج بعض الدراسات (Mokdadi and Saadaoui, 2023; Cui et al., 2021)، ويعتقد الباحث أن تعرض الدولة المصرية للعديد من الصدمات الجيوسياسية العالمية على غرار الحرب الروسية الأوكرانية، والعدوان على قطاع غزة، زاد من عدم التأكد في السياسة الإقتصادية، وجعل أثرهما التفاعلي مع غموض وتعقد التقارير المالية ينعكس سلباً على إستثمارات الشركات، حيث تزداد حدة عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة وتعرق قنوات السيولة والتمويل، ويصعب على الشركة الوصول لأسواق التمويل للحصول على تمويل خارجي بتكلفة معقولة، كما انه لا يمكن للشركات الإستمرار في إخفاء الأخبار السلبية لفترة طويلة والتي تنعكس على ربحية الشركة وقدرتها على الإحتفاظ بالنقدية كمورد داخلية، الأمر الذي ينعكس على قدرة الشركة الذاتية على تمويل الفرص الإستثمارية المتاحة، ويدفعها إلى تأجيل وخفض النفقات الرأسمالية.

وفي النموذج (D) لإختبار الأثر التفاعلي بين مستوي المخاطر الجيوسياسية وغموض وتعقد التقارير المالية معاً ($GPR * OPACITY * COMPLEXITY$)، يتضح أن مستوي المخاطر الجيوسياسية (GPR) لها تأثير سلبي (-0.189) معنوي (P. Value=0.001) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). كما أن غموض التقارير المالية (OPACITY) له تأثير سلبي (-0.31) غير معنوي (P. Value=0.134) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي)، وكذلك تعقد التقارير المالية (COMPLEXITY) له تأثير سلبي (-0.015) معنوي (P. Value=0.036) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). من ناحية أخرى، فإن الأثر التفاعلي بين مستوي المخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية وتعقد التقارير المالية ($GPR * OPACITY * COMPLEXITY$) له تأثير سلبي (-0.228) معنوي (P. Value=0.001).

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتقد

د. عمرو محمد خميس مكرم

(Value=0.044) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). ويعتقد الباحث أن حدوث صدمة جيوسياسية يعمق تأثيرهم التفاعلي على غموض وتعتقد التقارير المالية ، مما يضغط على الإدارة لإتخاذ قرارات إستثمارية أكثر تحفظاً ، وبالتالي تثبيط الإنفاق الرأسمالي.

ويعتقد الباحث في ضوء النتائج السابقة يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H3)، القائل باختلاف التأثير السلبي المعنوي لمستوي المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوي غموض أو تعتقد التقارير المالية معا ، ولكن تعتقد التقارير المالية هو أكثر تأثيراً إلي حداً ما علي مستوي الإنفاق الرأسمالي بالمقارنة مع غموض التقارير المالية ، وذلك لكون ممارسات إدارة الأرباح في الشركات المصرية كما انها لا تكون دائماً بدوافع إنتهازية فقد تكون بغرض تمهيد الدخل ، علي النقيض فإن التعقد اللغوي للتقارير المالية أو زيادة حجمها (الحمل الزائد للمعلومات) قد يؤدي إلي إرباك وتشويش مستخدميها بصورة أكبر خاصة عند التعرض لصدمة جيوسياسية ، وهي مؤشر علي تخزين الإدارة للأخبار السلبية مما يعيق من قدرة الشركة علي الوصول للتمويل بأقل تكلفة ممكنة ، وينعكس كذلك سلباً علي قدرتها الداخلية علي تمويل الفرص الإستثمارية المتاحة.

(٧-٦-٤) نتيجة اختبار الفرض الرابع للبحث (H4)

يوضح الجدول (٧-٤) نتائج تحليل الإنحدار للنموذج رقم (٤) ، الخاص باختبار العلاقة الرئيسية محل الفرض الثالث (H4) من خلال التشغيل الجزئي للنموذج: جدول رقم (٧-٤) نتائج اختبار الفرض الرابع للبحث في ظل التحليل المتدرج للأثر التفاعلي

Variable	Model A : Modrate EPU *OPACITY		Model B : Modrate EPU * COMPLEXITY		Model C : Modrate EPU * OPACITY+ EPU * COMPLEXITY		Model D : Modrate EPU *OPACITY *COMPLEXITY	
	β	Sig	β	Sig	β	Sig	β	Sig
Con	0.274	0.000	0.212	0.000	0.244	0.000	0.273	0.000
EPU	-0.146	0.432	-0.364	0.063	-0.303	0.339	-0.112	0.416
OPACITY	-0.037	0.220	—	—	-0.029	0.060	-0.029	0.072
COMPLEXITY	—	—	-0.046	0.287	-0.037	0.415	-0.026	0.273
EPU *OPACITY	-0.169	0.002	—	—	-0.085	0.047	—	—
EPU * COMPLEXITY	—	—	-0.445	0.008	-0.415	0.041	—	—

أثر المخاطر الجيومكانية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد

د. عمرو محمد خميس محمد

EPU *OPACITY *COMPLEXITY	—	—	—	—	—	—	-0.188	0.046
ROA	0.023	0.444	0.025	0.414	0.026	0.389	0.027	0.384
SIZE	-0.008	0.000	-0.007	0.001	-0.007	0.000	-0.007	0.000
LEV	-0.007	0.415	-0.007	0.385	-0.008	0.361	-0.008	0.358
CASH	0.023	0.000	0.023	0.000	0.023	0.000	0.023	0.000
AGE	-0.016	0.036	-0.018	0.021	-0.017	0.028	-0.016	0.037
	AdjR2 = 0.207		AdjR2 = 0.203		AdjR2 = 0.207		AdjR2 = 0.207	
	F = 17.773		F = 17.378		F = 14.420		F = 15.885	
	Sig (0.000)		Sig (0.000)		Sig (0.000)		Sig (0.000)	
	DF = 1 N = 515		DF = 1 N = 515		DF = 1 N = 515		DF = 1 N = 515	

يتضح من الجدول رقم (٧-٤) أن قيمة (F) المحسوبة للنماذج الأربع لتشغيل نموذج الإنحدار (٣) (17.773، 17.378، 14.420، 15.885) وهي جميعها معنوية إحصائياً ، حيث أن قيمة (P. Value=0.000) أقل من مستوى المعنوية 5% ، وهذا ما يشير إلي أن النماذج صالحة لاختبار العلاقة محل الدراسة. وأيضاً وفقاً للجدول فإن قيمة معامل التحديد (Adj R2) فإن المقدرة التفسيرية للنماذج الثلاث (A ، B ، C ، D) قد بلغت (0.207 ، 0.203 ، 0.207 ، 0.207) وهي نسبة مقبولة ترجع التغيرات في مستوي إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) إلي المتغيرات الواردة في النموذج .

