



## أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية

د/ سعاد موسى طنطاوي

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

### ملخص البحث

يتمثل الهدف الرئيس لهذه الدراسة في دراسة أثر المقدرة الإدارية Managerial Ability على العلاقة بين التجنب الضريبي Tax Avoidance وخطر انهيار أسعار الأسهم Stock Price Crash Risk. ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث بفحص عينة من المنشآت المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية بلغت 64 منشأة، والمدرجة على مؤشر EGX 100 خلال الفترة من عام 2014 حتى عام 2019 (بعدد 263 مشاهدة). قد أوضحت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تم تأييد هذه النتيجة عند استخدام معدل الضريبة الفعال، وتأكدت جزئياً عند استخدام الفروق الضريبية. وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة والتي تؤكد على الآثار السلبية للتجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم. كما أوضحت النتائج وجود تأثير إيجابي ومعنوي للمقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تم تأييد هذه النتيجة عند استخدام معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل لأعلى. وتتوافق هذه النتيجة مع نظرية الوكالة والتي تستند إلى قيام المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة بممارسة سلوكيات انتهازية من خلال التبرجح الإداري (Rent Extraction) وحبس الأخبار السيئة (Concealing bad news) وبالتالي زيادة احتمالية خطر انهيار أسعار الأسهم. بينما لاحظ الباحث عدم وجود تأثير معنوي للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تم تأييد هذه النتيجة على مستوى التحليل الأساسي والتحليل الإضافي.

**الكلمات المفتاحية:** المقدرة الإدارية، التجنب الضريبي، خطر انهيار أسعار الأسهم

## **The impact of managerial ability on the relationship between tax avoidance and stock price crash risk: An empirical study**

### **Abstract**

The main objective of this study is to examine the impact of managerial ability on the relationship between tax avoidance and stock price crash risk. To achieve this objective, the researcher examined a sample of 64 companies listed on the Egyptian Stock Exchange and comprised the EGX 100 index for the period from 2014 to 2019. The results showed that tax avoidance has a significant and positive effect on stock price crash risk, and this was confirmed when using the effective tax rate, and partially confirmed when using tax differences. This result is consistent with the agency theory, which suggests that a firm's stock price crash risk increases as a result of tax avoidance. The results also indicated that managerial ability has a positive and statistically significant impact on stock price crash risk, as confirmed when using negative conditional return skewness and down-to-up volatility. This result is consistent with the agency theory, suggesting that managers with higher managerial ability may behave opportunistically by extracting rents from their firms and concealing bad news for an extended period, thereby increasing the probability of stock price crash risk. However, the results revealed that managerial ability has no significant impact on the relationship between tax avoidance and stock price crash risk, which was confirmed in both the main analysis and the additional analysis.

**Keywords:** Managerial ability, Tax avoidance, Stock price crash risk

## 1- الإطار العام للدراسة

### 1-1 مقدمة

يعتبر خطر انهيار أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية مصدر قلق رئيسي للمستثمرين، حيث يقوم على فكرة أن المديرين يميلون إلى حجب الأخبار السيئة مما يسمح بالاحتفاظ بها داخل المنشأة. ومع ذلك، هناك نقطة معينة (نقطة اللاعودة) والتي يصبح عندها حجب الأخبار السيئة مكلفاً للغاية أو مستحيلاً على المديرين (Kothari et al., 2009)، وعندما يتم الوصول إلى هذه النقطة سيتم الإفصاح عن جميع الأخبار السيئة دفعة واحدة، مما يؤدي إلى انخفاض مفاجئ في أسعار الأسهم، وبالتالي يزيد خطر انهيار أسعار الأسهم (Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006).

وهناك مجموعة من الدوافع التي تحفز المديرين على حجب الأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة، والتي من بينها المخاوف والاهتمامات المهنية، وعقود خيارات الأسهم (Cui et al., 2019; Kim et al., 2011; Kothari et al., 2009). كما أكد على ذلك Baginski et al. (2018) بأن المخاوف المهنية لدى المديرين تؤثر على توقيت الإفصاح عن الأخبار السيئة، حيث يميل المدبرون ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة والمهتمين بسمعتهم وتقييمات سوق العمل إلى إخفاء الأخبار السيئة (Holcomb et al., 2009).

وعلى مستوى التجنب الضريبي، والذي يُعد بمثابة إحدى السياسات التي تعتمد عليها الإدارة لتعظيم الربحية، توجد آراء متباينة بشأن آثار التجنب الضريبي، حيث يرى البعض أن التجنب الضريبي يعزز من قيمة المنشأة لأنه يزيد التدفقات النقدية للمساهمين ويقلل من الضرائب المدفوعة للسلطات الضريبية. إذ يرغب المساهمون في تخفيض مدفوعات الضرائب إلى الحد الأدنى ويطالبون المديرين بالانخراط في التجنب الضريبي طالما أن فوائده تتجاوز تكاليفه (Khuong et al., 2020; Park et al., 2016; Hanlon & Heitzman, 2010; Desai & Dharmapala, 2009). ومن ناحية أخرى، يرى البعض الآخر أن التجنب الضريبي يؤدي إلى مشاكل وكالة بين الإدارة والمساهمين، حيث يمكن للإدارة استخدام التجنب الضريبي لتحقيق مكاسب شخصية، من خلال حجب الأخبار السيئة عن المستثمرين الخارجيين بحجة تخفيض الالتزامات الضريبية والمبالغة في الأداء المالي مما يؤدي إلى احتمال حدوث زيادة في التلاعب بالمعلومات وبالتالي عدم تماثلها وعدم شفافية التقارير المالية بما يترتب على ذلك من وجود خطر انهيار أسعار الأسهم (Kim et al., 2011).

وبالإضافة إلى ما سبق، يمكن للمديرين الذين يتمتعون بمقدرة إدارية مرتفعة على إدارة الموارد بكفاءة، والانخراط بشكل أكبر في التجنب الضريبي وذلك لمقدراتهم على مواءمة قرارات العمل بشكل أفضل مع الاستراتيجيات الضريبية، وتحديد فرص التخطيط الضريبي واستغلالها بسهولة أكبر نظراً لفهمهم العميق لبيئة تشغيل منشآتهم (Demerjian et al., 2013 & 2012). وعلى الرغم من ذلك، فقد يُزيد التجنب الضريبي من عدم التأكد بشأن الربحية المستقبلية بما يؤدي إلى زيادة عدم تماثل المعلومات والذي بدوره يؤثر سلباً على سوق رأس المال (Park et al., 2016). كما يتزايد التجنب الضريبي بسبب فصل ملكية المنشأة عن الإدارة، حيث يحاول المديرين تقديم صورة جيدة للمنشأة، كما أنهم يميلون أيضاً إلى تأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة بما يؤدي إلى تراكم الأخبار السيئة من قبل المديرين وعندما تصل إلى ذروتها، يتم الإفصاح عنها دفعة واحدة مما يؤدي إلى انخفاض ملحوظ في أسعار الأسهم. (Guenther et al., 2017; Hutton et al., 2009).

## 1-2 طبيعة المشكلة

يعتبر خطر انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات التي يهتم بها المستثمرون ومديرو المنشآت، خاصة منذ الأزمة المالية لعام 2008، حيث يعتبر حجب المديرين للأخبار السيئة أحد المحددات الرئيسية لانهيار أسعار الأسهم على مستوى المنشأة (Hutton et al., 2009; Bleck & Liu, 2006; Jin & Myers, 2007). إلا أن هناك دراسات تناولت العوامل الداخلية بالمنشأة كقنوات لحجب الأخبار السيئة، بما في ذلك التحفظ المحاسبي (Kim & Zhang, 2016)، والتجنب الضريبي (Kim et al., 2011)، والملكية الإدارية (Park & Song, 2018)، وسياسة الإفصاح (Song, 2015).

ومع ذلك، فإن نظرية المستويات العليا Upper Echelons Theory تشير إلى أن خصائص المديرين الفردية، التي تشكلت من خلال قيمهم وقدرتهم المعرفية وخبرتهم، قد يكون لها تأثير كبير على سياسات المنشأة بخلاف العوامل الداخلية للمنشأة (Hambrick & Mason, 1984). وبالتالي، قد يكون للمقدرة الإدارية للمديرين تأثير مباشر على السياسات الإستراتيجية للمنشآت مثل توقيت إصدار الأخبار السيئة وخطر انهيار أسعار الأسهم (Liu & Lei, 2021).

علاوة على ما سبق، ففي إطار نظرية الوكالة، قد يتخذ مديرو المنشآت القرارات المتعلقة بالتجنب الضريبي كقناع لتحقيق مصالحهم الشخصية بدلاً من مصالح المساهمين. وعندما ينخرط المديرين في التجنب الضريبي، فإنهم يكونون بحاجة إلى إخفاء القصد الأساسي للمعاملات التي تخفض الإنفاق الضريبي للمنشأة بما يسمح لهم بالانخراط في السلوكيات الانتهازية الإدارية، وحجب

الأخبار السيئة داخل المنشأة، والتلاعب بالأرباح وممارسة أنشطة تحويل الموارد Rent Diversion لتحقيق مصالحهم الذاتية (Lennox et al., 2013; Desai et al., 2007)

واستناداً لما سبق، تُسهل أنشطة التجنب الضريبي على المديرين عمليات الترحيح الإداري Rent Managerial Extraction وسلوكيات حجب الأخبار السيئة المرتبطة بعمليات المنشأة لفترة طويلة، بما يزيد من احتمالية حدوث انهيار في أسعار الأسهم. (Kim et al., 2011)

ومن الجدير بالذكر، أن هناك وجهتي نظر حول كيفية تأثير المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم للمنشأة، حيث تستند الأولى إلى نظرية الوكالة والتي في ظلها يُزيد المديرون ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة من احتمالية حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، بما لديهم من دوافع قوية لحجب أو اكتناز الأخبار السيئة (Cui et al., 2019)، والقيام بعمليات تمهيد الدخل (Baik et al., 2020) وبالتالي زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.

أما وجهة النظر الأخرى فإنها تستند إلى أن المقدرة الإدارية تكون مرتبطة بزيادة كفاءة المنشأة، وبالتالي تدعم العلاقة السلبية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم. إذ يُعتقد أن المدير ذو المقدرة الإدارية المرتفعة لديه المقدرة على إدارة موارد المنشأة بكفاءة بما يُزيد من قيمة المنشأة وجودة المعلومات المالية وبالتالي انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم. ويستند هذا الرأي إلى أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة مرتبطين بعدد أقل من إعادة إصدار التقارير المالية (Demerjian et al., 2013)، والتعامل مع عدم التأكد في الاستثمارات المحفوفة بالخطر كالاستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات (Yuan et al., 2019). كما أظهر Huang & Sun (2017) أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة يتمتعون بمقدرة أفضل على تخفيض التأثير السلبي لإدارة الأرباح الحقيقية على أداء المنشأة في المستقبل.

وبالنظر إلى هذه الآراء المتباينة، يمكننا أن نتوقع أن يكون للمقدرة الإدارية آثار إيجابية وأخرى سلبية على خطر انهيار أسعار الأسهم للمنشأة. لذا يتناول الباحث في هذه الدراسة أثر التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى التركيز على المقدرة الإدارية كأحد العوامل الرئيسية لخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أن العوامل الخاصة بالمديرين سيكون لها أثر مباشر على خطر انهيار أسعار الأسهم، وبالتالي على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. ونظراً لندرة الدراسات السابقة في الدول النامية وفقاً لمعلومات الباحث، فإن ذلك يفتح الباب أمام العديد من البحوث لاستكشاف الواقع في تلك الدول. وبالتالي، يحاول الباحث من خلال هذه الدراسة الإجابة عن التساؤلات التالية:

- إلى أي مدى يؤثر التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية؟
- إلى أي مدى تؤثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية؟
- إلى أي مدى تؤثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية؟

### 1-3 أهداف الدراسة

تتمثل أهداف الدراسة الرئيسية في:

- قياس أثر التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- قياس أثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- قياس أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم.

### 1-4 أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية القضية البحثية التي تتناولها والتي تتعلق بتوضيح أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وسوف تقدم هذه الدراسة دليلاً عملياً من بيئة الأعمال المصرية عن أثر كل من التجنب الضريبي والمقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي تُعد نتائج هذه الدراسة مفيدة لكل من مديري المنشآت، وأصحاب المصالح، والمساهمين، ومنظمي مهنة المحاسبة والمراجعة، والسلطات الضريبية، والهيئة العامة للرقابة المالية فيما يتعلق بالآثار المحتملة للمقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

### 1-5 منهج الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة سيتم إجراء تحليل نظري لخطر انهيار أسعار الأسهم والمقدرة الإدارية والتجنب الضريبي، ثم يتم إجراء تحليل للدراسات السابقة من أجل اشتقاق الفروض الخاصة بالدراسة، وبعد ذلك يتم إجراء الدراسة التطبيقية لإختبار الفروض التي أسفرت عنها الدراسة النظرية، حيث يتم إجراء الدراسة التطبيقية على عينة من المنشآت المسجلة ببورصة الأوراق المالية المدرجة على مؤشر EGX 100 خلال الفترة من عام 2014 حتى 2019 في بيئة الأعمال المصرية.

## 1-6 خطة الدراسة

- فى ضوء مشكلة الدراسة، وأهدافها، واختبار فروض الدراسة، سوف يتم استكمال البحث من خلال التعرض للجوانب التالية:
- 2- خطر انهيار أسعار الأسهم.
  - 3- أثر التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم.
  - 4- أثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
  - 5- أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم.
  - 6- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض.
  - 7- الدراسة التطبيقية.
  - 8- مناقشة النتائج.
  - 9- الخلاصة والنتائج والتوصيات.
  - 10- الأبحاث المستقبلية.

## 2- خطر انهيار أسعار الأسهم

يعد انهيار أسعار الأسهم أحد العوامل الهامة التي تضر بالمشاركين في سوق رأس المال وتعيق من عملية اتخاذ القرار الرشيد. لذلك أصبحت العوامل التي تسبب خطر انهيار أسعار الأسهم محل اهتمام المستثمرين والأكاديميين والمهنيين (Park & Jung, 2017).

وقد قدم العديد من الباحثين تعريفات مختلفة لخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث عرفه Chen et al. (2001) على أنه خطر انخفاض سعر سهم المنشأة فجأة بشكل كبير في فترة قصيرة. كما عرفه Hutton et al. (2009) على أنه ظاهرة تهبط فيها أسعار الأسهم بسبب الإفراط في المعلومات السلبية المفصحة عنها مرة واحدة بعد تراكم الأخبار السيئة داخل المنشآت. وقد أشار DeFond et al. (2015) إلى أن تحقق خطر انهيار أسعار الأسهم يحدث نتيجة تكرار تحقق عوائد سلبية شديدة لأسهم المنشأة. كما أشار Dang et al. (2018) إلى أن انهيار أسعار الأسهم يحدث نتيجة الانهيار الشديد في قيمة الأسهم والذي يتسبب في انخفاض حاد في ثروة المساهمين، ويشكل هذا الخطر مصدر قلق كبير للمستثمرين والمنشآت على حد سواء لأنه يؤثر على إدارة الخطر واتخاذ قرارات الاستثمار. وأخيراً عرفه Garg et al. (2020) على أنه الانحراف السلبي الشديد في توزيع عوائد الأسهم.

بناءً على ما سبق، ورغم تعدد تعريفات خطر انهيار أسعار الأسهم إلا أنها تتضمن نفس المضمون مع اختلاف طريقة العرض. ولذلك يمكن القول بأن خطر انهيار أسعار الأسهم يتمثل في انخفاض حاد في قيمة الأسهم نتيجة حجب الأخبار السيئة المتعلقة بالمنشأة والإفصاح عنها مرة واحدة بما يؤثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل أصحاب المصالح.

وقد ركز العديد من الدراسات على خصائص المنشآت كأحد العوامل الداخلية المؤثرة على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أظهر (Kim et al., 2011) أن التجنب الضريبي، وهو سلوك انتهازي لإخفاء المعلومات السيئة المتعلقة بالمنشأة، يرتبط ارتباطاً إيجابياً بخطر انهيار أسعار الأسهم. كما قام (Kim and Zhang (2016 بتحديد العلاقة بين التحفظ المحاسبي للتقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أظهر تحليل هذين الباحثين أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي كلما قل احتمال حدوث انهيار في أسعار الأسهم المستقبلية في بيئة ذات عدم تماثل كبير في المعلومات. بالإضافة إلى أنه كلما زادت قابلية المعلومات المالية للمقارنة، كلما قلت احتمالية تراكم الأخبار السيئة داخل المنشأة، بما يخفف من خطر انهيار أسعار الأسهم (Jo et al., 2015)، كما أشار (Park and Song (2018 إلى أن الملكية الإدارية بالمنشأة ترتبط سلباً بخطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية.

