

**الدور المعدل لتبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير
المالية IFRS للعلاقة بين غموض التقارير المالية
وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم
"دليل من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية"**

د/ عبد الله حسين يونس

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة بنى سويف

ملخص البحث

يستهدف البحث دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، بالإضافة إلى دراسة واختبار مدى اختلاف قوة و/أو اتجاه هذه العلاقة التأثيرية باختلاف تبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS)، وذلك بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2011-2019).

وباستخدام عينة مكونة من 444 مشاهدة، والاعتماد على نموذج (Chen et al. (2001) لقياس خطر الانهيار مستقبلاً والتنبؤ به، أظهرت نتائج التحليل الأساسي أن غموض التقارير المالية (مقاساً بنموذج جونز المعدل) يؤثر إيجاباً ومعنوياً على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم (مقاساً بمؤشر الانحراف الشرطي السلبي للعوائد الأسبوعية)، فقد تبين أن زيادة غموض التقارير المالية العام الحالي بنسبة 1% يسهم في ارتفاع احتمال حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم في العام القادم بنسبة 0,684%.

وباستخدام النموذج الذى قدمه (DeFond et al. (2015)، أظهرت نتائج التحليل الأساسي أيضاً أن تبنى المعايير الدولية لإعداد القوائم المالية يؤثر سلباً ولكن بصورة غير معنوية على العلاقة التأثيرية بين غموض التقارير المالية وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم. وباستخدام مؤشر بديل لقياس غموض التقارير المالية، أيدت نتائج تحليل الحساسية نفس نتائج التحليل الأساسي، مما يعكس متانة النتائج التي تم التوصل إليها وقتها.

ومن المتوقع أن تسهم هذه النتائج في توفير معلومات مفيدة للمستثمرين والمحللين الماليين ولواضعي المعايير المحاسبية لتحسين إعداد التقارير المالية وزيادة شفافيتها (تخفيض غموضها)، وذلك من أجل تقييد السلوك الانتهازي للإدارة في حجب الأخبار السيئة والمعلومات السلبية وعدم الإعلان عنها أو تأخيرها، ومن ثم تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، وبالتالي السيطرة على التقلبات غير الطبيعية في سوق الأوراق المالية، لكى يتم الحفاظ على ثروات أفراد المجتمع.

الكلمات المفتاحية: غموض التقارير المالية؛ تبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية؛ خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم؛ الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

The moderating role of the IFRS adoption on the relationship between financial reports opacity and future stock price crash risk: “Evidence from the non-financial firms listed on the Egyptian stock Exchange”

Abstract

The research aims to study and examine the impact of financial reports opacity on future stock price crash risk (future crash risk), in addition to study and examine the extent to which the strength and/or direction of this influence relationship varies with the International Financial Reporting Standards (IFRS) adoption, by applying to non-financial firms listed on the Egyptian Stock Exchange (EGX) during the period (2011–2019).

Using a sample of 444 observations, and adopting the model of Chen et al. (2001) to measure and predict the future crash risk, the fundamental analysis findings indicated that the financial reports Opacity (measured by the modified Jones model) positively and significantly affects the future crash risk (measured by Negative Conditional Skewness of Returns). Meaning that the increase in the financial reports Opacity this year by 1% contributes to the increase in the future crash risk next year by 0.684%.

Using the model presented by DeFond et al. (2015), the fundamental analysis findings also indicated that the IFRS adoption negatively and insignificant affects the influencing relationship between the financial reports opacity and the future crash risk. By using an alternative proxy to measure the financial reports Opacity, the sensitivity analysis findings supported the same findings as the fundamental analysis, which reflects the robustness and strength of the findings.

It is expected that these findings will contribute to providing useful information to investors, financial analysts and accounting standard-setters to improve financial reporting and increase its transparency (decrease its opacity), in order to restrict management's opportunistic behavior in bad news hoarding and negative information and not announcing or delaying it, and thus reducing the future crash risk, and then to control the abnormal fluctuations in the stock market, in order to preserve the wealth of community members.

Keywords: Financial Reports Opacity; International Financial Reporting Standards (IFRS); Future Stock Price Crash Risk; The Non-financial Firms Listed on the Egyptian Stock Exchange (EGX).

1- مقدمة البحث

تعتبر معلومات التقارير المالية ذات مقدرة تقييمية Value relevance إذا كانت ما تتضمنه من أرقام محاسبية مرتبطة بأسعار سوق الأوراق المالية، فإذا انعكس الواقع الاقتصادي في أسعار السوق، تكون قيمة التقارير المالية ذات الصلة مرتفعة الشفافية ومنخفضة الغموض كما تسهم في قابلية القوائم المالية للمقارنة وتحسين كفاءة أسواق رأس المال (De George et al. 2016).

وقد اهتمت الأدبيات المحاسبية بموضوع خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم (*) Stock Price Crash Risk، نتيجة إفلاس شركات عالمية رائدة. ويشير خطر انهيار أسعار الأسهم إلى الانخفاض الكبير في سعر السهم على مستوى الشركة بشكل مفاجئ وخلال فترة قصيرة (Ak et al. 2016; Lim et al., 2016).

ويعكس انهيار أسعار الأسهم السلوك الانتهازي لإدارة الشركة في حجب ومنع الإفصاح عن الأخبار السيئة (السلبية أو غير السارة) (***) Bad news hoarding لفترات طويلة بشكل متراكم وتعجيل الإعلان عن الأخبار الجيدة (الإيجابية أو السارة) Good news announcing، والذي يترتب عليه عدم تماثل الإفصاح بين الأخبار السارة وغير السارة، وكذلك عدم تماثل المعلومات بين الأطراف داخل الشركة وخارجها. وتهدف الإدارة من هذا أن يغطي الأداء المالي الجيد مستقبلاً سوء الأداء المالي الحالي، إلا أنها تفشل في استمرار حجب هذه الأخبار، نظراً لارتفاع تكلفة حجبها عن المنافع المتوقعة منها، أو عدم الإفصاح عن أخبار جيدة يمكنها امتصاص أثر الأخبار السيئة إلى الحد الذي لا يمكنها الاستمرار في هذا الوضع، فتخرج هذه الأخبار دفعة واحدة بشكل مفاجئ خلال فترة زمنية قصيرة محدثةً انهياراً لأسعار السهم على مستوى الشركة (Jin and Myers, 2006; Ball, 2009؛ إبراهيم، 2006).

وتعد بيئة إعداد التقارير المالية أحد أهم المحددات التي تؤثر في حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، فارتفاع شفائيتها وانخفاض غموضها يضمن الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي الحد من حجب الأخبار غير السارة ومن قنوات إدارة الشركة لحجب هذه الأخبار مثل

(*) سوف يستخدم مصطلحي: خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم وخطر الانهيار في هذا البحث بشكل مترادف، ليعبر عن انهيار سعر السهم على مستوى الشركة وليس على مستوى السوق.

(**) سوف تستخدم مصطلحات: الأخبار السيئة والأخبار السلبية والأخبار غير السارة في هذا البحث بشكل مترادف. كما تستخدم المعلومات والأخبار بشكل مترادف أيضاً، وإن كانت الأولى جزءً من الثانية، إلا أن المقصود بهما في هذا البحث ما يتعلق بالنواحي المحاسبية والمالية للشركة.

ممارسات إدارة الأرباح، مما يسهم في النهاية من الحد من حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً (محمد، 2021). في المقابل، يسهم غموض التقارير المالية Financial reports opacity وانخفاض شفافيتها في ارتفاع حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، من خلال تخفيف الإدارة في الانخراط في مسببات هذا الخطر.

وقد حل مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) في عام 2001 محل لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASC)، وذلك بهدف خدمة أصحاب المصلحة بشكل أفضل. ومنذ تأسيسه، طور المجلس باستمرار المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS). وفي عام 2018 تبنت حوالي 120 دولة هذه المعايير، وهذه الدول التي تستخدم المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية لها نفس الهدف، والذي يتعلق بتطوير مجموعة من المعايير التي من شأنها تحقيق الشفافية والمساءلة والكفاءة للأسواق المالية في جميع أنحاء العالم (Anderson, 2018).

وقد يؤدي تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية إلى تحسينات في جودة المحاسبة، عن طريق الحد من البدائل المحاسبية التي يمكن للإدارة استخدامها بشكل انتهازي للتلاعب بالأرباح، ويخفض هذا من حرية التصرف الإداري وسلوكها الانتهازي. وبالتالي، يمكن أن يخفف من إدارة الأرباح وارتفاع شفافية التقارير المالية وانخفاض غموضها، مما يسهم في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم.

2- مشكلة البحث

قدمت دراسات سابقة عديدة (e.g., Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011; Callen and Fang, 2013, 2015; Andreou et al., 2016, 2017; Kim and Zhang, 2016; Ni and Zhu, 2016) أدلة تجريبية تفيد أن حجب الأخبار السيئة تكون مدفوعة بتحقيق المصالح الشخصية للإدارة على حساب أصحاب المصالح، وذلك من خلال قناتين بارزتين قائمتين (محورين بارزين قائمين) على مشكلة الوكالة وهما: غموض التقارير المالية والمبالغة في الاستثمار.

كما قدمت دراسات عديدة في مجال المحاسبة والتمويل (e.g.; Chen et al., 2001; Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2014; Lee, 2016) في التنبؤ بخطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى الشركة وتفسير حدوثه. وتوصلت نتائج هذه الدراسات إلى أن أحد الأسباب الأساسية لحدوث يتمثل في هذا الخطر ميل الإدارة وانخراطها في حجب الأخبار غير السارة الخاصة بالشركة عن الملاك والمستثمرين وغيرها من أصحاب المصالح

الآخرين، وقد فسرت هذا الميل والانخراط بسبب المخاوف المتعلقة بوضع الإدارة المهني والتعويضات الإدارية. وعندما تتراكم هذه الأخبار غير السارة وتصل إلى حد معين (عتبة معينة)، تصدر جميعها وتخرج في آن واحد محدثة انهياراً لسعر السهم على مستوى الشركة.

وقد أشار Ahmed et al. (2013a) إلى أنه في حين أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وتقارب مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً المحلية معها يشير إلى أن هذه المعايير هي مجموعة عالية الجودة من معايير المحاسبة وتحسن نفعية المعلومات المحاسبية لعملية اتخاذ القرار، إلا أن التداعيات الاقتصادية لهذا التغيير لا تزال موضع نقاش.

وقد قدمت الدراسات السابقة في مجال المحاسبة والتمويل أدلة تطبيقية تتعلق بمحددات مختلفة لخطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى الشركات، والتي يسهم بعضها في انخراط الإدارة في ممارسات سلوك انتهازية في حجب الأخبار غير السارة، وتؤدي إلى ارتفاع حدوث هذا الخطر مستقبلاً. في المقابل، توجد محددات أخرى تحد من انخراط الإدارة في ممارسات سلوك انتهازية في حجب الأخبار غير السارة، وتؤدي إلى انخفاض حدوث هذا الخطر مستقبلاً. وقد ارتبطت هذه المحددات بسوق المال، مثل: حجم تداول الأسهم (Chen et al., 2001)، قيود البيع على المكشوف (Ni and Zhu, 2016)، وسيولة الأسهم (Alp et al., 2017; Chang et al., 2021).

كما ارتبطت المحددات بالتقارير المالية، مثل: إدارة الأرباح (Kim et al., 2011)، توقعات المحللين الماليين (Cao et al., 2016)، التحفظ المحاسبي (Kousenidis et al., 2014; Francis et al., 2016؛ إبراهيم، 2016)، قابلية القوائم المالية للمقارنة (Kim et al., 2014; Parsa and Sarraf, 2018)، تمهيد الدخل (Chen et al., 2017b)، الديون قصيرة الأجل (عبدالمجيد، 2019)، قابلية التقارير المالية للقراءة (Kim et al., 2019)، توقيت إصدار التقارير المالية (Li et al., 2020)، وضعف الرقابة الداخلية (أبو العلا، 2021). وارتبطت المحددات أيضاً بإدارة الشركة، مثل: الحوافز السياسية (Kim et al., 2011; Xu et al., 2014)، الثقة الإدارية المفرطة (Kim et al., 2016)، القدرة الإدارية (Habib and Hasan, 2017b)؛ مليجي، 2019)، ونفوذ المدير التنفيذي (عبدالرحيم، 2021).

وامتداداً للمحددات السابقة، تتناول الدراسة الحالية غموض التقارير المالية أو انخفاض شفافيتها في بيئة المحاسبة المصرية كمحدد لخطر الانهيار، بالإضافة إلى تناول أثر تبني المعايير الدولية

لإعداد التقارير المالية (IFRS) عند إدخاله كمتغير معدل على العلاقة التأثيرية للمحدد السابق على خطر انهيار أسعار الأسهم.

وقد استعرضت الدراسات المحاسبية السابقة النتائج التطبيقية لأثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم في الأسواق المتقدمة كدراسة Hutton et al. (2009); Jung et al. (2019) في سوق الأوراق المالية الأمريكية، ودراسة Chae et al. (2020) في سوق الأوراق المالية اليابانية، ودراسة Wu and Hu (2019); Li et al. (2022) في سوق الأوراق المالية الصينية. وبخصوص الأسواق الناشئة، تناولت دراسة Lee et al. (2016) التجريبية اختبار هذه العلاقة في سوق الأوراق المالية التايوانية. وتأتى الدراسة الحالية لاختبار هذا الأثر في مصر كأحد الأمثلة على الأسواق المالية الناشئة. لذلك، قد يختلف أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم عن باقى الناتج على مستوى الأسواق المالية المتقدمة والناشئة الأخرى.

وفى ضوء ما تقدم، تُثار التساؤلات التالية:

- ما أثر غموض التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم؟
- هل يؤثر تطبيق الشركات المقيدة بالبورصة المصرية للمعايير الدولية للتقارير المالية على العلاقة التأثيرية بين غموض تقاريرها المالية وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم؟

3- هدف البحث

يهدف البحث بشكل رئيس إلى دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم، ومدى اختلاف قوة و/أو اتجاه هذه العلاقة التأثيرية باختلاف تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.

ويسعى البحث إلى تحقيق هذا الهدف الرئيس من خلال دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2011-2019).

4- أهمية البحث ودوافعه

تنضج أهمية هذا البحث العلمية والعملية ودوافعه مما يلي:

- يعد البحث الحالي امتدادًا للدراسات المحاسبية السابقة التي تناولت تداعيات متغير "جودة التقارير المالية" والمتغير المقابل له "غموض التقارير المالية"، مثل: الأثر على كفاءة الاستثمار (e.g:

(Biddle et al., 2009)، الأثر على قيمة الشركة (e.g., Yousuf, 2020)، والأثر على السلوك الانتهازي للإدارة في تحديد الضريبة (e.g., Kerr, 2013; Donkor et al., 2022). ويحاول الباحث تحديد أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم وتفسير النتيجة التأثيرية.

- تقديم دليل تطبيقي بشأن تحديد أثر غموض التقارير المالية والأثر المشترك له مع تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة المحاسبة المصرية، حيث يُسهم تقديم دليل بشأن هذين الأثرين في تحديد آثار غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حتى يمكن إضفاء الثقة على المعلومات المالية التي تتضمنها التقارير المالية.

- لا تزال الأدلة التطبيقية بشأن تبني المعايير الدولية للتقارير الدولي غير حاسمة، وخاصة في البيئة المصرية كأحد الأسواق الناشئة، وهو ما يعبر عن إضافة علمية محتملة للنتائج التي سيتم التوصل إليها.

- يحاول البحث تخفيف التعارض في نتائج الدراسات السابقة بشأن أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال تحديد أثر إدخال تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية كمتغير معدل لهذه العلاقة التأثيرية، من أجل تفسير هذا التعارض.

- ندرة الدراسات السابقة التي اختبرت تداعيات غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها، خاصة فيما يتعلق بانهيار أسعار الأسهم بالتطبيق على أحد أسواق المال العربية.

- ندرة الدراسات السابقة التي اختبرت الدور المعدل لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر الانهيار في بيئة المحاسبة المصرية.

5- حدود البحث

في ضوء مشكلة البحث وهدفه الرئيس، يخرج عن نطاق البحث دراسة وتحليل واختبار أثر محددات أخرى بخلاف غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى الشركة وليس على مستوى السوق ككل، كما يخرج عن نطاق البحث استخدام مؤشرات أخرى لقياس غموض التقارير المالية بخلاف مؤشر إدارة الأرباح بدلالة القيمة المطلقة لحسابات الاستحقاق الاختيارية. كما يخرج عن نطاق البحث اختبار هذه العلاقات في الشركات التي تعد قوائمها بعملة بخلاف الجنيه المصري، واستبعاد الشركات التي تنتمي إلى القطاعات المالية (البنوك وشركات التأمين والشركات العاملة في مجال الأوراق المالية)، نظرًا لطبيعتها الخاصة بها والمختلفة عن

طبيعة الشركات المنتمية لباقي القطاعات الأخرى وخضوعها لبعض المعايير والمتطلبات الرقابية الخاصة بها.

بالإضافة إلى ما سبق، يتم استبعاد المشاهدة (شركة/سنة) التي لم يتم التمكن من الحصول على بياناتها خلال فترة البحث. كما يخرج عن نطاق البحث المحددات الأخرى لخطر انهيار أسعار الأسهم، بخلاف غموض التقارير المالية للشركات (مثل جودة المراجعة وتطبيق محاسبة القيمة العادلة)، والمتغيرات المعدلة الأخرى، بخلاف تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (مثل حجم الشركة والصناعة ونهاية السنة المالية)، كما أن قابلية نتائج هذا البحث التي سوف يتم التوصل إليها للتعميم مشروطة بضوابط تتعلق بمجتمع وعينة البحث.

6- خطة البحث

لتناول مشكلة البحث ولتحقيق هدفه في ضوء حدوده، سوف يتم استكمال البحث على النحو التالي:

- 7- خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم: المفهوم والتفسيرات والمحددات.
- 8- غموض التقارير المالية: المفهوم والمقاييس والمحددات.
- 9- تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم واشتقاق الفرض الأول.
- 10- تحليل الدور المعدل لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم واشتقاق الفرض الثاني.
- 11- منهجية البحث.
- 12- نتائج البحث وإسهاماته وتوصياته ومجالاته المقترحة.

7- خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم: المفهوم والتفسيرات والمحددات

7-1- مفهوم خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم

يشير مصطلح خطر الانهيار إلى الانخفاض الحاد في سعر السهم الشركة بشكل مفاجئ خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً (Cheng et al., 2019). كما يشير خطر الانهيار على أنه احتمال حدوث انخفاض مرتفع في أسعار الأسهم، والذي يمكن ملاحظته من خلال الالتواء أو الانحراف السلبي في توزيعات العوائد على الأسهم خلال فترة زمنية من التداول على هذه الأسهم (عبدالمجيد، 2019).

ويجسد خطر الانهيار تحركات كبيرة ومفاجئة في توزيعات عوائد السهم، وتتسم هذه التوزيعات بأنها ذات انحراف سلبي، وبالتالي لها آثار مهمة على نماذج تسعير الأصول والخيارات المالية، حيث يتوقع المستثمرون عوائد أكبر على مثل هذه الأسهم، بمعنى أن الانحراف في توزيعات عوائد السهم يعتبر محدد لخطر الانهيار. وبذلك، يعد خطر الانهيار أحد المحددات المهمة لتوزيع العوائد، كما أنه ملائم في تسعير الأصول المالية والخيارات المالية، إلا أنه على عكس التقلبات المتماثلة Symmetric volatilities لا يمكن تخفيض خطر الانهيار من خلال التنوع في استثمارات المحفظة المالية، كما أنه يصعب التنبؤ بحدوثه من جانب المستثمرين (Kim et al., 2014).

وقد عرفته دراسة (Zhu (2016) بالانهيار المتطرف أو الشديد Extreme collapse في القيمة السوقية لسهم الشركة، والذي يترتب عليه انخفاض ثروة الملاك. وقد أوضح Harvey and Siddique (2000) أن الانحراف الشرطي عامل مهم ورئيس في تحديد أسعار الأسهم، حيث يحصل المستثمرون على عوائد الأسهم بدرجة أكبر من المتوقعة مع ارتفاع الانحراف السلبي كمكافأة لقبولهم هذه المخاطرة.