وفي النموذج (A) لاختبار الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وغموض التقارير المالية (EPU *OPACITY)، يتضح أن مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) لها تأثير سلبي (-0.146) غير معنوي (P. Value=0.432) علي إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). كما أن غموض التقارير المالية (OPACITY) له تأثير سلبي (-0.037) غير معنوي (P. Value=0.220) علي إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). ولكن الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وغموض التقارير المالية (EPU *OPACITY) له تأثير سلبي (-0.169) معنوي (P. Value=0.002) علي إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) ، وهذا قد يتفق مع نتائج بعض الدراسات (Kurniawan et al., 2024; Bermpei et al., 2022) ويعتقد الباحث أن هذا يرجع إلي أن عدم التأكد في السياسة الاقتصادية زاد من القيود المالية التي تواجهها الشركات المصرية وزيادة احتمال تحقيقها لخسائر نتيجة ارتفاع سعر

الصرف على سبيل المثال، بما يعيق قنوات السيولة والتمويل ، مما دفعها إلى تأجيل وخفض النفقات الرأسمالية.

وفي النموذج (B) لإختبار الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وتعقد التقارير المالية ($EPU * COMPLEXITY$) ، يتضح أن مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) لها تأثير سلبي (-0.364) غير معنوي ($P. Value=0.063$) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). كما أن تعقد التقارير المالية ($COMPLEXITY$) له تأثير سلبي (-0.046) غير معنوي ($P. Value=0.287$) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). ولكن الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وتعقد التقارير المالية ($EPU * COMPLEXITY$) له تأثير سلبي (-0.445) معنوي ($P. Value=0.008$) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) ، وهذا قد يتفق مع نتائج بعض الدراسات (Ramesh and Athira, 2024; Haque et al., 2023; Kang and Wang, 2021) بأنه يزداد تعقد التقارير المالية خلال فترات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية بسبب زيادة مستويات الإفصاح الإختياري ، والنبرة الغامضة والنشأومية عند إعداد التقارير المالية مما يولد إحتكاكات تمويلية ويشدد من القيود المالية مما يعيق من فرص التمويل للفرص الإستثمارية المتاحة ، ويضغط عليها لإتخاذ قرارات إستثمارية أكثر تحفظاً.

وفي النموذج (C) لإختبار الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وغموض التقارير المالية ($EPU * OPACITY$) ، ومستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وتعقد التقارير المالية ($EPU * COMPLEXITY$) معاً ، يتضح أن مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية (EPU) لها تأثير سلبي (-0.339) غير معنوي ($P. Value=0.339$) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). كما أن غموض التقارير المالية ($OPACITY$) له تأثير سلبي (-0.029) غير معنوي ($P. Value=0.060$) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) ، وكذلك تعقد التقارير المالية

(COMPLEXITY) له تأثير سلبي (-0.037) غير معنوي (P. Value=0.415) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). من ناحية أخرى ، فإن الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وغموض التقارير المالية من جهة (EPU *OPACITY) له تأثير سلبي (-0.085) معنوي (P.Value=0.047) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي)، وكذلك الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية و تعدد التقارير المالية (EPU * COMPLEXITY) له تأثير سلبي (-0.47) معنوي (P. Value=0.041) على إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي)، وهذا يتفق مع نتائج بعض الدراسات (Ramesh and Athira, 2024; Haque et al., 2023; Kang and Wang, 2021) ويعتقد الباحث أن تعرض الدولة المصرية للعديد من الصدمات الجيوسياسية العالمية علي غرار الحرب الروسية الأوكرانية ، والعدوان علي قطاع غزة ، زاد كذلك من عدم التأكد في السياسة الاقتصادية ، وجعل أثرهما التفاعلي مع غموض وتعدد التقارير المالية ينعكس سلباً علي إستثمارات الشركات ، حيث أن عدم التأكد المرتفع يزيد من تقلب تدفقاتها النقدية المستقبلية ويخفض من ربحيتها مما ينعكس سلباً علي مواردها الداخلية وقدرتها علي الإحتفاظ بالنقدية من جهة ، ويعيق من قدرتها علي الوصول لمصادر التمويل ويزيد من تكلفة التمويل الخارجي من جهة أخرى ، مما يضغط على الإدارة لإتخاذ قرارات إستثمارية أكثر تحفظاً.

وفي النموذج (D) لإختبار الأثر التفاعلي بين مستوي عدم التأكد في السياسة الإقتصادية وغموض وتعدد التقارير المالية معاً (EPU *OPACITY * COMPLEXITY) ، يتضح أن مستوي عدم التأكد في السياسة الإقتصادية (EPU) لها تأثير سلبي (-0.112) غير معنوي (P. Value=0.416) علي إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي). كما أن غموض التقارير المالية (OPACITY) له تأثير سلبي (-0.029) غير معنوي (P. Value=0.072) علي إستثمارات الشركات (الإنفاق الرأسمالي) ، وكذلك تعدد التقارير المالية (COMPLEXITY) له تأثير سلبي (-0.026) غير معنوي (P. Value=0.273)

على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي). من ناحية أخرى ، فإن الأثر التفاعلي بين مستوى عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وغموض التقارير المالية وتعدد التقارير المالية (EPU * OPACITY * COMPLEXITY) له كذلك تأثير سلبي (-0.188) معنوي (P. Value=0.046) على إستثمارات الشركات المصرية (الإنفاق الرأسمالي) .