كما تعد سياسة الإفصاح التي تتبعها المنشأة أحد العوامل الداخلية الهامة المتعلقة بانحياز أسعار الأسهم، حيث أظهر عدم التأكد وغموض المعلومات المالية علاقة إيجابية مع خطر انهيار أسعار الأسهم (Song, 2015; Hutton et al., 2009). كما أن التقارير الإعلامية الإيجابية تقلل من احتمالية خطر انهيار أسعار الأسهم (Zhu et al., 2017)، بالإضافة إلى أن تطبيق المنشأة للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يؤدي إلى زيادة شفافية ووضوح هذه التقارير مما يحد من خطر انهيار أسعار الأسهم (DeFond et al., 2015). كما أن قرارات الاستثمار دون المستوى التي يتخذها مديرون ذوي مقدرة إدارية مرتفعة قد تجبرهم على حجب الأخبار السيئة المتعلقة بهذه الاستثمارات مما يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم (Habib & Hasan, 2017).

علاوة على ما سبق، قام بعض الباحثين بدراسة العوامل الخارجية المؤثرة على انهيار أسعار الأسهم، حيث أشار (Chang et al. (2017 إلى أن زيادة سيولة الأسهم يدفع المديرين إلى حجب الأخبار السيئة خوفاً من أن يؤدي الإفصاح عنها إلى بيع المستثمرين العابرين لها مما يترتب عليه زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم. علاوة على ذلك، قد تساهم زيادة تغطية المحللين الماليين للمنشآت في تقليل خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال دورها في تقليل عدم تماثل المعلومات



المرتبطة بالمنشأة لدى المستثمرين في سوق الأوراق المالية (He et al., 2019 ; Kim et al., 2019 ; Habib et al. 2018; Xu et al., 2013). كما أكد (Jin and Myers (2006) على وجود علاقة إيجابية بين خطر انهيار أسعار الأسهم وغموض سوق الأوراق المالية.

بناء على ماسبق، يتضح أن هناك عوامل داخلية وأخرى خارجية يمكن أن تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تتمثل العوامل الداخلية في التجنب الضريبي، والتحفيز المحاسبي، ومدى قابلية المعلومات المالية للمقارنة، وسياسة الإفصاح المتبعة، ومدى تطبيق المعايير المحاسبية، والملكية الإدارية، أما العوامل الخارجية فإنها تتمثل في زيادة سيولة الأسهم، ومدى تغطية المحللين الماليين، وغموض سوق الأوراق المالية.

علاوة على ما سبق، أشار (Jin and Myers (2006) بأنه في ظل عدم تماثل المعلومات، يمكن للمديرين تجميع وتخزين الأخبار السيئة، حيث يزداد غموض التقارير المالية بالتوازي مع كمية الأخبار السيئة التي يتم حجبها، كما أن مقدرة المديرين على إخفاء الأخبار السيئة ليست بلا حدود؛ فعندما تتجاوز هذه الأخبار المتراكمة نقطة معينة، يتم الإفصاح عنها مرة واحدة، مما يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم (Guenther et al., 2016; Hutton et al., 2009). وقد أكد على ذلك حسين (2020) حيث أشار إلى أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين خطر انهيار سعر سهم المنشأة وغموض التقارير المالية، حيث يتطلب الأمر ضرورة وجود رقابة داخلية فعالة لإعداد تقارير مالية تتمتع بالشفافية والموثوقية مما سينعكس بدوره على الحد من احتمال حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم. كما أشار (Andreou et al. (2021 إلى أن غموض التقارير المالية يدعم العلاقة بين حجب الأخبار السيئة وخطر انهيار أسعار الأسهم، ولم يؤيد نظرية الوكالة كتفسير لظاهرة خطر انهيار أسعار الأسهم.

ومن الجدير بالذكر، أن هناك عوامل أخرى بخلاف غموض التقارير المالية قد تؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم، منها الطبيعة الأساسية لعمليات المنشأة (مثل: شركات الموارد المعدنية عندما حدث انهيار لأسعار النفط قبل بضع سنوات)، وشركات التأمين التي تتحمل مطالبات كبيرة جداً، والتحويلات في البيئة التنافسية، والتعرض لمثل هذه الأحداث قد يختلف باختلاف طبيعة أسهم المنشآت (Habib et al., 2018). ومع ذلك، من منظور المستثمر، يمكن أن يتسبب عدم تجانس اعتقادات المستثمرين Heterogeneous Investor Belief في انهيار أسعار الأسهم، حيث يمكن للمديرين حجب الأخبار السيئة بسهولة أكبر عندما يكون هناك تباين كبير في اعتقاد المستثمرين، حيث يتم مزاحمة المستثمرين المتشائمين (Bearish Investors) من قبل المستثمرين المتفائلين

(Bullish Investors) عندما يكون حجم التداول مرتفعاً، مما يؤدي الإفصاح عن الأخبار السيئة (Liu & Lei , 2021; Habib et al.,2018). كما أثبتت (Yonghong et al. (2021 أن زيادة اعتقادات المستثمرين غير المتجانسة تؤدي إلى تقاوم خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يكون لها دوراً وسيطاً في تأثير تحيز توقعات المحللين الماليين على خطر انهيار أسعار الأسهم.

### 3- أثر التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم

يمنح التجنب الضريبي فرصاً للمديرين لممارسة الأنشطة التي يتم تصميمها لإخفاء الأخبار السيئة وتضليل المستثمرين (Desai & Dharmapala, 2006). وفي ظل الهدف الظاهري للتجنب الضريبي المتمثل في تخفيض الالتزامات الضريبية للمنشأة، يمكن للمديرين التلاعب بالأرباح وإخفاء الأخبار السيئة باستخدام تقنيات التخطيط الضريبي. إذ يمنع إخفاء هذه الأخبار المستثمرين وأصحاب المصالح ومجلس الإدارة من اتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب أو تصفية المشروعات التي تحقق صافي قيمة عالية سالبة مبكراً، حيث يتم الاحتفاظ بها لفترة طويلة ويتراكم أداؤها السيئ بمرور الوقت، حتى يحدث انهيار في أسعار الأصول (Bleck & Liu, 2007). كما أن الافتقار إلى شفافية المعلومات يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تمكين مديري المنشآت من إخفاء الأخبار السيئة وتجميعها (Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006).

وقد عرف (Hanlon and Heitzman (2010 التجنب الضريبي على أنه تخفيض الضرائب المفروضة لكل دولار من الأرباح المحاسبية قبل الضرائب أو التدفقات النقدية. كما أوضح Desai and Dharmapala (2006) أن الفروق الإيجابية في الضرائب الدفترية (Book-Tax Gap) (أي الفروق بين الدخل المحاسبي والدخل الضريبي) تعكس سلوك التجنب الضريبي. كما يُعرف التجنب الضريبي بأنه الاستخدام القانوني للنظام الضريبي لتحقيق المصالح الشخصية، وأنه لكي يتم تخفيض مبلغ الضريبة المستحقة يتم اللجوء إلى الوسائل المنصوص عليها في القانون ذاته (Pasternak & Rico, 2008). كما يعتبر التجنب الضريبي سلوكاً قانونياً وفعالاً لتخفيض العبء الضريبي من خلال العقود أو المعاملات غير المعقولة اقتصادياً، واستغلال عدم وجود تشريعات معينة (Park et al., 2016).

يتضح مما سبق تعدد تعريفات التجنب الضريبي إلا أنها تتناول جميعها كيفية استغلال المديرين للثغرات القانونية لتقليل الإلتزامات الضريبية التي تتحملها المنشأة إما لزيادة قيمة المنشأة أو لتحقيق مصالح شخصية لهم.

وقد أوضح (Kim et al. (2011) أن هناك وجهتي نظر بديلتين حول ممارسات التجنب الضريبي، حيث تتمثل الأولى في أن المديرين يقومون بأنشطة التجنب الضريبي بغرض تقليل الالتزامات الضريبية على المنشآت، وبالتالي تعتبر أنشطة التجنب الضريبي من وجهة نظر المستثمرين مضيعة للقيمة، ويجب تحفيز المديرين وتعويضهم عن الانخراط في مثل هذه الأنشطة. وقد أكد على ذلك (Khuong et al. (2020) حيث أشار إلى أن الارتباط الإيجابي بين التجنب الضريبي وقيمة المنشأة ينشأ عندما تتوافق مصالح مديري المنشآت بشكل جيد مع مصالح المساهمين. ويعني هذا أن المنشآت التي لديها خطة حوافز قوية ومناسبة للمديرين هي في وضع أفضل لجني فوائد التجنب الضريبي. وبالرغم من ذلك، لم يجد (Desai and Dharmapala (2009) علاقة بين التجنب الضريبي وقيمة المنشأة بشكل مباشر؛ بينما تتضح العلاقة الإيجابية بينهما بالنسبة للمنشآت ذات الملكية المؤسسية المرتفعة، حيث أن جودة حوكمة الشركات تحدد سلوك التجنب الضريبي. وبالتالي فإن التجنب الضريبي له فائدة في بيئة تعمل فيها الرقابة بشكل فعال على تقييد الانتهازية الإدارية التي توفرها أنشطة التجنب الضريبي.

ومن ناحية أخرى، لا تأخذ وجهة النظر السابقة في الاعتبار فائدة التجنب الضريبي فقط، ولكن أيضاً التكاليف المباشرة وغير المباشرة للتجنب الضريبي، حيث تتمثل التكاليف المباشرة في الوقت والموارد البشرية والموارد التي يتم إنفاقها على الاستراتيجيات الضريبية وتكاليف إعداد التقارير المالية. بينما تشمل التكاليف غير المباشرة كلا من التكاليف السياسية، وتكاليف الوكالة، والمخاوف المتعلقة بالسمعة، والتأثيرات على التقارير المالية (Koester et al., 2017; Park et al., 2016).

وتتضمن وجهة النظر الأخرى للتجنب الضريبي المزيد من مشاكل الوكالة بين المديرين وأصحاب المصالح، حيث أن الإجراءات المعقدة للتجنب الضريبي يمكن أن تزود الإدارة بالأدوات والأفئدة والمبررات للسلوكيات الانتهازية، كالتلاعب بالأرباح والمعاملات مع الأطراف ذات العلاقة، وأنشطة تحويل الموارد الأخرى، حيث يكون التجنب الضريبي والتربح الإداري مكملين لبعضهما البعض (Kim et al., 2011; Desai & Dharmapala, 2006). ونتيجة لذلك فمن المرجح أن يتجنب/يمتنع المستثمرون عن الاستثمار في المنشآت التي تتخبط في التجنب الضريبي خوفاً من خطر انهيار أسعار الأسهم، على الرغم من الجهود المشروعة للمنشآت لتقليل النفقات الضريبية وتعزيز التدفق النقدي المتاح للمساهمين (Garg et al., 2020).

ومن الجدير بالذكر، أنه يمكن أن يؤدي التجنب الضريبي إلى زيادة الخطر الذي تتعرض له المنشأة، حيث أظهر (Hasan et al., 2014) أن المنشآت التي تقوم بالتجنب الضريبي بصورة كبيرة يعتبرها المقرضون منشآت أكثر خطورة ولديها معدلات فائدة عالية. لذا فإن التجنب الضريبي يعني زيادة تكاليف الديون. كما أشار (Chen et al., 2019) إلى أن هناك ارتباطاً سلبياً بين التجنب الضريبي وأداء المنشأة لأنه يعقد العمليات التنظيمية، ويسهل الانتهازية الإدارية، ويؤدي إلى تقاوم مشاكل الوكالة. ومع ذلك، فإنه في ظل وجود آليات حوكمة مناسبة، يتم كبح مشاكل الوكالة والانتهازية الإدارية، مما يساعد المنشآت على الاستفادة بشكل أكبر من التجنب الضريبي (Kim et al., 2011; Jimenez-Angueira, 2018). كما يترتب على التجنب الضريبي اقتتاع السلطات الضريبية بعدم الموثوقية في مدفوعات الضرائب المستقبلية للمنشأة. كما يعتبر حجم التجنب الضريبي مؤشراً بارزاً لخطر استثمارات المنشأة (Salehi et al., 2019).

علاوة على ما سبق، يتطلب التجنب الضريبي استخدام هيكل إفصاح يتسم بالتعقد والغموض حتى لا تتمكن السلطات الضريبية من اكتشافه بما يؤدي إلى زيادة عدم التأكد فيما يتعلق بالتدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة وعدم شفافية المعلومات المالية (Guenther et al., 2016; Desai & Dharmapala, 2009). كما يسمح التأثير السلبي للتجنب الضريبي على بيئة المعلومات وهيكل التقارير المالية للمنشأة للمديرين بالانحراف عن السياسات التي تهدف إلى تعظيم ثروة المساهمين وحجب الأخبار السيئة وتجميعها داخل المنشأة. في مثل هذه الحالة، سيزداد خطر انهيار أسعار الأسهم. (Khuong et al., 2020; Guenther et al., 2016; Kim et al., 2011)

#### 4- أثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم

يعتبر خطر انهيار أسعار الأسهم مصدر قلق رئيسي للمستثمرين، ولذلك يعتبر البحث في هذا المجال ذا أهمية لأسواق رأس المال. حيث تؤدي زيادة ظاهرة انهيار أسعار الأسهم إلى تشاؤم المستثمرين بشأن الاستثمار في سوق الأوراق المالية وسحب استثماراتهم. كما تعتمد قرارات الاستثمار على مدى وجود عدم تماثل في المعلومات ومشاكل الوكالة المتعلقة بالمنشأة. لذلك فإن المقدرة الإدارية للمديرين يمكن أن تزيد من كفاءة الاستثمار بالمنشأة عن طريق الحد من مشاكل عدم تماثل المعلومات والوكالة، وبالتالي توفير الاستخدام الأمثل للموارد والمساءلة والشفافية (Mohammadi & Salehi, 2017).

ويسمح عدم تماثل المعلومات للمديرين بالانخراط في السلوكيات الانتهازية وحجب الأخبار السيئة وتجميعها لفترة طويلة، بما يؤدي إلى المبالغة في تقدير أسعار الأسهم بدرجة كبيرة والتي

سيترتب عليه تكوين فقاعة Bubble عندما تصل الأخبار السيئة المتراكمة إلى نقطة تحول Tipping point، سيتم إطلاقها فجأة في سوق الأوراق المالية دفعة واحدة، مما يؤدي إلى انفجار الفقاعة وانهيار أسعار أسهم المنشأة (Hutton et al., 2009; Kothari et al., 2009; Jin & Myers 2006).

وتستخدم الدراسات الحديثة مقاييس مركبة للجودة الإدارية بدلاً من الخصائص الديموغرافية للمديرين. فقد اقترح (Demerjian et al. (2012) مقياساً جديداً للمقدرة الإدارية بناءً على كفاءة المديرين في تحويل موارد المنشأة (المدخلات) إلى مخرجات، حيث يتم تحديد وقياس قدرة المديرين كأحد الأصول غير الملموسة. كما يميز هذا المقياس بين الكفاءة التي يولدها المديرين والكفاءة التي يمكن أن ترجع إلى الخصائص الخاصة بالمنشأة، بالإضافة إلى أنه يستند على المعلومات المحاسبية. ويتم قياس المقدرة الإدارية على مرحلتين: المرحلة الأولى تحليل مغلف البيانات (DEA) Data Envelope Analysis لتحديد مدى كفاءة إدارة موارد المنشأة في توليد إيرادات مقارنة بمثلتها في الصناعة، أما المرحلة الثانية فإنه يتم تحديد جزء من كفاءة المنشأة المنسوب إلى الفريق التنفيذي للمنشأة باستخدام Tobit Regression.

وقد عرف (Demerjian et al. (2012; p.1229) المقدرة الإدارية على أنها " المقدرة على زيادة قيمة المنشأة من خلال استخدام الموارد المحدودة بكفاءة في جميع مراحل العمليات التجارية الخاصة بالمنشأة، أي تعظيم كفاءة الموارد المستخدمة"، بمعنى أن المديرين الأكثر مقدرة يكون لديهم إدراك أفضل لاتجاهات التكنولوجيا والصناعة، والتنبؤ بشكل موثوق بالطلب على المنتجات، والاستثمار في المشروعات ذات القيمة الأعلى، وإدارة موظفيهم بشكل أكثر كفاءة من المديرين الأقل قدرة.

وبالإضافة إلى ما سبق، قد أوضح (Cui et al. (2019) أن هناك وجهتي نظر تناولت أثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث تتمثل وجهة النظر الأولى في أن هناك علاقة إيجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم، إذ أوضح (Ali et al. (2019) أن المديرين يكون لديهم القدرة على حجب الأخبار السيئة في السنوات الأولى من عملهم أكثر من السنوات اللاحقة. ونظراً لأن المستثمرين يُقيمون المقدرة الإدارية بناءً على المعلومات المتاحة لهم، فقد يتحمل المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة تكاليف كثيرة (تخفيض في المكافآت، ومكافآت خيارات الأسهم، وانتهاء خدمة العمل) بعد الإفصاح عن الأخبار السيئة. لذلك، يواجه المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة دوافع أقوى لتأخير الإفصاح عن الأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة.