ومن منظور الانحراف الشرطي في توزيعات عوائد السهم، قدم (Chen et al. (2001 تعريفاً لخطر الانهيار مختلفاً عما تقدم، فقد عرفه بالانحراف الشرطي في عوائد الأسهم بدلاً من وجود عوائد سلبية شديدة، ويشير الانحراف الشرطي إلى أنه عقب ارتفاع أسعار السهم تنحرف العوائد سلبيًا بدرجة مرتفعة، وعقب انخفاض الأسعار تنحرف العوائد إيجابيًا بدرجة مرتفعة أيضًا، ويعتبر الانحراف الشرطي محددًا مهمًا لتوزيع العوائد. ويختلف هذا التعريف عن التعريفات الأخرى لخطر الانهيار في أن التعريفات الأخرى ركزت على أداء الأسهم والذي يجسد متوسط توزيع عوائد الأسهم (يمثل اللحظة الأولى) والتباين في توزيع عوائد الأسهم (يمثل اللحظة الثانية)، بينما يركز هذا التعريف على الانحراف الشرطي لتوزيع عوائد الأسهم (يمثل اللحظة الثالثة).

ويتفق (Habib et al. (2018 مع ما سبق في أن خطر الانهيار يمثل الالتواء السلبي Negative skewness في توزيع عوائد سهم الشركة، مما يؤدي إلى تقلبات أكبر في العوائد السلبية للسهم، وبالتالي يركز هذا التعريف على الانحراف الشرطي لتوزيع عوائد الأسهم (اللحظة الثالثة).

ويرى محمد (2021) أن الدراسات السابقة التي تناولت تعريف خطر الانهيار قد اتفقت في مضمونها على جوانب عدة، ويجب أن تكون هذه الجوانب ضمن نطاق أي تعريف شامل، وهذه الجوانب هي: (أ) احتمال حدوث انخفاض سعر السهم بشكل جوهري وحاد ومفاجئ، (ب) تحقيق

السهم لعوائد سلبية شديدة بشكل متكرر، (ج) ظهور الالتواء السلبى فى عوائد الأسهم على مستوى الشركة، (د) استمرار انخفاض عوائد الأسهم على مستوى الشركة لفترة زمنية، (هـ) انهيار سعر السهم على مستوى الشركة ظاهرة سوقية مُعدية يزيد من احتمالية حدوث انخفاض حاد فى أسعار جميع الأسهم على مستوى السوق.

وقد أوضح (Hutton et al. (2009) أن حدوث خطر الانهيار يرجع إلى مخاوف المستثمرين من خطر الذيل (أو الخطر الطرفى أو الخطر الهامشى) Tail risk، ويتعلق الأخير بخطر حدوث خسائر مرتفعة فى الجانب السلبى للعوائد الناتجة عن التحركات غير الطبيعية لأسعار الأسهم. كما أوضح (DeFond et al. (2015) أنه خطر الذيل يظهر فى شكل التواء فى أحد طرفى مخطط بيانى عند التعبير عن عائد السهم على مستوى الشركة، أى أنه يكون بطرف المنحنى واحتمال حدوثه ضعيف لكنه ذو تأثير قوى، فى حين يمثل خطر الانهيار تكراراً لوجود عوائد أسهم شديدة السلبية والتي تقع فى الجزء الأقل من 0.1% من التوزيع الطبيعى. لذلك، يكره المستثمرين خطر الانهيار وينفرون منه، وهو ما يفسر طلبهم لعلاوة مخاطر للأسهم التى تتسم بعوائد سلبية (مجد، 2021).

وقد توسع (Hong and Stein (2003) فى توضيح مفهوم مصطلح خطر الانهيار، فقد أوضح أنه ينطوى على ثلاثة عناصر محددة، هى: (أ) الانهيار تغير كبير غير معتاد فى سعر السهم على مستوى الشركة ويحدث بدون وجود معلومات وأخبار عامة كثيرة، (ب) هذا التغير الكبير فى سعر السهم تغير سلبى (أى يحدث انخفاض فى سعر السهم)، (ج) الانهيار ظاهرة سوقية مُعدية Contagious، حيث لا ينطوى فقط على انخفاض مفاجئ فى سعر سهم واحد، بل ينطوى على انخفاض مترابط للغاية فى أسعار فئة كاملة من الأسهم، محدثاً انهياراً لأسعار الأسهم على مستوى السوق.

وفى ضوء ما سبق، يرى الباحث أن مفهوم انخفاض سعر السهم يختلف عن مفهوم انهياره، حيث يعكس المفهوم الأول الانخفاض المؤقت فى سعر السهم أو انخفاضه بقيمة ضئيلة، والذى يحدث بسبب النتائج المالية غير الجيدة للشركة أو وجود أخبار غير سارة أعلنت فى وقتها ولم يتم حجبها. فى المقابل، يعكس المفهوم الثانى انخفاض كبير فى قيمة السهم وبشكل مفاجئ خلال فترة زمنية قصيرة، أى وجود عوائد سلبية شديدة لأسعار هذا السهم، ويحدث هذا الانهيار نتيجة حجب إدارة الشركة للأخبار غير السارة للحد الذى لا يمكن استمرار حجبها فتظهر فجأة للعلن، مما يترتب

عليه الانهيار المفاجئ في سعر السهم على مستوى الشركة، والذي قد يكون بمثابة ظاهرة سوقية معدية تنتقل لباقي الأسهم على مستوى سوق رأس المال.

7-2- تفسيرات حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم

قدمت الدراسات السابقة تفسيرات مختلفة لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك كما يلي:

(أ) **التفسير الأول:** تعد دراسة (Jin and Myers (2006) من أوائل الدراسات التي قدمت أحد هذه التفسيرات، فقد فسرت حدوث خطر الانهيار بمشكلة عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمطلعين داخلها وأصحاب المصالح خارجها، حيث يتيح عدم تماثل المعلومات للإدارة إخفاء الأخبار غير السارة لفترة طويلة نسبياً، من أجل تخفيض الدعاوى والنقاضي بسبب الآثار السلبية في حالة الإفصاح عن هذه الأخبار، كما أن انخفاض مستوى الإفصاح في التقارير المالية وغموضها له آثار إيجابية وسلبية على حد سواء للمطلعين بالشركة.

فمن ناحية الآثار الإيجابية، يسمح انخفاض شفافية التقارير المالية وغموضها لإدارة الشركة الحصول على تدفقات نقدية بدرجة أكبر، مما قد تحصل عليها إذا كان لديها جميع الأخبار الجيدة والسيئة على حد سواء. **ومن ناحية الآثار السلبية،** لا يمكن إخفاء الجزء الأكبر من الأخبار غير السارة، وعندما تخرج كل هذه الأخبار مرة واحدة بشكل مفاجئ، يبيع المستثمرون الأسهم بشكل مفرط، مما يترتب عليه انخفاض أسعار السهم في وقت قصير، مما يؤدي إلى عوائد أسهم سلبية كبيرة، والذي يترتب عليه حدوث خطر الانهيار.

ومع ارتفاع مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين مرتفعاً، فلن يتم تسليم الأخبار غير السارة من الشركة إلى سوق رأس المال في الوقت المناسب. ومن المرجح أن تقوم الإدارة بالتلاعب بالمعلومات وتأخيرها وإخفائها لتعظيم منفعتها الخاصة (Healy and Palepu, 2001).

وتأكيداً للتفسير السابق، أدت الفضيحة المالية لأكبر شركات الطاقة عالمياً (شركة إنرون) عام 2000 إلى خسائر فادحة للعديد من المستثمرين وأصحاب المصالح الآخرين، فقد كان أحد أسباب حدوث هذه الفضيحة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأصحاب المصالح (Wu and Hu, 2019)، وأضاف (Ball (2009 أن رغبة إدارة الشركة في الحفاظ على أداء قوى، كان سبباً رئيساً لإخفاء إدارة الشركة للأخبار غير السارة.

وتوصل (Jung et al. (2019، باستخدام البيانات ربع سنوية للبنوك الأمريكية خلال الفترة (1995 - 2014)، إلى أن ارتفاع فترة تأخير الاعتراف بالخسائر المتوقعة Delayed Expected

Loss Recognition يسهم في ارتفاع انهيار لاحق في أسعار الأسهم لهذه البنوك، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحًا عندما يكون لمديري البنوك سلطة تقديرية كبيرة في إخفاء الأخبار غير السارة، والتي تتمثل في ارتفاع نسبة القروض غير المتجانسة (أى التجارية والصناعية).

(ب) **التفسير الثاني:** أوضحت دراسة (Kothari et al. (2009); Hutton et al. (2009); Habib et al. (2018) تفسيرًا ثانيًا لحدوث خطر الانهيار يتمثل في ممارسات السلوك الانتهازي لإدارة الشركة، وذلك من خلال تعزيز قيمة الأسهم المملوكة للإدارة وخيارات الأسهم. فمن **الناحية النظرية**، يستند خطر الانهيار إلى حجة مفادها أن الإدارة تعمل لمصلحتها الشخصية، نتيجة مجموعة من الحوافز تتضمن المخاوف المهنية وعقود التعويضات الإدارية، والتي تحفزها على الامتناع عن الإفصاح عن الأخبار غير السارة وحجبها لفترة طويلة أو تأخيرها مؤقتًا، فإذا نجحت إدارة الشركة في حجبها ومنع وصولها إلى سوق الأوراق المالية، يصبح توزيع عوائد الأسهم توزيعًا غير متماثل، وعندما تتراكم هذه الأخبار غير السارة بمرور الوقت وتغوق قدرة الإدارة على حجبها، يتم الكشف والإفصاح عن هذه الأخبار مرة واحدة بشكل خارج تحكمها وسيطرتها، مما يؤدي إلى انخفاض سلبي كبير في أسعار السهم، فتنهار الأسعار بشكل مفاجئ.

ومن ضمن ممارسات السلوك الانتهازي للإدارة ما يتعلق بتحديد الضريبة على دخل الشركات وغموض التقارير المالية وعدم شفافيتها والاستثمار في مشروعات تدمر القيمة (مشروعات استثمارية ذات صافي تدفقات نقدية سالبة) والثقة الإدارية المفرطة ومستوى التحفظ المحاسبي (عينة، Jeon, 2019; 2021). بالإضافة إلى الحوافز السابقة في حجب الأخبار غير السارة، توجد حوافز أخرى غير مالية، مثل الحفاظ على السمعة وبناء الإمبراطورية الإدارية (Kim and Zhang, 2016).

وكلما انخفضت حصيلة أصحاب المصالح خارج الشركة عن الأخبار المتعلقة بها كلما حصل المطلعين بالشركة على تعويضات إدارية وسيطرة على مواردها لمصلحتها الخاصة، حيث تسهم رغبة الإدارة وتركيزها على تعظيم التعويضات الإدارية في حدوث خطر الانهيار (Benmelech et al., 2010)، حيث تحفز التعويضات الإدارية على أساس أداء الأسهم الاهتمام بالحفاظ على صورة نمو للشركة مرتفع لأطول فترة ممكنة، وبذلك تتخرب الإدارة في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة بغرض إخفاء غياب الفرص المتاحة أمامها، من أجل جعل الأمر يبدو أن الشركة لديها فرص متنامية كثيرة على الرغم من أنها في الواقع فرص استثمارية تدمر قيمة الشركة (Almeida, 2017).

وفي هذا السياق، أوضح (Bleck and Liu (2007) أن التقارير المالية المعدة وفق مبدأ التكلفة التاريخية تسمح لإدارة الشركات الانخراط في مشروعات استثمارية غير مربحة، كما أن النظام المحاسبي للشركات الذي يسمح بإثبات عناصر الإيرادات والمصروفات وما يترتب عليها من نتائج أعمال المشروعات الاستثمارية غير المربحة بالتكلفة التاريخية بدلاً من القيمة العادلة يسمح للإدارة بتجاوز تسجيل الخسائر من الاستثمارات السلبية، وبالتالي حصولها على مكافآت وتعويزات قبل تاريخ الاستحقاق، ويسهل هذا بسبب عدم قدرة الأطراف خارج الشركة على تحديد القيمة السوقية لها (Habib et al., 2018).

بالإضافة إلى ما سبق، ومن منظور نظرية الوكالة Agency Theory، أوضح Jensen and Meckling (1976) أنه من المرجح أن تتصرف الإدارة المسيطرة بشكل انتهازي بهدف تحقيق مصالحها الخاصة في بيئة معلومات غير متماثلة. ويزداد النقص في الشفافية (أى الغموض) بالتوازي مع كمية المعلومات السلبية المخفية. ومع ذلك، فإن قدرة المديرين على إخفاء الأخبار السيئة محدودة، فعندما تتجاوز الأخبار السيئة المكتنزة نقطة تحول Tipping point، تظهر المعلومات السلبية دفعة واحدة، مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم.

وفي نفس سياق الوكالة، يستغل المدير التنفيذي للشركة عدم تماثل المعلومات لإظهار سلوك المصلحة الذاتية وإخفاء الأخبار السيئة باستمرار من خلال الانخراط في الاستثمار المفرط، وذلك بهدف حماية و/أو زيادة مكون أداء الشركة الذي يؤثر بشكل مباشر على مكافآتهم المالية. فعندما يبدأ معدل نمو فرص الاستثمار في الانخفاض، تحفز المخاوف بشأن ثرواتهم الشخصية المدراء التنفيذيين إخفاء النتائج السلبية عن المساهمين. نتيجة لذلك، لا يكشف المدراء التنفيذيين عن الأخبار السيئة للمستثمرين في الوقت المناسب. وفقاً لذلك، ينخرط المدراء التنفيذيين في قرارات استثمارية مدمرة للقيمة، على الأقل مؤقتاً، حتى يتم الكشف عن معدل النمو الحقيقي لفرص الاستثمار للشركة، مما يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم (Andreou et al., 2021).

وقد أشار Chae et al. (2020) إلى أن ارتفاع مخاطر الوكالة بالشركات يعرضها بدرجة مرتفعة لخطر الانهيار، حيث تركز الإدارة على تحقيق مصالحها الشخصية على حساب مصالح الملاك، وبذلك تقوم بحجب الأخبار التي تؤثر سلباً على أسعار الأسهم، وإذا لم تنعكس هذه الأخبار في سعر السهم، يصبح سعره أكبر من قيمته الفعلية ويشكل فقاعة Bubble تتعلق بأسعار الأسهم، إلا أن عملية الحجب لا تدوم طويلاً، حيث إنها تصل إلى مستوى معين (عتبة)، فتنتشر الأخبار إلى السوق على الفور، مما يؤدي إلى ظهور فقاعة، فتتهار الأسعار فجأة وفي وقت قصير.

(ج) **التفسير الثالث:** يتمثل التفسير الثالث لانهايار أسعار الأسهم في خطر التخلف عن السداد Default risk، حيث يسهم تخلف سداد الشركة عن سداد التزاماتها وتعثرها ماليًا في ارتفاع احتمال حدوث خطر انهيار أسعار أسهما، لأنها سوف تضطر إلى حجب هذه الأخبار غير السارة، ولكن لن تتمكن من الاستمرار في عملية الحجب، فسوف تصل إلى الحد الذي تخرج فيه هذه الأخبار مرة واحدة محدثةً انهيارًا في أسعار الأسهم على مستوى الشركة (Chauhan et al., 2017). وفي هذا السياق، توصلت دراسة (Zhu (2016) ودراسة (Campbell et al. (2008) إلى ارتفاع خطر الانهيار بارتفاع الرافعة المالية، حيث يعطى المستثمر قيمة منخفضة للشركات التي يرتفع حجم ديونها مقارنة بتلك التي ينخفض حجم ديونها.

7-3- محددات خطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم

يعتبر خطر الانهيار محصلة تأثير مجموعة من العوامل، تتشكل كل مجموعة من عناصر متعددة، تسهم بعض هذه العوامل في ارتفاع احتمال حدوث خطر الانهيار مستقبلاً، في حين تسهم عوامل أخرى في انخفاض احتمال حدوثه مستقبلاً، وذلك كما يلي:

(أ) المجموعة الأولى، عوامل متعلقة بسوق رأس المال:

وثقت الدراسات السابقة أدلة تطبيقية لأثر انعكاس حجب الأخبار غير السارة على حجم تداول الأسهم وعوائد الأسهم وسيولة الأسهم على مستوى الشركة. فقد توصلت دراسة (Chen et al. (2001) في السوق الأمريكية إلى أن حجم التداول في الأشهر الستة السابقة لانتهاؤ الفترة المالية تؤثر إيجاباً على خطر الانهيار، لأن حجم التداول يعكس الخلاف بين المستثمرين في سوق الأوراق المالية، حيث يشير ارتفاع حجم التداول على مدار ستة أشهر سابقة إلى أن بعض المستثمرين على دراية بالأخبار غير السارة، وبذلك يرتفع حجم التداول بين المستثمرين المطلعين بأمر الشركة وغير المطلعين. كما وجدت الدراسة أيضاً أن العوائد الإيجابية للأسهم قبل 36 شهراً من الحدث تؤثر إيجاباً على خطر الانهيار.

كما توصلت دراسة (Callen and Fang (2015) إلى وجود تأثير إيجابي للفائدة قصيرة الأجل على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات الأمريكية لعام قادم. وتتسق هذه النتيجة مع الفكرة القائلة بأن البائعين على المكشوف Short seller قادرين على اكتشاف الأخبار غير السارة التي تحجبها الإدارة. كما توصلت نتائج الدراسة أيضاً إلى أن هذا التأثير يكون أكثر وضوحاً في حالة آليات حوكمة الشركات الضعيفة والسلوك المفرط في المخاطرة وعدم تماثل المعلومات.

وتناولت دراسة (Habib and Hasan (2017a) أثر استخدام المبالغة في تقييم الأسهم كمتغير مُعدل للعلاقة التأثيرية بين استراتيجية الشركة وخطر الانهيار. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تتبع استراتيجية التميز يوجد مبالغة في تقييم أسهمها، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع خطر الانهيار مستقبلاً. كما توصلت دراسة (Ni and Zhu (2016) إلى أن إزالة قيود البيع على المكشوف ترفع من احتمال حدوث خطر الانهيار، إلا أن هذه العلاقة التأثيرية تضعف في حالة انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات. وتفسر الدراسة هذه النتائج بأن عدم تجانس معتقدات ووجهات نظر فئات المستثمرين (المتقائلون والمتشائمون والمرجحون) تؤدي إلى تحركات في سعر السهم في ظل انخفاض المعلومات وعدم تماثلها لدى أطراف الشركة.

بالإضافة إلى ما سبق، توصلت دراسة (Chang et al. (2017) إلى أن سيولة أسهم الشركات الأمريكية تؤثر إيجاباً على حدوث خطر الانهيار مستقبلاً، ويزداد هذا التأثير في حالة ارتفاع نسبة المستثمرين المؤقتين أو العابرين Transient investors وارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات ومستوى قيود البيع على المكشوف، لأن سيولة الأسهم تحفز إدارة الشركة على حجب الأخبار غير السارة، خوفاً من أن يؤدي الإفصاح عنها إلى بيع المستثمرين المؤقتين للأسهم، وفي النهاية يتم خروج الأخبار غير السارة المتراكمة دفعة واحدة محدثة انهياراً في أسعار الأسهم.

وتوصلت دراسة (Alp et al. (2021) إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار أسهم الشركات التركية في حالة ارتفاع سيولة أسهمها وارتفاع حجم التداول على أسهمها خلال الفترة (2009-2019)، حيث تتخبط إدارة هذه الشركات في حجب الأخبار غير السارة، وخاصة مع ارتفاع مستويات قيود البيع على المكشوف.

(ب) المجموعة الثانية، العوامل المتعلقة بإدارة الشركة (العوامل السلوكية والخصائص والحوافز الإدارية):

تنوعت هذه العوامل ما بين الثقة الإدارية المفرطة والقدرة الإدارية والثقة الإدارية المفرطة وسن المديرين التنفيذيين والخلفية الثقافية لدى الإدارة والتسلسل الهرمي غير الرسمي وغيرها من العوامل الأخرى. فمن منظور نظرية الوظائف العليا Upper Echelons Theory، تؤثر خبرات الإدارة وقدراتها المعرفية وسماتها السلوكية تأثيراً جوهرياً على السياسات الاستراتيجية للشركة مثل توقيت الإفصاح عن الأخبار غير السارة (محمد، 2021). وقد وجدت دراسة (Xu et al. (2011); Kim et al. (2014) أن زيادة الاستثمار وحوافز الأسهم والحوافز السياسية تسهم في ارتفاع خطر الانهيار.