ويعتقد الباحث في ضوء النتائج السابقة يتم رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل (H4)، القائل باختلاف التأثير السلبي المعنوي لمستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوى غموض أو تعدد التقارير المالية معاً ، حيث أن التغيرات في السياسة الاقتصادية يمكن أن تثير المخاوف وتؤثر سلباً على سلوك وقرارات الشركات ، وتزيد من عدم التأكد فيما يتعلق بالربحية والأحداث السلبية الحالية والمستقبلية ، ويجعل الإدارة أقل قدرة على تشكيل حكم مسبق مستقر ومتسق على ظروفها المالية (التدفق النقدي والعائد على الإستثمار) ، وبيئتها الخارجية (فرص النمو وتكلفة التمويل) .

(٧-٧) النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية

استهدف البحث دراسة واختبار أثر مستوى المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات المقيدة في البورصة المصرية ، علاوة على اختبار الدور المعدل لغموض وتعدد التقارير المالية على العلاقتين الرئيسيتين محل الدراسة. واعتمد الباحث على أسلوب تحليل المحتوى لعينة من ٥١٦ مشاهدة سنوية لعدد ٨٦ شركة من مختلف القطاعات الصناعية خلال الفترة من (٢٠١٨-٢٠٢٣) ، والتي عانت فيها مصر من الآثار السلبية لكم هائل من المخاطر الجيوسياسية علي غرار ؛ (الأوبئة ، الحرب الروسية الاوكرانية ، والعدوان علي غزة) والتي أدت إلي ارتفاع أسعار الطاقة والسلع الأساسية والغذاء علي المستوي الدولي وإنخفاض إيرادات قناة السويس وزيادة والإستقطاب السياسي الدولي ، والتنافس على الموارد . علاوة علي ما عانته مصر خلال تلك الفترة من عدم تأكد مرتفع في السياسة الاقتصادية نتيجة قرارات التعويم وتحرير أسعار الصرف ،

وكذلك متطلبات صندوق النقد الدولي برفع الدعم عن المحروقات والكهرباء مما أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم لمستويات غير مسبوقة .

ولقد خلص البحث إلى وجود تأثير سلبي معنوي لمستوي المخاطر الجيوسياسية على إستثمارات (الإنفاق الرأسمالي) الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بما يتفق مع **نظرية الخيارات الحقيقية** ، حيث تميل الشركات إلى تأجيل أو خفض إنفاقها الرأسمالي خلال فترات الصدمات الجيوسياسية ، بدلا من إتخاذ قرار مكلف كقرار الإستثمار والذي قد تكون له عواقب غير مؤكدة ، حيث تكون قيمة خيار التأخير أعلى ، خاصة وأن معظم الإستثمارات تتمتع بدرجة عالية من عدم إمكانية الرجعة فيها Irreversibility. فعدم التأكد الجيوسياسي المرتفع يزيد من مخاطر إتخاذ الإدارة لقراراتها التمويلية والرأسمالية ، ويفرض عليها العمل في بيئة سياسية وإقتصادية معقدة وغير مستقرة يصعب التنبؤ به ، مما قد يعيق من قدرتها علي التخصيص الكفء لمواردها علي الفرص الإستثمارية المتاحة. علاوة علي وجود تأثير **سلبي معنوي** لمستوي عدم التأكد في السياسة الاقتصادية علي إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، فمع ارتفاع حالة عدم التأكد في السياسة الاقتصادية نتيجة التغيرات في أسعار الصرف ومعدلات الضرائب والتضخم ، تقوم الشركات بإتخاذ موقف استثماري حذر ، حتى يتبدد عدم التأكد في السياسة الاقتصادية بالكامل قبل إتخاذ قرارات الإستثمار في ظل صعوبة الحصول علي التمويل اللازم لفرصها الإستثمارية بتكلفة معقولة.

من ناحية أخرى ، خلص البحث إلى **إختلاف التأثير السلبي المعنوي** لمستوي المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية علي إستثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية باختلاف مستوي غموض وتعدد التقارير المالية . ففي فترات عدم التأكد الجيوسياسي والاقتصادي المرتفع يزداد غموض وتعدد التقارير المالية ، حيث تزداد ممارسات إدارة الأرباح لمواجهة إنخفاض الأرباح نتيجة التغيرات في السياسات الاقتصادية ، كما يتولد حافز للإدارة لإخفاء الأخبار السلبية الناتجة عن الصدمات الجيوسياسية. كل هذا من شأنه أن يزيد من حدة عدم تماثل

المعلومات ويولد إحتكاكات مالية تؤدي إلى تشديد القيود المالية ، وتعيق قدرة الشركات علي الحصول علي تمويل خارجي يتكلفة معقولة ، مما يدفعها إلي تأجيل وخفض النفقات الرأسمالية .

وفي ضوء النتائج السابقة ؛ يوصي الباحث بضرورة قيام الدولة المصرية بوضع سياسات مالية ونقدية مبتكرة تأخذ في الإعتبار تأثير عدم التأكد الجيوسياسي والإقتصادي من أجل إحتواء تأثيرهما السلبي علي أداء وسلوكيات وقرارات الشركات المختلفة . كما يوصي الباحث هيئة الرقابة المالية بضرورة الإهتمام بشفافية التقارير المالية خاصة خلال فترات عدم التأكد الجيوسياسي والإقتصادي المرتفع للحد من أثارها السلبية علي الشركات والمتعاملين في الاسواق المالية . كما يجب علي الشركات الحذر في التعامل مع المعايير المحاسبية ذات الصلة بظروف المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية بما يضمن عكس أثارها بدقة وشفافية في قوائمها المالية. وأخيرا ، يوصي الباحث بضرورة تطوير مؤشر مصري ربع سنوي لعدم التأكد في السياسة الاقتصادية يقوم علي بيانات فعلية مثل معدلات التضخم ، ونمو الناتج المحلي الإجمالي ، والتعديلات في أسعار الصرف ومعدلات الضرائب كبديل للمؤشرات الدولية التي تعتمد علي التحليل النصي للأخبار الواردة عن الإقتصاد المصري .