علاوة على ذلك، يمتلك المديرون ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة معرفة فائقة بمعلومات عن عمليات منشأتهم، ومن ثم يُتوقع منهم إخفاء الأخبار السيئة بسهولة أكبر من خلال مجموعة من الأنشطة المعقدة.

علاوة على ما سبق، فإن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة والذين يهتمون بتقييمهم في سوق العمل هم أكثر عرضة لحجب الأخبار السيئة من خلال معرفتهم المهنية الفائقة بالمعلومات التشغيلية والانخراط في المزيد من أنشطة المخاطرة؛ مما يؤدي إلى احتمال أكبر لانهايار أسعار الأسهم وخاصة في بيئة معلومات تتسم بالفقر (Baik et al., 2020; Cui et al., 2019; Koester et al., 2017). كما أضاف (Mohammadi and Salehi (2017) بأن العلاقة الإيجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم قد ترجع إلى عدم قدرة المديرين على تحليل الظروف الحالية والمستقبلية للمنشأة والصناعة، واستخدام ذكائهم وموهبتهم لتحقيق عوائد شخصية، وزيادة عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة، وعدم الإفصاح الاختياري عن المعلومات في التقارير المحاسبية، وتقلبات سوق رأس المال ووجود هيكل حكومي مهيمن على النظام الاقتصادي.

يتضح مما سبق، أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة لديهم دوافع (الاهتمام بتقييم سوق رأس المال، والتخوف من تكاليف الإفصاح عن الأخبار السيئة المتعلقة بعمليات المنشأة) وقدرة أكبر على حجب الأخبار السيئة لثقتهم في خياراتهم الاستثمارية واعتقادهم بقدرتهم على تحقيق أفضل النتائج في المستقبل، مما يؤدي إلى ارتفاع احتمالية انهيار أسعار الأسهم.

وفي المقابل، تتمثل وجهة النظر الأخرى في وجود علاقة سلبية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أشار (Yuan et al. (2019 إلى أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة لديهم مخاوف وظيفية أقل، ومهارات فائقة في التعامل مع الاستثمارات التي يشوبها عدم التأكد كالاستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، حيث أن الاستثمار في أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات استثماراً ينطوي على عدم تأكد من حيث عائده ويستغرق وقتاً ليؤتي ثماره. نتيجة لذلك، فمن المتوقع أن تواجه المنشآت احتمالية أقل لوجود مشروعات تحقق خسائر وبالتالي تكون مرتبطة بخطر أقل لانهايار أسعار الأسهم. ويؤكد على ذلك (Hunjra et al. (2020 حيث تتمتع المنشآت التي لديها المزيد من أنشطة المسؤولية الاجتماعية بالمعايير الأخلاقية للمجتمع من خلال إظهار سلوك اجتماعي أفضل، بالإضافة إلى زيادة الشفافية في التقارير المالية بما يقلل من حجب الأخبار السيئة وبالتالي يخفف خطر انهيار أسعار أسهمها.

ومن الجدير بالذكر، أن هناك اتجاهاً من الدراسات يعتبر الخصائص المميزة للمديرين هي التي تحدد خيارات قراراتهم فيما يتعلق بحجب الأخبار السيئة باعتبار ذلك المؤشر الأساسي لخطر انهيار أسعار الأسهم (Habib et al., 2018). فقد أوضح (Kim et al., 2016) أنه كلما زادت ثقة المديرين، كلما زاد خطر انهيار أسعار الأسهم، باعتبار أن المديرين المفرطين في الثقة يميلون إلى المبالغة في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية، وإساءة تفسير الاستثمارات ذات صافي القيمة الحالية السلبية كاستثمارات تدريجية، خاصة في بيئة معلومات ذات شفافية منخفضة (يُشار إليها من خلال انخفاض جودة الأرباح، والمراجعة من قبل مراجعين بخلاف Big4، والتشتت الكبير في توقعات الأرباح بواسطة المحللين الماليين، وتقييمات منخفضة للإفصاح عن المعلومات) تسهل أنشطة حجب الأخبار السيئة من قبل المديرين ذوي الثقة المفرطة (Liang et al., 2019). كما تؤثر الخلفية الشخصية للمديرين (التعليم والخبرة العملية والخبرة العسكرية) على خيارات الإفصاح المالي مما يؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم (Bamber et al., 2010).

علاوة على ما سبق، فقد أشار (Andreou et al., 2017) إلى أن المديرين التنفيذيين لديهم دوافع لتأجيل الأخبار السيئة في وقت مبكر من حياتهم المهنية، بما يزيد من احتمال خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أوضح (Al Mamun et al., 2020) أن المديرين التنفيذيين ذوي النفوذ (Power CEOs) لديهم المقدرة على إخفاء الأخبار السيئة، والتي بدورها تؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم. كما تؤدي مشاركة المرأة في مجالس الإدارة بالمنشآت إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم وخاصة في المنشآت ذات حوكمة الشركات الضعيفة، وفي ظل انخفاض المنافسة في سوق الأوراق المالية، وتغطية أقل من قبل المحللين الماليين، وارتفاع الرافعة المالية (Li & Zeng, 2019). وأخيراً، وجد (Chemmanura and Paeglis, 2005) أن المنشآت التي لديها مديرين أفضل وأكثر شهرة تكون لديها قدر أقل من عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية حيث يمكنهم نقل القيمة الجوهرية لمنشآتهم بشكل أكثر مصداقية إلى الأطراف الخارجية.

علاوة على ما سبق، فقد أشار (Habib and Hasan, 2017) إلى أن هناك فرضين لتفسير المقدرة الإدارية هما " التعاقد الفعال Efficient Contracting " و " التريح الإداري Rent Extraction"، حيث يعتمد الفرض الأول على أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة لديهم قدرة فائقة على قياس التوقيت والعوائد الاقتصادية للاستثمارات، فضلاً عن تجميع المعلومات لعمل تقديرات مستقبلية موثوق فيها بالنسبة للخطر والعوائد المرتبطة باستثمارات المنشآت (Demerjian et al., 2013)، مما يترتب عليه انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بالفرض

الثاني، يُزيد التريخ الإداري من خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث قد يتخذ المديرون ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة قرارات استثمارية غير رشيدة مما يؤدي إلى زيادة صافي القيمة الحالية السالبة لهذه الاستثمارات، ويكون لدى هؤلاء المديرين اهتمامات ومخاوف مهنية تجعلهم يقومون بحجب الأخبار السيئة وتخزينها مما يؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.

## 5- أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار

### أسعار الأسهم

يعتبر المديرون هم المسؤولون عن اتخاذ القرارات الاستراتيجية الهامة وتخطيط العمليات في المنشأة، خاصة، في ظل التغيرات السريعة والمنافسة في بيئة الأعمال. كما تحدد استراتيجيات الإدارة المتنوعة التي يضعها المديرون مستقبل المنشأة وبالتالي يكون لها تأثير على القيمة المستقبلية للمنشأة. ويعتبر التجنب الضريبي أحد أهم هذه القرارات الإدارية (Park et al., 2016).

ويحقق التجنب الضريبي منفعة للمستثمرين حيث يؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية كلما تم تخفيض الضرائب المدفوعة للسلطات الضريبية (Gaertner, 2014; Hanlon & Heitzman, 2010). ومع ذلك، هناك خطر تتعرض له المنشآت التي تمارس التجنب الضريبي في مواجهة المصلحة الذاتية للمديرين والتي قد تدفعهم إلى التصرف بشكل انتهازى وتحويل الثروة من المساهمين إلى أنفسهم (Garg et al., 2020). وقد اقترح (Habib et al., 2018) ضرورة فحص ما إذا كانت جودة الإدارة (يقصد بها السمات والانماط الإدارية Managerial traits or styles) يمكن أن تخفف من التأثير السلبي للتجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يُسهل التجنب الضريبي السلوكيات الإدارية الانتهازية للمديرين مثل عمليات التريخ الإداري وحجب الأخبار السيئة داخل المنشأة، وبالتالي تضليل المستثمرين والمساهمين لفترات طويلة حتى تتراكم مع الوقت وتصل في لحظة معينة إلى نقطة تفوق قدرة المديرين على حجب هذه الأخبار وبالتالي يتم الإفصاح عنها دفعة واحدة مما يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم (Koester et al., 2017; Kim et al., 2011; Jin & Myers, 2006)

بناءً على ما سبق، هناك العديد من الدوافع التي تشجع المديرين على حجب الأخبار السيئة والمبالغة في الأداء المالي منها الاهتمامات المهنية، والتي يقصد بها تأثير الإفصاح عن الأخبار السيئة على الحوافز المالية (مثل خطط المكافآت ومكافآت خيارات الأسهم)، بالإضافة إلى الآثار طويلة المدى للإفصاح عن هذه الأخبار على الترقية وفرص العمل المحتملة (Koester et al., 2009; Kothari et al., 2017). كما توجد دوافع غير مالية قد تمثل دافعاً للمديرين لإخفاء



الأداء السيئ للمنشأة مثل بناء الإمبراطورية (Empire Building) والحفاظ على احترام الآخرين (Ball, 2009).

ودعماً للجانب "المظلم" للمقدرة الإدارية، يزداد خطر انهيار أسعار الأسهم للمنشآت التي لديها مديرون ذوي مقدرة إدارية مرتفعة، من خلال عدم كفاءة الاستثمار (Habib & Hasan, 2017). كما قد يقوم المديرون الذين يهتمون بمصالحهم الشخصية بتسهيل المعاملات التي تقلل الضرائب على المنشآت وتحويل موارد المنشأة لتحقيق مكاسب شخصية (Desai et al., 2007). كما أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة في المنشآت المتعثرة يميلون لإعداد تقارير مالية بغرض تعظيم حقوق الملكية والتعامل مع ضغوط إعادة تمويل الديون، مما يؤدي إلى زيادة أتعاب المراجعة (Gul et al., 2018).

ومن الناحية الإيجابية، تعتبر المقدرة الإدارية عاملاً مهماً لأداء المنشأة، حيث أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة يكونون مرتبطين بجودة أعلى للأرباح. كما يكون لديهم فهم أفضل لأعمالهم وأكثر دراية بالظروف الاقتصادية للمنشأة ويتخذون قرارات رشيدة مع إعداد تقديرات ذات موثوقية. علاوة على ذلك، يكون لديهم إمكانية فهم وتطبيق للمعايير المحاسبية المعقدة، مما يؤدي إلى تنبؤ أكثر دقة بالمستحقات (Koester et al., 2017; Demerjian et al., 2013). كما تكون المقدرة الإدارية ذات صلة بقرارات المراجعين الخارجيين، حيث ترتبط المقدرة الإدارية بأتعاب مراجعة أقل واحتمال أقل لإصدار رأى عن مدى استمرارية المنشأة، مما يشير إلى أن المقدرة الإدارية تؤثر على قرارات وأراء المراجعين الخارجيين (Krishnan & Wang, 2015).

علاوة على ما سبق، يمكن للمديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة تقليل عدم تماثل المعلومات مع إمكانية اتخاذ قرارات استثمارية بناءً على معلومات أكثر دقة، وبالتالي انخفاض غموض المعلومات المالية للمنشأة (Baik et al., 2011; Demerjian et al., 2013). إلى جانب ذلك، فإنه في ظل وجود مديرين ذوي قدرة إدارية مرتفعة، تقل احتمالية استخدام المنشآت للتجنب الضريبي كقناع للانخراط في السلوكيات الانتهازية وإخفاء الأخبار السيئة عن عمليات المنشآت، وبالتالي تستخدم الإدارة التجنب الضريبي بشكل أكثر ملاءمة لمصلحة المساهمين، مما يقلل من احتمال خطر انهيار أسعار الأسهم في مثل هذه المنشآت (Garg et al., 2020; Kim et al., 2011).

كما أشار (Garg et al., 2020) إلى أن التأثير المعتدل للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم يعتمد على قناتين أساسيتين، حيث تتمثل القناة الأولى في التأثير الإيجابي للمقدرة الإدارية على بيئة معلومات المنشأة. وقد دعم ذلك كل من

(2013) Demerjian et al. و (2011) Baik et al. بأن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة يقومون بالتقرير عن أرباح ذات جودة أفضل، ويكون أكثر عرضة للإفصاح عن توقعات الأرباح وإصدارها بشكل متكرر. كما تكون توقعات هؤلاء المديرين أكثر دقة بالنسبة للتنبؤات الصادرة عن أقرانهم الأقل قدرة. بينما تتمثل القناة الثانية في التأثير المتزايد للمقدرة الإدارية على تعرض المنشأة للرقابة الخارجية من قبل سوق رأس المال، حيث إن بيئة المعلومات الأكثر ثراءً تُمكن السوق من رقابة القرارات الإدارية بشكل أكثر فعالية. وعلى وجه التحديد، فقد أوضح (2018) Baik et al. أن المقدرة الإدارية للمديرين مرتبطة بتغطية أكبر للمحللين الماليين وأخطاء أقل في توقعاتهم.

## 6- الدراسات السابقة واشتقاق الفروض

تعتبر دراسة (2011) Kim et al. من أولى الدراسات التي تناولت فحص العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى المنشأة، باستخدام عينة من الشركات الأمريكية تبلغ 87162 مشاهدة خلال الفترة 1995 - 2008. وقد تم الاعتماد على ثلاثة مقاييس لقياس التجنب الضريبي والتي تتمثل في الملاذات الضريبية Tax Shelter، ومعدل الضريبة النقدي الفعال على المدى الطويل Run Cash Effective Tax Rate، ومقياس الفروق الضريبية Book-Tax Difference Measure. وقد تم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلي من خلال احتمال الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم Crash Likelihood، ومعامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية Negative Skewness Firm-Specific Weekly Returns (NSEKW)، حيث توصل هؤلاء الباحثون إلى أن هناك ارتباطاً إيجابياً بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم بالمنشآت مع تضائل هذا الارتباط عندما يكون لدى المنشآت آليات رقابة خارجية قوية مثل ارتفاع الملكية المؤسسية، وارتفاع متابعة المحللين الماليين لأخبار المنشأة، ووجود خطر استحواذ كبير من المنشآت المسيطرة على السوق.

وقد تم تأكيد النتيجة التي توصل إليها (2011) Kim et al. من خلال دراسة Foroghi et al. (2012) والتي هدفت إلى التحقق من العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم وأيضاً التحقق من تأثير آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين هذين المتغيرين، وذلك باستخدام عينة من 80 شركة من الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية بطهران خلال الفترة 2001-2009، مع استخدام ملكية المساهمين المؤسسيين ونسبة الأعضاء غير التنفيذيين في مجلس الإدارة كمؤشرات لحوكمة الشركات. كما تم استخدام الفروق الضريبية كمقياس للتجنب الضريبي، واستخدام معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW) كمقياس لخطر انهيار أسعار

الأسهم. وقد توصل الباحثون إلى أن هناك علاقة إيجابية بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم في ظل وجود نظام قوى لحوكمة للشركات، حيث يوجد المزيد من الرقابة على أنشطة المديرين. ونتيجة لذلك، ستقل قدرات وفرص المديرين في عدم الإفصاح عن الأخبار السيئة والاحتفاظ بها داخل المنشأة، وبالتالي انخفاض تأثير التجنب الضريبي على زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.

كما لاحظ (Vaez and Dorseh (2016 وجود تأثير لتخصص مكاتب المراجعة على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. ولاختبار ذلك تم الاعتماد على بيانات 99 شركة مدرجة ببورصة الأوراق المالية بطهران خلال الفترة 2005-2014، مع قياس التجنب الضريبي من خلال الملاذات الضريبية، وقياس خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW). وقد توصل الباحثان إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً للتجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى أن هناك تأثيراً سلبياً لتخصص مكاتب المراجعة على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث يمكن لمكاتب المراجعة تقليل تأثير التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تقليل تراكم الأخبار السلبية وعدم التأكد بشأن المعلومات المالية إلى الحد الذي يصبح فيه التجنب الضريبي مستحيلاً.

كما توصل (Blaufus et al.(2019 إلى أن ردود أسواق الأوراق المالية تختلف اختلافاً كبيراً بين الأخبار المتعلقة بالأنشطة القانونية (التجنب الضريبي) وغير القانونية (التهرب الضريبي) للممارسات الضريبية، وذلك من خلال فحص استجابات سوق الأوراق المالية للأخبار المتعلقة باستراتيجيات ضرائب المنشآت، باستخدام عينة مكونة من 176 عنصراً إخبارياً ضريبياً لعينة من 66 شركة من الشركات الألمانية المدرجة ببورصة الأوراق المالية خلال الفترة 2003-2016. وقد تم قياس التجنب الضريبي من خلال استخدام معدل الضريبة الفعال Effective Tax Rate (ETR) ، واستخدام مقياس عوائد الأسهم غير العادية لقياس استجابة سوق الأوراق المالية. وقد توصل هؤلاء الباحثون إلى أن هناك تأثيراً سلبياً لعوائد الأسهم غير العادية لأخبار التهرب الضريبي، بينما لا يوجد تأثير على عوائد الأسهم غير العادية لأخبار التجنب الضريبي.