بخصوص الثقة الإدارية المفرطة، توصلت دراسة (Kim et al. (2016 إلى أن وجود مديرين تنفيذيين مفرطين في الثقة في الشركات يسهم في ارتفاع خطر الانهيار بدرجة أعلى مقارنة بالشركات التي لديها مديرين تنفيذيين بدرجة ثقة أقل أو معدومة. وقد فسرت الدراسة هذه النتائج بأن المديرين التنفيذيين المفرطين في الثقة يبالغون في تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والاضطلاع بتنفيذ مشروعات استثمارية ذات قيمة عالية صافية سالبة، والتي تدمر من قيمة الشركات، والذي يدفعها إلى حجب الأخبار غير السارة. كما وجدت الدراسة أن تأثير الثقة الإدارية المفرطة على خطر الانهيار يكون أكثر وضوحًا عندما يكون المسيطر في فريق الإدارة العليا هو المدير التنفيذي وكذلك عند وجود اختلافات أكبر في الرأي بين المستثمرين، حيث يعتقد كل مستثمر أن المعلومات التي بحوزته ملائمة وأكثر دقة من غيره من المستثمرين الآخرين. في المقابل، توصلت الدراسة إلى أن تأثير الثقة المفرطة للمديرين التنفيذيين في خطر الانهيار أقل وضوحًا في الشركات التي تتبنى سياسات محاسبية أكثر تحفظًا.

وبخصوص القدرة الإدارية، اختبرت دراسة (Habib and Hasan (2017b تأثير القدرة الإدارية (تعكس كفاءة الإدارة في تحويل الموارد إلى مخرجات) على كفاءة الاستثمار على مستوى الشركة وأثر ذلك على خطر الانهيار. وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي للقدرة الإدارية على انخراط الإدارة في المبالغة في الاستثمار، كما يرتفع خطر الانهيار للشركات التي تتمتع بإدارتها بقدرة إدارية مرتفعة، لأن المبالغة في الاستثمار أو الاستثمار غير الكفء يزيد من تكلفة الوكالة، كما يدفع الإدارة إلى حجب الأخبار غير السارة على أمل نجاح الاستثمارات مستقبلاً. وقد توصلت دراسة (Cui et al. (2019; Liu and Lei (2021 إلى انخراط الإدارة التي لديها قدرات إدارية مرتفعة في حجب الأخبار غير السارة من خلال المبالغة في عملية الاستثمار وممارسات إدارة الأرباح، مما يسهم في ارتفاع خطر الانهيار. وتوصلت دراسة (Garg et al. (2022 إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية يضعف التأثير الإيجابي لممارسات السلوك الانتهازي للإدارة في تحديد الضريبة على خطر الانهيار.

وفي مقابل ذلك، توصلت دراسة مليجي (2019) إلى أن ارتفاع القدرة الإدارية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية يسهم في انخفاض خطر انهيار أسعار أسهم هذه الشركات مستقبلاً، من خلال إسهامها البارز في الحد من حجب الأخبار غير السارة من خلال زيادة مستوى شفافية التقارير المالية وانخفاض غموضها.

وبخصوص التسلسل الهرمي غير الرسمي، وقد تناولت دراسة (Jebran et al. (2019) أثر التسلسل الهرمي غير الرسمي بين مديري الشركة على خطر الانهيار. وقد تبين من نتائج الدراسة أن ارتفاع حجم التسلسل الهرمي غير الرسمي بين أعضاء مجلس الإدارة (يقاس بعدد التعيينات في مجلس الإدارة أو حجم مجلس الإدارة) يؤدي إلى ارتفاع احتمال حدوث خطر الانهيار مستقبلاً، حيث إن وجود تسلسل هرمي غير رسمي واضح بين أعضاء مجلس إدارة الشركة يزيد من التنسيق الإداري لأنشطتها لإخفاء الأخبار غير السارة، مما يؤدي إلى ارتفاع احتمال خطر الانهيار مستقبلاً. ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً عندما يكون المدير التنفيذي لديه نفوذ أكبر من غالبية أعضاء مجلس الإدارة.

كما تناولت دراسة (Kao (2019) تأثير تكوين مجلس الإدارة في الشركات الصينية على خطر الانهيار، وتوصلت إلى أن وجود مديرين معينين بمجلس الإدارة له تأثير إيجابي على خطر الانهيار، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في حالة المديرين الذكور المعيّنين مقارنة بالمديرات الإناث، كما وجدت الدراسة انخفاض خطر الانهيار بوجود مديرين مستقلين غير معينين، كما ينخفض خطر الانهيار في حالة وجود مديرات إناث (معينات أو منتخبات) مقارنة بالمديرين الذكور.

وبخصوص عوامل أخرى تتعلق بإدارة الشركة، تناولت دراسة (Fu and Zhang (2019) تأثير الخلفية الثقافية لمديري الإدارات المالية على خطر الانهيار في شركات المملكة المتحدة، وتوصلت الدراسة إلى أن مديري الإدارات المالية الذين لديهم خلفية ثقافية تساعدهم على تجنب حالة عدم التأكد يؤثر سلباً على خطر الانهيار، كما أن تأثير تجنب المديرين الماليين لحالة عدم التأكد يكون أكثر وضوحاً في حالة عدم تماثل معلومات وارتفاع تقلبات التدفقات النقدية وتقلبات الأرباح وعندما يكون لديهم قدرة أكبر على التأثير في قرارات الشركة.

وتوصلت دراسة (Sun et al. (2019) إلى وجود تأثير سلبي لحوافز ترقية المديرين التنفيذيين إلى مناصب إدارية أعلى على خطر الانهيار في الشركات غير الحكومية الصينية في ظل توسيط متغير التحفظ المشروط. كما توصلت دراسة (Andreou et al. (2017) إلى ارتفاع خطر الانهيار في حالة انخفاض سن المديرين التنفيذيين للشركات، وقد فسرت الدراسة هذه النتيجة بأن هؤلاء المديرين يكون لديهم حوافز مالية لحجب الأخبار غير السارة في وقت مبكر من حياتهم المهنية، مما يؤدي إلى ارتفاع خطر الانهيار. وتوصلت دراسة عبدالرحيم (2021) إلى ارتفاع خطر الانهيار بارتفاع قوة المدير التنفيذي (مقياساً بمؤشر مجمع مكون من مقاييس فرعية: ازدواجية دوره، نصيبه في ملكية الأسهم، فترة بقائه في منصبه، خبرته المالية، واستقلالية مجلس الإدارة).

(ج) المجموعة الثالثة، عوامل متعلقة بحوكمة الشركات الداخلية أو الخارجية

يمكن أن تخفف آليات حوكمة الشركات الجيدة والرشيده من مشكلة الوكالة وتحد من السلوك الانتهازي للإدارة في تعزيز مصالحها الشخصية على حساب مصلحة الملاك، ومن ثم تسهم في تخفيض خطر الانهيار (Chen et al. (2001). وقد أشارت دراسة (Bae et al. (2006); Andreou et al. (2016) إلى أن الشركات التي تلتزم بآليات حوكمة جيدة تُظهر أسهماً انحرافاً سلبياً في العوائد الأسبوعية بدرجة أقل مقارنة بتلك الموجودة في الأسواق التي تتسم بآليات حوكمة شركات ضعيفة وغير رشيده، وذلك لأن الآليات الرشيده تُسهم في تحسين الإفصاح عن المعلومات والحد من حجب الأخبار غير السارة.

وقد أوضح (Andreou et al. (2016) أن ارتفاع نسبة المديرين المستقلين في لجنة المراجعة ووجود تخصص صناعي لشركة المحاسبة والمراجعة ووجود سياسات واضحة لحوكمة الشركات وآلياتها الجيدة يسهم في انخفاض احتمال حدوث خطر الانهيار.

وقد توصلت دراسة (Callen (2006); An and Zhang (2013); Velury and Jenkins (2006); and Fang (2013); Azizpour and Ghiri (2016) إلى انخفاض خطر الانهيار مع ارتفاع الملكية المؤسسية للشركة، نظراً لوجود حافز قوى للرقابة بسبب ارتفاع نسبة امتلاك الأسهم وآفاق الاستثمار طويل الأجل، وتحد هذه الرقابة من استخدام الإدارة للتدفقات النقدية في مشروعات استثمارية تدمر القيمة وتقيد قدرتها على إدارة الاستحقاقات الاختيارية بشكل انتهازي، كما تخفض الرقابة من قبل المستثمرين المؤسسين من حجب الأخبار السيئة، وبذلك تتحسن جودة الأرباح، وبالتالي انخفاض خطر الانهيار.

كما توصلت دراسة (Andreou et al. (2016) إلى انخفاض حدوث خطر الانهيار في حالة ارتفاع نسبة المديرين المستقلين في لجنة المراجعة وكذلك التخصص الصناعي لشركة المراجعة ووجود سياسة واضحة لحوكمة الشركات. وقد وجدت دراسة (Chen et al. (2017a) تأثير سلبى لجودة الرقابة الداخلية على خطر الانهيار في الشركات الصينية، أى أن وجود رقابة داخلية قوية بالشركة يخفض من حدوث خطر الانهيار. كما توصلت دراسة (Gao et al. (2017) إلى أن ارتفاع نسبة تركيز ملكية الأسهم يؤثر سلباً على خطر الانهيار، أى أن ارتفاع نسبة تركيز الملكية يُسهم في تخفيض خطر انهيار سعر السهم، ويظهر هذا التأثير بشكل أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة ملكية خاصة مقارنة بالشركات المملوكة للدولة.

وتوصلت دراسة (Liao and Ouyang (2017) إلى تأثير قوة اتحاد العمال سلبيًا على خطر الانهيار، كما أن آليات حوكمة الشركات الرشيدة تعزز من هذا التأثير السلبي وتحد من خطر الانهيار المتزايد في الشركات التي تعمل في أي مجال نقابته العمالية ضعيفه.

(د) المجموعة الرابعة، عوامل دينية واجتماعية واقتصادية وسياسية

أشارت نتائج دراسة (Piotroski et al. (2015 أن الأحداث السياسية تخلق حوافز لإدارة الشركة لحجب الأخبار غير السارة، حتى لا تتحمل تكاليف وعقوبات عن أية أخبار غير سارة عن تلك الأحداث، مما يؤدي إلى ارتفاع حدوث خطر الانهيار. وقد قدمت دراسة (Li and Cai (2016 أدلة تجريبية تفيد أن الشركات الصينية التي تمارس نشاطها في بيئة متمسكة بالمعتقدات والتعاليم الدينية يسهم في انخفاض خطر الانهيار. وتشير هذه النتيجة ضمناً إلى أن المعتقدات والتعاليم الدينية يلعب دوراً مهماً في تعزيز حوكمة الشركات، حيث إنه يقيد الآثار السلبية لمشكلة الوكالة. كما توصلت الدراسة إلى أن ليست جميع المعتقدات الدينية لها نفس التأثير على خطر الانهيار، حيث تبين أن بعض المعتقدات الدينية ليس لها تأثير على خطر الانهيار، ويكون تأثير هذه المعتقدات أكثر وضوحاً في حالة جودة آليات الحوكمة وقوة البيئة القانونية.

كما اختبرت دراسة (Cao et al. (2016 العلاقة بين مستويات الثقافة الاجتماعية في المنطقة التي تمارس الشركات الصينية نشاطها وخطر الانهيار، وتوصلت الدراسة إلى أنه كلما ارتفعت هذه الثقافة الاجتماعية كلما انخفض احتمال حدوث خطر الانهيار، ويكون هذا التأثير أقل وضوحاً للشركات التي يتم تغطيتها بدرجة أكبر من جانب المحللين الماليين وكذلك الشركات التي ترتفع فيها نسبة الملكية المؤسسية.

وفي نفس السياق، توصلت دراسة (Li et al. (2017 إلى أن الشركات التي يقع مقرها الرئيس في المناطق ذات الثقة الاجتماعية المرتفعة ينخفض فيها احتمال حدوث خطر الانهيار، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة للدولة والشركات ذات نظام الرقابة الضعيف والتي ترتفع فيها المخاطر، ويرجع السبب إلى ارتباط الشركات في هذه المناطق بارتفاع التحفظ المحاسبي وانخفاض إعادة إعداد القوائم المالية Restatement، وبذلك ينخفض حجب الإدارة للأخبار غير السارة، ومن ثم ينخفض خطر الانهيار.

كما توصلت دراسة (Ben-Nasr and Ghouma (2018 إلى وجود تأثير إيجابي لرعاية العاملين بالشركات ورفاهيتها على خطر الانهيار في دراسة اختبارية على شركات 38 دولة حول العالم. فوفقاً لنظرية الوكالة، تستخدم الإدارة خطط رعاية سخية للعاملين بها لتخفيض احتمال إبرازهم

لمشكلة المخالفات الإدارية، وبذلك تُسهم هذه الرعاية في انخراط الإدارة في ممارسات أنشطة سيئة تعزیز سلزكها الانتهازی (مثل حجب الأخبار السيئة). وتظهر هذه العلاقة التأثيرية بشكل أكثر وضخاً في الشركات كثيفة العمالة وفي أسواق العمل الأكثر تنظيمًا وفي أسواق المنتجات الأقل قدرة على المنافسة والشركات ذات آليات الحوكمة الضعيفة وكذلك في الشركات التي تعمل في دول تتطلب متطلبات إفصاح ضعيفة.

كما توصلت دراسة (Chen et al. (2018 إلى أن مكافحة الفساد السياسي للمدير التنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة الذي له علاقات سياسية يخفض من خطر الانهيار مستقبلاً للشركات الصينية التي تقع في مناطق فاسدة سياسياً، حيث تخفض الحملات التي يتم شنّها ضد الفساد السياسي من خلال تخفيض الخطر السياسي، وبذلك يضعف قدرة الإدارة على حجب الأخبار السيئة. وتظهر هذه العلاقة التأثيرية بصورة أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة للدولة وتلك التي تتلقى إعانات حكومية، وكذلك في الشركات التي ترتفع فيها درجة عدم تماثل المعلومات، أي الشركات التي تتسم بارتفاع تشتت توقعات المحللين الماليين وترتفع فيها نسبة الأصول غير الملموسة وتقلبات الأرباح.

كما اختبرت دراسة (Cao et al. (2019 تأثير الفساد المحلي على خطر الانهيار في الصين. وتم التوصل إلى ارتفاع خطر الانهيار في الشركات التي يقع مقرها الرئيس في المناطق ذات مستويات فساد مرتفعة. ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في الشركات المملوكة للدولة، حيث يدفعها الفساد المحلي إلى الانخراط في استثمار أكثر أو أقل من اللازم، كما أنه يحفز الإدارة على القيام بمشروعات مدمرة للقيمة وحجب الأخبار غير السارة، فيرتفع احتمال حدوث خطر الانهيار.

بالإضافة إلى مجموعة المحددات الأربع السابقة، توجد مجموعة خامسة تتمثل في عوامل بالتقارير المالية من حيث جودتها وغموضها، وسوف يتم تناول هذه المحددات عند تحليل الدراسات السابقة عند اشتقاق فرضى البحث في موضع لاحق من البحث.

8- غموض التقارير المالية: المفهوم والمقاييس والمحددات

عرف (Bushman et al. (2004 شفافية التقارير المالية على أنها الدرجة التي يمكن للمستثمرين الخارجيين الحصول على معلومات محاسبية محددة وبشكل فعال عن الشركة مُصدرة التقارير، وذلك من خلال التقارير المالية السنوية والإعلانات وتقارير المحللين والإفصاح الاختياري عن هذه المعلومات. وبمفهوم المخالفة، يشير غموض التقارير المالية إلى صعوبة حصول الأطراف خارج الشركة على معلومات محاسبية سليمة متعلقة بالشركة مُصدرة التقارير المالية.

ومن منظور مدى توافر الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، يتم وصف التقارير المالية بأنها ذات جودة مرتفعة إذا اتسمت المعلومات المحاسبية التي تتضمنها بالملاءمة والقابلية للمقارنة والمصدقية والقابلية للتحقق والقابلية للفهم والتوقيت المناسب (شرف، 2017). ومن منظور جودة الأرباح التي تفسح عنها التقارير المالية، تشير جودة التقارير المالية إلى التعبير الصادق عن الأرباح الفعلية دون تهوين أو تهويل في تقديرها (مسعود، 2020). ومن منظور جودة الاستحقاق، تتكون التقارير المالية ذات جودة عند خلوها من ممارسات إدارة الأرباح (Bodle et al., 2016). كما تشير جودة الاستحقاق إلى خلو المعلومات المحاسبية من التحريفات الجوهرية الناتجة عن الممارسات الإنتهازية لإدارة الشركة، كما تعبر عن الوضع الاقتصادي والمالي للشركة بشكل سليم (عطية وعلی، 2021؛ Brown and Hillegeist, 2007).

وتطبيقاً لأساس الاستحقاق المحاسبي، تتمثل حسابات الاستحقاق في العناصر والبنود غير النقدية في قائمة الدخل، ويمثل في نفس الوقت في الجزء الأقل موثوقية في الدخل مقارنة بنظيره الجزء النقدي، ويرجع السبب في هذا إلى ارتفاع الحكم الشخصي عند تقديرها الناتج عن قياس عناصر الأصول والخصوم غير النقدية. ولهذا، ينعكس حجب الأخبار غير السارة في هذه الحسابات من خلال المبالغة في تحديد قيمتها بالطريقة التي تؤدي إلى زيادة الدخل المفسح عنه، وتستخدمها الإدارة في زيادة الاستثمار، حتى لو تم استخدامها في مشروعات استثمارية تدمر القيمة (Richardson et al., 2006; Zhu, 2016; Dechow et al., 2011). وقد استخدمت دراسة (Hutton et al., 2009) حسابات الاستحقاق الاختيارية كمؤشر على إدارة الأرباح ومقياساً لانخفاض شفافية التقارير المالية وغموضها (عبدالمجيد، 2019).

وإدارة الأرباح هي عملية التلاعب بحسابات الاستحقاق الاختيارية لإظهار بعض النتائج المرغوبة للشركات، وتؤدي ممارستها إلى انخفاض شفافية التقارير المالية وغموضها وما تتضمنه من المعلومات المالية، ويسهم هذا الغموض بدوره في توليد معلومات غير متكافئة (عدم تماثل المعلومات) بين الإدارة وأصحاب المصلحة الحاليين في الشركة (مثل المساهمين والدائنين والمنظمين وغيرهم)، وقد تحفزهم على اتخاذ قرارات سيئة وإقامة علاقات ضارة، وهذا التلاعب قد يكون موجوداً إذا وجدت مرونة في المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وقصر نطاق المراجعة للائتمثال لهذه المعايير (Mongrut et al., 2021).

وبناء على ما تقدم، تتسبب الأخبار السيئة المتراكمة المخفية عن مجتمع الاستثمار في انخفاض الشفافية والغموض. وتشير قيمة الغموض المرتفعة إلى أن التقارير المالية ليست شفافة،

مما يؤدي إلى ندرة المعلومات الخاصة بالشركة المتاحة للجمهور. ويتم استخدام إدارة الاستحقاقات في حجب المعلومات الخاصة بالشركة وتدعم انخراط المديرين التنفيذيين في إخفاء الأخبار عن المستثمرين (Andreou et al., 2021).

وتوصلت دراسة عبدالمجيد (2012) إلى أن الشركات المدرجة ضمن المؤشر المصري للتنمية المستدامة S&P/EGX ESG وغير المدرجة تمارس إدارة الأرباح، والمتمثلة في تخفيض الأرباح من خلال تخفيض قيم حسابات الاستحقاق الاختيارية.

كما أشارت دراسة (Kim and Zhang (2016) إلى وجود مؤشرين آخرين لقياس غموض التقارير المالية، يتمثل المؤشر الأول في إعادة إصدار القوائم المالية Financial Statement Restatement، بينما يتمثل المؤشر الثاني في وجود ضعف جوهري في الرقابة الداخلية Material Internal Control Weakness مصدق عليه من قبل مراقب الحسابات. وفي هذا الشأن توصل (Lobo et al. (2020) إلى انخفاض جودة الاستحقاقات واستمرارية الأرباح كمؤشرين لجودة التقارير المالية نتيجة وجود ضعف جوهري في نظام الرقابة الداخلية، مما يدفع الإدارة إلى الانخراط في عملية حجب للأخبار غير السارة، والذي يؤدي في النهاية إلى ارتفاع خطر الانهيار. وتوصلت دراسة أبو العلا (2021) إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2015-2019) في حالة ضعف نظام الرقابة الداخلية في هذه الشركات.

ويتبين مما تقدم، أن غموض التقارير المالية يشير إلى افتقارها من المعلومات التي قد تمكن المستثمرين من رقابة التدفقات النقدية التشغيلية والدخل وتحديد قيمة الشركة، ويمكن قياسها بمؤشرات مختلفة، منها حسابات الاستحقاق الاختيارية وإعادة إصدار القوائم المالية ووجود ضعف جوهري في الرقابة الداخلية.

9- تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم واشتقاق الفرض الأول

أشار (Jin and Myers (2006) إلى أن عدم تماثل المعلومات بين الأطراف داخل الشركة وخارجها أحد الأسباب الرئيسة لخطر الانهيار، حيث يوجد اختلاف في حجم المعلومات ونوعيتها لدى إدارة الشركة والمطلعين داخلها مقارنة بتلك التي بحوزة أصحاب المصالح خارجها، وتتيح حالة

عدم تماثل المعلومات الفرصة للإدارة حجب الأخبار غير السارة لفترة طويلة نسبياً من أجل تعظيم التعويضات الإدارية والحوافز وتقليل الدعاوى الناتجة عن الإفصاح عن هذه الأخبار.

وقد أشار Lee et al. (2016); Zhou et al. (2014) إلى أن غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها تدفع إدارة الشركات في ممارسات سلوكها الانتهازي إلى حجب الأخبار غير السارة، وتقاوم هذه الممارسات من مشكلة عدم تماثل المعلومات، وبالتالي انخفاض جودة التقارير المالية وما تتضمنه من معلومات محاسبية، وتتمثل أحد أسبابها في الضعف الجوهرى فى نظام الرقابة الداخلية للشركات من أجل إخفاء جوانب ضعف الأمور المالية، وتؤدى فى النهاية هذه المشكلات إلى الإنخفاض المفاجئ فى أسعار الأسهم على مستوى الشركة، وبالتالي ارتفاع حدوث خطر الانهيار مستقبلاً. وبمفهوم المخالفة، أشار Kim et al. (2019); Sultana et al. (2019) إلى أن ارتفاع شفافية التقارير المالية وانخفاض غموضها وصدق ما تتضمنه من معلومات محاسبية يسهم فى انخفاض خطر الانهيار مستقبلاً.

وتتعدد القنوات التى تفسر دور غموض (شفافية) التقارير المالية فى حجب (عدم حجب) الأخبار غير السارة، ومن هذه القنوات: عدم كفاءة الاستثمار، السلوك الانتهازي فى تحديد الضريبة، إدارة الأرباح المحاسبية والحقيقية، التحفظ المشروط وغير المشروط، قابلية القوائم المالية للمقارنة، توقيت إصدار التقارير المالية، تعقد التقارير المالية، وغيرها من قنوات أخرى (مجد، 2021).

وقد أيدت دراسات سابقة عديدة ما تقدم، فقد توصلت دراسة (Jin and Myers 2006)، فى تناولها لأثر غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها لشركات 40 دولة حول العالم على خطر الانهيار، إلى أن الشركات التى تعد تقارير مالية تتسم بالغموض تسهم فى حدوث خطر انهيار أسهم هذه الشركات.

كما توصلت دراسة (Hutton et al. 2009) إلى أن الشركات التى تصدر تقارير مالية غامضة وتتسم بوجود إدارة للأرباح تكون أكثر عرضة لخطر الانهيار، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً قبل إقرار قانون ساربينز-أوكسلي (Sarbanes-Oxley (SOX) فى عام 2002، حيث إن إدارة الشركات تتخبط فى حجب الأخبار غير السارة بدرجة أقل بعد إقرار القانون وتطبيقه، كما أنها تحولت من إدارة لحسابات الاستحقاق إلى إدارة للأرباح الحقيقية، وبذلك كلما ارتفعت درجة غموض التقارير المالية كلما ارتفع احتمال حدوث خطر الانهيار.

كما تناولت دراسة Kim et al. (2011) أثر ممارسات السلوك الانتهازي لإدارة الشركات في تحديد الضريبة (كأحد محركات إدارة الأرباح وتأثيره) على خطر الانهيار في الشركات الأمريكية، وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه الممارسات تؤثر إيجاباً على خطر الانهيار، لأن هذه الممارسات تكون دافعاً قوياً لحجب الأخبار غير السارة، كما توصلت الدراسة إلى أن هذا التأثير يكون أقل وضوحاً في حالة وجود نظام رقابة خارجية قوى، مثل: ارتفاع مستوى الملكية المؤسسية وارتفاع التغطية من جانب المحللين الماليين، حيث يسهم قيام المحللون الماليون بدورهم كوسطاء للمعلومات في ارتفاع نفعية المعلومات المحسوبة والحد من انخراط الإدارة في عملية حجب للأخبار غير السارة.

وتوصلت دراسة Kim et al. (2014) إلى انخفاض خطر الانهيار في ظل قابلية القوائم المالية للشركات للمقارنة (كأحد مؤشرات عدم غموض التقارير المالية)، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في حالة أن إدارة الشركة تكون أكثر عرضة للأخبار غير السارة، كما تعرقل قابلية القوائم المالية للمقارنة محاولة حجب الإدارة الأخبار غير السارة، مما يخفض من تصورات المستثمرين حول خطر انهيار أسعار الأسهم. وتوصلت دراسة Kim and Zhang (2014) إلى ارتفاع خطر الانهيار مستقبلاً بارتفاع غموض التقارير المالية. وفي نفس السياق، توصلت دراسة Parsa and Sarraf (2018) إلى أن قابلية القوائم المالية للشركات الإيرانية تؤثر سلباً على خطر انهيار أسعار أسهمها.

وتوصلت دراسة Kousenidis et al. (2014) إلى وجود تأثير التحفظ المشروط وغير المشروط عند إعداد القوائم المالية (كمؤشر على جودتها) سلباً على خطر الانهيار مستقبلاً، لأنه يسهم في الاعتراف بالخسائر المحتملة، أي أنه يحد من انخراط الإدارة في حجب الأخبار غير السارة، وبالتالي انخفاض خطر الانهيار. وفي نفس السياق، توصلت دراسة Kim and Zhang (2016) إلى انخفاض خطر الانهيار في ظل التحفظ المشروط عند إعداد القوائم المالية للشركات الأمريكية، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في الشركات التي تتسم بارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات، لأن التحفظ المشروط يحد من حوافز الإدارة وقدرتها على المبالغة في تقييم الأداء وحجب الأخبار غير السارة عن المستثمرين، مما يخفض خطر الانهيار. كما توصلت دراسة Francis et al. (2016) إلى أنه كلما ارتفع مستوى التحفظ المحاسبي المشروط وإدارة الأرباح الحقيقية في عند إعداد القوائم المالية كلما انخفض خطر الانهيار.

وأشارت نتائج دراسة (Azizpour and Ghiri (2016 إلى وجود تأثير إيجابي لغموض التقارير المالية للشركات الإيرانية وانخفاض شفافيتها على خطر الانهيار. وتوصلت دراسة Lim et al. (2016 إلى أن ارتفاع مستوى الإفصاح في التقارير المالية وشفافيتها في الشركات غير المالية بكوريا الجنوبية خلال الفترة (2002-2014) ومن ثم ارتفاع جودة المعلومات المحاسبية التي تتضمنها يسهم في انخفاض خطر الانهيار مستقبلاً. كما أشارت نتائج دراسة (Zhu (2016 إلى تأثير حسابات الاستحقاق الاختيارية إيجاباً على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات الأمريكية، حيث إن الحكم الشخصي لإدارة الشركة ومبالغتها في تقييم حسابات الاستحقاق يسهم في حجب الأخبار غير السارة، مما يؤدي إلى ارتفاع خطر الانهيار مستقبلاً.

وتوصلت دراسة (Chen et al. (2017b إلى ارتفاع خطر الانهيار في الشركات التي تتضمن تقاريرها المالية تمهيداً للدخل Income smoothing، حيث إن تمهيد الدخل يعكس السلوك الانتهازي للإدارة في التقارير المالية بإخفاء الأداء السيئ في الفترة الحالية تحسباً للأداء الجيد مستقبلاً، وبالتالي انخراط الإدارة في تمهيد الدخل كوسيلة لإخفاء الأخبار غير السارة لتحقيق مكاسب شخصية، ويكون هذا التأثير أقل وضوحاً في الشركات ذات مستوى الملكية المؤسسية المرتفع، حيث توجد رقابة قوية على أداء الإدارة، مما يخفض من مستوى عدم تماثل المعلومات وتقويت الفرصة على الإدارة في حجب الأخبار غير السارة، كما يظهر هذا التأثير بصورة أكثر وضوحاً في الشركات التي يتم تغطيتها من جانب عدد أقل من المحللين الماليين والتي بها حسابات استحقاق إيجابية متراكمة.

كما توصلت دراسة (He (2019 إلى أن انخفاض شفافية التقارير المالية وغموضها يؤثر سلباً في حدوث خطر الانهيار. كما وجدت دراسة (Kim et al. (2019 أن انخفاض قابلية التقارير المالية للقراءة (كمؤشر لتعقدها) يؤثر إيجاباً على خطر الانهيار، حيث يمكن إخفاء الأخبار والمعلومات السيئة في التقارير المالية المعقدة التي تتسم بانخفاض قابليتها للقراءة.

وتناولت دراسة (Zhang and Kim (2019 أثر اعتماد وتبني لغة تقارير الأعمال الموسعة XBRL على خطر الانهيار مستقبلاً، وقد تم اعتماد وتبني هذه اللغة بناءً على طلب هيئة الأوراق المالية والبورصة الأمريكية SEC في عام 2009 بهدف تسهيل تبادل البيانات وخفض تكاليف معالجتها وتشغيلها والحصول على معلومات محاسبة ملائمة لاتخاذ القرارات متضمنة بتقارير مالية مرتفعة الشفافية. وتوصلت النتائج إلى انخفاض خطر الانهيار بعد اعتماد وتبني هذه اللغة، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في الشركات التي تتسم بتقاريرها المالية بالغموض وعدم الشفافية والأرباح

ذات التقلبات المرتفعة وارتفاع درجة تشتت توقعات المحللين الماليين، كما أن اعتماد هذه اللغة يخفض من تكلفة معالجة البيانات للحصول على المعلومات وتعزز شفافيته في أسواق رأس المال، والذي يخفض من خطر الانهيار مستقبلاً.

وتوصلت دراسة (Chae et al. (2020 إلى أن غموض التقارير المالية للشركات اليابانية خلال الفترة (2015-2017) يؤثر إيجاباً على خطر الانهيار، ويعنى هذا أن الشركات التي تصدر تقارير مالية منخفضة الشفافية وتتسم بالغموض يسهم في ارتفاع خطر انهيار أسعار أسهمها. كما توصلت دراسة (Li et al. (2020 أن توقيت إصدار التقارير المالية تؤثر إيجاباً على خطر الانهيار، حيث إن طول فترة إصدار هذه التقارير وتأخيرها هي محاولة لحجب الأخبار غير السارة أو تأخيرها، والذي يؤدي إلى انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً عندما تخرج هذه الأخبار مرة واحدة إلى السوق وبشكل مفاجئ.

وتوصلت دراسة (Liang et al. (2020 إلى أن الشركات الصينية غير الحكومية خلال الفترة (2000-2012) والتي لديها مديرين مفرطة في الثقة (مدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة) ترفع من احتمال تعرضها لخطر الانهيار أسعار الأسهم مستقبلاً مقارنة بالشركات التي لديها مديرين منخفضة في الثقة. ويكون تأثير الثقة المفرطة على خطر الانهيار أكثر وضوحاً بالنسبة للشركات ذات الشفافية المنخفضة، مما يشير إلى أن غموض التقارير المالية يسهل من ممارسات الإدارة الانتهازية في حجب الأخبار غير السارة، والتي بدورها تزيد من خطر مخاطر الانهيار. وتوصلت دراسة (Li et al. (2022 إلى أن ارتفاع إدارة الأرباح الحقيقية في الشركات الصينية يؤدي إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار الأسهم، وأن هذا التأثير الإيجابي يكون أقل وضوحاً في ظل المراقبة الخارجية عن طريق ارتفاع نسبة الملكية المؤسسية. في المقابل، لا تخفض الرقابة الداخلية من التأثير الإيجابي لإدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

في مقابل النتائج السابقة، توصلت دراسة (Butar and Murniati (2021 إلى عدم وجود تأثير معنوي لشفافية التقارير المالية للشركات الأندونيسية على حدوث خطر انهيار أسعار أسهم هذه الشركات، وقد فسرت الدراسة بأن شفافية التقارير المالية وما تتضمنه من معلومات مفيدة في اتخاذ القرارات لا يتم الاعتماد عليها في اتخاذ القرارات الاستثمارية للمستثمرين الأندونيسيين.

كما أشارت النتائج التجريبية لدراسة (Andreou et al. (2021 أن غموض التقارير المالية والمبالغة في الاستثمار يلعب دوراً محدوداً في تفسير انهيار أسعار الأسهم في سوق الأسهم الأمريكية، فقد ارتفع معدل حدوث انهيار أسعار الأسهم بشكل مطرد من 15% في عام 1992 إلى

27% في عام 2018، ومع ذلك، شهدت نفس الفترة ضعفًا واضحًا في مستويات غموض التقارير المالية والمبالغة في الاستثمار.

وفى بيئة الأعمال المصرية، توصلت دراسة إبراهيم (2016) إلى أن ارتفاع مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة للشركات المصرية (كمؤشر لجودة التقارير المالية وانخفاض غموضها) يسهم في انخفاض لخطر انهيار أسعار أسهمها، حيث يعمل ارتفاع مستوى التحفظ المحاسبي المشروط على ارتفاع فعالية العلاقات التعاقدية مع الأطراف ذوى المصالح المتعارضة (كعقود الحوافز الإدارية وعقود المديونية)، والذي يترتب عليه انخفاض من مشاكل الوكالة بين هذه الأطراف وانخفاض من آثار مشكلة الانهيار الأخلاقي Moral hazard، الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المتعارضة، والذي يؤدي للحد من قدرة المدير التنفيذي على القيام بالتصرفات الانتهازية، مما يؤدي إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم. كما توصلت الدراسة إلى أن تأثير التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة على خطر انهيار أسعار الأسهم يكون أكثر وضوحًا في الشركات التي يرتفع فيها مستوى عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية بالشركة والأطراف ذات العلاقة بها.

وتوصلت دراسة الصباغ (2019) إلى أن ارتفاع جودة المعلومات المحاسبية المتضمنة بالتقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2012-2018) قد أسهم في انخفاض خطر الانهيار. وأشارت نتائج دراسة حسين (2020) إلى ارتفاع احتمال حدوث انهيار لأسعار أسهم 47 شركة أدرجت في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة S&P/EGX ESG Index خلال فترة او اكثر خلال الفترة (2012 - 2018) في حالة ارتفاع مستوى غموض تقاريرها المالية، وارتفاع مستوى سلوكها الانتهازي في تحديد الضريبة، وانخفاض أداء مسئوليتها الاجتماعية، كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة التأثيرية بين المتغيرين المستقلين الأول والثاني وخطر الانهيار أكثر وضوحًا وقوة في الشركات ذات مستوى جودة آليات الحوكمة المرتفعة.

وتوصلت دراسة عبدالرحيم (2021) إلى وجود تأثير إيجابي لممارسات إدارة الأرباح في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية على خطر الانهيار، فمع ارتفاع ممارسات إدارة الأرباح يرتفع خطر الانهيار. وأشارت نتائج دراسة عيطة (2021) إلى أن جودة التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2017-2019) يؤثر سلبًا على خطر الانهيار، حيث يسهم ارتفاع جودة التقارير المالية لتلك الشركات وشفافيتها وارتفاع جودة المعلومات المحاسبية التي تتضمنها في انخفاض تقلبات عوائد الأسهم المفاجئة مما يخفف من خطر الانهيار مستقبلاً. كما أظهرت نتائج

دراسة مراد وآخرون (2021) أن انخفاض خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2012-2019) بارتفاع مستوى التحفظ المحاسبي في هذه الشركات، أي وجود تأثير سلبي للتحفظ المحاسبي على خطر الانهيار، ويكون هذا التأثير أكثر وضوحاً في حالة الشركات التي لديها ارتفاع في مستوى عدم تماثل المعلومات مقارنة بتلك التي ينخفض لديها هذا المستوى.

ويتضح بتحليل الدراسات السابقة ما يلي:

- (أ) تنوع البيئة التطبيقية للدراسات التي تناولت أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، تم تطبيق بعضها في بيئة المحاسبة الأمريكية (e.g., Hutton et al., 2009; Zhu, 2016; Andreou et al., 2021) واليابانية (e.g., Chae et al., 2020)، والكورية الجنوبية (e.g., Lim et al., 2016)، والأندونيسية (e.g., Butar and Murniati, 2021)، والإيرانية (Parsa and Sarraf, 2018)، وكذلك المصرية (مثل: الصباغ، 2019؛ حسين، 2020؛ عيطة، 2021)، ودراسات أخرى تناولت أكثر من دول على مستوى العالم (e.g., Jin and Myers, 2006).
- (ب) أشارت نتائج اختبار أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم إلى وجود اتجاهين، تمثل الاتجاه الأول في وجود تأثير إيجابي (e.g., Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009; Azizpour and Ghiri, 2016; He, 2019; Chae et al., 2020؛ حسين، 2020. وتمثل الاتجاه الثاني في دراسة Andreou et al. (2021) التي أشارت نتائجها إلى أن غموض التقارير المالية والمبالغة في الاستثمار يلعب دوراً محدوداً في تفسير انهيار أسعار الأسهم في سوق الأسهم الأمريكية.
- (ج) تناولت دراسة حسين (2020) تأثير غموض التقارير المالية والسلوك الانتهازي للإدارة في تحديد الضريبة والمسئولية الاجتماعية (بشكل مجمع، وليس كل متغير على حدة) على خطر الانهيار للشركات المصرية التي أدرجت في مؤشر الاستدامة (وليست جميع الشركات المقيدة بالبورصة المصرية) لفترة أو أكثر خلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2018.
- (د) وفقاً لنتائج التحليل السابقة، توجد فجوة بحثية بخصوص أثر غموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم في البيئة المحاسبية العربية والمصرية، والتي يحاول البحث الحالي في تضييقها.

وبناءً على ما سبق، يتم اشتقاق الفرض الأول للبحث على النحو التالي:

H1: يوجد تأثير إيجابي معنوي لغموض التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهمها.

10- تحليل الدور المعدل لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم واشتقاق الفرض الثاني

تم تطوير المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) بهدف إنشاء مجموعة واحدة من معايير المحاسبة العالمية مرتفعة الجودة، ومن أجل اختبار ما إذا كانت هذه المعايير الدولية تحقق بالفعل هذا الهدف، يمكن استكشاف التغيير في إدارة الأرباح للشركات التي اعتمدت هذه المعايير. ويمكن وصف إدارة الأرباح بأنها إدارة تستفيد من تقنيات المحاسبة وتستخدمها لتصوير وضع مالي إيجابي، ويشير ارتفاع إدارة الأرباح إلى انخفاض جودة التقارير المالية وانخفاض شفافيتها وغموضها (Anderson, 2018).

وتُستخدم المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على نطاق واسع في إعداد التقارير المالية وتعزيز قابليتها للمقارنة محلياً ودولياً ومستوى شفافية أكبر مقارنة بمبادئ المحاسبة المحلية المقبولة عموماً GAAP، من خلال استخدام القيم العادلة ومتطلبات إفصاح أكبر. وبالتالي، فإن استخدام المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يمكن أن يمنع الإدارة من الانخراط في ممارسات إدارة الأرباح من أجل إخفاء مخاطر الائتمان لشركاتهم. وبذلك، تسهم التقارير المالية المعدة على أساس هذه المعايير أكثر صلة بأصحاب المصلحة مقارنة بتلك المعدة على أساس مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً (Fossung et al., 2020; Kainth and Wahlstrøm, 2021).

وتقوم المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على أساس المبادئ وليس على قواعد تفصيلية لتوضيح متطلبات تطبيق هذه المعايير، كما يتم الاعتماد على الأحكام والتقديرية الشخصية لمعدّي المعلومات المحاسبية لتفسير هذه المبادئ. وإن لم يكن القائمون على إعداد المعلومات المحاسبية على دراية كافية بمتطلبات تطبيق تلك المعايير فسواجدهم مشكلة وصعوبات في إصدار الأحكام الشخصية السليمة، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع المخاطر المتعلقة باخطاء التقديرات الإدارية، مما يؤثر سلباً على المردود الإيجابي لتبني هذه المعايير على جودة المعلومات المحاسبية بسبب انخفاض أثر

منحنى التعلم (Florou et al., 2017). وبذلك، يكون من الضروري توفير الوقت والجهد لاكتساب معدى المعلومات المحاسبية والخبرات والقدرات الفنية اللازمة لتنفيذ هذه المعايير (عطية وعلی، 2021).