وبالرغم من أهمية النتائج و أثارها العملية على واضعي السياسات و المستثمرين ومؤسسات الإقراض ؛ إلا أن من أبرز حدود البحث الحالي ومعظم البحوث في ذلك الموضوع هو صعوبة الوصول لمقياس أمثل للمخاطر الجيوسياسية أو عدم التأكد في السياسة الاقتصادية خاصة في الدول النامية ومنها مصر ، والإعتماد علي مقاييس دولية تلائم الدول المتقدمة قد لاتعكس الواقع الحقيقي للدولة النامية.

وأخيراً، وفي ضوء ما توصل إليه البحث من نتائج، ولمعالجة حدوده قدر الإمكان ؛ يوصي الباحث بمزيد من البحوث المستقبلية بشأن مردود عدم التأكد الجيوسياسي وكذلك عدم التأكد في السياسة الاقتصادية علي العديد من القضايا المحاسبية علي غرار (ممارسات إدارة الأرباح ، توزيعات الأرباح ، مخاطر إنهيار أسعار الأسهم ، تكلفة التمويل ، ممارسات التجنب الضريبي ، أتعاب وجهد مراقب الحسابات) ،

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لغموض وتعتد
د. عمرو محمد خميس محمد

وكذلك أثرها التفاعلي مع الخصائص السلوكية للمدير التنفيذي كالقوة والثقة المفرطة والقدرة الإدارية والنجسية على تلك القضايا الهامة . من ناحية أخرى ، ضرورة تطبيق مدخل دراسة الحدث Event Study عند محاولة معرفة آثار بعض الصدمات الجيوسياسية على قرارات وسلوكيات الإدارة ، أو تأثيرها على قطاعات محددة ، أو مدخل الدراسات المقارنة بين الدول في هذا الصدد .

علاوة على أن هناك مجالات بحثية أخرى مهمة مستقبلاً منها ، محاولة تحسين شفافية التقارير المالية لتخفيف حدة هذه المخاطر على الاقتصاد المصري ، من خلال تطوير الإفصاح عن المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية في التقارير المالية . بالإضافة إلى محاولة اختبار مردود بعض مؤشرات عدم التأكد في السياسة الاقتصادية كالتضخم أو التغيرات في أسعار الصرف على جودة التقارير المالية ، أو على بعض الخصائص النوعية لجودة المعلومات المحاسبية كقابلية للمقارنة ، إلى جانب استخدام آليات وتقنيات الذكاء الاصطناعي والتعلم الآلي والحوسبة السحابية في قياس عدم التأكد الجيوسياسي والاقتصادي داخل الدول أو في التنبؤ بالنعثر المالي وأسعار الاسهم في ظل ظروف عدم التأكد المرتفع .

قائمة المراجع أولاً : المراجع العربية

- سليمان ، وليد شحاتة محمد قاسم. (٢٠٢٤). أثر التعثر المالي على ممارسات إدارة الأرباح وإنعكاسهما على تعقد التقارير المالية *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية* . ١٣ (١) ، ١٣٢-١٧١ .
- صالح ، تامر محمود محمد. (٢٠٢٣). دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية على كفاءة استثمار الشركات المقيدة بالبورصة المصرية *مجلة البحوث المحاسبية* . ١٠ (٤) ، ٤٦٦-٤٦٦ .
- عبد الناصر ، محمد جمال. (٢٠٢٤). الدور المعدل لعدم اليقين في السياسة الاقتصادية على العلاقة بين إعادة إصدار القوائم المالية وحجم الائتمان التجاري: دراسة تطبيقية *مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية* . ٨ (٣) ، ٥٠١-٥٥٧ .
- عسران ، محمد صالح عبد اللطيف. (٢٠٢٣). تأثير عدم التأكد في السياسة الاقتصادية وخصائص الرئيس التنفيذي على سياسة توزيع الأرباح: دليل تجريبي من مصر *المجلة العلمية للبحوث التجارية (جامعة المنوفية)* . ٤٩ (٢) ، ٢٥٥-٢٨٦ .
- محمد ، سعد احمد حسين. (٢٠٢٤). العلاقة بين تبني معايير التقرير المالي الدولية وخطر انهيار أسعار الأسهم-الدور الوسيط لغموض التقارير المالية-دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية *مجلة البحوث المحاسبية* . ١١ (١) ، ٩٩٨-١٠٧٠ .

ثانياً : المراجع الأجنبية:

- Adel, N., & Naili, M. (2024). Geopolitical risk and banking performance: evidence from emerging economies. *The Journal of Risk Finance*.
- Adra, S., Gao, Y., Huang, J., & Yuan, J. (2023). Geopolitical risk and corporate payout policy. *International Review of Financial Analysis*, 87, 102613.
- Aghamolla, C., & Smith, K. (2023). Strategic complexity in disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 76(2-3), 101635.
- Aksoy-Hazır, Ç., & Tan, O. F. (2023). The impact of geopolitical risk on cash holdings policy: evidence from an emerging market. *Managerial Finance*, 49(9), 1400-1419.

- Alkhalaileh, A. H. R., Hamid, M. A. B. A., Saidin, S. F. B., & Khan, F. (2024). Accounting conservatism in the face of economic policy uncertainty in GCC countries. *Polish Journal of Management Studies*, 29.
- Alm El-Din, M. M., El-Awam, A. M., Ibrahim, F. M., & Hassanein, A. (2022). Voluntary disclosure and complexity of reporting in Egypt: the roles of profitability and earnings management. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(2), 480-508.
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, e00133.
- Athira, A., & Ramesh, V. K. (2024). Economic policy uncertainty and tax avoidance: International evidence. *Emerging Markets Review*, 60, 101135.
- Attig, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Zheng, X. (2021). Dividends and economic policy uncertainty: *International evidence. Journal of Corporate Finance*, 66, 101785.
- Azimli, A., & Cek, K. (2024). Can sustainability performance mitigate the negative effect of policy uncertainty on the firm valuation? *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 15(3), 752-775.
- Balakrishnan, K., Core, J. E., & Verdi, R. S. (2014). The relation between reporting quality and financing and investment: Evidence from changes in financing capacity. *Journal of Accounting Research*, 52(1), 1-36.
- Barman, S., & Mahakud, J. (2024). Assessing the Impact of Policy Uncertainty, Geopolitical Risk, and Sustainable Disclosure on Corporate Performance. *Asia-Pacific Financial Markets*, 1-37.