كما قام (Salehi et al. (2019 باختبار العلاقة بين التجنب الضريبي والخطر الذي تتعرض له المنشأة متمثلاً في تقلبات أسعار الأسهم في إيران. وقد تم الاعتماد على عينة من 80 شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من 2012-2016. وقد تم قياس التجنب

الضريبي من خلال معدل الضريبة الفعال والفروق الضريبية، كما تم قياس التقلبات في عوائد الأسهم من خلال الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الشهرية للسنة التالية. وقد أظهرت النتائج أن انخفاض معدلات الضرائب الفعالة (التجنب الضريبي) يرتبط بشكل إيجابي بتقلب أسعار الأسهم.

وفي البيئة المصرية، قام حسين (2020)، باختبار العلاقة بين كلٍ من مستوى غموض التقارير المالية، وأداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار لسعر سهم المنشأة، وذلك من خلال عينة مكونة من 47 شركة حاصلة على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة خلال فترة أو أكثر من نطاق فترة الدراسة 2012-2018. وقد تم قياس درجة ممارسات التجنب الضريبي وفقاً لمعدل الضريبة الفعال للمنشأة مع قياس خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال ثلاثة مقاييس: احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة CrashDummy، ومعامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL) Down-to-Up Volatility. وقد توصل الباحث إلى أن هناك علاقة إيجابية لاحتمال حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، مع كلٍ من مستوى غموض التقارير المالية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، بينما يرتبط بعلاقة سلبية مع أداء المسؤولية الاجتماعية.

في ضوء ما تقدم، يُلاحظ الباحث ندرة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم والتي تركز معظمها في دولة إيران. لذا يتوقع الباحث وجود علاقة إيجابية بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، ومن ثم يمكن للباحث اشتقاق الفرض الأول في صيغة فرض بديل غير موجه كما يلي:

**الفرض الأول (H<sub>1</sub>): يؤثر التجنب الضريبي تأثيراً معنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم لمنشآت الأعمال المصرية.**

أما فيما يتعلق بتأثير المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم، فقد قام الباحثان Kazemi and Ghaemi (2016) بفحص العلاقة بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم، باستخدام عينة من 68 شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة 2004-2013. وقد تم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، والعوائد الشاذة لأسهم المنشأة Extreme Sigma. وقد توصل الباحثان إلى وجود علاقة سلبية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم للمنشآت. وقد تم تدعيم هذه النتيجة بواسطة Park and

Jung (2017) باستخدام عينة من المنشآت الكورية في الفترة 2002-2014، بما يشير إلى أن المديرين الذين يتمتعون بقدرة إدارية مرتفعة يقومون بالمزيد من الإفصاح الاختياري للإشارة إلى قدراتهم، بما يخفض من خطر انهيار أسعار الأسهم. كما تأكدت هذه النتيجة في البيئة المصرية بواسطة مليجي (2019) حيث قام بدراسة تأثير المقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على جودة التقرير المالي ودورها في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم. ولتحقيق ذلك تم استخدام عينة من 116 شركة مساهمة من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة 2016-2018، حيث تم الاعتماد عند قياس خطر انهيار أسعار الأسهم على معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL). وقد توصل هذا الباحث إلى أن هناك علاقة سلبية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

وعلى عكس النتائج السابقة، توصل (Habib and Hasan (2017) إلى أن هناك علاقة ايجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم عندما يكون هناك عدم كفاءة في الاستثمار، وذلك باستخدام 76249 مشاهدة للشركات الأسترالية خلال الفترة 1987-2012. كما توصل (Moazen and Bad Avar Nahandi (2017) إلى أن هناك علاقة ايجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على بيانات 124 شركة في بورصة الأوراق المالية بطهران عن الفترة 2009-2014، حيث اعتمد الباحثان عند قياس خطر انهيار أسعار الأسهم على معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW). وقد دعمت النتائج السابقة نظرية الوكالة والتي تستند إلى أن المنشآت التي لديها مديرون ذوي مقدرة ادارية مرتفعة تتخذ قرارات استثمارية غير فعالة، حيث تتبع هذه المنشآت نهجًا انتهازيًا وتستخدم التقارير المالية من أجل إخفاء الأخبار السيئة بما يؤدي إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.

كما أكد العلاقة ايجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم Mohammadi (2017) and Salehi باستخدام عينة من 152 شركة مدرجة في بورصة الأوراق المالية بطهران خلال الفترة من 2006-2015. كذلك توصل (Cui et al. (2019) إلى أن هناك علاقة ايجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار أسهم المنشآت باستخدام عينة من 53148 من الشركات الأمريكية خلال الفترة 1991-2014. وقد تم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال ثلاثة مقاييس: احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (CrashDummy)، ومعامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL). وتتضح هذه العلاقة عندما يكون لدى المديرين اهتمامات وظيفية

أكبر، ولديهم معرفة أفضل بالمعلومات التشغيلية، ويقومون بالمزيد من أنشطة المخاطرة. كما توصل Liu and Lei (2021) إلى أن المقدرة الإدارية ترتبط بشكل إيجابي بخطر انهيار أسعار الأسهم عندما تزداد الثقة الإدارية لدى المديرين في ظل الضعف المادي في الضوابط الداخلية للمنشآت، وزيادة عدم التجانس في اعتقادات المستثمرين ووجود عدم تماثل معلوماتي مرتفع، وقد تم ذلك باستخدام عينة من 24,289 شركة من الشركات المدرجة في قاعدة بيانات Compustat وCRSP في الفترة 1994-2018. وقد تم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الاعتماد على معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL).

في ضوء ما تقدم، يُلاحظ الباحث تعارض نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم. ونظراً لأهمية خطر انهيار أسعار الأسهم بالنسبة للمستثمرين في سوق رأس المال، فإن تحليلنا سيتناول دور المقدرة الإدارية كعامل مهم في التأثير على خطر انهيار أسعار الأسهم. ولذلك يتوقع الباحث وجود علاقة إيجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم، ومن ثم يمكن للباحث اشتقاق الفرض الثاني في صيغة فرض بديل غير موجه كما يلي:

**الفرض الثاني (H<sub>2</sub>): تؤثر المقدرة الإدارية تأثيراً معنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم لمنشآت الأعمال المصرية.**

وأخيراً، فيما يتعلق بأثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد هدف (Khajavi et al. (2018 إلى فحص العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المدرجة في بورصة طهران بالإضافة إلى دراسة دور المقدرة الإدارية في العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تم ذلك بالاعتماد على عينة من 103 منشأة خلال الفترة 2008-2015. ولقياس خطر انهيار أسعار الأسهم تم استخدام معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، والعوائد الشاذة لأسهم المنشأة، مع استخدام معدل الضريبة الفعال لقياس التجنب الضريبي. وتشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن المقدرة الإدارية ليس لها دور معدل في العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عكس ما توصل إليه (Garg et al. (2020 حيث هدف هؤلاء الباحثون إلى فحص ما إذا كانت المقدرة الإدارية يمكن أن تخفف من الارتباط الإيجابي بين التجنب الضريبي

وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك باستخدام عينة تتكون من (37179) مشاهدة للشركات الأمريكية المسجلة ببورصة الأوراق المالية خلال الفترة 1980-2016. وقد تم الاعتماد على ثلاثة مقاييس لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم والتي تتمثل في: احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة CrashDummy، ومعامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSEKW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل إلى أعلى (DUVOL). وقد تم استخدام مقاييس مختلفة لقياس التجنب الضريبي منها الملاذات الضريبية، ومعدل الضريبة الفعال، ومعدل الضريبة النقدي الفعال، والفروق الضريبية. وقد توصل هؤلاء الباحثون إلى أن هناك علاقة إيجابية بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه Kim et al.(2011)، ولكن المديرين الأكثر قدرة يضعفون العلاقة الإيجابية بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم بما يشير إلى أن المنشآت التي تمارس أنشطة التجنب الضريبي ويكون لديها مديرين ذوي مقدرة إدارية مرتفعة تكون أقل عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم.

في ضوء ما تقدم، يُلاحظ الباحث ندرة الدراسات السابقة التي تناولت دور المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي فإن تحليلنا يركز على دور المقدرة الإدارية كعامل مهم في التأثير على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. ومن ثم يمكن للباحث اشتقاق الفرض الثالث في صيغة فرض بديل غير موجه كما يلي:

**الفرض الثالث (H3): تؤثر المقدرة الإدارية تأثيراً معنوياً على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم لمنشآت الأعمال المصرية.**

## 7- الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث وتحقيق أهداف البحث، وسيتم ذلك من خلال تناول كل من عينة الدراسة ومصادر الحصول على البيانات، وقياس متغيرات الدراسة، وصياغة نماذج البحث اللازمة لاختبار الفروض، ونتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، واختبار فروض الدراسة، واجراء التحليل الإضافي، وأخيراً تحليل العلاقة السببية العكسية المحتملة.

### 7-1 عينة الدراسة ومصادر الحصول على البيانات

لاختبار فروض الدراسة اعتمد الباحث على عينة من المنشآت المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المالية المصرية المدرجة بمؤشر EGX100 خلال الفترة من عام 2014 حتى 2019. وقد قام الباحث بالحصول على التقارير المالية للمنشآت من شركة مصر لنشر المعلومات والمواقع الإلكترونية للمنشآت بالإضافة إلى قاعدة بيانات Bloomberg and Datastream للحصول على

أسعار الأسهم، وعدد الأسهم المتداولة، وحجم التداول، وقد تم استبعاد منشآت قطاع البنوك والخدمات المالية نظراً لطبيعتهم الخاصة والتي يمكن أن تؤثر على دقة النتائج. كما تم استبعاد القطاعات التي يقل فيها حجم العينة عن خمس منشآت وذلك لصعوبة تشغيل نماذج المقدرة الإدارية على تلك القطاعات، حيث تم استبعاد قطاع الاتصالات والإعلام وتكنولوجيا المعلومات، وقطاع الرعاية الصحية، وقطاع التجزئة، وقطاع الغاز والبتروك. كما تم استبعاد المنشآت التي لم يتوافر لها التقارير المالية خلال فترة الدراسة. وأخيراً تم استبعاد المنشآت المعفأة من الضريبة، وبالتالي بلغ حجم العينة النهائية 60 منشأة، بواقع 360 مشاهدة خلال فترة الدراسة.

ولأغراض تقليل خطأ قياس التجنب الضريبي تم حذف المشاهدات التي حققت صافي خسارة ليصبح عدد المشاهدات 278 مشاهدة، كما تم حذف بعض المشاهدات ذات القيم الشاذة والمفقودة ليصبح عدد المشاهدات النهائية 263 مشاهدة. ويمكن حصر عينة الدراسة وتبويبها إلى قطاعات كما هو موضح في الجدول رقم (1) التالي:

**جدول 1: تبويب العينة حسب القطاعات**

رقم	القطاع	عدد المشاهدات	النسبة
1	الأغذية والمشروبات	44	16.73%
2	التشييد ومواد البناء	45	17.11%
3	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	31	11.79%
4	سياحة وترفيه	17	6.46%
5	الإسكان والعقارات	52	19.77%
6	منتجات منزلية وشخصية	28	10.65%
7	الموارد الأساسية	16	6.08%
8	الكيمويات	30	11.41%
	الإجمالي	263	100%

## 7-2 قياس متغيرات الدراسة

### 7-2-1: قياس خطر انهيار أسعار الأسهم

تناول العديد من الدراسات السابقة (Al Mamun et al., 2020; Cui et al., 2019; Kim & Zhang, 2016; Kim et al., 2011; Hutton et al., 2009; Chen et al., 2001) مقاييس عديدة لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث اعتمدت جميعها على العوائد السوقية الأسبوعية لأسهم المنشآت، والتي يمكن حسابها كما يلي:

1- نموذج الانحدار الذي يعبر عن علاقة عائد السهم الأسبوعي بعوائد السوق الأسبوعية للمنشأة، والذي يتخذ الشكل التالي:



$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1i} r_{m,t-2} + \beta_{2i} r_{m,t-1} + \beta_{3i} r_{m,t} + \beta_{4i} r_{m,t+1} + \beta_{5i} r_{m,t+2} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Model (1)}$$

حيث أن:

$r_{i,t}$ : العائد الأسبوعي لسهم المنشأة (i) في الأسبوع (t)

$r_{m,t-2}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي في الأسبوع قبل الأسبوع السابق (t-2)

$r_{m,t-1}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي في الأسبوع السابق (t-1)

$r_{m,t}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي في الأسبوع الحالي (t)

$r_{m,t+1}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي في الأسبوع التالي (t+1)

$r_{m,t+2}$ : متوسط العائد السوقي الأسبوعي في الأسبوع بعد الأسبوع التالي (t+2)

$\varepsilon_{i,t}$ : الخطأ المعياري.

2. استخدام قيمة الخطأ المعياري من النموذج السابق لحساب العائد السوقي الأسبوعي للسهم، حيث أن العائد هو عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لمجموع الخطأ المعياري ( $\varepsilon_{i,t}$ ) مضافاً إليه واحد صحيح. ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$W_{i,t} = \text{Ln}(1 + \varepsilon_{i,t}) \quad \text{Model (2)}$$

بناءً على تقدير قيمة العائد السوقي الأسبوعي للسهم يتم حساب قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام مقاييس مختلفة تتمثل في:

المقياس الأول: معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية

Negative Conditional Return Skewness (NSKEW)

يتم تقدير خطر انهيار الأسهم من خلال المعادلة الآتية والتي اقترحها (Chen et al. (2001):

$$NSKEW_{i,T} = - \frac{\left[ n(n-1)^2 \sum w_{i,t}^3 \right]}{\left[ (n-1)(n-2) (\sum w_{i,t}^2)^2 \right]} \quad \text{Model (3)}$$

حيث أن: n تشير إلى عدد أسابيع التداول (52 أسبوع) على أسهم المنشأة (i) في السنة المالية (t)، وحيث تشير القيم العليا لـ NSKEW إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم والعكس صحيح.

## المقياس الثاني: تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل لأعلى

## Down-to-Up Volatility (DUVOL)

يتم تقدير خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال تقسيم العوائد الأسبوعية لأسهم المنشأة إلى نموذجين فرعيين: الأسابيع "المنخفضة" - عندما تكون العوائد الأسبوعية أقل من متوسط العائد السنوي، والأسابيع "الأعلى" - حيث تكون العوائد الأسبوعية أعلى من متوسط العائد السنوي، ثم يتم حساب الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لكل مجموعة على حده. ويتم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري للأسابيع المنخفضة إلى الانحراف المعياري للأسابيع الأعلى:

$$DUVOL_{i,T} = LN \left( \frac{[(n_u - 1) \sum_{down} w_{i,t}^2]}{[(n_d - 1) \sum_{up} w_{i,t}^2]} \right) \quad \text{Model (4)}$$

حيث أن:  $n_u$  تشير إلى عدد الأسابيع التي يقل فيها العائد عن متوسط العائد السنوي،  $n_d$  تشير إلى عدد الأسابيع التي يزيد فيها العائد عن متوسط العائد السنوي. وعندما تزيد قيمة DUVOL فإن هذا يعني زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم والعكس صحيح.

## 7-2-2: قياس التجنب الضريبي

تناول العديد من الدراسات السابقة مقاييس عديدة لقياس التجنب الضريبي. وسيتم الاعتماد في هذه الدراسة على مقياسين هما: معدل الضريبة الفعال (Salehi Effective Tax Rate (ETR) (Salehi et al., 2020; Blaufus et al., 2019; Kim et al., 2011) والفروق الضريبية Book-Tax Differences (BTD) (Garg et al., 2020; Salehi et al., 2019; Foroghi et al., 2012) ، ويتم حساب كل منهما كما يلي:

$$ETR_{it} = (CTE_{it} + DFCTE_{it}) / NI_{it} \quad \text{Model (5)}$$

حيث أن:

$ETR_{it}$ : معدل الضريبة الفعال للمنشأة (t) في السنة (i).

$CTE_{it}$ : مصروف ضريبة الدخل للمنشأة (t) عن السنة (i).

$DFCTE_{it}$ : مصروف الضريبة المؤجلة للمنشأة (t) عن السنة (i).

$NI_{it}$ : صافي الربح قبل الضريبة للمنشأة (t) عن السنة (i).

ويعنى انخفاض هذا المعدل، ارتفاع مستوى التجنب الضريبي ولذلك تم ضرب الناتج في (1-) حتى يعبر ارتفاع هذا المقياس عن ارتفاع مستوى التجنب الضريبي.