وقد أشارت الدراسات السابقة التي تناولت تأثير تبني المعايير الدولية على التقارير المالية من منظور مدى تأثير هذه المعايير على ملاءمة القيمة وحسابات الاستحقاق الاختيارية ودقة توقعات أرباح المحللين (Ahmed et al., 2013b). فقد توصلت دراسة Barth et al. (2008); Chen (2010) إلى أن تبني المعايير الدولية تخفض من إدارة الأرباح، وبالتالي تزيد من جودة المحاسبة وارتفاع شفافية تقاريرها المالية وانخفاض غموضها. ومن خلال تحليل نتائج دراسات سابقة على مستوى الدول باستخدام منهجية Meta-Analysis، توصلت دراسة Byard et al. (2011); Landsman et al. (2012) إلى أنه في الدول التي تتمتع بدرجة مرتفعة من المراقبة والامتثال للوائح، يسهم تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على انخفاض غموض التقارير المالية للشركات، والذي يسهم في ارتفاع جودة المعلومات، حيث إن جودة المعلومات المحاسبية في الدول الأكبر من حيث الإشراف والامتثال أفضل مقارنة بالدول ذات السيادة المنخفضة للقانون من حيث إمكانية التنبؤ بشكل أكبر وتقلبات أقل لعائدات الأسهم.

كما أشارت نتائج دراسة Ahmed et al. (2013b) إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يسهم بشكل كبير في تحسين دقة توقعات أرباح المحللين، حيث إن اعتماد هذه المعايير تسهم في تزويد المحللين الماليين بالمعلومات المفيدة فيما يتعلق بأنشطة الاستثمار والتمويل. وتوصلت دراسة Horton (2013) إلى وجود تحسينات في دقة توقعات المحللين الماليين بعد اعتماد المعايير الدولية، والذي يشير إلى ارتفاع شفافية التقارير المالية وانخفاض غموضها. كما وجدت دراسة DeFond et al. (2015) انخفاض خطر الانهيار للشركات غير المالية على مستوى 27 دولة حول العالم بعد تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، فقد ارتفع مستوى شفافية التقارير المالية وارتفعت قابليتها للمقارنة. في المقابل، لم تصل الدراسة إلى نفس هذه النتائج في عينة الشركات المالية.

واختبرت دراسة Kainth and Wahlstrøm (2021) أثر كل من تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في الشركات غير المدرجة بالبورصة السويدية واستخدام مبادئ المحاسبة المقبولة عموماً في الشركات غير المدرجة بالبورصة النرويجية على شفافية التقارير المالية لتلك الشركات من حيث قدرتها على التنبؤ بالإفلاس. وقد أشارت النتائج إلى أن التقارير المالية التي تم إعدادها

بموجب المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية للشركات السويدية أكثر ملاءمة للتبني بالإفلاس مقارنة بتلك التي تم إجراؤها وفقاً لمبادئ المحاسبة المقبولة عمومًا النرويجية، بما يعني أن استخدام المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يسهم في زيادة جودة المعلومات بالتقارير المالية من خلال تعزيز شفافتها وانخفاض غموضها ومنع مديري الشركات التي تواجه التعثر المالي من الانخراط في ممارسات سلوكها الانتهازي بشأن إدارة الأرباح.

كما أشارت نتائج دراسة (Mongrut et al. (2021 إلى وجود تأثير سلبي بصورة غير معنوية لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على انخفاض شفافية وغموض التقارير المالية باستخدام 36 نتيجة من 23 دراسة تتناول هذه العلاقة التأثيرية منشورة خلال الفترة (2005-2018) باستخدام منهجية التحليل التجميعي Meta-Analysis Methodology، وفي ظل دراسة تأثير بعض المتغيرات المعدلة لهذه العلاقة التأثيرية، توصلت الدراسة إلى أن اعتماد هذه المعايير يخفض من مستوى غموض التقارير المالية في الدول ذات القانون العام ومع مزيد من إشراف السلطات لفرض القواعد.

وفي نفس السياق، توصلت دراسة عبدالمجيد (2019) إلى أن التبني الإلزامي للمعايير الدولية في الشركات السعودية قد أسهمت في انخفاض خطر الانهيار، ويكون هذا الانخفاض أكثر وضوحاً في ظل جودة المراجعة، في حين أن الديون قصيرة الأجل قد أظهرت هذه العلاقة السلبية بدرجة أقل بصورة غير معنوية. كما توصلت دراسة مسعود (2020) إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية قد أسهم في ارتفاع جودة التقارير المالية للشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة (2017) وما تتضمنها من معلومات محاسبية، كما توصلت الدراسة إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية قد أدى إلى انخفاض خطر الانهيار.

وفي نتائج مغايرة لما سبق، أشارت نتائج دراسة (Callao and Jarne (2010 إلى ارتفاع حسابات الاستحقاق الاختيارية في دول الاتحاد الأوروبي بعد تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، مما يشير إلى انخفاض شفافية التقارير المالية وغموضها.

واختبرت دراسة (Anderson (2018 أثر التبني الإلزامي للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) على شفافية التقارير المالية، من خلال قياس الزيادة في إدارة الأرباح خلال فترة ما بعد تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية. وتتمثل إحدى علامات إدارة الأرباح في أن أرباح العام الحالي أعلى من أرباح العام السابق، فحينئذ يكون من المحتمل أن تكون الإدارة قد انخرطت في ممارسات تعكس سلوكها الانتهازي في إدارة الأرباح لتقديم نظرة إيجابية عن المركز المالي

للشركة. وبالتطبيق على عينة مكونة من 516 شركة من 20 دولة حول العالم خلال الفترة (2002-2007)، توصلت الدراسة إلى أن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تخفض من جودة التقارير المالية كما تخفض من الشفافية للمستثمرين. وبالتالي، لا تحقق هذه المعايير هدفها المتمثل في تحقيق الكفاءة والمساءلة والشفافية على المستوى العالمي للأسواق المالية.

وتوصلت دراسة عطية وعلى (2021) إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي لتبني المعايير الدولية على جودة المعلومات المحاسبية في بيئة المحاسبة المصرية خلال الفترة (2012-2018). وفسرت الدراسة هذه النتيجة بضعف البنية التحتية لبيئة الممارسة المحاسبية المصرية وعدم وجود آليات التنفيذ القانونية القوية والهياكل الرقابية الفعالة اللازمة لتطبيق وتنفيذ متطلبات المعايير، والذي يترتب عليه عدم الالتزام الكامل بمتطلبات تنفيذ المعايير من قبل الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. كما تلعب فترة الدراسة دوراً مهماً في هذا التأثير السلبي، حيث إن الثلاثة أعوام التالية مباشرة لتبني المعايير (2016-2018) فترة غير كافية لاكتساب معدى المعلومات المحاسبية الخبرات والمهارات الكافية لفهم متطلبات تنفيذ المعايير.

وفى اتجاه ثالث لنتائج الدراسات السابقة، أشارت نتائج دراسة (Ahmed et al. (2013b إلى وجود تأثير غير معنوي لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على انخفاض حسابات الاستحقاق الاختيارية. وتوصلت دراسة (Trimble (2018 إلى عدم وجود تأثير معنوي لتبني المعايير الدولية على انخفاض شفافية التقارير المالية وغموضها بالتطبيق على شركات من 46 دولة حول العالم.

وبتحليل الدراسات السابقة، يتبين ندرة الدراسات التي تناولت اختبار الأثر التفاعلي لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات حول العالم، ومن ضمنها الدراسات في بيئة المحاسبة العربية والمصرية، وهو ما يوجد وجود فجوة بحثية بخصوص هذه العلاقة التأثيرية، والتي تحاول الدراسة الحالية في توضيقها.

وبناءً على ما سبق، يتم اشتقاق الفرض الثاني للبحث على النحو التالي:

H2: يختلف التأثير الإيجابي المعنوي لغموض التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهمها بحسب تبنيها للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية من عدمه.

11- منهجية البحث

تحقيقًا لهدف البحث واختبار فرضيه، يقوم الباحث بدراسة تطبيقية، تشمل مجموعة من العناصر التالية: أهداف الدراسة التطبيقية، مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية، نموذج البحث وتوصيف وقياس متغيراته، أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية، وتحليل النتائج واختبار فروض البحث.

11-1- أهداف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فرضى البحث، وذلك من خلال قياس أثر غموض التقارير المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على خطر انهيار أسعار أسهمها، قياسًا على دراسات سابقة فى بيانات محاسبة مختلفة (e.g., Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009; He, 2019; Chae et al., 2020; Li et al., 2022، عيطة، 2020). بالإضافة إلى قياس الدور (الأثر) المعدل لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على هذه العلاقة التأثيرية، قياسًا على دراسات سابقة فى بيئة محاسبة مختلفة (e.g., Callao and Jarne, 2010; DeFond et al., 2015; Trimble, 2018; Mongrut et al., 2021؛ عبدالمجيد، 2019؛ مسعود، 2020).

11-2- مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

يمثل مجتمع الدراسة التطبيقية جميع الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال أربعة أعوام قبل تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية عام 2015 أى الفترة (2011-2014) وأربعة أعوام بعد تبنيها أى الفترة (2016-2019)، أى أن إجمالي فترة الدراسة التطبيقية ثمانية أعوام.

كما يتم حساب وتحديد القيم المطلقة لحسابات الاستحقاق الاختيارية لثلاثة أعوام سابقة (t-1، t-2، t-3) وذلك قياسًا على دراسة (Hutton et al., 2009)، حيث يلزم قياس حسابات الاستحقاق الاختيارية كبدل لغموض التقارير المالية لعام 2011 تجميع البيانات الخاصة بدءً من عام 2008. كما يتم تجميع البيانات الخاصة بقياس المتغير خطر انهيار أسعار الأسهم لعام تالى (t+1) وذلك قياسًا على دراسة (DeFond et al., 2015)، وبذلك سوف يتم تجميع البيانات الخاصة بمتغير خطر الانهيار حتى عام 2021، حيث يلزم قياس خطر الانهيار لعام 2019 حساب عوائد الأسهم الأسبوعية اللازمة لعام قادم بدءً من الأسبوع الأول أبريل 2020 حتى الأسبوع الأخير من مارس 2021.

ولتحديد مجتمع البحث يتم استبعاد المؤسسات المالية، نظرًا لأنها تخضع لقواعد تنظيمية ومتطلبات قياس وإفصاح خاصة، والتي لا تتماثل مع باقي متطلبات القياس والإفصاح لباقي قطاعات السوق، وذلك قياسًا على دراسات سابقة (e.g., Defond et al., 2015; Mongrut et al., 2021; Li et al., 2022)؛ عبطة، 2021، بالإضافة إلى استبعاد الشركات الخدمية قياسًا على دراسة سابقة (e.g., Kim and Zhang, 2014).

بالإضافة إلى الضوابط السابقة، يتم استبعاد الشركات التي تعد قوائمها بعملة بخلاف الجنيه المصري، واستبعاد المشاهدات أقل من 26 أسبوعًا والمتعلقة ببيانات عوائد الأسهم، وذلك قياسًا على دراسة سابقة (e.g., Hutton et al., 2009; Kim et al., 2014)، واستبعاد المشاهدات (شركة/عام) التي لا يمكن من الحصول على بياناتها خلال فترة البحث. كما تم تصغير قيمة المتغيرات المتصلة، لتجنب تأثير القيم الشاذة والمتطرفة قياسًا على دراسات سابقة (e.g., Hutton et al., 2009; Defond et al., 2015).

وتمثل مجتمع الدراسة التطبيقية في جميع الشركات المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة (2008-2021)، في حين شملت عينة الدراسة 89 شركة مقيدة بالبورصة المصرية لمدة 8 أعوام خلال الفترة (2011-2019) موزعة على سبعة قطاعات، مع استبعاد عام 2015 باعتباره عام تبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية في إلزاميًا مصر، وبذلك يكون إجمالي المشاهدات 712 مشاهدة (89 شركة × 8 أعوام). وبعد تطبيق الشروط والضوابط السابقة، تم تجميع بيانات 444 مشاهدة، ويبلغ عدد المشاهدات المتعلقة بفترة ما بعد تبنى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (2016-2019) 250 مشاهدة بنسبة بلغت 56,2%. ويتمثل توزيع مشاهدات عينة البحث كما بالجدول رقم (1).

جدول 1: توزيع مشاهدات عينة البحث حسب القطاع

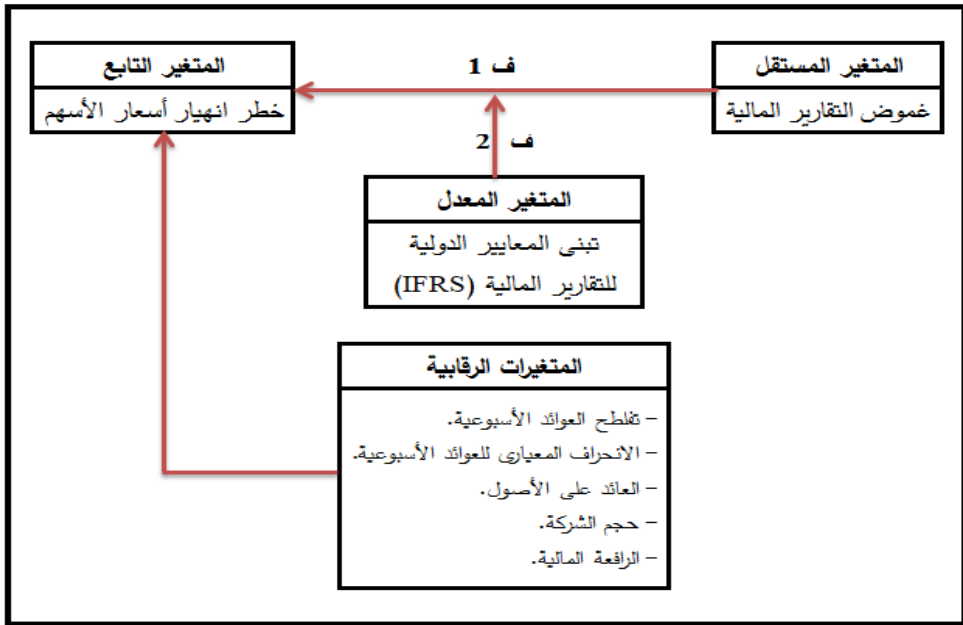
م	القطاع	عدد	%
1	أغذية ومشروبات	120	27.027
2	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	29	6.532
3	عقارات	102	22.973
4	منسوجات و سلع معمرة	57	12.838
5	مواد البناء	50	11.261
6	موارد أساسية	61	13.739
7	ورق و مواد تعبئة وتغليف	25	5.631
	إجمالي	444	100

11-3- نموذج البحث وتوصيف وقياس متغيرات الدراسة

يتم صياغة وعرض نموذج البحث في ظل تحليله الأساسي، وكذلك توصيف وقياس متغيراته على النحو التالي:

11-3-1- نموذج البحث

يوضح الشكل رقم (1) النموذج المستخدم في البحث، ويشمل: المتغير التابع، المتغير المستقل، المتغير المعدل، والمتغيرات الرقابية.



شكل 1: نموذج البحث

المصدر: من إعداد الباحث

11-3-2- توصيف وقياس متغيرات الدراسة

أولاً: المتغير التابع (خطر الانهيار المستقبلي (CRASH)

يتمثل المتغير التابع في خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، ويقاس بالانحراف أو الالتواء الشرطي السالب أو السلبي للعوائد الأسبوعية **Negative Conditional Skewness of Returns (NCSKEW)** كبديل Proxy لخطر الانهيار مستقبلاً، ويستند قياسه إلى قيمة العوائد

الأسبوعية لأسهم الشركة، لأن مقاييس خطر انهيار سوق الأوراق المالية يعكس عوامل خاصة بالشركة بدلا من السوق ككل (Kim et al., 2014).

وقبل الاعتماد على هذا المؤشر يتم إعداد معادلة انحدار، وذلك لتحديد وقياس العوائد الأسبوعية لأسهم شركة محددة، وذلك اعتماداً على قدمته دراسات سابقة (e.g., Chen et al., 2001; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2014; Defond et al., 2015)، وذلك على النحو التالي:

أولاً: استخدام معادلة الانحدار التالية لنموذج السوق للحصول على بواقي نموذج السوق $\epsilon_{i,t}$:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m,t-2} + \beta_2 R_{m,t-1} + \beta_3 R_{m,t} + \beta_4 R_{m,t+1} + \beta_5 R_{m,t+2} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots(1)$$

حيث:

$R_{i,t}$ العائد على سهم الشركة i في الأسبوع t .

$R_{m,t}$ العائد على مؤشر السوق m في الأسبوع t .

ويتم قياس العوائد الأسبوعية للأسهم من خلال الفرق بين سعر سهم الشركة نهاية الأسبوع الحالي وسعره نهاية الأسبوع السابق مقسوماً على سعر سهم الشركة نهاية الأسبوع السابق، كما تقاس العوائد الأسبوعية لمؤشر السوق بنفس الطريقة (Chen et al., 2001). وفي سوق الأوراق المصرية، يتم قياس العوائد على مستوى مؤشر EGX 100. وتتضمن معادلة نموذج السوق السابقة مشاهدات سابقة بعام وعامين $(-2, -1)$ ولاحقة بعام وعامين $(+2, +1)$ لعائد مؤشر السوق، وذلك للسماح بالتداول غير المتزامن للأسهم، والذي يعكس عدم تماثل حجم التعامل على أسهم الشركات المختلفة (Dimson, 1979; Kim et al., 2014; عبدالمجيد، 2019).

ويتم قياس خطر الانهيار للعام الحالي (t) بالاعتماد على تحديد أسعار الأسهم في العام التالي $(t+1)$ ، وذلك لأن المعلومات المحاسبية التي تتضمنها القوائم المالية في العام السابق يتم عرضها والإفصاح عنها بحد أقصى بداية شهر أبريل في العام الحالي، وبالتالي يبدأ التأثير على أسعار الأسهم بدءاً من هذا التاريخ. فوفقاً لقانون الشركات رقم (159) لعام 1981، على مجالس إدارة الشركات إعداد قوائم مالية سنوية مشفوعة بتقرير مراقب حسابات عنها، وكذلك إعداد تقرير عن نشاط الشركة، على أن يتم اعتمادها من الجمعية العامة للشركة خلال تسعون يوماً (90 يوم) من تاريخ انتهاء السنة المالية.

وبذلك، يتم تجميع البيانات المتعلقة بسعر السهم بدء من الأسبوع الأول في شهر أبريل من كل عام، على افتراض التزام كل شركة بالموعد الأقصى للإفصاح. وبذلك، عندما يتم قياس خطر الانهيار في عام 2011 مثلاً يتم الاعتماد على التقارير المالية للشركة عام 2011، في حين يتم الاعتماد على أسعار سهم الشركة بدءاً من نهاية الأسبوع الأول لشهر أبريل لعام 2012 حتى الأسبوع الأخير لشهر مارس 2013، وهكذا لباقي الأعوام. ونظرًا لأن فترة الدراسة تبدأ عام 2011 وتنتهي عام 2019، فسوف يتم الاعتماد على المعلومات المالية المتضمنة بالتقارير المالية للشركات من عام 2011 حتى عام 2019، في حين يتم الاعتماد على معلومات أسعار الأسهم لقياس العوائد وكذلك الاعتماد على معلومات مؤشر السوق من الأسبوع الأول لشهر أبريل لعام 2012 حتى الأسبوع الأخير لشهر مارس لعام 2021.

وتأكيدًا لما سبق، أوضح (Chen et al. (2001 أن علامات انهيار أسعار الأسهم تتشكل قبل عام واحد من ظهور خطر الانهيار نفسه، وذلك بوجود انحراف سلبي في أسعار الأسهم. لذلك، فإن الشركات التي تشهد انحرافاً سلبياً في العام السابق أكثر عرضة لحدوث خطر الانهيار العام المقبل.

ثانياً: استخدام معادلة الانحدار التالية لتحديد العوائد الأسبوعية لسهم الشركة:

يتم قياس العوائد الأسبوعية لسهم أية شركة من خلال اللوغاريتم الطبيعي لوحد صحيح زائد بواقي نموذج السوق $\epsilon_{i,t}$ من معادلة الانحدار السابقة (رقم 1)، وذلك من خلال معادلة الانحدار التالية:

$$W_{i,t} = \ln(1 + \epsilon_{i,t}) \dots\dots\dots(2)$$

حيث: لوغاريتم واحد زائد بواقي نموذج السوق $\epsilon_{i,t}$

$W_{i,t}$ العوائد الأسبوعية على سهم الشركة i في الأسبوع t .