- Behera, M., & Mahakud, J. (2024). Geopolitical risk and cash holdings: evidence from an emerging economy. *Journal of Financial Economic Policy*.
- Bendriouch, F., Jabbouri, I., Satt, H., Jariri, Z., & M'hamdi, M. (2024). Tone complexity and the cost of debt retrospective data from the USA. *Review of Behavioral Finance*, 16(1), 1-16.
- Benkraiem, R., Gaaya, S., & Lakhal, F. (2022). Corporate tax avoidance, economic policy uncertainty, and the value of excess cash: *International evidence. Economic Modelling*, 108, 105738.
- Bermpei, T., Kalyvas, A. N., Neri, L., & Russo, A. (2022). Does economic policy uncertainty matter for financial reporting quality? Evidence from the United States. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 58(2), 795-845.
- Borghesi, R., & Chang, K. (2020). Economic policy uncertainty and firm value: the mediating role of intangible assets and R&D. *Applied Economics Letters*, 27(13), 1087-1090.
- Bose, S., Shams, S., Ali, S., Al Mamun, A., & Chang, M. (2024). Economic Policy Uncertainty, Carbon Emissions and Firm Valuation: International Evidence. *The British Accounting Review*, 101453.
- Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*, 112(4), 1194-1225.
- Callen, J. L., Fang, X., & Zhang, W. (2020). Protection of proprietary information and financial reporting opacity: Evidence from a natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101641.
- Carney, R. W., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Wang, H. (2024). Geopolitical risk and the cost of capital in emerging economies. *Emerging Markets Review*, 101149.

- Chae, S. J., Nakano, M., & Fujitani, R. (2020). Financial reporting opacity, audit quality and crash risk: Evidence from Japan. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(1), 9-17.
- Chahine, S., Daher, M., & Saade, S. (2021). Doing good in periods of high uncertainty: Economic policy uncertainty, corporate social responsibility, and analyst forecast error. *Journal of Financial Stability*, 56, 100919.
- Chakraborty, A., Baum, C. F., & Liu, B. (2017). Corporate financial policy and the value of cash under uncertainty. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 149-164.
- Chang, K., Lee, J., & Shim, H. (2019). CEO duality and firm performance: Does economic policy uncertainty mediate the relation? *International Review of Finance*, 19(4), 877-891.
- Chauhan, Y., & Jaiswall, M. (2023). Economic policy uncertainty and incentive to smooth earnings. *International Review of Economics & Finance*, 85, 93-106.
- Chen, C., Jia, H., Xu, Y., & Ziebart, D. (2022). The effect of audit firm attributes on audit delay in the presence of financial reporting complexity. *Managerial Auditing Journal*, 37(2), 283-302.
- Chen, C., Liu, Z., Tang, W., & Tuo, L. (2024). Accounting reporting complexity, audit engagement partner mandatory rotation, and audit quality. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 35(2), 157-170.
- Chen, X., Le, C. H. A., Shan, Y., & Taylor, S. (2020). Australian policy uncertainty and corporate investment. *Pacific-Basin Finance Journal*, 61, 101341.
- Chen, X., Li, J., Tang, D., Shang, L., Boamah, V., Xu, J., & Deng, Z. (2023). The impacts of economic policy uncertainty on firm cash holding in China. *Plos one*, 18(11), e0293306.

- Choi, Y. M., & Park, K. (2024). Economic policy uncertainty and dividend policy: Insight from private firms. *International Review of Financial Analysis*, 103692.
- Chourou, L., Purda, L., & Saadi, S. (2021). Economic policy uncertainty and analysts' forecast characteristics. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(4), 106775.
- Chychyla, R., Leone, A. J., & Minutti-Meza, M. (2019). Complexity of financial reporting standards and accounting expertise. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 226-253.
- Cui, X., Yao, S., Fang, Z., & Wang, H. (2021). Economic policy uncertainty exposure and earnings management: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(3), 3937-3976.
- Dao, M., & Xu, H. (2024). Shareholder activism and accounting reporting complexity. *Journal of Accounting Literature*, 46(1), 121-149.
- Das, B. C., Hasan, F., & Sutradhar, S. R. (2024). The impact of economic policy uncertainty and inflation risk on corporate cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 62(3), 865-887.
- De Souza, J. A. S., Rissatti, J. C., Rover, S., & Borba, J. A. (2019). The linguistic complexities of narrative accounting disclosure on financial statements: An analysis based on readability characteristics. *Research in International Business and Finance*, 48, 59-74.
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200.
- Demir, E., Díez-Esteban, J. M., & García-Gómez, C. D. (2019). The impact of geopolitical risks on cash holdings of hospitality companies: Evidence from emerging countries. *Journal of Hospitality and Tourism Management*, 39, 166-174.

- Dhole, S., Liu, L., Lobo, G. J., & Mishra, S. (2021). Economic policy uncertainty and financial statement comparability. *Journal of Accounting and Public Policy*, 40(1), 106800.
- Ding, R., Zhou, H., & Li, Y. (2020). Social media, financial reporting opacity, and return comovement: Evidence from Seeking Alpha. *Journal of Financial Markets*, 50.
- Donkor, A., Trireksani, T., & Djajadikerta, H. G. (2024). The role of firm complexity in the relationship between integrated reporting and earnings management. *International Journal of Accounting & Information Management*.
- Drobetz, W., El Ghouli, S., Guedhami, O., & Janzen, M. (2018). Policy uncertainty, investment, and the cost of capital. *Journal of Financial Stability*, 39, 28-45.
- Du, Y., Sui, X., Wei, W., & Du, J. (2023). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 30(3), 667-689.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Kim, Y., & Yoon, H. J. (2021). Policy uncertainty and accounting quality. *The Accounting Review*, 96(4), 233-260.
- El Ghouli, S., Guedhami, O., Mansi, S., & Wang, H. H. (2023). Economic policy uncertainty, institutional environments, and corporate cash holdings. *Research in International Business and Finance*, 65, 101887.
- Farooq, O., Jabbouri, I., & Naili, M. (2024). The nexus between economic policy uncertainty and access to finance: a study of developing countries. *International Journal of Managerial Finance*, 20(1), 222-246.
- Farooq, U., Tabash, M. I., Al-Naimi, A., & Drachal, K. (2022). Corporate investment decision: a review of literature. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(12), 611.