كما قام الباحث بقياس الفروق الضريبية عن طريق نسبة الفرق بين الربح المحاسبي والربح الضريبي إلى إجمالي الأصول في بداية العام كما يلي:

$$BTD_{it} = [(NI_{it} - (CTE_{it}/TaxRate)]/TA_{it-1} \quad \text{Model (6)}$$

حيث إن:

- BTD<sub>it</sub>: الفروق الضريبية للمنشأة (t) في السنة (i).
- NI<sub>it</sub>: صافي الربح قبل الضريبة للمنشأة (t) عن السنة (i).
- CTE<sub>it</sub>: مصروف ضريبة الدخل للمنشأة (t) عن السنة (i).
- TaxRate<sub>it</sub>: معدل الضريبة السائد في السنة.
- TA<sub>it-1</sub>: إجمالي الأصول للمنشأة (t) في بداية السنة (i).

### 7-2-3: قياس المقدرة الإدارية

تعتمد المقدرة الإدارية (MA\_SCORE) على مقياس تم تطويره بواسطة Demerjian et al. (2012)، حيث تم استخدام أولاً تحليل مغلف البيانات (DEA) Data Envelope Analysis لتقدير كفاءة المنشأة داخل الصناعة وذلك من خلال النموذج التالي:

**Max  $\theta = \text{Sales}$**

$$\times [v_1CoGS + v_2SG\&A + v_3PPE + v_4OpsLease + v_5R\&D + v_6Goodwill + v_7OtherIntan]^{-1} \quad \text{Model (7)}$$

وتتمثل المخرجات طبقاً لهذا النموذج في إيرادات المبيعات (Sales)، كما تتمثل المدخلات في تكلفة البضاعة المباعة (CoGS)، والمصروفات البيعية والإدارية والعمومية (SG&A)، وصافي الأصول الثابتة (PPE)، والإيجارات التشغيلية المرسمة (OpsLease)، ومصروفات البحوث والتطوير (R&D)، وشهرة المحل المشتراه (Goodwill)، والأصول غير الملموسة الأخرى المشتراه (OtherIntan). ونظراً لعدم توافر المعلومات عن بعض البنود السابقة في عينة الدراسة مثل؛ الإيجارات التشغيلية المرسمة، ومصروفات البحوث والتطوير، وشهرة المحل المشتراه، الأصول غير الملموسة الأخرى المشتراه، لذلك قام الباحث بالتركيز على المدخلات التي تتوافر عنها معلومات في عينة الدراسة، وبالتالي سيأخذ نموذج الكفاءة الشكل التالي: (عيسى وحشاد، 2021)

$$\text{Max } \theta = \text{Sales} \times [v_1CoGS + v_2SG\&A + v_3PPE]^{-1} \quad \text{Model (8)}$$

يعبر مقياس الكفاءة الناتج عن تحليل مغلف البيانات عن كل من تأثيرات الكفاءة الخاصة بالمنشأة والكفاءة الخاصة بالمقدرة الإدارية، أي الكفاءة الإجمالية للمنشأة. وبالتالي من المحتمل أن يبلغ في تقدير أو التدنية من المقدرة الإدارية. ولذلك قام Demerjian et al. (2012) بتعديل

مقياس تحليل مغلف البيانات باستبعاد الخصائص الرئيسية الخاصة بالمنشأة والتي من المتوقع أن تؤثر على جهود الإدارة. كما قام هؤلاء الباحثون بتحليل نموذج Tobit Regression التالي لكل صناعة على حده للتنبؤ بالكفاءة الإجمالية في ضوء المحددات الأساسية لكفاءة المنشأة كما يلي:  
(Garg et al., 2020; Demerjian et al., 2012)

### Firm Efficiency<sub>i</sub>

$$= \alpha + B_1 \text{Ln}(\text{Total Assets})_i + B_2 \text{Market Share}_i + B_3 \text{Free Cash Flow Indicator}_i + B_4 \text{Ln}(\text{Age})_i + B_5 \text{Business Segment Concentration}_i + B_6 \text{Foreign Currency Indicator}_i + B_7 \text{Year} + \varepsilon_i \quad \text{Model (9)}$$

حيث أن:

- $\text{Ln}(\text{Total Assets})_i$ : حجم المنشأة، ويتم قياسه في ضوء اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
- $\text{Market Share}_i$ : الحصة السوقية للمنشأة، ويتم قياسها في ضوء نسبة مبيعات المنشأة إلى إجمالي مبيعات القطاع.
- $\text{Free Cash Flow Indicator}_i$ : التدفقات النقدية الحرة الموجبة؛ ويتم قياسها بموجب متغير وهمي يأخذ القيمة واحد إذا كانت التدفقات الحرة رقم موجب، ويأخذ صفر بخلاف ذلك.
- $\text{Ln}(\text{Age})_i$ : اللوغاريتم الطبيعي لعمر المنشأة.
- $\text{Business Segment Concentration}_i$ : التركيز في القطاع والذي يتم حسابه سنوياً في ضوء مجموع مربعات الحصة السوقية للمنشآت داخل كل قطاع.
- $\text{Foreign Currency Indicator}_i$ : متغير وهمي يأخذ القيمة واحد في حالة تحقيق المنشأة لدخل من العملة الأجنبية، ويأخذ صفر بخلاف ذلك.
- $\varepsilon_i$ : القيم المتبقية (Residuals) وتعبر عن مدى المقدرة الإدارية في منشآت الأعمال.

### 7-3 صياغة نماذج البحث اللازمة لاختبار الفروض

لاختبار الفرض الأول والخاص بقياس أثر التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، سيتم قياس التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للمقاييس السابق الإشارة إليها. كما سيتم إدخال العديد من المتغيرات الرقابية Control Variable والتي يمكن أن يكون لها تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم مما يزيد من القدرة التفسيرية للنموذج. ومن أهم هذه المتغيرات؛ حجم المنشأة، ومعدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، ونسبة الإستحقاق الإجمالي، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري، ومتوسط العوائد الأسبوعية، ونوع الصناعة، وأخيراً سنوات الدراسة، كما ورد في العديد من

(e.g., Andreou et al., 2021; Garg et al., 2020; Cui et al., 2019; Park & Hung, 2017; Kim et al., 2011). وبالتالي يأخذ النموذج المستخدم الشكل التالي:

$$SPCR_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 TAXAVOID_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 TAC_{i,t} + \beta_7 Dturn_{i,t} + \beta_8 Sigma_{i,t} + \beta_9 Ret_{i,t} + \beta_{10} Industries + \beta_{11} Years + e_{i,t}$$

حيث إن:

- **SPCR<sub>i,t+1</sub>**: خطر انهيار أسعار الأسهم للمنشأة (i) خلال السنة (t+1) والذي تم قياسه من خلال مقياسين هما معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSKEW)، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل لأعلى (DUVOL)
- **TAXAVOID<sub>i,t</sub>**: التجنب الضريبي للمنشأة (i) خلال السنة (t)، والذي تم قياسه من خلال معدل الضريبة الفعال (ETR) والفروق الضريبية Book-Tax Differences (BTD)
- **Size<sub>i,t</sub>**: حجم المنشأة في نهاية العام ويتم قياسه في ضوء اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية للمنشأة (i) في نهاية السنة (t).
- **ROA<sub>i,t</sub>**: معدل العائد على الأصول، ويتم قياسه عن طريق قسمة صافي الربح بعد الضرائب على إجمالي الأصول للمنشأة (i) في نهاية السنة (t).
- **Lev<sub>i,t</sub>**: الرافعة المالية للمنشأة (i) في نهاية السنة (t) وهي عبارة عن إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول.
- **MTB<sub>i,t</sub>**: نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية للمنشأة (i) خلال السنة (t).
- **TAC<sub>i,t</sub>**: نسبة الإستحقاق الإجمالي للمنشأة (i) في السنة (t) إلى إجمالي الأصول في بداية السنة. ويحسب الإستحقاق الإجمالي عن طريق الفرق بين صافي الربح قبل الضرائب والتدفقات النقدية من التشغيل.
- **Dturn<sub>i,t</sub>**: متوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري، ويتم حسابه عن طريق حساب معدل دوران الأسهم الشهري للمنشأة (i) خلال السنة (t)، مطروحًا منه معدل دوران الأسهم الشهري خلال السنة (t-1)، حيث يتم حساب معدل دوران الأسهم الشهري على أنه حجم التداول الشهري للمنشأة مقسومًا على إجمالي عدد الأسهم خلال الشهر.
- **Sigma<sub>i,t</sub>**: الإنحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لأسهم المنشأة (i) خلال السنة (t).
- **Ret<sub>i,t</sub>**: متوسط العوائد الأسبوعية للمنشأة (i) خلال السنة (t)، مضروبًا في 100.

• **Industries**: متغير وهمي لنوع القطاع وتم إدراج 8-متغيرات وهمية كل منها يعبر عن قطاع محدد داخل العينة.

• **Years**: متغير وهمي لكل سنة من السنوات التي تغطيها الدراسة، وقد تم إدراج (6) متغيرات وهمية كل منها يعبر عن سنة من سنوات الدراسة.

لاختبار الفرض الثاني والخاص بقياس أثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم، فإنه سيتم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للمقاييس السابق الإشارة إليها، مع قياس المقدرة الإدارية اعتماداً على النماذج السابق ذكرها في القسم السابق (نموذج 8 و9). كذلك سيتم إدخال العديد من المتغيرات الرقابية والتي ربما يكون لها تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم بهدف زيادة القدرة التفسيرية للنموذج. وبالتالي يأخذ النموذج المستخدم الشكل التالي:

$$SPCR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 MA-Tobit_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 MTB_{i,t} + \beta_6 TAC_{i,t} + \beta_7 Dturn_{i,t} + \beta_8 Sigma_{i,t} + \beta_9 Ret_{i,t} + \beta_{10} Industries + \beta_{11} Years + e_{i,t}$$

حيث إن:

• **MA-Tobit<sub>i,t</sub>**: المقدرة الإدارية للمنشأة (i) خلال السنة (t) ، والذي يتم حسابها بالإعتماد على القيم المتبقية Residuals من النموذج رقم (9)

ولاختبار الفرض الثالث والخاص بقياس أثر المقدرة الإدارية والتجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، سيتم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للمؤشرات السابق الإشارة إليها، مع قياس المقدرة الإدارية اعتماداً على النماذج السابق ذكرها في القسم السابق (نموذج 8 و9)، كذلك سيتم إدخال العديد من المتغيرات الرقابية والتي ربما يكون لها تأثير معنوي على خطر انهيار أسعار الأسهم. وبالتالي يأخذ النموذج المستخدم الشكل التالي:

$$SPCR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 TAXAVOID_{i,t} + \beta_2 MA-Tobit_{i,t} + \beta_3 MA-Tobit * TAXAVOID_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 MTB_{i,t} + \beta_8 TAC_{i,t} + \beta_9 Dturn_{i,t} + \beta_{10} Sigma_{i,t} + \beta_{11} Ret_{i,t} + \beta_{12} Industries + \beta_{13} Years + e_{i,t}$$

#### 4-7 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (2) التالي الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة والتي وردت في نموذج الدراسة.

## جدول 2: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	أقل قيمة	أعلى قيمة
NSKEW	0.357 -	0.363-	0.629	1.87-	1.33
DUVOL	0.269-	0.320-	0.495	1.37-	1.33
ETR	0.123-	0.130-	0.168	0.52-	0.32
BTD	0.019	0.006	0.048	0.07-	0.11
MA-Tobit	0.721	0.899	0.414	0.32-	1.49
Size	20.891	20.800	1.481	16.99	23.80
ROA	0.089	0.062	0.084	0.00	0.29
Lev	0.063	0.024	0.078	0.00	0.23
MTB	1.088	0.821	0.960	0.00	3.21
TAC	0.078	0.046	0.077	0.00	0.25
Dturn	0.001-	0.000	0.076	0.13-	0.13
Sigma	0.058	0.058	0.015	0.02	0.09
Ret	0.317	0.273	0.899	1.59-	2.50

يتضح من الجدول رقم (2)، أنه بلغ متوسط خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية (NSKEW) (-0.357) بانحراف معياري قدره (0.629) حيث كانت أقل قيمة (-1.87) وأعلى قيمة (1.33)، وهو ما يشير إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم<sup>(\*)</sup> في عينة الدراسة حيث أنها أقل من 0.5. كذلك بلغ متوسط خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل لأعلى (DUVOL) (-0.269) بانحراف معياري قدره (0.495) حيث كانت أقل قيمة (-1.37) وأعلى قيمة (0.32)؛ وهو ما يشير إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم في عينة الدراسة. وتتفق هذه النتائج مع دراسات (Liang et al., 2019; Kim & Zhang, 2016; Defond et al., 2015; Chen et al., 2001)

أما بالنسبة لمقاييس التجنب الضريبي فقد بلغ متوسط مقياس معدل الضريبة الفعال (ETR) (-0.123)، بانحراف معياري (0.168) حيث كانت أقل قيمة (-0.52) وأعلى قيمة (0.32)، وهو ما يشير إلى أن المنشآت تدفع ضريبة بمعدل ضريبة فعلى أقل من معدل الضريبة المعلن 20% وتتشابه هذه النتيجة مع دراسة (Khounq et al., 2020). كما بلغ متوسط مقياس الفروق الضريبية (BTD) (0.019)، بانحراف معياري (0.048)، وبلغت أقل قيمة (-0.07) وأعلى قيمة

(\*) عندما تكون القيمة المطلقة لمعامل الإلتواء السلبي للعوائد أكبر من واحد صحيح يكون هناك درجة عالية من خطر الانهيار، وعندما تتراوح ما بين (1-0.5) يكون خطر الانهيار متوسط، وعندما تبلغ (0.5) يكون خطر الانهيار منخفض (Bulmer, 1979, as DeFond et al., 2015)

(0.11)، وهو ما يشير إلى ارتفاع نسبة الفرق بين الربح المحاسبي والربح الضريبي إلى إجمالي الأصول في عينة الدراسة وتتشابه هذه النتيجة مع دراسة (Garg et al., 2020).

كما بلغ متوسط المقدرة الإدارية MA-Tobit (0.721)، بإنحراف معياري (0.414) وبلغت أقل قيمة (-0.32) وأعلى قيمة (1.49)، وهو ما يشير إلى ارتفاع المقدرة الإدارية في عينة الدراسة. وبمقارنة الانحراف المعياري بالمتوسط يلاحظ أن هناك تبايناً وتشتتاً في مشاهدات عينة الدراسة.

ويوضح جدول رقم (3) مصفوفة الارتباط بين المقدرة الإدارية والتجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم:

جدول 3: مصفوفة الارتباط بين خطر انهيار أسعار الاسهم والتجنب الضريبي والمقدرة الإدارية

Ret	Sigma	Dturn	TAC	MTB	Lev	ROA	Size	MA-Tobit	BTD	ETR	DUVOL	NSKEW	
												1	NSKEW
											1	***0.878	DUVOL
										1	*0.117	**0.122	ETR
									1	***0.234	0.101	*0.104	BTD
								1	*0.104-	*0.115-	0.004-	0.024	MA-Tobit
							1	***0.176	0.076	0.040-	0.007-	0.002-	Size
						1	***0.153	0.045-	***0.191	***0.172-	**0.127	*0.115	ROA
					1	0.041-	***0.213	0.025-	0.030-	**0.121	**0.132	*0.107	Lev
				1	0.098	***0.315	***0.190	***0.222-	***0.260	0.041	0.059	0.065	MTB
			1	***0.187	0.075	***0.436	0.021-	0.094-	*0.117	0.027-	0.014	0.004	TAC
		1	0.028-	0.024	0.036-	0.003-	*0.125-	0.007	0.067	0.101	**0.152	*0.116	Dturn
	1	***0.294	0.018-	0.049	0.078	*0.115-	***0.303-	0.084-	0.014-	***0.145	*0.109	0.098	Sigma
1	***0.394	***0.429	0.065	**0.119	0.009	***0.202	0.057	0.087-	0.034	0.070	***0.167	***0.167	Ret
حيث تشير * إلى أنها مغنوية عند مستوى مغنوية > 10%، ** إلى أنها مغنوية عند مستوى مغنوية > 5%، *** إلى أنها مغنوية عند مستوى مغنوية > 1% (Sign. 2-Tailed).													

ويوضح الجدول رقم (3) السابق، أنه توجد علاقة طردية ومعنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) وكل من المقياس الأول للتجنب الضريبي (معدل الضريبة الفعال ETR) والمقياس الثاني (الفروق الضريبية BTD)، حيث بلغ معامل الارتباط (0.122)، (0.104) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من (5%) و (10%) على التوالي، وهو ما يشير إلى أنه كلما زادت ممارسات التجنب الضريبي للمنشأة كلما زاد خطر انهيار أسعار الأسهم.

كما توجد علاقة طردية ولكنها غير معنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) والمقدرة الإدارية، حيث بلغ معامل الارتباط (0.024)، بينما توجد علاقة طردية ومعنوية بين خطر



انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) وكل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري حيث بلغ معامل الارتباط (0.115)، (0.107)، (0.116) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من 10%. كما توجد علاقة طردية ومعنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) ومتوسط العوائد الأسبوعية حيث بلغ معامل الارتباط (0.167) عند مستوى معنوية أقل من 1%.