ولأن بواقي معادلة الانحدار رقم (1) شديدة الانحراف، فقد تم استخدام اللوغاريتم الطبيعي للحصول على توزيع متمائل للعوائد (Hutton et al., 2009).

وبعد الحصول على نتائج المعادلة السابقة رقم (2)، يتم الاعتماد على مؤشر الانحراف أو الالتواء الشرطي السالب أو السلبي للعوائد الأسبوعية لسهم شركة معينة على مدار العام المالي $(NCSKEW_{i,t})$ ، وذلك لقياس خطر انهيار سعر سهم شركة معينة، فضلاً عن ضمان أن خطر انهيار أسعار الأسهم قادر على عكس العوامل الخاصة بشركة معينة بدلاً من التعاملات والتحركات على سوق المال.

ويتم الحصول على قيمة هذا المؤشر من خلال العوائد الأسبوعية السلبية للسهم في اللحظة الثالثة (أو الانحراف الشرطي) لشركة معينة في كل عام وتحديد اللوغاريتم الطبيعي من خلال تحديد الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للشركة مرفوعاً إلى الأس الثالث، وذلك كما يلي: (Chen et al., 2001; Kim and Zhang, 2016; Kim et al., 2014; Alp et al., 2021; Li et al., 2022)

$$NCSKEWi,t = -[n(n-1)^{3/2} \Sigma Wi,t^3] / [(n-1)(n-2)(\Sigma Wi,t^2)^{3/2}] \dots \dots \dots (3)$$

حيث:

n عدد العوائد الأسبوعية (المشاهدات) خلال العام.

ويشير ارتفاع القيمة السالبة لمعامل الانحراف الشرطي للعوائد الأسبوعية عن ارتفاع خطر الانهيار (Kim et al., 2014).

ثانياً: المتغير المستقل (غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها (OPACITY)

يعتمد قياس غموض التقارير المالية على مؤشر يتمثل في المجموع المتحرك للقيمة المطلقة لحسابات الاستحقاق الاختيارية لثلاث أعوام (t-2، t-1، t)، ويتم حساب وتحديد القيمة المطلقة وفق نموذج جونز المعدل (1991) model Jones الذي قدمته دراسة Dechow et al. (1995). وقد أشار Hutton et al. (2009) إلى أن ارتفاع حسابات الاستحقاق الاختيارية يعكس إدارة الأرباح والتلاعب فيها، وعادة ما يتبع حسابات الاستحقاق الإيجابية أو الموجبة المرتفعة الناتجة عن الحكم الشخصي حسابات استحقاق سلبية أو سالبة كبيرة بدلاً من تحقيق التدفقات النقدية الإيجابية التي كان ستميل إلى اتباع ممارسات الاستحقاق غير المتحيزة. كما أن الشركات تتلاعب بدرجة كبيرة مع الدخل المفصح عنه من عام إلى ثلاثة أعوام قبل اكتشافها، وعادة ما تنعكس هذه الحسابات المبالغ فيها بسرعة من حسابات الاستحقاق السلبية بعد حسابات الاستحقاق الإيجابية السابقة في الأعوام التي تلي مباشرة أعوام التلاعب بالأرباح (Hutton et al., 2009؛ حسين، 2020).

وتتمثل خطوات قياس هذا المتغير بالتفصيل كما يلي (Dechow et al., 1995; Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2016; Andreou et al., 2021)

(أ) تحديد قيمة إجمالي حسابات الاستحقاق اعتمادًا على مدخل التدفقات النقدية، وذلك بالمعادلة التالية:

$$TACCI,t = (NIi,t - OCFi,t) / Assetsi,t-1 \dots \dots \dots (4)$$

حيث:

TACCI,t	إجمالي حسابات الاستحقاق.
Nli,t	صافي الدخل قبل البنود غير العادية والاستثنائية (دخل التشغيل) للشركة i في العام t.
OCFi,t	التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية للشركة i في العام t.
Assetsi,t-1	إجمالي الأصول للشركة i في نهاية العام t-1.

(ب) تقدير معادلة انحدار مقطعي Cross-Sectional Regression Equation باستخدام الشركات في عينة الدراسة على مستوى كل صناعة لكل عام مالي من أعوام الدراسة:

$$TACCI,t/Assetsi,t-1 = \alpha_1 (1/Assetsi,t-1) + \alpha_2 (\Delta Salesi,t/Assetsi,t-1) + \alpha_3 (PPEi,t/Assetsi,t-1) + \epsilon_i,t \dots \dots \dots (5)$$

حيث:

$\Delta Salesi,t$	التغير السنوي في إيرادات الشركة i للعام t، t-1.
PPEi,t	الأصول الثابتة الملموسة للشركة i في نهاية العام t.
$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$	القيم المقدرة لمعاملات النموذج والتي تستخدم في تحديد قيمة حسابات الاستحقاق الاختيارية.
ϵ_i,t	بواقي نموذج الإنحدار.

(ج) تحديد قيمة حسابات الاستحقاق غير الاختيارية:

$$NACCI,t = \alpha_1 (1/Assetsi,t-1) + \alpha_2 ((\Delta Salesi,t/\Delta Recii,t)/Assetsi,t-1) + \alpha_3 (PPEi,t/Assetsi,t-1) + \epsilon_i,t \dots \dots \dots (6)$$

حيث:

NACCI,t	حسابات الاستحقاق غير الاختيارية للشركة i في العام t.
$\Delta Recii,t$	التغير السنوي في حسابات القبض (العملاء+أوراق القبض) للشركة i للعام t، t-1.
$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$	القيم المقدرة لمعاملات النموذج والتي تستخدم في تحديد قيمة حسابات الاستحقاق الاختيارية التي تم الحصول عليها من معادلة الانحدار السابقة رقم (6).
ϵ_i,t	بواقي نموذج الإنحدار.

(د) تحديد قيمة حسابات الاستحقاق الاختيارية:

$$DISACCI_t = ACCI_t - NACCI_t \dots\dots\dots(7)$$

حيث:

DISACCI_t حسابات الاستحقاق الاختيارية للشركة أ في العام t .

(هـ) تحديد قيمة الغموض في التقارير المالية:

تناولت دراسة Hutton et al. (2009); CHAE et al. (2020); Andreou et al. (2021) إجمالي القيمة المطلقة لحساب الاستحقاقات الاختيارية للعام السابق والعام قبل السابق والعام قبل قبل السابق لحساب قيمة الغموض في التقارير المالية للعام الحالي، بينما تناولت دراسة Kim and Zhang (2016) إجمالي القيمة المطلقة لحساب الاستحقاقات الاختيارية للعام الحالي والعام السابق والعام قبل السابق. وكلما ارتفعت القيمة المحسوبة كلما دل ذلك على ارتفاع غموض التقارير المالية.

$$OPACITY_{i,t} = AbsV(DISACCI_{i,t-1}) + AbsV(DISACCI_{i,t-2}) + AbsV(DISACCI_{i,t-3}) \dots\dots\dots(8)$$

حيث:

OPACITY_{i,t} قيمة الغموض في التقارير المالية للعام الحالي.
AbsV(DISACCI_{i,t-1}) القيمة المطلقة (إهمال الإشارة السالبة) للاستحقاقات الاختيارية للشركة أ في العام t-1 .
AbsV(DISACCI_{i,t-2}) القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية للشركة أ في العام t-2 .
AbsV(DISACCI_{i,t-3}) القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية للشركة أ في العام t-3 .

ويتم تحديد إجمالي القيمة المطلقة لحساب الاستحقاقات الاختيارية لقياس متغير غموض التقارير المالية خلال فترة الدراسة (2011-2019) بدءاً من عام 2008 حتى عام 2018.

ثالثاً: المتغير المعدل (تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS))

يقاس تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية بمتغير وهمي ثنائي القيمة، تأخذ المشاهدة القيمة (صفر) في حالة ما قبل تبني المعايير عام 2015، وتأخذ القيمة (1) في حالة ما بعد تبني المعايير عام 2015، وذلك قياساً على دراسة Hutton et al. (2009)؛ عبدالمجيد، (2019)؛ عطية وعلى (2021).

رابعاً: المتغيرات الرقابية

توجد بعض المتغيرات الرقابية أو الضابطة التي تؤثر على خطر الانهيار وتعتبر من محدداته، وسوف يتم أخذه هذه المتغيرات في الاعتبار كمتغيرات رقابية، وتشمل هذه المتغيرات ما يلي:

(1) تفرطح أو تفلطح العوائد الأسبوعية للأسهم (KURT)

استخدمت دراسة (2017) Callen and Fang; (2006) Jin and Myers متغير تفرطح العوائد الأسبوعية للأسهم (يمثل اللحظة الرابعة في توزيع العائد) لقياس أثر ارتفاع توزيع هذه العوائد، وعند تركيز عدد أكبر من توزيعات العوائد على طرفي المنحنى ويقبل بالقرب من المنتصف يكون المنحنى مفرطحاً أو منبسطاً.

ويُقاس تفرطح العوائد الأسبوعية للشركة i في السنة المالية $t-1$. ومن المتوقع أن يؤثر تفرطح العوائد الأسبوعية للأسهم سلباً على خطر الانهيار وفق ما توصل إليه دراسة Jin and Myers (2017) Callen and Fang; (2006).

(2) الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للأسهم أو تقلبات العوائد الأسبوعية للأسهم (SIGMA)

يُشير متغير الانحراف المعياري لعوائد الأسهم إلى التقلبات Volatility أو التحركات الكبيرة في أسعار السهم. ويُقاس هذا المتغير بالانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لأسهم الشركة على مدار السنة المالية السابقة $t-1$ ، فمن المرجح أن تكون عوائد الأسهم الأكثر تقلباً أكثر عرضة لخطر الانهيار.

وقد استخدم هذا المتغير كمتغير رقابي في دراسات عديدة (e.g., Chen et al., 2001; Kim et al., 2011; Kim et al., 2014; Jie and Nakajima, 2014; Lee, 2016; Zhang et al., 2016; Jebran et al., 2019; Chae et al., 2019).

ومن المتوقع أن يؤثر الانحراف المعياري لعوائد الأسهم إيجاباً على خطر الانهيار، فكلما ارتفع الانحراف المعياري لعوائد الأسهم كلما ارتفع خطر انهيار هذه الأسهم.

(3) العائد على الأصول (ROA)

يعد هذا المتغير مؤشراً للأداء التشغيلي للشركة، فكلما كان الأداء التشغيلي مرتفعاً كلما انخفض مستوى خطر انهيار سعر السهم مستقبلاً. ويقاس هذا المتغير بنسبة الدخل إلى أجمالي الأصول

(Hutton et al., 2009; Lee, 2016). وقد استخدم العائد على الأصول كمتغير رقابي في دراسات عديدة (e.g., Hutton et al., 2009; Callen and Fang, 2013; Lee, 2016; Jebran et al., 2019; Andreou et al., 2021).

ومن المتوقع أن يؤثر العائد على الأصول سلبيًا على خطر الانهيار، فكلما ارتفع العائد على الأصول كلما انخفض خطر انهيار هذه الأسهم مستقبلاً.

(4) حجم الشركة (SIZE)

يؤثر حجم الشركة في خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، فكلما ارتفع حجم الشركة كلما ارتفع خطر الانهيار مستقبلاً. ويشير ارتفاع حجم الشركة ضمنياً إلى ارتفاع قيمة سعر سهمها. وبالتالي، فإن أية تغيرات في أسعار هذه الأسهم سيكون لها خطر انهيار أكبر (Harvey and Siddique, 2000; Chen et al., 2001; Lee, 2016). ويُقاس حجم الشركة باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية العام t. وقد استخدم هذا المتغير كمتغير رقابي في دراسة Chen et al. (2001); Hutton et al. (2009); Kim et al. (2011); Kim et al. (2014); Callen and Fang (2015); Lee (2016); Zhang et al. (2016); Andreou et al. (2021). ومن المتوقع أن يؤثر حجم الشركة إيجاباً على خطر الانهيار، فكلما ارتفع حجم الشركة كلما ارتفع خطر انهيار الأسهم مستقبلاً.

(5) الرافعة المالية (LEV)

تعكس الرافعة المالية الجوانب التمويلية للشركة، ويشير ارتفاع نسبة الرافعة المالية إلى ارتفاع المخاطر المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع خطر الانهيار مستقبلاً. كما يشير ارتفاع نسبة الرافعة المالية إلى ارتفاع الربحية، وبالتالي انخفاض خطر الانهيار (Campbell et al., 2008; Lee, 2016). كما أنه في ظل انخفاض خطر الانهيار ترتفع قدرة الشركة على الاقتراض (Hutton et al., 2009).

وتقاس الرافعة المالية بنسبة الديون بنوعيتها إلى إجمالي الأصول، وقد استخدم هذا المتغير كمتغير رقابي في دراسة Campbell et al. (2008); Hutton et al. (2009); Kim et al. (2011); Lee (2016); Zhang et al. (2016); Andreou et al. (2021). ومن المتوقع أن تؤثر الرافعة المالية إيجاباً أو سلبيًا على خطر الانهيار مستقبلاً.

جدول 2: متغيرات الدراسة وطرق قياسها وعلاقة التأثير المتوقعة

العلاقة المتوقعة	طريقة قياسه	الرمز	إسم المتغير	المجموعة
	معادلة رقم 3	CRASH _{i,t+1}	خطر الانهيار	المتغير التابع
+	مجموع القيم المطلقة لحسابات الاستحقاق الاختيارية لثلاثة أعوام سابقة	OPACITY _{i,t}	غموض التقارير المالية	المتغير المستقل
-	تأخذ المشاهدة القيمة (صفر) في حالة ما قبل تبني المعايير في عام 2015، وتأخذ القيمة (1) في حالة ما بعد تبني المعايير في عام 2015.	IFRS _{i,t}	تبني المعايير الدولية	المتغير المعدل
-	تقلطح أو تفرطح العوائد الأسبوعية خلال العام t	KURTI _{i,t}	تقلطح العوائد الأسبوعية	المتغيرات الرقابية
+	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية خلال العام t	SIGMA _{i,t}	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية	
-	نسبة الدخل إلى إجمالي الأصول في العام t	ROA _{i,t}	العائد على الأصول	
+	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام t	SIZE _{i,t}	حجم الشركة	
±	نسبة الديون إلى إجمالي الأصول في العام t	LEVI _{i,t}	الرافعة المالية	

11-4- أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية واختبار فروض البحث

تقوم الدراسة التطبيقية على مجموعة من الأدوات والإجراءات، وذلك كما يلي:

11-4-1- أدوات وإجراءات الدراسة التطبيقية

أجريت الدراسة التطبيقية قياساً على منهجية غالبية الدراسات السابقة (e.g. Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009; DeFond et al., 2015; Lim et al., 2016; He, 2019; Chae et al., 2020; Andreou et al., 2021; Mongrut et al., 2021) عبدالمجيد (2019)؛ حسين (2020).

وتمثلت أدوات الدراسة التطبيقية في الاعتماد على البيانات الثانوية المتضمنة بالقوائم المالية (قائمة الدخل، قائمة المركز المالي، وقائمة التدفق النقدي) والإيضاحات المتممة للشركات المدرجة

بعينة الدراسة، بالإضافة إلى الحصول على بيانات إضافية لم ترد بالقوائم المالية، حيث تم الحصول على أسعار الأسهم من خلال مواقع مختصة وباستخدام برامج متخصصة (برنامج التحليل الفنى (Meta stock).

وقد تم الوصول إلى مصادر هذه البيانات من خلال الاعتماد على المواقع الإلكترونية التالية:

- (أ) موقع مباشر للمعلومات (<http://www.mubasher.inf.com>) والذي يحتوى على التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- (ب) موقع البورصة المصرية (<https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>) والذي يتضمن بيانات ترسلها الشركات المقيدة بها لإدارة الإفصاح بالبورصة بموجب قواعد القيد والشطب.
- (ج) موقع شركة مصر لنشر المعلومات المملوكة للبورصة المصرية (<http://www.egidegypt.com>) والذي يتضمن بيانات تخص الشركات المقيدة بها.
- (د) موقع الهيئة العامة للرقابة المالية (http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp).
- (هـ) الموقع الإلكتروني للشركات المدرجة بعينة الدراسة، حيث يوفر قسم علاقات المستثمرين بالموقع من إفصاحات وتقارير دورية.

ونظرًا لعدم إتاحة قاعدة بيانات محلية جاهزة لقياس متغيرات الدراسة والمتعلقة بالبيئة المصرية على غرار قواعد البيانات العالمية، تمثلت إجراءات الدراسة التطبيقية فى توفير قيم عناصر متغيرات الدراسة من المصادر السابق ذكرها، وتم بعد ذلك قياس المتغيرات سواء بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر من خلال استخدام الاعتماد على البرامج المتخصصة وباستخدام دوال الإكسيل *MS Excel*، وذلك من أجل تشغيلها عن طريق البرامج والأساليب الإحصائية الملائمة.

11-4-2- أدوات التحليل الإحصائي

تقوم الدراسة التطبيقية على مجموعة من الأدوات من أجل القيام بعملية التحليل الإحصائي للبيانات التي تم تجميعها، فقد تم استخدام أساليب الإحصاء الوصفي، وما يتضمنه من تحديد المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والحددين الأدنى والأقصى لمتغيرات الدراسة. كما تم استخدام التحليل أحادي المتغير (أى تحليل الارتباط)، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط لبيرسون، من أجل قياس الارتباط بين المتغيرات وبعضها البعض. كذلك، تم استخدام اختبار الأزواج الخطى المتعدد بين المتغير المستقل والمتغير المعدل والمتغيرات الرقابية وبعضها البعض، وذلك باستخدام مقياس

Collinearity Diagnostics. بالإضافة إلى ذلك، تم استخدام اختبار *Durban - Watson* وما يوفره من قيم تستخدم في تحديد مدى وجود مشكلة ارتباط ذاتي *Multi-Collinearity* بين أخطاء نموذج الانحدار المتعدد من عدمه. وأخيراً، تم القيام باختبار فرضي البحث وتحليل النتائج، وذلك باستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، والذي تم تنفيذه باستخدام البرنامج الإحصائي *SPSS 15.0*.

11-4-2-1- الإحصاءات الوصفية

تم القيام بإعداد إحصاءات وصفية لجميع متغيرات البحث، وتتمثل في الخصائص الأساسية لمتغيرات البحث كما بالجدول رقم (3). ويتبين من عمود المشاهدات عدم وجود أية قيم مفقودة لمتغيرات الدراسة، فجميعها 444 مشاهدة، مما يؤكد اكتمال البيانات، ويُسهّم في التأكيد على الموثوقية في جودة النتائج الإحصائية.

بالنسبة لنتائج الإحصاءات الوصفية للمتغير التابع، يبلغ المتوسط الحسابي لخطر الانهيار (مقاساً بالالتواء الشرطي السلبي للعوائد الأسبوعية) -1.131 - وبتد أدنى -3.250 - وبتد أقصى 1.877 - وبانحراف معياري 1.109 ، مقارنة بدراسة Jung et al. (2019) $(-0.101, -2.827)$ ، $(0.723, 2.134)$ على الترتيب، ودراسة Wu and Hu (2019) $(-1.358, -29.241)$ ، $(3.723, 11.366)$ على الترتيب، ودراسة Chae et al. (2020) $(-0.130, -2.777)$ ، $(0.910, 2.486)$ على الترتيب، ودراسة Liang et al. (2020) $(-0.270, -3.537)$ ، $(0.677, 3.750)$ على الترتيب، ودراسة Li et al. (2022) $(-0.340, -2.427, 1.547)$ ، (0.706) على الترتيب.

وبالنسبة للمتغير المستقل، يبلغ المتوسط الحسابي لغموض التقارير المالية 0.275 ، مقارنة بدراسة Chae et al. (2020) الذي بلغ 0.053 ، ودراسة حسين (2020) الذي بلغ 0.186 ، ودراسة Andreou et al. (2021) الذي بلغ 0.241 ، ودراسة Li et al. (2022) الذي بلغ 0.340 . وفيما يتعلق بالمتغير المعدل، يبلغ المتوسط الحسابي لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية 0.562 ، أي أن 56.2% من مشاهدات العينة تمثل مشاهدات الفترة (2016-2019)، وعددها 250 مشاهدة ($56.2\% * 444$).