- Feng, X., Lo, Y. L., & Chan, K. C. (2022). Impact of economic policy uncertainty on cash holdings: firm-level evidence from an emerging market. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 29(2), 363-385.
- Feng, X., Luo, W., & Wang, Y. (2023). Economic policy uncertainty and firm performance: evidence from China. *Journal of the Asia Pacific Economy*, 28(4), 1476-1493.
- Filzen, J. J., & Schutte, M. G. (2017). Comovement, financial reporting complexity, and information markets: Evidence from the effect of changes in 10-Q lengths on internet search volumes and peer correlations. *The North American Journal of Economics and Finance*, 39, 19-37.
- Fiorillo, P., Meles, A., Pellegrino, L. R., & Verdoliva, V. (2024). Geopolitical risk and stock price crash risk: The mitigating role of ESG performance. *International Review of Financial Analysis*, 91, 102958.
- Fujitani, R., Hattori, M., & Yasuda, Y. (2023). Domestic and international effects of economic policy uncertainty on corporate investment and strategic cash holdings: Evidence from Japan. *Journal of the Japanese and International Economies*, 69, 101272.
- Goodell, J. W., Goyal, A., & Urquhart, A. (2021). Uncertainty of uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Financial Stability*, 56, 100922.
- Guay, W., Samuels, D., & Taylor, D. (2016). Guiding through the fog: Financial statement complexity and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 62(2-3), 234-269.
- Guizani, M. (2024). Does internal cash flow-external financing sensitivity react to economic policy uncertainty and geopolitical risk?

- Evidence from Saudi Arabia. *Journal of Financial Economic Policy*.
- Guizani, M., Talbi, D., & Abdalkrim, G. (2023). Economic policy uncertainty, geopolitical risk and cash holdings: evidence from Saudi Arabia. *Arab Gulf Journal of Scientific Research*, 41(2), 183-201.
- Gupta, G., Mahakud, J., & Singh, V. K. (2024). Economic policy uncertainty and investment-cash flow sensitivity: Evidence from India. *International Journal of Emerging Markets*, 19(2), 494-518.
- Hamza, T., Barka, Z., Verdie, J. F., & Al Sayah, M. (2024). Economic policy uncertainty and SMEs' investment efficiency in France: does competitive pressure matter? *European Business Review*, 36(4), 449-467.
- Ha, J. (2024). Firm sensitivity to changes in policy uncertainty and its impact on audit pricing. *Review of Accounting and Finance*. 1475-7702.
- Haque, T., Pham, T. P., & Yang, J. (2023). Geopolitical risk, financial constraints, and tax avoidance. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 88, 101858.
- Heeney, L., Yang, S., Chowdhury, H., & Tan, K. J. K. (2023). Corporate cash holdings through economic policy uncertainty: An Australian study. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 102008.
- Hoang, K., Nguyen, C., & Zhang, H. (2021). How does economic policy uncertainty affect corporate diversification? *International Review of Economics & Finance*, 72, 254-269.
- Hoang, K., Nguyen, Q. T. T., & Nguyen, C. (2023). Start-up firms' investments: when economic policy uncertainty matters? *Management Decision*, 61(5), 1065-1089.

- Hoitash, R., & Hoitash, U. (2018). Measuring accounting reporting complexity with XBRL. *The Accounting Review*, 93(1), 259-287.
- Ishinagi, Y., & Shiiba, A. (2023). Management earnings forecast and financial statement complexity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 42(4), 107072.
- Jain, A., Jackson, D., & Sakaki, H. (2021). Political, economic, financial uncertainty, and real earnings management. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 32(2), 52-66.
- Javadi, S., Mollagholamali, M., Nejadmalayeri, A., & Al-Thaqeb, S. (2021). Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty. *International Review of Financial Analysis*, 77, 101859.
- Jin, J. Y., Kanagaretnam, K., Liu, Y., & Lobo, G. J. (2019a). Economic policy uncertainty and bank earnings opacity. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(3), 199-218.
- Jin, X., Chen, Z., & Yang, X. (2019b). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Accounting & Finance*, 58(5), 1291-1318.
- Jumah, Z., Moazzam, M., Manzoor, W., & Safdar, N. (2024a). Economic policy uncertainty and firm's profitability: the role of logistics infrastructure. *International Journal of Productivity and Performance Management*.
- Jumah, Z., Safdar, N., Younas, Z. I., & Ahmed, A. (2024b). Economic policy uncertainty, corporate diversification and firm value: the global evidence. *Quality & Quantity*, 58(3), 2677-2707.
- Kang, W., & Wang, J. (2021). Corporate tax effects of economic policy uncertainty. *Accounting & Finance*, 61, 2577-2600.
- Khalaf, A. J., & Hussein, S. S. (2024). The Moderating Role of Managerial Over Confidence on the Relationship between Accounting Conservatism and Financial Reports Opacity. *Kurdish Studies*, 12(2), 1440-1452.

- Kim, H., & Yasuda, Y. (2021). Economic policy uncertainty and earnings management: evidence from Japan. *Journal of financial stability*, 56, 100925.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875.
- Kim, J. B., Tseng, K., Wang, J. J., & Xi, Y. (2024). Policy uncertainty, bad news disclosure, and stock price crash risk. *Journal of Empirical Finance*, 101512.
- Kong, Q., Li, R., Wang, Z., & Peng, D. (2022). Economic policy uncertainty and firm investment decisions: Dilemma or opportunity? *International Review of Financial Analysis*, 83, 102301.
- Korsah, D., & Mensah, L. (2023). Geopolitical risk, economic policy uncertainty, financial stress and stock returns nexus: evidence from African stock markets. *Journal of Capital Markets Studies*.
- Kotcharin, S., & Maneenop, S. (2020). Geopolitical risk and corporate cash holdings in the shipping industry. *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*, 136, 101862.
- Kurniawan, F., Amanati, H. T., Nugroho, A. H. L., & Pusparini, N. (2024). Effects of policy and economic uncertainty on investment activities and corporate financial reporting: a study of developing countries in Asia-Pacific. *Asian Review of Accounting*, 32(3), 373-393.
- Le, A. T., & Tran, T. P. (2021). Does geopolitical risk matter for corporate investment? Evidence from emerging countries in Asia. *Journal of Multinational Financial Management*, 62, 100703.
- Le, C. H. A., Shan, Y., & Taylor, S. (2024). International economic policy uncertainty and analysts' earnings forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal*, 85, 102403.