أما فيما يتعلق بالمقياس الثاني لخطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL)، فإنه توجد علاقة طردية ومعنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم والمقياس الأول للتجنب الضريبي (معدل الضريبة الفعال ETR) حيث بلغ معامل الارتباط (0.117) عند مستوى معنوية أقل من 10%، وهو ما يشير إلى أنه كلما زادت ممارسات التجنب الضريبي للمنشأة كلما زاد خطر انهيار أسعار الأسهم. بينما توجد علاقة طردية ولكن غير معنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم والمقياس الثاني للتجنب الضريبي (الفروق الضريبية BTD) حيث بلغ معامل الارتباط (0.101).

كما توجد علاقة طردية ولكنها غير معنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) والمقدرة الإدارية، حيث بلغ معامل الارتباط (-0.004). كما توجد علاقة طردية ومعنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) وكل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري حيث بلغ معامل الارتباط (0.127)، (0.132)، (0.152) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من 5%. كما توجد علاقة طردية ومعنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) ومتوسط العوائد الأسبوعية، والانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للأسهم المنشأة حيث بلغ معامل الارتباط (0.167) و (0.109) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من 1% و 10% على التوالي.

## 5-7 اختبار فروض الدراسة:

### اختبار الفرض الأول:

يوضح الجدول رقم (4) التالي نتائج تشغيل نموذج الانحدار المستخدم في اختبار الفرض الأول والذي يتضمن بأنه " يؤثر التجنب الضريبي تأثيراً معنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم لمنشآت الأعمال المصرية ". وسوف يتم تشغيل النموذج أربعة مرات لقياس تأثير التجنب الضريبي (باستخدام ETR، BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم (باستخدام NSKEW، DUVOL)

## جدول 4: تقدير جودة توفيق نموذج الانحدار ومعلومات نموذج الانحدار

DUVOL		NSKEW		
BTD	ETR	BTD	ETR	
0.331- (0.583-)	0.139 (0.240)	0.169- (0.232-)	0.463 (0.624)	Constant
	**0.434 (2.290)		**0.545 (2.244)	ETR
*1.121 (1.697)		1.236 (1.458)		BTD
0.019- (0.775-)	0.017- (0.733-)	0.031- (0.997-)	0.029- (0.965-)	Size
**0.948 (2.104)	***1.229 (2.692)	**1.093 (1.891)	**1.437 (2.455)	ROA
***1.073 (2.658)	**0.923 (2.295)	**1.034 (1.996)	*0.854 (1.657)	Lev
0.031- (0.825-)	0.022- (0.621-)	0.023- (0.477-)	0.015- (0.316-)	MTB
0.576- (1.295-)	0.609- (1.375-)	0.832- (1.457-)	0.878- (1.544-)	TAC
**1.002 (2.118)	**1.040 (2.217)	0.978 (1.610)	*1.014 (1.686)	Dturn
1.110 (0.458)	0.822 (0.341)	0.034 (0.011)	0.291- (0.094-)	Sigma
0.081 (1.585)	0.078 (1.519)	**0.146 (2.212)	**0.141 (2.149)	Ret
Included	Included	Included	Included	Industry
Included	Included	Included	Included	Year
***2.507	***2.643	***2.213	***2.377	F. Test
0.108	0.116	0.089	0.099	Adjusted R <sup>2</sup>
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	VIF

يوضح هذا الجدول معلومات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار t. test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى معنوية اختبار t. test حيث تشير: \* معنوية عند مستوى معنوية > 10%، \*\* معنوية عند مستوى معنوية > 5%، \*\*\* معنوية عند مستوى معنوية > 1%.

يلاحظ الباحث تعليقاً على النتائج السابقة بالجدول رقم (4) ما يلي:

- أثر التجنب الضريبي (ETR , BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) بالنسبة لأثر التجنب الضريبي وفقاً لمعدل الضريبة الفعال (ETR) على خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.099) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 9.9% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم بما يتشابه مع دراستي (Garg et al., 2020; Kim et al., 2011). كما بلغ مستوى معنوية

نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج، كما أظهرت نتائج اختبار Variance Inflation Factor (VIF) أن قيمة (VIF) كانت أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

أما بالنسبة لأثر التجنب الضريبي وفقاً للفروق الضريبية (BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.089) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 8.9% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم بما يتشابه مع دراسة (Garg et al., 2020)، كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج، كما بلغت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

يلاحظ في هذا النموذج أن هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً للتجنب الضريبي وفقاً (ETR) على خطر انهيار أسعار الأسهم وذلك عند مستوى معنوية أقل من 5%، وهو ما يعني أنه كلما زاد التجنب الضريبي كلما زاد معه خطر انهيار أسعار الأسهم. كما يلاحظ أن هناك تأثيراً إيجابياً ولكن غير معنوي للـ (BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط العوائد الأسبوعية تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (5%)، (10%)، (5%) على التوالي، بما يشير إلى أنه كلما زاد كلٌّ من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط العوائد الأسبوعية كلما زاد خطر انهيار أسعار الأسهم. كما يؤثر متوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (10%) وذلك عند استخدام (ETR) فقط بينما عند استخدام (BTD) يكون تأثيره إيجابياً ولكن غير معنوي.

#### - أثر التجنب الضريبي (ETR , BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL)

بالنسبة لأثر التجنب الضريبي وفقاً لمعدل الضريبة الفعال (ETR) على خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.116) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 11.6% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم بما يتشابه مع دراستي (Garg et al., 2020; Khajavi et al., 2018). كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج، كما بلغت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

أما بالنسبة لأثر التجنب الضريبي وفقاً للفروق الضريبية (BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) فقد بلغ معامل التحديد المعدل  $R^2$  Adjusted للمودج السابق (0.108) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 10.8% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم بما يتشابه مع دراسة (Grag et al., 2020). كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج. كما بلغت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

يلاحظ في هذا النموذج أن هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً للتجنب الضريبي وفقاً لمعدل الضريبة الفعال (ETR) والفروق الضريبية (BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم وذلك عند مستوى معنوية أقل من (5%) و (10%) على التوالي، ويعني هذا أنه كلما زاد التجنب الضريبي كلما زاد معه خطر انهيار أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية عند استخدام (ETR) فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (1%)، (5%)، (5%) على التوالي. أما عند استخدام (BTD) فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (5%)، (1%)، (5%) على التوالي، بمعنى أنه كلما زاد معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومعدل دوران الأسهم الشهري كلما زاد خطر انهيار أسعار الأسهم.

بناءً على ما سبق، يوجد أثر للتجنب الضريبي مقاساً بمعدل الضريبة الفعال (ETR) على خطر انهيار أسعار الأسهم سواء تم قياسه بـ (NSKEW) أو (DUVOL). وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراستي (Khajavi et al., 2018; Kim et al., 2011)، بينما يوجد أثر للتجنب الضريبي مقاساً بالفروق الضريبية (BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم عندما يكون مقاساً بـ (DUVOL) وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Grag et al., 2020) ولكن التأثير يتلاشى عندما يتم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم بـ (NSKEW). ولذلك سيتم قبول الفرض الأول قبولاً جزئياً.

#### اختبار الفرض الثاني:

يوضح الجدول رقم (5) التالي نتائج تشغيل نموذج الانحدار المستخدم في اختبار الفرض الثاني والذي يتضمن بأنه "تؤثر المقدرة الإدارية تأثيراً معنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم لمنشآت

الأعمال المصرية“. وسوف يتم تشغيل النموذج مرتين لقياس أثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم (باستخدام NSKEW، DUVOL)

جدول 5: تقدير جودة توفيق نموذج الانحدار ومعلومات نموذج الانحدار

DUVOL	NSKEW	
0.062- (0.107-)	0.170 (0.229)	Constant
*0.236 (1.847)	**0.393 (2.409)	MA-Tobit
0.022- (0.911-)	0.037- (1.205-)	Size
**1.046 (2.330)	**1.221 (2.133)	ROA
***1.072 (2.661)	**1.067 (2.077)	Lev
0.008- (0.228)	0.006 (0.136)	MTB
0.586- (1.318-)	0.863- (1.523-)	TAC
*0.985 (2.082)	0.908 (1.505)	Dturn
0.414 (0.171)	0.991- (0.320-)	Sigma
*0.093 (1.807)	**0.165 (2.504)	Ret
Included	Included	Industry
Included	Included	Year
***2.538	***2.420	F. Test
0.110	0.102	Adjusted R2
أقل من 10	أقل من 10	VIF
يوضح هذا الجدول معلومات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار t. test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى معنوية اختبار t. test حيث إن: * معنوية عند مستوى معنوية > 10%، ** معنوية عند مستوى معنوية > 5%، *** معنوية عند مستوى معنوية > 1%.		

يلاحظ الباحث تعليقاً على النتائج السابقة بالجدول رقم (5) ما يلي:

بالنسبة لأثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.102) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 10.2% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم. وتعتبر هذه النسبة أعلى مما توصلت إليه دراسة (Habib and Hasan (2017 حيث بلغ معامل التحديد المعدل لها (6%)،

كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك بلغت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي. يلاحظ في هذا النموذج أن هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً للمقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من 5%، وهو ما يعني أنه كلما زادت المقدرة الإدارية للمديرين، كلما زاد تعرض المنشأة لخطر انهيار أسعار الأسهم. وتتفق هذا النتيجة مع نتائج دراستي (Cui et al., 2019; Habib & Hasan, 2017)، أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط العوائد الأسبوعية تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (5%).

وبالنسبة لأثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.110) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 11.0% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم. وتعتبر هذه النسبة أعلى مما توصلت إليه دراسة (Cui et al., 2019) حيث بلغ معامل التحديد المعدل لها (5.6%)، كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك كانت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

يلاحظ على هذا النموذج أن هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً للمقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من 10%، وهو ما يعني أنه كلما زادت المقدرة الإدارية للمديرين كلما زاد خطر انهيار أسعار الأسهم والذي يمكن أن تتعرض له المنشأة، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراستي (Liu & Lei, 2021; Cui et al., 2019). أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري، ومتوسط العوائد الأسبوعية تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (5%)، (1%)، (10%)، (10%) على التوالي.

وتشير النتائج السابقة أنه كلما زاد كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري، ومتوسط العوائد الأسبوعية، كلما أدى إلى زيادة قيام المديرين بحجب الأخبار السيئة مما يؤدي إلى تعرض المنشأة لخطر انهيار أسعار الأسهم. بناءً على ما سبق، يتم قبول الفرض الثاني.

## اختبار الفرض الثالث:

يوضح الجدول رقم (6) التالي نتائج تشغيل نموذج الانحدار المستخدم لاختبار الفرض الثالث والذي يتضمن بأنه " تؤثر المقدرة الإدارية تأثيراً معنوياً على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم لمنشآت الأعمال المصرية ". وسوف يتم تشغيل النموذج أربعة مرات لمعرفة أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي (باستخدام ETR، BTD) وخطر انهيار أسعار الأسهم (باستخدام NSKEW، DUVOL)

جدول 6: تقدير جودة توفيق نموذج الانحدار ومعلومات نموذج الانحدار

DUVOL		NSKEW		
BTD	ETR	BTD	ETR	
0.089- (0.153-)	0.026- (0.045-)	0.147 (0.198)	0.203 (0.278)	Constant
	**0.779 (2.247)		**1.006 (2.275)	ETR
	0.158 (1.182)		*0.290 (1.701)	MA-Tobit
	0.571- (1.295-)		0.781- (1.387-)	MA-Tobit*ETR
**2.331 (2.090)		*2.396 (1.679)		BTD
**0.294 (2.190)		***0.449 (2.609)		MA-Tobit
2.025- (1.344-)		1.944- (1.009-)		MA-Tobit*BTD
0.024- (0.983-)	0.018- (0.736-)	0.039- (1.265-)	0.031- (1.019-)	Size
**0.958 (2.138)	***1.209 (2.655)	**1.128 (1.967)	**1.414 (2.435)	ROA
***1.048 (2.574)	**0.934 (2.315)	**1.052 (2.020)	*0.891 (1.731)	Lev
0.026- (0.708-)	0.020- (0.551-)	0.013- (0.275-)	0.009- (0.189-)	MTB
0.605- (1.368-)	0.653- (1.478-)	0.885- (1.564-)	*0.947- (1.681-)	TAC
**0.928 (1.963)	**0.944 (2.012)	0.842 (1.393)	0.855 (1.429)	Dturn
0.725 (0.300)	0.718 (0.297)	0.659- (0.213-)	0.576- (0.187-)	Sigma
*0.093 (1.806)	*0.089 (1.740)	**0.164 (2.498)	**0.160 (2.448)	Ret

DUVOL		NSKEW		Industry
BTD	ETR	BTD	ETR	
Included	Included	Included	Included	Year
Included	Included	Included	Included	F. Test
***2.548	***2.627	***2.359	***2.511	Adjusted R <sup>2</sup>
0.120	0.125	0.107	0.117	VIF
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	

يوضح هذا الجدول معلمات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار t. test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى معنوية اختبار t. test حيث إن: \* معنوية عند مستوى معنوية > 10%، \*\* معنوية عند مستوى معنوية > 5%، \*\*\* معنوية عند مستوى معنوية > 1%.

يلاحظ الباحث تعليقاً على النتائج السابقة بالجدول رقم (6) ما يلي:

- أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي (ETR , BTD) وخطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW):

بالنسبة لأثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي (ETR) وخطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.117) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 11.7% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم. ويتشابه هذا المعامل مع دراستي (Garg et al., 2020; Khajavi et al., 2018). كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك كانت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي. يلاحظ في هذا النموذج أن هناك تأثيراً سلبياً ولكن غير معنوي للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت المقدرة الإدارية للمديرين، كلما تخفضت العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط العوائد الأسبوعية تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (5%)، (5%)، (10%) على التوالي. بينما تؤثر نسبة الاستحقاق الإجمالي تأثيراً سلبياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (10%).

أما بالنسبة لأثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي (BTD) وخطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.107) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 10.7% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم وهو ما يتشابه مع دراسة (Grag et al., 2020). كما بلغ مستوى معنوية نموذج



الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك بلغت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

يلاحظ في هذا النموذج أن هناك تأثيراً سلبياً ولكن غير معنوي للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت المقدرة الإدارية، كلما تخفت العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط العوائد الأسبوعية تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (5%).

- أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي (ETR , BTD) وخطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL):

بالنسبة لأثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي (ETR) وخطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.125) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 12.5% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم. وتعتبر هذه النسبة أعلى مما توصلت إليه دراسة (Garg et al. (2020 حيث بلغ معامل التحديد المعدل لها (9%)، كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل على جودة توفيق النموذج، كذلك بلغت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

يلاحظ في هذا النموذج أن هناك تأثيراً سلبياً ولكن غير معنوي للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت المقدرة الإدارية للمديرين كلما تضاءلت العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فإنه يؤثر معدل العائد على الأصول، والرافعة المالية، ومتوسط العوائد الأسبوعية تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (1%) و (5%) و (10%) على التوالي.

أما بالنسبة لأثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي (BTD) وخطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) فقد بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> للنموذج السابق (0.120) بمعنى أن المتغيرات المستقلة والرقابية تفسر 12.0% من التغير في قيمة خطر انهيار أسعار الأسهم. وتعتبر هذه النسبة أعلى مما توصلت إليه دراسة (Garg et al. (2020 حيث بلغ معامل التحديد المعدل لها (9%)، كما بلغ مستوى معنوية نموذج الانحدار أقل من 1% بما يدل

على جودة توفيق النموذج. كذلك بلغت قيمة (VIF) أقل من (4) بما يعني أن نموذج الانحدار لا يعاني من مشكلة الازدواج الخطي.

يلاحظ في هذا النموذج أن هناك تأثيراً سلبياً ولكن غير معنوي للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعني أنه كلما زادت المقدرة الإدارية للمديرين كلما تضاءلت العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فإنه يؤثر كل من معدل العائد على الأصول، ومتوسط التغير في معدل دوران الأسهم الشهري، والرافعة المالية، ومتوسط العوائد الأسبوعية تأثيراً إيجابياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (5%) و(5%) و(1%) و(10%) على التوالي.

بناء على ما سبق، يتضح أنه عندما يتم ادخال متغير المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، يصبح التأثير سلبياً غير معنوي للتجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم (خطر انهيار أسعار الأسهم ينخفض عندما يزيد كل من معدل الضريبة الفعال والفروق الضريبية) في المنشآت التي لديها مديرين على درجة مرتفعة من المقدرة الإدارية، أي أن شكل العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم تغيرت من الإيجابية إلى سلبية غير معنوية في كل الحالات، وما توضحه النتائج أن المقدرة الإدارية ليس لها تأثير على خطر انهيار أسعار الأسهم في ظل وجود التجنب الضريبي، وبناء عليه يتم رفض الفرض الثالث.