أما بالنسبة لمتغيرات الرقابية، يبلغ متوسط تفرطح العوائد الأسبوعية 6.950 ، مقارنة بدراسة عبدالمجيد (2019) الذي بلغ 3.179 (اعتمدت على العوائد اليومية)، ودراسة حسين (2020)

الذي بلغ 0.536. ويبلغ المتوسط الحسابي للانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية 0.067، مقارنة بدراسة عبدالمجيد الذي بلغ 0.014 (اعتمدت على العوائد اليومية)، ودراسة (Li et al. (2022) الذي بلغ 0.045. كما يتضح انخفاض الانحراف المعياري لمتغيرات الدراسة عن الفرق بين الحدين الأدنى والأقصى.

جدول 3: الإحصاءات الوصفية

المتغيرات	المتوسط الحسابي	الحد الأدنى	الحد الأقصى	الانحراف المعياري	المشاهدات
خطر الانهيار	-1.131	-3.250	1.877	1.109	444
غموض التقارير المالية	0.275	0.014	0.659	0.141	444
تبني المعايير الدولية	0.562	0.000	1.000	0.497	444
تفرطح العوائد الأسبوعية	6.950	-0.158	24.020	4.681	444
الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية	0.067	0.020	0.182	0.037	444
العائد على الأصول	0.061	-0.146	0.276	0.080	444
حجم الشركة	13.731	10.406	18.108	1.781	444
الرافعة المالية	0.476	0.005	1.228	0.248	444

11-4-2-2 تحليل نتائج الارتباط (مصنوفة الارتباط لبيرسون)

كما يظهر بنتائج مصنوفة الارتباط لبيرسون بالجدول رقم (4) وجود علاقة ارتباط موجبة عند مستوى معنوية أقل من 5% بين غموض التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية وخطر انهيار أسعار أسهما مستقبلاً، ووجود علاقة ارتباط سالبة عند مستوى معنوية أقل من 5% بين تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) وخطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود علاقة ارتباط سالبة عند مستوى معنوية أقل من 5% بين المتغير التفاعلي لغموض التقارير المالية وتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود علاقة ارتباط موجبة عند مستوى معنوية أقل من 1% بين تفرطح العوائد الأسبوعية وخطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود علاقة ارتباط موجبة عند مستوى معنوية أقل من 1% بين الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية وخطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود علاقة ارتباط سالبة عند مستوى معنوية أقل من 1% بين العائد على الأصول وخطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود علاقة ارتباط سالبة عند مستوى معنوية أكبر من 10% بين حجم الشركة وخطر انهيار أسعار الأسهم، ووجود علاقة ارتباط موجبة عند مستوى معنوية أكبر من 10% بين الرافعة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم.

كما يتبين أيضاً أن أقصى قيمة لمعامل الارتباط بين المتغير المستقل والمتغير المعدل والمتغيرات الرقابية وبعضها البعض 0.786، وأنها لم تتجاوز قيمة 0.8 وفقاً لدراسة Gujarati

Tabachnick (2018); Rani et al. (2003)، كما أنها لم تتجاوز 0.9 وفقاً لما جاء بدراسة and Fidell (2013). وبذلك، لا توجد مشكلة إزدواج خطى بين متغيرات البحث وبعضها البعض. ولا يتم التسليم بصحة نتائج علاقات الارتباط الواردة بمصفوفة بيرسون، حتى يتم التوصل إلى نتائج تشغيل فرضى البحث باستخدام نموذج الانحدار المتعدد، وذلك لتحديد قوة واتجاه هذه العلاقات، ومدى تأثير المتغير المستقل والمتغير المعدل والمتغيرات الرقابية على المتغير التابع.

جدول 4: نتائج الارتباط لبيرسون

المتغيرات	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) خطر الانهيار	1								
(2) غموض التقارير	.095(**)	1							
(3) تبني المعايير	-.091(**)	.064	1						
(4) غموض تبني	-.111(**)	.536(***)	.786(***)	1					
(5) تفرطح العوائد	.245(***)	-.017	-.123(***)	-.084(*)	1				
(6) الانحراف المعياري	.204(***)	.088(*)	.098(**)	.174(***)	.387(***)	1			
(7) العائد على الأصول	-.263(***)	.088(*)	.146(***)	.126(***)	-.110(**)	-.168(***)	1		
(8) حجم الشركة	-.030	-.214(***)	.127(***)	.016	.081(*)	-.081(*)	.134(***)	1	
(9) الرافعة المالية	.035	-.139(***)	.045	-.018	.026	.025	-.163(***)	.463(***)	1

(*)، (**)، (***) يشير إلى دلالة معنوية عند 10% فأقل، 5% فأقل، 1% فأقل على الترتيب.

11-5 تحليل النتائج واختبار فروض البحث في ظل التحليل الأساسي

تتناول هذه الجزئية اختبار صلاحية بيانات فرضى البحث واختبار نتائجهما، وذلك كما يلي:

11-5-1 نتيجة اختبار الفرض الأول (H1)

يستهدف الفرض الأول اختبار أثر غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية مستقبلاً.

قياساً على النموذج التجريبي الذى قدمه Chen et al. (2001) لقياس خطر الانهيار مستقبلاً والتنبؤ به فى ضوء مجموعة من المتغيرات الرقابية، يتم إعداد معادلة الانحدار التالية لقياس أثر غموض التقارير المالية على خطر الانهيار مستقبلاً:

$$CRASH_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OPACITY_{i,t} + \beta_2 KURT_{i,t} + \beta_3 SIGMA_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (9)$$

حيث:

$CRASH$	=	خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، ويقاس بالانحراف أو الالتواء الشرطي
$i,t+1$		السلبى للعوائد الأسبوعية.
$OPACITY_{i,t}$	=	غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها.
$KURT_{i,t}$	=	تفرطح أو تفلطح العوائد الأسبوعية لسهم الشركة.
$SIGMA_{i,t}$	=	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة.
$ROA_{i,t}$	=	العائد على أصول الشركة.
$SIZE_{i,t}$	=	حجم الشركة.
$LEV_{i,t}$	=	الرافعة المالية.
$\varepsilon_{i,t}$	=	بواقي نموذج الانحدار المتعدد.

وتقتضى الدراسة الحالية فجوة لمدة عام واحد بين المتغير التابع من جانب والمتغيرات المستقلة والرقابية من جانب آخر، وذلك لاختبار ما إذا كان غموض التقارير المالية للشركة i فى العام الحالى t التنبؤ بخطر الانهيار مستقبلاً فى العام القادم $t+1$ ، ويأتى ذلك اتساقاً مع ما قامت به دراسات عديدة (e.g., Campbell et al., 2008; Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011; Kim et al., 2014; Lee, 2016; Chae et al., 2019; Li et al., 2020) وكذلك، دراسات فى بيئة محاسبة مصرية (على سبيل المثال: حسين، 2020).

ولاختبار الفرض الأول يتم تحويله لفرض عدم كالتالى:

H0: لا يوجد تأثير إيجابى معنوى لغموض التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على خطر الانهيار المستقبلى لأسعار أسهمها.

وبخصوص المتغيرات الرقابية، يسعى البحث للإجابة على السؤال التالى:

هل يؤثر تفلطح العوائد الأسبوعية لسهم الشركة، الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة، العائد على أصول الشركة، حجم الشركة، والرافعة المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، فى سياق العلاقة مجال الدراسة بالفرض بالنموذج الأول؟

وتشير نتائج تشغيل النموذج الأول بالجدول رقم (5) إلى ما يلي:

- بلغ معامل التحديد المعدل $Adj. R^2$ 11.9%، أى يُفسر معامل التحديد المعدل 11.9% من التغير الكلى فى خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، وترجع النسبة الباقية (88.1%) إلى الخطأ العشوائى فى نموذج الانحدار، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان يجب إدراجها ضمن النموذج.
- بلغت قيمة اختبار $F-Test$ ، من أجل اختبار معنوية جودة نموذج الانحدار المتعدد، 10.990 بمستوى معنوية أقل من 1%، والذي يشير إلى تأثير متغيرات النموذج على المتغير التابع. وتقرب هذه القيمة من نظيرتها فى دراسة (Chae et al. (2019) التى بلغت 13.910.
- بلغت قيمة اختبار $Durbin-Watson$ ، لقياس الارتباط الذاتى بين أخطاء نموذج الانحدار، 2.101، وتقع هذه القيمة داخل المدى المقبول (1.5-2.5)، مما يعنى عدم وجود ارتباط ذاتى بين أخطاء النموذج، كما أن أخطاء النموذج مستقلة عن بعضها البعض، بحيث إذا وجد خطأ فى مشاهدة معينة، لا يجب أن يؤثر هذا الخطأ على المشاهدات الأخرى اللاحقة والسابقة.
- تم استخدام معامل تضخم التباين VIF ، من أجل قياس الازدواج الخطى أو العلاقة الخطية التامة بين المتغير المستقل والرقابية المكونة لنموذج الانحدار وبعضها البعض، وقد تبين أن أكبر قيمة للمعامل بلغت 1.432. وجميع هذه القيم لم تتجاوز القيمة (10)، أى عدم وجود مشكلة العلاقة الخطية التامة أو الإزدواج الخطى، مما يشير إلى قوة النموذج فى تفسير تأثير المتغير المستقل والمتغيرين الرقابيين على المتغير التابع (O'Brien, 2007).

- نتيجة اختبار الفرض الأول:

- يؤثر غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها **إيجاباً** وبصورة معنوية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية مستقبلاً، بمعامل انحدار قيمته 0.684 عند مستوى 5% تقريباً، حيث يؤدي ارتفاع قيمة غموض التقارير المالية (المقاسة بمجموع القيمة المطلقة لثلاثة أعوام سابقة لحسابات الاستحقاق الاختيارية) بنسبة 0.1 فى العام الحالى إلى ارتفاع خطر الانهيار (المقاس باستخدام مؤشر الانحراف الشرطى السالب للعوائد الأسبوعية) فى العام القادم بنسبة 0.684. وبناءً عليه، يتم رفض فرض عدم وقبول الفرض البديل (H1).

وتشير هذه النتيجة إلى أن غموض التقارير المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية يؤدي الانخفاض المفاجئ والكبير لأسعار أسهم تلك الشركات، مما يعنى ارتفاع احتمال حدوث خطر انهيار أسعار أسهمها مستقبلاً.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن غموض التقارير المالية للشركات وانخفاض شفافيتهما يسهم في عدم تماثل المعلومات بين الأطراف داخل الشركة وخارجها أحد الأسباب الرئيسة لخطر الانهيار، حيث يوجد اختلاف في حجم المعلومات ونوعيتها لدى إدارة الشركة والمطالعين داخلها مقارنة بتلك التي في حياة أصحاب المصالح خارجها، وتتيح حالة عدم تماثل المعلومات الفرصة للإدارة حجب الأخبار غير السارة لفترة طويلة من أجل تعظيم التعويضات الإدارية والحوافز وتقليل الدعاوى الناتجة عن الإفصاح عن هذه الأخبار، إلا أنه عندما تصل لحد معين، فإنه يجب على الإدارة الاستمرار في عملية الحجب، فتخرج للعلن مرة واحدة محدثةً انخفاضًا كبيرًا وبشكل مفاجيء، مما يتسبب في انهيار أسعار الأسهم.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة Jin and Myers (2006); Hutton et al. (2009); Kothari et al. (2009); Kim and Zhang, 2014; Azizpour and Ghiri (2016); Zhu (2016); He, (2019); Liang et al. (2020); Chae et al. (2020) وذلك في بيئة محاسبة غير عربية ومصرية. كما تتفق مع ما توصلت إليه دراسة الصباغ (2019)؛ عبدالمجيد (2019)؛ حسين (2020)؛ عبدالرحيم (2021) في بيئة المحاسبة المصرية.

- تأثير المتغيرات الرقابية على المتغير التابع:

تبين وجود تأثير ايجابي ومعنوي لتفرطح العوائد الأسبوعية والانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية وتأثير سلبي ومعنوي للعائد على الأصول على خطر انهيار الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

جدول 5: نتائج اختبار الفرض الأول (H1)

$CRASH_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OPACITY_{i,t} + \beta_2 KURT_{i,t} + \beta_3 SIGMA_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
قيمة VIF	قيمة t	معامل β (Sig.)	العلاقة المتوقعة	المتغيرات
	2.379	1.057(**)		ثابت الانحدار
1.074	1.905	0.684(**)	+	غموض التقارير المالية
1.204	3.699	0.042(***)	-	تفرطح العوائد الأسبوعية
1.226	2.111	3.045(**)	+	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية
1.138	-4.547	-2.945(***)	+	العائد على الأصول
1.432	-0.409	-0.013	-	حجم الشركة
1.370	-0.193	-0.044	±	الرافعة المالية
	0.119			معامل التحديد المعدل $Adj.R^2$
	10.990(***)			قيمة F (ودالاتها) F-Test (Sig.)
	2.101			قيمة اختبار Durban Watson
	444			المشاهدات Observations

(*)، (**)، (***) يشير إلى دلالة معنوية عند 10٪ فأقل، 5٪ فأقل، 1٪ فأقل على الترتيب.

11-5-2 نتيجة اختبار الفرض الثاني (H2)

يستهدف الفرض الثاني اختبار الأثر التفاعلي لغموض التقارير المالية وتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية مستقبلاً.

وقد قدم (DeFond et al. (2015) نموذج يمكن من خلاله اختبار الأثر التفاعلي لغموض التقارير المالية وتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على خطر الانهيار مستقبلاً في ضوء وجود مجموعة من المتغيرات الرقابية الضابطة لهذه العلاقة التأثيرية، وذلك وفقاً لمعادلة الانحدار التالية:

$$CRASH_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OPACITY_{i,t} + \beta_2 IFRS_{i,t} + \beta_3 (OPACITY_{i,t} * IFRS_{i,t}) + \beta_4 KURT_{i,t} + \beta_5 SIGMA_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (10)$$

حيث:

$IFRS_{i,t}$ = تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.
 $(OPACITY_{i,t} * IFRS_{i,t})$ = الأثر التفاعلي لغموض التقارير المالية وتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية.

ولاختبار الفرض الثاني يتم تحويله لفرض عدم كالتالي:

H0: لا يختلف التأثير الإيجابي المعنوي لغموض التقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية على خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهمها بحسب تبنيها للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية من عدمه.

وبخصوص المتغيرات الرقابية، يسعى البحث للإجابة على السؤال التالي:

هل يؤثر التواء العوائد الأسبوعية لسهم الشركة، تفلطح العوائد الأسبوعية لسهم الشركة، الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة، العائد على أصول الشركة، حجم الشركة، والرافعة المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، في سياق العلاقة مجال الدراسة بالفرض بالنموذج الثاني؟

وتشير نتائج تشغيل النموذج الثاني بالجدول رقم (6) إلى ما يلي:

- بلغ معامل التحديد المعدل $Adj. R^2$ 11.8%، أى يُفسر معامل التحديد المعدل 11.8% من التغير الكلى فى خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، وترجع النسبة الباقية (88.2%) إلى الخطأ العشوائى فى نموذج الانحدار، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان يجب إدراجها ضمن النموذج.
- بلغت قيمة اختبار $F-Test$ ، من أجل اختبار معنوية جودة نموذج الانحدار المتعدد، 8.376 بمستوى معنوية أقل من 1%، والذى يشير إلى تأثير متغيرات النموذج على المتغير التابع.
- تم استخدام معامل تضخم التباين VIF ، من أجل قياس الازدواج الخطى أو العلاقة الخطية التامة بين المتغير المستقل والرقابية المكونة لنموذج الانحدار وبعضها البعض، وقد تبين أن أكبر قيمة للمعامل بلغت 7.110. وجميع هذه القيم لم تتجاوز القيمة (10)، أى عدم وجود مشكلة العلاقة الخطية التامة أو الإزدواج الخطى، مما يشير إلى قوة النموذج فى تفسير تأثير المتغير المستقل والمتغيرين الرقابيين على المتغير التابع (O'Brien, 2007).
- بلغت قيمة اختبار $Durbin-Watson$ ، لقياس الارتباط الذاتى بين أخطاء نموذج الانحدار، 2.105، وتقع هذه القيمة داخل المدى المقبول (1.5-2.5)، مما يعنى عدم وجود ارتباط ذاتى بين أخطاء النموذج، كما أن أخطاء النموذج مستقلة عن بعضها البعض، بحيث إذا وجد خطأ فى مشاهدة معينة، لا يجب أن يؤثر هذا الخطأ على المشاهدات الأخرى اللاحقة والسابقة.

- نتيجة اختبار الفرض الثانى

بالتركيز على نتيجة الأثر التفاعلى لغموض التقارير المالية وتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS)، يؤثر تبني الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية للمعايير الدولية للتقارير المالية سلباً على العلاقة التأثيرية لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، بمعامل انحدار قيمته -0.444- عند مستوى معنوية أكبر من 10%. وبناءً عليه، يتم قبول فرض العدم ورفض الفرض البديل (H2).

وتشير هذه النتيجة إلى أن تبني الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية للمعايير الدولية للتقارير المالية يؤدي وجود تأثير سلبى لغموض التقارير المالية على الانخفاض المفاجئ والكبير لأسعار أسهم تلك الشركات، ولكن بصورة غير معنوية.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تقوم على أساس المبادئ وليس على أساس قواعد تفصيلية لتوضيح متطلبات تطبيق هذه المعايير، كما يتم الاعتماد على

الأحكام والتقديرات الشخصية لمعدى المعلومات المحاسبية لتفسير هذه المبادئ. وإن لم يكن القائمون على إعداد المعلومات المحاسبية على دراية كافية بمتطلبات تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية فسيواجههم مشكلة وصعوبات في إصدار الأحكام الشخصية السليمة، ويؤدي ذلك إلى ارتفاع المخاطر المتعلقة باخطاء التقديرات الإدارية، مما يؤثر سلبيًا على المردود الإيجابي لتبني هذه المعايير على جودة المعلومات المحاسبية. وبذلك، يكون من الضروري توفير الوقت والجهد لاكتساب معدى المعلومات المحاسبية الخبرات والقدرات الفنية اللازمة لتنفيذ هذه المعايير.

كما أن ضعف البنية التحتية لبيئة الممارسة المحاسبية المصرية والهياكل المحاسبية الضعيفة وعدم وجود آليات التنفيذ القانونية القوية والهياكل الرقابية الفعالة اللازمة لتطبيق وتنفيذ متطلبات المعايير، والذي يترتب عليه عدم الالتزام الكامل بمتطلبات تنفيذ المعايير من قبل الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وتلعب فترة الدراسة دورًا مهمًا في هذا التأثير غير المعنوي، حيث إن الأربعة أعوام التالية مباشرة (2016-2019) لتبني المعايير فترة غير كافية لاكتساب معدى المعلومات المحاسبية الخبرات والمهارات الكافية لفهم متطلبات تنفيذ المعايير (عطية وعلی، 2021). وبذلك، لا يمكن لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية أن تخفض من عدم تماثل المعلومات الواردة بالتقارير المالية، أي لا يمكنها تخفيض درجة غموضها بصورة معنوية. وبالتالي، ارتفاع احتمال الفرصة لدى الإدارة لحجب الأخبار غير السارة لفترة طويلة نسبيًا من أجل تعظيم التعويضات الإدارية والحوافز وتقليل الدعاوى الناتجة عن الإفصاح عن هذه الأخبار.

وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Ahmed et al. (2013b)، فقد توصلت إلى وجود تأثير غير معنوي لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على انخفاض حسابات الاستحقاق الاختيارية. ودراسة (Trimble (2018)، في عدم وجود تأثير معنوي لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على انخفاض شفافية التقارير المالية وغموضها بالتطبيق على شركات من 46 دولة. ودراسة (Mongrut et al. (2021)، التي توصلت إلى وجود تأثير سلبي وغير معنوي لمجرد تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على انخفاض غموض التقارير المالية.

كما تتفق مع ما توصلت إليه دراسات (ولكنها توصلت إلى تأثير معنوي)، فقد توصلت دراسة عبدالمجيد (2019) إلى أن التبني الإلزامي للمعايير الدولية في الشركات السعودية قد خفض بشكل جوهري خطر الانهيار. وتوصلت دراسة مسعود (2020) إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية قد أسهم في ارتفاع جودة التقارير المالية للشركات المقيدة في البورصة المصرية

خلال الفترة (2017) وما تتضمنها من معلومات محاسبية، كما توصلت الدراسة إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية قد أدى إلى انخفاض خطر الانهيار.

في المقابل، تختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (2010) Callao and Jarne، التي توصلت إلى أن ارتفاع حسابات الاستحقاق الاختيارية في دول الاتحاد الأوروبي بعد تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، مما يشير إلى ارتفاع غموض التقارير المالية. ودراسة (2018) Anderson، التي توصلت إلى أن المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تخفض من جودة التقارير المالية كما تخفض من الشفافية للمستثمرين.