- Lee, C. C., & Wang, C. W. (2021). Firms' cash reserve, financial constraint, and geopolitical risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65, 101480.
- Lee, C. C., Wang, C. W., Thinh, B. T., & Purnama, M. Y. I. (2023). Cash holdings and cash flows: Do oil price uncertainty and geopolitical risk matter? *Economic Analysis and Policy*, 79, 134-152.
- Lee, H., & Jeong, S. W. T. (2024). Economic policy uncertainty, audit quality, and earnings manipulation. *Asia-pacific journal of accounting & economics*, 31(2), 269-299.
- Lei, L., & Luo, Y. (2023). Political/policy uncertainty, corporate disclosure, and information asymmetry. *Accounting Perspectives*, 22(1), 87-110.
- Lei, L., & Luo, Y. (2024). Aggregate economic policy uncertainty and corporate political contribution disclosure. *Journal of Accounting Literature*, 46(2), 170-199.
- Li, X. (2019). Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(6), 106694
- Liu, G., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and firms' investment and financing decisions in China. *China Economic Review*, 63, 101279.
- Liu, J., & Wang, H. (2022). Economic policy uncertainty and the cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102070.
- Liu, Y., Li, J., Liu, G., & Lee, C. C. (2021). Economic policy uncertainty and firm's cash holding in China: The key role of asset reversibility. *Journal of Asian Economics*, 74.
- Lu, C., Parsley, D., & Xue, B. (2024). Economic policy uncertainty and voluntary disclosures: How do Chinese firms respond? *International Review of Economics & Finance*, 92, 141-167.
- Luo, Y., & Zhang, C. (2020). Economic policy uncertainty and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 51, 101112.

- Ma, C., Xu, T., Zhou, J., & Fan, S. (2024). Do auditors care about firm-level political risk? *Journal of Accounting and Public Policy*, 48, 107240.
- Ma, H., & Hao, D. (2022). Economic policy uncertainty, financial development, and financial constraints: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 79, 368-386.
- Menicucci, E., & Paolucci, G. (2024). The effects of economic policy uncertainty on hotel performance: evidence from the Italian hospitality sector. *Journal of Hospitality and Tourism Insights*. 2514-9792.
- Mokdadi, S., & Saadaoui, Z. (2023). Geopolitical uncertainty and the cost of debt financing: the moderating role of information asymmetry. *The Journal of Risk Finance*, 24(5), 684-720.
- Mos, C. (2024). Economic policy uncertainty, financial reporting quality, and accounting enforcement: International evidence. *Finance, Accounting and Business Analysis*, 6(2), 159-179.
- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36-57.
- Naidenova, I. (2022). Economic policy uncertainty and company's human capital. *Journal of Economic Studies*, 49(5), 902-919.
- Nguyen, M., & Nguyen, J. H. (2020). Economic policy uncertainty and firm tax avoidance. *Accounting & Finance*, 60(4), 3935-3978.
- Olalere, O. E., & Mukuddem-Petersen, J. (2024). Geopolitical risk, economic policy uncertainty, and bank stability in BRICS countries. *Cogent Economics & Finance*, 12(1), 2290368.
- Ongsakul, V., Jiraporn, P., & Treepongkaruna, S. (2021). Does managerial ownership influence corporate social responsibility (CSR)? The role of economic policy uncertainty. *Accounting & Finance*, 61(1), 763-779.

- Ozili, P. K. (2021). Financial reporting under economic policy uncertainty. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 19(2), 325-338.
- Pajuste, A., Poriete, E., & Novickis, R. (2020). Management reporting complexity and earnings management: evidence from the Baltic markets. *Baltic Journal of Management*, 16(1), 47-69.
- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82.
- Pringpong, S., Maneenop, S., & Jaroenjitrkam, A. (2023). Geopolitical risk and firm value: Evidence from emerging markets. *The North American Journal of Economics and Finance*, 68, 101951.
- Rajabalizadeh, J. (2023). CEO overconfidence and financial reporting complexity: evidence from textual analysis. *Management Decision*, 61(13), 356-385.
- Ramesh, V. K. (2024). Does economic and policy uncertainty impact corporate policies? Evidence from India. *Indian Growth and Development Review*.
- Ramesh, V. K., & Athira, A. (2024). Geopolitical risk and corporate tax behavior: international evidence. *International Journal of Managerial Finance*, 20(2), 406-429.
- Ren, X., Cao, Y., Liu, P. J., & Han, D. (2023). Does geopolitical risk affect firms' idiosyncratic volatility? Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 90.
- Rumokoy, L. J., Omura, A., & Roca, E. (2023). Geopolitical risk and corporate investment in the metals and mining industry: Evidence from Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 79, 101991.