## 7-6 التحليل الإضافي

قام الباحث بإعادة تشغيل نماذج الانحدار السابقة والخاصة بالفرضين الأول والثالث، من خلال إعادة حساب التجنب الضريبي عن طريق مقياس آخر وهو نموذج انحدار الفروق الضريبية والذي يتم قياسه من خلال نموذج الانحدار التالي: (Park et al., 2016; Desai & Dharmapala, 2006)

$$BTD_t/ASSET_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 TA_t/ASSET_{t-1} + \varepsilon$$

حيث أن:

$BTD_t$  = الفروق الضريبية في السنة (t)، والتي يتم حسابها على أساس: صافي الدخل قبل الضريبة مطروحاً منه الدخل الخاضع للضريبة المقدر؛ الدخل الخاضع للضريبة المقدر = مصروف الضريبة / معدل ضريبة الشركات  
 $TA_t$  = إجمالي المستحقات (صافي الدخل - التدفق النقدي التشغيلي).  
 $ASSET_{t-1}$  = إجمالي الأصول في نهاية السنة السابقة (t-1)

جدول 7: تقدير جودة توفيق نموذج الانحدار ومعلومات نموذج الانحدار

الفرض الثالث		الفرض الأول		
DUVOL	NSKEW	DUVOL	NSKEW	
0.340- (0.604-)	0.321- (0.447-)	0.464- (0.812-)	0.325- (0.444-)	Constant
1.175 (0.615)	*4.259 (1.750)	*1.669 (1.655)	1.987 (1.537)	R-BTD
*0.240 (1.874)	**0.381 (2.340)			MA-Tobit
0.764 (0.308)	3.444- (1.091-)			MA-Tobit*R-BTD
0.018- (0.756-)	0.031- (0.998-)	0.013- (0.549-)	0.024- (0.791-)	Size
**0.965 (2.142)	**1.115 (1.943)	**0.930 (2.059)	*1.067 (1.842)	ROA
***1.037 (2.548)	*0.931 (1.798)	**0.960 (2.381)	*0.905 (1.749)	Lev
0.005- (0.133-)	0.005 (0.115)	0.014- (0.377-)	0.004- (0.081-)	MTB
0.556- (1.250-)	0.822- (1.453-)	0.518- (1.164-)	0.765- (1.340-)	TAC
**0.955 (2.018)	0.825 (1.369)	**1.039 (2.203)	*1.015 (1.678)	Dturn
0.830 (0.340)	0.433- (0.140-)	1.300 (0.534)	0.281 (0.090)	Sigma
*0.093 (1.805)	**0.159 (2.427)	0.082 (1.591)	**0.146 (2.217)	Ret
Included	Included	Included	Included	Industry
Included	Included	Included	Included	Year
***2.451	***2.383	***2.499	***2.227	F. Test
0.113	0.108	0.107	0.090	Adjusted R <sup>2</sup>
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	VIF

- يوضح هذا الجدول معلومات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار t. test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى معنوية اختبار t. test حيث إن: \* معنوية عند مستوى معنوية > 10%، \*\* معنوية عند مستوى معنوية > 5%، \*\*\* معنوية عند مستوى معنوية > 1%.

يلاحظ الباحث تعليقا على الجدول رقم (7) السابق أن النتائج تتشابه إلى حد كبير مع النتائج التي سبق التوصل إليها في التحليل الأساسي وذلك كما يلي:

فيما يتعلق بالفرض الأول، يوجد ثبات نسبي لمعامل التحديد المعدل Adjusted R<sup>2</sup> في نموذج (NSKEW) حيث بلغ 9%؛ وكان المعدل يتراوح ما بين 8.9% و 9.9% في النموذج الأساسي

(جدول رقم 4)؛ إلا أن نموذج الانحدار ظل معنوياً عند مستوى أقل من 1%، بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك يؤثر نموذج انحدار الفروق الضريبية (R-BTD) تأثيراً إيجابياً ولكنه غير معنوي فعلى خطر انهيار أسعار الأسهم. وهو الأمر الذي تأكد من خلال مقياس الفروق الضريبية، بالرغم من أن هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً لمعدل الضريبة الفعال على خطر انهيار أسعار الأسهم. كما أن هناك ثباتاً نسبياً لمعامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  في نموذج (DUVOL) حيث بلغ 10.7%؛ وكان المعدل يتراوح ما بين 10.8% و 11.6% في النموذج الأساسي (جدول رقم 4)؛ إلا أن نموذج الانحدار ظل معنوياً عند مستوى أقل من 1%، بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك يؤثر نموذج انحدار الفروق الضريبية (R-BTD) تأثيراً إيجابياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم عند مستوى معنوية أقل من (1%)، وهو الأمر الذي تأكد من خلال مقياس معدل الضريبة الفعال والفروق الضريبية. وبناءً على ما سبق، تم تأكيد نتيجة قبول الفرض الأول جزئياً.

أما فيما يتعلق بالفرض الثالث، فيوجد ثبات إلى حد ما في معامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  في نموذج (NSKEW) حيث بلغ 10.8%، وكان المعدل يتراوح ما بين 10.7% و 11.7% في النموذج الأساسي (جدول رقم 6)؛ إلا أن نموذج الانحدار ظل معنوياً عند مستوى أقل من 1%، بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك تؤثر المقدرة الإدارية تأثيراً سلبياً ولكنه غير معنوي على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو الأمر الذي يؤكد على أن العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم لا تتأثر بالمقدرة الإدارية لمديري المنشأة. كما أن هناك انخفاضاً إلى حد ما في معامل التحديد المعدل  $Adjusted R^2$  في نموذج (DUVOL) حيث بلغ 11.3%، وكان المعدل يتراوح ما بين 12% و 12.5% في النموذج الأساسي (جدول رقم 6)؛ إلا أن نموذج الانحدار ظل معنوياً عند مستوى أقل من 1%، بما يدل على جودة توفيق النموذج. كذلك تؤثر المقدرة الإدارية تأثيراً إيجابياً ولكن غير معنوي على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو الأمر الذي يؤكد على أن المقدرة الإدارية لا تؤثر على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وبناءً على ما سبق، تم تأكيد نتيجة رفض الفرض الثالث.

## 7-7 العلاقة السببية العكسية المحتملة

سيعتمد الباحث هنا على إدخال متغير آخر يتمثل في خطر انهيار أسعار الأسهم للعام السابق  $(NSKEW_{t-1}; DUVOL_{t-1})$  كمتغير رقابي لتلافي المشاكل التي قد تنتج عن التحيز والعلاقة السببية العكسية المحتملة Endogeneity and Reverse-Causality Concerns والتي تنشأ نتيجة تجاهل بعض المتغيرات التي قد تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم والتجنب الضريبي والمقدرة الإدارية عند صياغة نماذج الانحدار. ويوضح الجدول رقم (8) نماذج الانحدار بعد إضافة متغير خطر انهيار أسعار الأسهم للعام السابق  $(L-NSKEW; L-DUVOL)$ ، والتي يتضح منها تأييد العلاقات التي تم التوصل إليها في التحليل الأساسي والتحليل الإضافي.

جدول 8: العلاقة السببية العكسية المحتملة بين متغيرات الدراسة

الفرض الثالث			الفرض الثاني			الفرض الأول									
DUVOL			NSKEW			MA-Tobit			DUVOL				NSKEW		
R-BTD	BTD	ETR	R-BTD	BTD	ETR	DUVOL	NSKEW	R-BTD	BTD	ETR	R-BTD		BTD	ETR	
0.314 (0.557-)	0.063- (0.109-)	0.009 (0.015)	0.045 (0.061)	0.150 (0.202)	0.210 (0.282)	0.031- (0.053-)	0.202 (0.274)	0.272- (0.480-)	0.050 (0.090)	0.171 (0.296)	0.170- (0.233)	0.004 (0.005)	0.468 (0.630)	Constant	
		**0.790 (2.279)			**1.026 (2.312)					**0.439 (2.319)			**0.557 (2.285)	ETR	
	**2.198 (1.942)			2.352 (1.628)					1.073 (1.622)			1.225 (1.444)		BTD	
1.268 (0.663)			*4.389 (1.792)					*1.685 (1.673)			2.006 (1.549)			R-BTD	
*0.224 (1.738)	**0.279 (2.043)	0.140 (1.044)	**0.372 (2.272)	***0.444 (2.549)	0.279 (1.626)	*0.221 (1.716)	**0.387 (2.359)							MA-Tobit	
0.642 (0.259)	1.855- (1.215-)	0.577- (1.308-)	3.618- (1.139-)	1.877- (0.959-)	0.795- (1.411-)									MA-Tobit* Taxavoid	
0.019- (0.789-)	0.024- (1.005-)	0.019- (0.773-)	0.031- (0.999-)	0.039- (1.264-)	0.031- (1.020-)	0.023- (0.946-)	0.037- (1.207-)	0.015- (0.607-)	0.020- (0.826-)	0.019- (0.794-)	0.025- (0.801-)	0.051- (1.007-)	0.030- (0.979-)	Size	
**0.960 (2.130)	**0.959 (2.137)	***1.207 (2.651)	**1.105 (1.921)	**1.125 (1.958)	**1.409 (2.442)	**1.041 (2.320)	**1.214 (2.117)	**0.926 (2.053)	**0.948 (2.105)	***1.229 (2.694)	*1.057 (1.821)	*1.086 (1.875)	***1.432 (2.444)	ROA	
**0.977 (2.379)	**1.014 (2.470)	**0.871 (2.140)	**0.889 (1.696)	**1.040 (1.981)	0.845 (1.624)	**1.016 (2.500)	**1.039 (2.001)	**0.896 (2.207)	**1.013 (2.491)	**0.857 (2.117)	0.862 (1.651)	*0.996 (1.904)	0.803 (1.543)	Lev	
0.001- (0.032-)	0.023- (0.612-)	0.016- (0.441-)	0.006 (0.136)	0.013- (0.261-)	0.008- (0.168-)	0.005- (0.123-)	0.007 (0.154)	0.008- (0.231-)	0.025- (0.677-)	0.017- (0.473-)	0.002- (0.044-)	0.021- (0.441-)	0.013- (0.276-)	MTB	

الفرض الثالث			الفرض الثاني			الفرض الأول								
DUVOL			NSKEW			MA-Tobit		DUVOL			NSKEW			
R-BTD	BTD	ETR	R-BTD	BTD	ETR	DUVOL	NSKEW	R-BTD	BTD	ETR	R-BTD		BTD	ETR
0.610-	0.644-	0.713-	0.851-	0.897-	*0.982-	0.641-	0.885-	0.587-	0.638-	0.681-	0.801-	0.865-	0.922-	TAC
(1.364-)	(1.443-)	(0.110)	(1.496-)	(1.574-)	(1.731-)	(1.431-)	(1.551-)	(1.311-)	(1.423)	(1.526-)	(1.395-)	(1.505-)	(1.612-)	
**0.947	**0.923	**0.936	0.823	0.842	0.855	**0.978	0.908	**1.023	**0.991	**1.023	*1.011	0.975	*1.009	Dturn
(1.999)	(1.951)	(1.995)	(1.364)	(1.390)	(1.426)	(2.067)	(1.502)	(2.170)	(2.095)	(2.183)	(1.670)	(1.604)	(1.676)	
1.268	1.017	1.186	0.010	0.941-	0.085-	0.844	0.671-	1.790	1.537	1.317	0.781	0.477	0.283	Sigma
(0.512)	(0.414)	(0.483)	(0.003)	(0.153-)	(0.027-)	(0.342)	(0.210-)	(0.727)	(0.627)	(0.541)	(0.243)	(0.149)	(0.089)	
*0.101	*0.098	*0.098	**0.163	**0.165	**0.164	**0.101	**0.167	*0.092	*0.091	*0.088	**0.151	**0.150	**0.146	Ret
(1.939)	(1.893)	(1.888)	(2.464)	(2.502)	(2.492)	(1.941)	(2.527)	(1.776)	(1.749)	(1.710)	(2.271)	(2.259)	(2.215)	
			0.033	0.013	0.036		0.024				0.038	0.034	0.045	L-NSKEW
			(0.551)	(0.214)	(0.613)		(0.403)				(0.647)	(0.581)	(0.756)	
0.062	0.044	0.067				0.061		0.075	0.067	0.076				L-DUVOL
(1.031)	(0.719)	(1.116)				(1.022)		(1.251)	(1.122)	(1.283)				
Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Industry
Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Year
***2.393	***2.459	***2.572	***2.290	***2.253	***2.416	***2.470	***2.310	***2.462	***2.453	***2.604	***2.139	***2.122	***2.291	F. Test
0.113	0.118	0.126	0.106	0.103	0.115	0.110	0.099	0.109	0.109	0.119	0.086	0.086	0.098	Adjusted R <sup>2</sup>
أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	أقل من 4	VIF

- يوضح هذا الجدول معاملات نماذج الانحدار ونتيجة اختبار t. test مدرجة أسفل كل معلمة بين قوسين، كما يوضح الجدول مستوى مغنوية اختبار t. test حيث إن: \* مغنوية عند مستوى مغنوية > 10%، \*\* مغنوية عند مستوى مغنوية > 5%، \*\*\* مغنوية عند مستوى مغنوية > 1%.

## 8- مناقشة النتائج

لتحقيق الهدف الأول والخاص بقياس أثر التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، فقد وجد الباحث أن هناك تأثيراً إيجابياً ومعنوياً للتجنب الضريبي (ETR) على خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL, NSKEW). وتتفق تلك النتيجة مع ما توصل إليه (Garg et al., 2020; Khajavi et al., 2018) والتي أشارت إلى أن زيادة ممارسات التجنب الضريبي من قبل المنشأة ينعكس على زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم وقد تأكدت النتيجة على مستوى جميع الاختبارات. كذلك لاحظ الباحث وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتجنب الضريبي (BTD) على خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL) وتتفق هذه النتيجة مع (Garg et al., 2020) بما يشير إلى أن ممارسات التجنب الضريبي يمكن أن تسهل على المديرين الانخراط في السلوكيات الانتهازية وحجب الأخبار السيئة، بينما يكون التأثير إيجابياً ولكن غير معنوي على

خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW). وتختلف هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Kim et al., 2011). وقد يرجع ذلك إلى إختلاف حجم العينة والمقاييس المستخدمة في قياس التجنب الضريبي والدولة محل الدراسة. وقد تأكدت هذه النتيجة على مستوى التحليل الأساسي وكذلك على مستوى التحليل الإضافي من خلال قياس التجنب الضريبي بنموذج انحدار الفروق الضريبية (R-BTD)، بالإضافة إلى ذلك، تأكدت هذه النتيجة على مستوى تحليل العلاقة السببية العكسية المحتملة من خلال إضافة متغير رقابي آخر يتمثل في خطر انهيار أسعار الأسهم للعام السابق. وبناءً عليه، تم قبول الفرض الأول قبولاً جزئياً.

ويمكن تفسير نتائج الفرض الأول استناداً إلى نظرية الوكالة، والتي تعتمد على قيام المديرين بممارسات التجنب الضريبي من أجل تحقيق مصالح شخصية لهم من خلال التلاعب بالأرباح وأنشطة تحويل الموارد بما يعرض المنشأة لخطر انهيار أسعار الأسهم.

أما فيما يتعلق بالهدف الثانى والخاص بقياس أثر المقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم، فقد لاحظ الباحث وجود تأثير إيجابي ومعنوي للمقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تأكدت هذه النتيجة على مستوى جميع الإختبارات، وبناءً عليه تم قبول الفرض الثانى.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Cui et al., 2019) من أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم، بما يشير إلى أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة يزيدون من خطر انهيار أسعار الأسهم. كما تصبح العلاقة الإيجابية بين المقدرة الإدارية وخطر انهيار أسعار الأسهم أكثر وضوحاً عندما يكون لدى المديرين اهتمام وظيفي أكبر في سوق العمل، ومعرفة أفضل بالمعلومات التشغيلية، والانخراط في المزيد من أنشطة المخاطرة. وتتعارض هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Garg et al., 2020; Park & Jung 2017) من حيث أن المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة يمكنهم تقليل عدم تماثل المعلومات في المنشأة، وبالتالي تقديم معلومات أكثر دقة وفي الوقت المناسب إلى أصحاب المصالح، بما يخفض من احتمالية وجود خطر انهيار أسعار الأسهم.

ويمكن تفسير نتائج الفرض الثانى استناداً إلى نظرية الوكالة، والتي تعتمد على قيام المديرين ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة بممارسات التبريح الإدارى وحجب الأخبار السيئة المتعلقة بالمنشأة خوفاً من تأثير ذلك على سمعتهم فى السوق أو مكافاتهم. ولكن بعد تراكم هذه الأخبار ووصولها لنقطة معينة يجب الإفصاح عنها لسوق الأوراق المالية دفعة واحدة مما قد يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم.

أما فيما يتعلق بالهدف الثالث والخاص بقياس أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد لاحظ الباحث وجود تأثير سلبي ولكنه غير معنوي للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وقد تأكدت هذه النتيجة على مستوى جميع الإختبارات. وبالتالي تم رفض الفرض الثالث. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Khajavi et al. (2018) أن المقدرة الإدارية ليس لها دور في العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وتختلف هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Garg et al., (2020 من حيث أن المقدرة الإدارية يمكن أن تضعف العلاقة بين أنشطة التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، مما يشير إلى أن المنشآت التي تمارس التجنب الضريبي ولديها فريق إداري أكثر قدرة تكون أقل عرضة لخطر انهيار أسعار الأسهم.

## 9- الخلاصة والنتائج والتوصيات

يعد موضوع خطر انهيار أسعار الأسهم أحد الموضوعات التي تزايد الاهتمام بها في الآونة الأخيرة من قبل المهنيين والأكاديميين حيث أنه يتعلق بقيمة المنشأة من وجهة نظر كل من المستثمرين والمساهمين وأصحاب المصالح. كما أن هناك متغيرات كثيرة تؤثر على خطر انهيار أسعار الأسهم بعضها متعلق بالممارسات الداخلية للمنشأة (التجنب الضريبي، والتحفظ المحاسبي، وإدارة الأرباح، وسياسة الإفصاح) والبعض الآخر يتعلق بالخصائص الفردية للمديرين (العمر، والثقة المفرطة، والخلفية الشخصية، ودور المرأة). ولذلك تم تناول خطر انهيار أسعار الأسهم كأحد المتغيرات البحثية بالفحص والتحليل والتي تتأثر بأحد ممارسات المنشأة "التجنب الضريبي"، بالإضافة إلى تأثيره بالمقدرة الإدارية لمديري المنشأة، باعتبارها أحد الأصول غير الملموسة بالمنشأة.

ولتحقيق هدف الدراسة قام الباحث بدراسة نظرية تضمنت عرضاً لخطر انهيار أسعار الأسهم والعوامل الداخلية والخارجية المؤثرة عليه، كما تم تناول أثر كل من التجنب الضريبي والمقدرة الإدارية وعلاقتها بخطر انهيار أسعار الأسهم، بالإضافة إلى تناول أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وأخيراً تم التعرض للدراسات السابقة التي تناولت قياس العلاقات بين متغيرات الدراسة مع اشتقاق فروض الدراسة وتحديد الفجوة البحثية والتي تمثلت في ندرة الدراسات التي تناولت دراسة هذه المتغيرات في بيئة الأعمال المصرية. كما تم قياس التجنب الضريبي بمقاييس مختلفة (معدل الضريبة الفعال، الفروق الضريبية، نموذج انحدار الفروق الضريبية) وقياس خطر انهيار أسعار الأسهم بمقاييس مختلفة (معامل الإلتواء السلبي لمتوسط العوائد الأسبوعية، وتقلبات العوائد الأسبوعية من أسفل لأعلى).



كما قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على عينة من 64 منشأة من المنشآت المدرجة بمؤشر EGX100 خلال الفترة من عام 2014 حتى 2019 حيث بلغ عدد المشاهدات النهائية 263 مشاهدة. هذا؛ وقد تم اشتقاق فروض الدراسة اعتماداً على نظرية الوكالة. وتساهم هذه الدراسة في معالجة الفجوة البحثية في أدبيات أثر المقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.

بناءً على ما سبق، أوضحت النتائج وجود تباين عند تحديد تأثير التجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم حيث هناك تأثير إيجابي ومعنوي للتجنب الضريبي (ETR) على خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW، DUVOL). وتتفق هذه النتيجة مع (Garg et al., 2020; حسين، 2020). أما بالنسبة لمقياس (BTD) للتجنب الضريبي، فقد وجد الباحث تأثير إيجابي ومعنوي للتجنب الضريبي على خطر انهيار أسعار الأسهم (DUVOL). وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه (Garg et al., 2020) إلا أن التأثير يكون إيجابي ولكن غير معنوي باستخدام مقياس (NSKEW) وتختلف هذه النتيجة مع (Kim et al., 2011). كما أن هناك تأثير إيجابي ومعنوي للمقدرة الإدارية على خطر انهيار أسعار الأسهم (NSKEW، DUVOL)، أي أنه كلما زادت المقدرة الإدارية للمديرين كلما زاد خطر انهيار أسعار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع (Liu & Lei, 2021; Cui et al., 2019; Habib & Hasan, 2017)

وبالإضافة إلى ما سبق، أوضحت النتائج وجود تأثير سلبي ولكنه غير معنوي للمقدرة الإدارية على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة (Khajavi et al., 2018)، ولكنها تختلف مع دراسة (Garg et al., 2020) والتي توصلت إلى أن المقدرة الإدارية تضعف العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم. كما تم إجراء تحليل إضافي من خلال قياس التجنب الضريبي بمقياس آخر وهو نموذج انحدار الفروق الضريبية. وقد أكد هذا التحليل النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الأساسي.

في ضوء ما تقدم يوصي الباحث بمزيد من الاهتمام بمتغيرات البحث في بيئة الأعمال المصرية. ويمكن تحقيق ذلك من خلال ما يلي:

- يجب على السلطات الضريبية إصدار إرشادات للحد من ممارسات التجنب الضريبي التي تمارسها المنشآت ووضع عقوبات لمن يخالفها، وبالتالي تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم.
- ضرورة اهتمام الهيئة العامة للرقابة المالية، وجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية بإصدار إرشادات وتوصيات للمحاسبين والمراجعين الخارجيين توضح فيها خطر ممارسات التجنب

- الضريبي والتي يمكن أن تؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم وبالتالي يمكن أن تؤثر على سمعة المراجعين الخارجيين.
- يجب على المنشآت الحد من ممارسات التجنب الضريبي والتربح الإداري والتي يمكن أن تؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم للحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات لدى أصحاب المصالح.
- يجب على المراجعين أن يكونوا أكثر وعياً بالتصرفات التي يقوم بها المديرون ذوي المقدرة الإدارية المرتفعة (الممارسات الانتهازية) لحجب الاخبار السيئة المتعلقة بعمليات المنشأة مما يؤدي إلى خطر انهيار أسعار الأسهم.
- يجب توعية أصحاب المصالح ومديري المنشآت بالآثار الناتجة عن ممارسات التجنب الضريبي سواء على مستوى المنشأة أو على مستوى اقتصاد الدولة.

## 10- الأبحاث المستقبلية

- يقترح الباحث العديد من الأبحاث المستقبلية في بيئة الأعمال المصرية امتداداً لهذا البحث ومن هذه الأبحاث ما يلي:
- أثر نسبة تمثيل المرأة في مجلس الإدارة على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر الثقة المفرطة للمديرين على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر جودة المراجعة على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- أثر المقدرة الإدارية على الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وأثر ذلك على قيمة المنشأة.
- أثر خصائص المنشآت على العلاقة بين التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار الأسهم.

## المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية

حسين، علاء علي أحمد. (2020). تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة. *الفكر المحاسبي*. قسم المحاسبة والمراجعة. كلية التجارة. جامعة عين شمس. مجلد 24. عدد 1. ص ص 1-67.

عيسى، عارف محمود كامل، حشاد، طارق محمد عمر. (2021). قياس أثر المقدرة الإدارية على المحتوى الإعلامي لممارسات تمهيد الدخل في بيئة الأعمال المصرية: دراسة عملية. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*. كلية التجارة. جامعة دمياط. المجلد الثاني. العدد الثاني. ص ص 317-370.

مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (2019). قياس أثر المقدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية*. قسم المحاسبة والمراجعة. كلية التجارة. جامعة الاسكندرية. المجلد الثالث. العدد الثالث. ص ص 293-379.

### ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

Al Mamun, M., Balachandran, B., & Duong, H. N. (2020). Powerful CEOs and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 62, 101582.

Ali, A., Li, N., & Zhang, W. (2019). Restrictions on managers' outside employment opportunities and asymmetric disclosure of bad versus good news. *The Accounting Review*, 94(5), 1-25.

Andreou, P. C., Lambertides, N., & Magidou, M. (2021). Stock price crash risk: A critique of the agency theory viewpoint. Available at SSRN 3774424.

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

- Baginski, S. P., Campbell, J. L., Hinson, L. A., & Koo, D. S. (2018). Do career concerns affect the delay of bad news disclosure?. *The Accounting Review*, 93(2), 61-95.
- Baik, B. O. K., Farber, D. B., & Lee, S. A. M. (2011). CEO ability and management earnings forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1645-1668.
- Baik, B., Brockman, P. A., Farber, D. B., & Lee, S. (2018). Managerial ability and the quality of firms' information environment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(4), 506-527.
- Baik, B., Choi, S., & Farber, D. B. (2020). Managerial ability and income smoothing. *The Accounting Review*, 95(4), 1-22.
- Ball, R. (2009). Market and political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. *Journal of Accounting Research*, 47(2), 277-323.
- Bamber, L. S., Jiang, J., & Wang, I. Y. (2010). What's my style? The influence of top managers on voluntary corporate financial disclosure. *The Accounting Review*, 85(4), 1131-1162.
- Blaufus, K., Möhlmann, A., & Schwäbe, A. N. (2019). Stock price reactions to news about corporate tax avoidance and evasion. *Journal of Economic Psychology*, 72, 278-292.
- Bleck, A., & Liu, X. (2007). Market transparency and the accounting regime. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 229-256.
- Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(4), 1605-1637.
- Chemmanur, T. J., & Paeglis, I. (2005). Management quality, certification, and initial public offerings. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 331-368.

- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economics*, 61 (3), 345-381.
- Chen, Y., Ge, R., Louis, H., & Zolotoy, L. (2019). Stock liquidity and corporate tax avoidance. *Review of Accounting Studies*, 24 (1), 309-340.
- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., & Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 26 (5), 532-554.
- Dang, V. A., Lee, E., Liu, Y., & Zeng, C. (2018). Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*, 24 (3), 451-484.
- DeFond, M. L., Hung, M., Li, S., & Li, Y. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?. *The Accounting Review*, 90 (1), 265-299.
- Demerjian, P. R., Lev, B., Lewis, M. F., & McVay, S. E. (2013). Managerial ability and earnings quality. *The Accounting Review*, 88 (2), 463-498.
- Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012). Quantifying managerial ability: A new measure and validity tests. *Management Science*, 58 (7), 1229-1248.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2006). Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79 (1), 145-179.
- Desai, M. A., & Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91 (3), 537-546.
- Desai, M. A., Dyck, A., & Zingales, L. (2007). Theft and taxes. *Journal of Financial Economics*, 84 (3), 591-623.

- Foroghi, D., Mirzaei, M., & Rasaiian, A. (2012). The impact of tax avoidance on the future stock price crash risk of the listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Tax Research*, 20 (13), 71-102.
- Gaertner, F. B. (2014). CEO after-tax compensation incentives and corporate tax avoidance. *Contemporary Accounting Research*, 31 (4), 1077-1102.
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2020). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. *International Journal of Managerial Finance*, 18 (1), 1-27
- Guenther, D. A., Matsunaga, S. R., & Williams, B. M. (2017). Is tax avoidance related to firm risk?. *The Accounting Review*, 92 (1), 115-136.
- Gul, F. A., Khedmati, M., Lim, E. K., & Navissi, F. (2018). Managerial ability, financial distress, and audit fees. *Accounting Horizons*, 32 (1), 29-51.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2017). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. *Research in International Business and Finance*, 42, 262-274.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 127-178.

- Hasan, I., Hoi, C. K. S., Wu, Q., & Zhang, H. (2014). Beauty is in the eye of the beholder: The effect of corporate tax avoidance on the cost of bank loans. *Journal of Financial Economics*, 113(1), 109-130.
- He, G., Bai, L., & Ren, H. M. (2019). Analyst coverage and future stock price crash risk. *Journal of Applied Accounting Research*, 20 (1), 63-77
- Holcomb, T. R., Holmes Jr, R. M., & Connelly, B. L. (2009). Making the most of what you have: Managerial ability as a source of resource value creation. *Strategic Management Journal*, 30(5), 457-485.
- Huang, X. S., & Sun, L. (2017). Managerial ability and real earnings management. *Advances in Accounting*, 39, 91-104.
- Hunjra, A. I., Mehmood, R., & Tayachi, T. (2020). How Do Corporate Social Responsibility and Corporate Governance Affect Stock Price Crash Risk?. *Journal of Risk and Financial Management*, 13 (2), 30.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94 (1), 67-86.
- Jiménez-Angueira, C. E. (2018). The effect of the interplay between corporate governance and external monitoring regimes on firms' tax avoidance. *Advances in Accounting*, 41, 7-24.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 79(2), 257-292.
- Jo, E., Moon, H., & Choi, Y. (2015). The effect of comparability on firm-level stock price crash risk. *Korean Accounting Review*, 40 (4), 179-211.
- Kazemi, K., & Ghaemi, F. (2016). A study on the relationship between managerial ability and stock price crash risk of the listed firms on

- the Tehran Stock Exchange (using data envelopment analysis). *International Journal of Humanities and Cultural Studies (IJHCS)* Special Issue, 1380-1392
- Khajavi, S., Rezaei, G., & Bagheri, M. (2018). Investigating the Mediating Role of Managerial Quality on the Relationship between Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk of Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*, 6 (21), 1-25
- Khuong, N. V., Liem, N. T., Thu, P. A., & Khanh, T. H. T. (2020). Does corporate tax avoidance explain firm performance? Evidence from an emerging economy. *Cogent Business & Management*, 7 (1), 1780101.
- Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 412-441.
- Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100 (3), 639-662.
- Kim, J. B., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2019). Analyst coverage and expected crash risk: Evidence from exogenous changes in analyst coverage. *The Accounting Review*, 94(4), 345-364.
- Kim, J. B., Wang, Z., & Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. *Contemporary Accounting Research*, 33 (4), 1720-1749.
- Koester, A., Shevlin, T., & Wangerin, D. (2017). The role of managerial ability in corporate tax avoidance. *Management Science*, 63 (10), 3285-3310.



- Kothari, S. P., Shu, S., & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news?. *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Krishnan, G. V., & Wang, C. (2015). The relation between managerial ability and audit fees and going concern opinions. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(3), 139-160.
- Lennox, C., Lisowsky, P., & Pittman, J. (2013). Tax aggressiveness and accounting fraud. *Journal of Accounting Research*, 51(4), 739-778.
- Li, Y., & Zeng, Y. (2019). The impact of top executive gender on asset prices: Evidence from stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 58, 528-550.
- Liang, Q., Ling, L., Tang, J., Zeng, H., & Zhuang, M. (2019). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. *China Finance Review International*, 10(3), 271-296.
- Liu, J., & Lei, D. (2021). Managerial ability and stock price crash risk—the role of managerial overconfidence. *Review of Accounting and Finance*, 20(2), 167-193.
- Moazen, B., & Bad Avar Nahandi, Y. (2017). The Relationship between Managerial talent, Investment Efficiency and Stock Price Crash Risk. *The Journal of Productivity Management*, 10(4(39)), 247-280.
- Mohammadi, S., & Salehi, E. (2017). The relationship between management ability and investment efficiency and risk of stock price decline. *Accounting Improvements*, 9(2), 93-119.
- Park, J., Ko, C. Y., Jung, H., & Lee, Y. S. (2016). Managerial ability and tax avoidance: evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(4), 449-477.

- Park, S. Y., & Jung, H. (2017). The effect of managerial ability on future stock price crash risk: Evidence from Korea. *Sustainability*, 9 (12), 2334.
- Park, S. Y., & Song, Y. (2018). The effect of ownership structure on future stock price crash risk: Korean evidence. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 34 (2), 355-368
- Pasternak, M., & Rico, C. (2008). Tax interpretation, planning, and avoidance: Some linguistic analysis. *Akron Tax Journal*, 23 (1), 2, 32-48
- Salehi, M., Khazaei, S., & Tarighi, H. (2019). Tax avoidance and corporate risk: evidence from a market facing economic Sanction country. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, 6 (4), 45-52.
- Salehi, M., Tarighi, H., & Shahri, T. A. (2020). The effect of auditor characteristics on tax avoidance of Iranian companies. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 27 (2), 119-134
- Song, L. (2015). Accounting disclosure, stock price synchronicity and stock crash risk: an emerging-market perspective. *International Journal of Accounting & Information Management*, 23, 349-363.
- Vaez, S. A., & Dorseh, S. S. (2016). Investigating the Effect of Auditor Specialization in Industry on the Relationship between Tax Avoidance and the Risk of Future Stock Price Crash of Pharmaceutical and Non-pharmaceutical Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Health Accounting*, 5 (1), 79-106.
- Xu, N., Jiang, X., Chan, K. C., & Yi, Z. (2013). Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 25, 217-239.

- Yonghong, J., Peng, J., Xiangrui, W., & Yuqin, X. (2021). Analyst Forecast Bias, Investors' Heterogeneous Beliefs and Stock Price Crash Risk. *Foreign Economics & Management*, 43 (06), 90-104.
- Yuan, Y., Tian, G., Lu, L. Y., & Yu, Y. (2019). CEO ability and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 157(2), 391-411.
- Zhu, Y., Wu, Z., Zhang, H., & Yu, J. (2017). Media sentiment, institutional investors and probability of stock price crash: evidence from Chinese stock markets. *Accounting & Finance*, 57(5), 1635-1670.