- Salehi, M., Ammar Ajel, R., & Zimon, G. (2023). The relationship between corporate governance and financial reporting transparency. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 21(5), 1049-1072.
- Sarwar, B., & Hassan, M. (2021). Impact of economic policy uncertainty on dividend decision: A moderating role of board financial expertise. *Journal of Public Affairs*, 21(3), e2613.
- Satt, H., & Iatridis, G. (2023). The effect of annual reports tone complexity on firms' dividend policy: evidence from the United States. *Review of Behavioral Finance*, 15(4), 592-614.
- Shabir, M., Jiang, P., Shahab, Y., & Wang, P. (2023). Geopolitical, economic uncertainty and bank risk: Do CEO power and board strength matter? *International Review of Financial Analysis*, 87, 102603.
- Shen, H., Hou, F., Peng, M., Xiong, H., & Zuo, H. (2021). Economic policy uncertainty and corporate tax avoidance: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 65.
- Su, X., Zhou, S., Xue, R., & Tian, J. (2020). Does economic policy uncertainty raise corporate precautionary cash holdings? Evidence from China. *Accounting & Finance*, 60(5), 4567-4592.
- Tabash, M. I., Farooq, U., Ashfaq, K., & Tiwari, A. K. (2022). Economic policy uncertainty and financing structure: anew panel data evidence from selected Asian economies. *Research in International Business and Finance*, 60, 101574.
- Tajaddini, R., & Gholipour, H. F. (2021). Economic policy uncertainty, R&D expenditures and innovation outputs. *Journal of Economic Studies*, 48(2), 413-427.
- Tan, Ö. M. E. R., Cavlak, H., Cebeci, Y., & Güneş, N. (2022). The impact of geopolitical risk on corporate investment: Evidence from Turkish Firms. *Indonesian Capital Market Review*, 14(1).

- Tang, L., & Wan, X. (2022). Economic policy uncertainty and stock price informativeness. *Pacific-Basin Finance Journal*, 75, 101856.
- Tee, C. M., Wong, W. Y., & Hooy, C. W. (2023). Economic policy uncertainty and carbon footprint: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 67, 100785.
- Tran, D. V. (2020). Economic policy uncertainty and bank dividend policy. *International Review of Economics*, 67(3), 339-361.
- Tran, D. V., Hassan, M. K., Alam, A. W., Pezzo, L., & Abdul-Majid, M. (2021). Economic policy uncertainty, agency problem, and funding structure: Evidence from US banking industry. *Research in International Business and Finance*, 58, 101470.
- Tran, D., & Phan, H. (2021). Government economic policy uncertainty and corporate debt contracting. *International Review of Finance*, 1–31. <https://doi.org/10.1111/irfi.12347>
- Tran, L. T., Tu, T., & Cong Nguyen. (2024). Uncertainty and cash holdings: the moderating role of political connections. *International Journal of Managerial Finance*.
- Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: international evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101419.
- Tran, Q. T. (2023). Economic policy uncertainty, value of cash and financial crisis. *European Journal of Management and Business Economics*, 32(1), 24-46.
- Trinh, N. T. (2024). Economic policy uncertainty and corporate investment efficiency: evidence from Australian energy companies. *International Journal of Energy Economics and Policy*, 14(1), 53-60.
- Tran, L. T. H., & Bao, H. H. G. (2025). Economic Policy Uncertainty and Corporate Dividend: Does the Presence of Government

- Shareholders Play a Role? *Journal of Emerging Market Finance*, 09726527241307345.
- Trinh, N. T., Nguyen, T. P. T., & Nghiem, S. H. (2022). Economic policy uncertainty and other determinants of corporate cash holdings of Australian energy companies. *International Journal of Energy Sector Management*, 16(6), 1192-1213.
- Viana Jr, D. B. C., Lourenço, I., Black, E. L., & Martins, O. S. (2023). Macroeconomic instability, institutions, and earnings management: An analysis in developed and emerging market countries. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 51, 100544.
- Voeller, D. (2024). Managing, measuring, and reporting geopolitical risk exposure: New challenges and current evidence. *Journal of Accounting and Taxation*. 16(1), 26-35.
- Wang, F., Mbanyele, W., & Muchenje, L. (2022). Economic policy uncertainty and stock liquidity: the mitigating effect of information disclosure. *Research in International Business and Finance*, 59, 101553.
- Wang, K. H., Xiong, D. P., Mirza, N., Shao, X. F., & Yue, X. G. (2021). Does geopolitical risk uncertainty strengthen or depress cash holdings of oil enterprises? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 66, 101516.
- Wang, X., Wang, M., & Wu, H. (2024). Geopolitical risk and corporate cash Holdings in China: Precautionary motive and agency problem perspectives. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103235.
- Wu, J., Zhang, J., Zhang, S., & Zou, L. (2020). The economic policy uncertainty and firm investment in Australia. *Applied Economics*, 52(31), 3354-3378.

- Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking & Finance*, 111, 105698.
- Yaghoubi, M. (2024). Executive characteristics as moderators: Exploring the impact of geopolitical risk on capital structure decisions. *International Review of Financial Analysis*, 93, 103188.
- Yousefi, H., & Yung, K. (2022). Financial flexibility and economic policy uncertainty: Evidence from firm behavior and firm value. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 33(1), 11-22.
- Yu, W., & Jin, X. (2024). Economic policy uncertainty and firm performance: Evidence from the energy-intensive industry in China. *Energy & Environment*, 35(2), 815-832.
- Yu, X., & Zhao, L. (2024). Textual disclosure complexity and analysts' weighting of information. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 20(1), 100395.
- Yuan, T., Wu, J. G., Qin, N., & Xu, J. (2022). Being nice to stakeholders: The effect of economic policy uncertainty on corporate social responsibility. *Economic Modelling*, 108, 105737.
- Yun, Y., & Chun, H. (2021). Economic policy uncertainty and audit effort: evidence from audit hours. *Managerial Auditing Journal*, 36(4), 643-662.
- Yung, K., & Root, A. (2019). Policy uncertainty and earnings management: International evidence. *Journal of Business Research*, 100, 255-267.
- Zeng, J., Zhong, T., & He, F. (2020). Economic policy uncertainty and corporate inventory holdings: evidence from China. *Accounting & Finance*, 60(2), 1727-1757.
- Zhang, M., Xu, H., Tong, L., & Ye, T. (2018). International evidence on economic policy uncertainty and asymmetric adjustment of audit pricing: Big 4 versus non-big 4 auditors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(5-6), 728-756.

أثر المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على إستثمارات الشركات : الدور المعدل لعموض وتعتقد

د. عمرو محمد خميس محمد

Zhao, X., & Niu, T. (2023). Economic policy uncertainty and corporate cash holdings: the mechanism of capital expenditures. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 30(4), 930-950.

Zhou, L., Gozgor, G., Huang, M., & Lau, M. C. K. (2020). The impact of geopolitical risks on financial development: Evidence from emerging markets. *Journal of Competitiveness*, 12(1), 93.