- تأثير المتغيرات الرقابية على المتغير التابع

تبين وجود تأثير ايجابي ومعنوي لفرطح العوائد الأسبوعية والانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية وتأثير سلبي ومعنوي للعائد على الأصول على خطر انهيار الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

جدول 6: نتائج اختبار الفرض الثاني (H2)

$CRASH_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 OPACITY_{i,t} + \beta_2 IFRS_{i,t} + \beta_3 (OPACITY_{i,t} * IFRS_{i,t}) + \beta_4 KURT_{i,t} + \beta_5 SIGMA_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
قيمة VIF	قيمة t	معامل β (Sig.)	العلاقة المتوقعة	المتغيرات
	2.473	1.174(**)		ثابت الانحدار
2.800	0.664	0.386	+	غموض التقارير المالية
5.049	-0.118	-0.026	-	تبني المعايير الدولية
7.110	-0.609	-0.444	-	غموض التقارير × تبني المعايير
1.249	3.443	0.040(***)	-	تفرطح العوائد الأسبوعية
1.299	2.306	3.427(**)	+	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية
1.161	-4.416	-2.892(***)	+	العائد على الأصول
1.468	-0.232	-0.008	-	حجم الشركة
1.370	-0.197	-0.045	±	الرافعة المالية
	0.118			معامل التحديد المعدل $Adj.R^2$
	8.376(***)			قيمة F (ودالاتها) F-Test (Sig.)
	2.105			قيمة اختبار Durban Watson
	444			المشاهدات Observations

(*)، (**)، (***) يشير إلى دلالة معنوية عند 10% فأقل، 5% فأقل، 1% فأقل على الترتيب.

يتناول تحليل الحساسية إعادة اختبار الفرض الأول والفرض الثاني في ظل استخدام مؤشر بديل لقياس المتغير المستقل "غموض التقارير المالية"، وذلك من خلال قياسه بالقيمة المطلقة لحسابات الاستحقاق الاختيارية في العام t. وذلك قياساً على دراسات سابقة (مثل: على، 2017؛ سعيد وعلى، 2021).

وتشير نتائج إعادة اختبار الفرض الأول بالجدول رقم (7) إلى أن غموض التقارير المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية تؤثر إيجاباً على خطر انهيار أسعار أسهمها مستقبلاً، ووجود تأثير ايجابي ومعنوي لتفرض العوائد الأسبوعية والانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية وتأثير سلبي ومعنوي للعائد على الأصول. وتتسق هذه النتائج مع نتائج اختبار الفرض في ظل التحليل الأساسي، مما يشير إلى قوة النتائج التي تم التوصل إليها ومثانتها.

كما تشير نتائج اختبار الفرض الثاني بالجدول رقم (7) إلى أن تبني الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تؤثر سلباً على العلاقة بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار أسعار أسهمها مستقبلاً، ولكن بصورة غير معنوية، ووجود تأثير ايجابي ومعنوي لتفرض العوائد الأسبوعية والانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية وتأثير سلبي ومعنوي للعائد على الأصول. وتتسق هذه النتائج مع نتائج اختبار الفرض في ظل التحليل الأساسي، مما يشير إلى قوة النتائج التي تم التوصل إليها ومثانتها.

جدول 7: نتائج إعادة اختبار الفرض الأول (H1) والفرض الثاني (H2)

الفرض الثاني			الفرض الأول			العلاقة المتوقعة	المتغيرات
قيمة VIF	قيمة t	معامل β (Sig.)	قيمة VIF	قيمة t	معامل β (Sig.)		
	2.247	1.083(**)		2.493	1.101(**)		ثابت الانحدار
2.958	1.132	0.655	1.053	1.719	0.593(*)	+	غموض التقارير المالية
4.807	-0.596	-0.129				-	تبني المعايير الدولية
7.001	-0.172	-0.123				-	غموض التقارير × تبني المعايير
1.252	3.443	0.040(***)	1.205	3.680	0.042(***)	-	تفرض العوائد الأسبوعية
1.302	2.172	3.236(**)	1.226	2.088	3.015(**)	+	الانحراف المعياري للعوائد

1.152	-4.512	-2.947(***)	1.124	-4.716	-3.038(***)	+	العائد على الأصول
1.486	-0.267	-0.009	1.430	-0.370	-0.012	-	حجم الشركة
1.372	-0.107	-0.025	1.370	-0.117	-0.027	±	الرافعة المالية
0.116			0.118			معامل التحديد المعدل Adj.R ²	
8.238(***)			10.862(***)			قيمة F (ودالاتها) F-Test (Sig.)	
2.107			2.093			قيمة اختبار Durban Watson	
444			444			المشاهدات Observations	

(*)، (**)، (***) يشير إلى دلالة معنوية عند 10% فأقل، 5% فأقل، 1% فأقل على الترتيب.

12- نتائج البحث وإسهاماته وتوصياته ومجالاته المقترحة

12-1 نتائج البحث

استهدف البحث في تحليله الأساسي دراسة واختبار أثر غموض التقارير المالية (مقاسًا بنموذج جونز المعدل) للشركات غير المالية القيدة بالبورصة المصرية على خطر انهيار أسعار أسهمها مستقبلاً، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 444 مشاهدة من تلك الشركات. ومن خلال تناول الدراسات السابقة المتعلقة بتلك العلاقة التأثيرية وتحليل نتائجها، توقع البحث أن يؤثر غموض التقارير المالية إيجابًا على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية مستقبلاً.

وقد دعمت النتائج ما تم توقعه، فقد أشارت النتائج إلى أن غموض التقارير المالية وانخفاض شفافيتها يُسهم في ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات المحاسبية التي تتضمنه هذه التقارير، مما يحفز إدارة الشركات في الانخراط في ممارسات السلوك الانتهازي المتعلق بحجب الأخبار والمعلومات غير السارة لفترة طويلة نسبيًا، وتستمر الإدارة في عملية الحجب إلى الحد الذي تخرج عنده هذ الأخبار فجأة للعلن، مما يؤدي إلى الانخفاض المفاجئ والكبير لأسعار الأسهم، مما يترتب عليه عوائد أسهم شديدة السلبية، فيرتفع احتمال حدوث خطر الانهيار مستقبلاً، أي وجود علاقة تأثير إيجابية بينهما.

كما استهدف البحث في تحليله الأساسي أيضًا دراسة واختبار الأثر المعدل لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على العلاقة التأثيرية بين غموض التقارير المالية وخطر انهيار

أسعار الأسهم مستقبلاً. ومن خلال تناول الدراسات السابقة وتحليل نتائجها، توقع البحث أن يؤثر تبني الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية سلبيًا على هذه العلاقة التأثيرية، لأن تبني هالمعايير الدولية يسهم في زيادة نفعية المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية وترتفع شفافيتها وينخفض مستوى غموضها، مما يسهم في انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات المحاسبية، فتتقيد قدرة الإدارة في حجب الأخبار والمعلومات السيئة، فينخفض احتمال حدوث خطر الانهيار مستقبلاً.

وقد دعمت النتائج وجود تأثير سلبي غير معنوي، حيث إن تبني تلك الشركات للمعايير الدولية إعداد التقارير المالية يسهم في انخفاض درجة عدم تماثل المعلومات الناتجة عن غموض التقارير المالية، وبالتالي تقيد انخراط الإدارة في حجب الأخبار غير السارة، ومن ثم انخفاض احتمال خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً، ولكن بصورة غير معنوية.

وقد تم إجراء اختبار حساسية، بإعادة قياس المتغير المستقل (غموض التقارير المالية)، وتم إعادة اختبار فرضى البحث. وأشارت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي لغموض التقارير المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً. كما تم التوصل إلى وجود تأثير سلبي غير معنوي لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على هذه العلاقة التأثيرية. وبذلك، تتشابه نتائج تحليل الحساسية مع نتائج التحليل الأساسي، مما يشير إلى قوة النتائج التي تم التوصل إليها ومتانتها.

12-2 إسهامات البحث وتوصياته

تضيف نتائج هذه الدراسة إلى الدراسات السابقة في المجال موضوع البحث، وذلك من خلال تقديم دليل تطبيقي على تأثير غموض التقارير المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية على خطر انهيار أسعار أسهمها مستقبلاً، وكذلك من خلال تقديم دليل تطبيقي آخر بشأن تأثير تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية (IFRS) على هذه العلاقة التأثيرية. ويندر اختبار مثل هذه العلاقات التأثيرية في بيئة الأعمال العربية والمصرية - على حد سواء. وقد استخدم في تقديم هذا الدليل تحليل أساسي واختبار حساسية باستخدام مؤشر بديل للمتغير المستقل، في محاولة لتضييق الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي بشأن المتغيرات مجال البحث.

كما أنه من المتوقع أن تقدم نتائج هذه الدراسة معلومات ذات نفعية للمستثمرين ومتخذى القرارات، من خلال تقديم أدلة تطبيقية تزيد من فهمهم للمحددات الأساسية لخطر انهيار أسعار الأسهم، وتساعدهم بالتالي في توجيه استثماراتهم نحو الأعمال والشركات الأقل خطورة، وذلك من خلال الاستفادة من تنبؤاتهم الخاصة بخطر الانهيار في قراراتهم المتعلقة بإدارة محفظة الأوراق

المالية والمخاطر، بالإضافة إلى توفير معلومات تُسهم في إدارتهم لهذا الخطر. كما أنه من المتوقع أن تقدم نتائج هذه الدراسة أيضاً معلومات ذات نفعية للمحللين الماليين في تكوين تنبؤاتهم وتغطيتهم وتحليلاتهم المالية للشركات في السوق المصري. بالإضافة إلى توفير معلومات ذات نفعية لأصحاب المصالح الآخرين.

وفي ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- إدارة الشركات المقيمة بالبورصة المصرية: أهمية زيادة مستوى الإفصاح عن المعلومات المحاسبية بالتقارير المالية بشفافية مرتفعة، وزيادة الإفصاح الاختياري، من أجل تخفيض مشكلة عدم تماثل المعلومات، والذي يسهم في انخفاض خطر الانهيار.
- للهيئة العامة للرقابة المالية: أهمية توفير الآليات اللازمة لتحسين البنية التحتية لبيئة الممارسة المحاسبية المصرية والهيكل المحاسبية، وتوفير الآليات للتنفيذ القانونية القوية والهيكل الرقابية الفعالة اللازمة لتطبيق وتنفيذ متطلبات المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، وذلك لضمان تأثيرها الإيجابي على نفعية المعلومات المحاسبية. كذلك، أهمية تشجيع الشركات المقيمة بالبورصة على التوسع في عملية الإفصاح الاختياري.
- للباحثين: أهمية إجراء مزيداً من الدراسات والبحوث المحاسبية بشأن تحديد محددات وتداعيات خطر انهيار أسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.

12-3 مجالات البحث المقترحة

في ضوء نتائج البحث وحدوده، يمكن اقتراح المقترحات البحثية التالية: دراسة وتحليل واختبار أثر المحددات التالية على خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً: الديون قصيرة الأجل، السلوك الانتهازي للإدارة في تحديد ضريبة الدخل، الفساد المالي والإداري، استراتيجية الشركة، جودة المراجعة الخارجية وأداء خدمات بخلاف المراجعة، مدخل المراجعة المشتركة، جودة المراجعة الداخلية، الإفصاح عن أنشطة الاستدامة، حوكمة مجلس الإدارة، التعثر المالي، هيكل الملكية، آليات التحول الرقمي، وحجم التداول وسيولة الأسهم. كذلك، يمكن استخدام مؤشر آخر لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم مستقبلاً بخلاف المستخدم في الدراسة، كما يمكن استخدام مؤشر آخر لقياس غموض التقارير المالية بخلاف المستخدم في الدراسة، بالإضافة إلى إمكانية التوسع في حجم العينة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

إبراهيم، فريد محرم فريد. (2016). العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية، جامعة طنطا، كلية التجارة، 3(2)*، 437-491.

أبو العلا، محمد عبدالعزيز محمد. (2021). أثر جودة المراجعة على العلاقة بين ضعف الرقابة الداخلية وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة، 5(3)*، 1-72.

الصباغ، أحمد عبده السيد. (2021). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبي، جامعة عين شمس، كلية التجارة، 23(4)*، 1-53.

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، جامعة عين شمس، كلية التجارة، 24(1)*، 1-67.

شرف، إبراهيم أحمد إبراهيم. (2017). أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية علي جودة التقرير المالي دراسة تطبيقية علي الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة جامعة طنطا، 37(4)*، 277-324.

عبدالرحيم، رضا محمود محمد. (2021). دراسة واختبار تأثير قوة المديرين التنفيذيين وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في ظل إدارة الأرباح. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، جامعة دمياط، كلية التجارة، 3(1)*، 818-871.

عبدالمجيد، حميدة محمد. (2019). قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية. *البحوث المحاسبية، الجمعية السعودية للمحاسبة، 14(1)*، 69-142.

عبدالمجيد، حميدة محمد. (2012). نموذج مقترح لقياس العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وإدارة الأرباح. *الدراسات والبحوث التجارية*، جامعة بنها، كلية التجارة، 32(1)، 337-372.

عطية، سارة حمدي، علي، عبدالوهاب نصر. (2021). دراسة واختبار العلاقة بين تبني معايير التقرير المالي الدولية وجودة المعلومات المحاسبية في الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية*، جامعة الأسكندرية، كلية التجارة، 5(2)، 1-51.

عطية، متولي السيد متولي. (2021). تفسير العلاقة بين فعالية لجان المراجعة وجودة التقرير المالي وأثر ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم: أدلة عملية من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية. *مجلة المحاسبة والمراجعة لاتحاد الجامعات العربية*. كلية التجارة، جامعة بنى سويف، 10(1)، 208-279.

محمد، عمرو محمد خميس. (2021). الدور الوسيط لجودة التقارير المالية في العلاقة بين التخصص الصناعي لمراقب الحسابات وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، 3(4)، 151-241.

مراد، ممدوح هاشم محمد؛ عجوة، فايزة محمي؛ الحكيم، محمد علي محمد علي زيد. (2021). أثر عدم تماثل المعلومات على العلاقة بين التحفظ المحاسبي واحتمال الانهيار في سعر السهم للشركات المساهمة المصرية: دراسة إمبريقية. *مجلة البحوث التجارية*، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، 43(2)، 137-186.

مسعود، سناء ماهر محمي. (2020). قياس أثر تبني معايير التقارير المالية الدولية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *الفكر المحاسبي*، جامعة عين شمس، كلية التجارة، 24(3)، 1-85.

مليجي، مجدى مليجي عبدالحكيم. (2019). قياس أثر القدرة الإدارية على جودة التقرير المالي وخطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة الأسكندرية للبحوث المحاسبية*، جامعة الأسكندرية، كلية التجارة، 3(3)، 293-379.

موقع البورصة المصرية، متاح على: <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>

موقع الهيئة العامة للرقابة المالية، متاح على:

http://www.fra.gov.eg/jtags/efsa_ar/index.jsp

موقع شركة مصر لنشر المعلومات، متاح على: <http://www.egidegypt.com>

موقع مباشر للمعلومات، متاح على: <http://www.mubasher.inf.com>

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Ahmed, A., Neel, M. and, Wang, D. (2013a). Does Mandatory Adoption of IFRS Improve Accounting Quality?, **Preliminary Evidence. Contemporary Accounting Research**, 30(4), 1344-1372.
- _____, K., Chalmers, K. and, Khlif, H. (2013b), A meta-analysis of IFRS adoption effects. **The International Journal of Accounting**, 48(2), 173-217.
- Ak, K, Rossi, S, Sloan, R, and, Tracy, S. (2016). Navigating stock price crashes. **Journal of Portfolio Management**, 42 (4), 28-37.
- Almeida, A. (2017). Exploring Stock Price Crashes: An Empirical Study on the European Market. **Master Dissertation in Finance**, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Portugal. Available at: Microsoft Word - V - Final.docx (core.ac.uk)
- Alp, O., Canbaloglu, B., and, Gurgun, G. (2021). Stock liquidity, stock price crash risk, and, foreign ownership. **Borsa Istanbul Review**, 22(3), 477-486.
- An, H. and, Zhang, T. (2013). Stock price synchronicity, crash risk, and institutional investors. **Journal of corporate finance**, 21(C), 1-15.

- Anderson, C. (2018). The Effect of Mandatory Adoption of IFRS on Transparency for Investors. **CMC Senior Theses**. 1946. Available at: https://scholarship.claremont.edu/cmc_theses/1946
- Andreou, C., Antoniou, C., Horton, J., and, Louca, C. (2016). Corporate Governance and Firm-specific Stock Price Crashes. **European Financial Management**, 22(5), 916–956.
- _____, Lambertides, N., and, Magidou. (2021). A critique of the agency theory viewpoint of stock price crash risk. **Indian Journal of Corporate Governance**, 10(1), 74–95
- _____, Louca, C., and, Petrou, P. (2017). CEO Age and Stock Price Crash Risk. **Review of Finance**, 21(3), 1287–1325.
- Azizpour, S. and, Ghiri, H. (2016). The relationship among corporate governance and stock price crash risk in Tehran Security and Exchange Organization TSEO. **International journal of humanities and cultural studies**, 13(1), 1175–1187.
- Bae, K., Lim, C. and, Wei, J. (2006). Corporate governance and conditional skewness in the world's stock markets. **Journal of Business**, 79(6), 2999–3028.
- Ball, R. (2009). Market and, political/regulatory perspectives on the recent accounting scandals. **Journal of Accounting Research**, 47(2): 277–323.
- Barth, M., Landsman, W, and, Lang, M. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of accounting reserch**, 46(3), 467–498.
- Benmelech, E., Kandel, E. and, Veronesi, P. (2010). Stock-Based Compensation and CEO (Dis) Incentives. **The Quarterly Journal of Economics**, 125(4), 1769–1820.

- Ben-Nasr, H., and, Ghouma, H. (2018). Employee welfare and stock price crash risk. **Journal of corporate finance**, 48(C), 700-725.
- Biddle, C., Hilary, G., and, Verdi, S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?, **Journal of Accounting and Economics**, 48(2-3), 112-131.
- Bleck, A. and, Liu, X. (2007). Market transparency and the accounting regime. **Journal of Accounting Research**, 45(2), 229-256.
- Bodle, K., Cybinski, P. and, Monem, R. (2016). Effect of IFRS adoption on Financial Reporting quality: Evidence from bankruptcy prediction. **Accounting Research Journal**, 29 (3), 292-312.
- Brown, S., and, Hillegeist, S. (2007). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. **Review of Accounting Studies**, 12 (2-3), 443-477.
- Bushman, R., Piotroski, J. and, Smith, A. (200). What determines corporate transparency?, **Journal of Accounting Research**, 42(2), 207-252.
- Butar, S., and, Murniati, M. (2021). How does Financial Reporting Quality Relate to Stock Price Crash Risk?, Evidence from Indonesian listed Companies. **Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis**, 8(1), 59 – 76.
- Byard, D., Li, Y. and, Yu, Y. (2011). The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment. **Journal of Accounting Research**, 49(1), 69-96.
- Callao, S., and, Jarne, J. (2010). Have IFRS affected earnings management in the European Union?, **Accounting in Europe**, 7(2), 159-189.
- Callen, L., and, Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: monitoring versus short-termism?, **Journal of Banking & Finance**, 37(8), 3047-3063.

- (2015). Short interest and stock price crash risk. **Journal of Banking & Finance**, 60(1), 181–194.
- Campbell, Y., Hilscher, J and, Szilagyi, J. (2008). In search of distress risk. **The Journal of Finance**, 63(6), 2899–2939.
- Cao, C., Xia, C., and, Chan, C. (2016). Social trust and stock price crash risk: evidence from China. **International Review of Economics & Finance**, 46(C), 148–165.
- _____, P., Qin, L., and, Zhu, H. (2019). Local corruption and stock price crash risk: Evidence from China. **International Review of Economics & Finance**, 63(C), 240–252.
- Chae, S-J, Nakano, M., and, Fujitani, R. (2020). Financial Reporting Opacity, Audit Quality and Crash Risk: Evidence from Japan. *Journal of Asian Finance*, **Economics and Business**, 7(1), 9–17.
- Chang, X., Chen, Y. and, Zolotoy, L. (2017). Stock liquidity and stock price crash risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, 52(4), 1605–1637.
- Chauhan, Y., Kumar, S., and, Pathak, R. (2017). Stock liquidity and stock price crash–risk: evidence from India. **A journal of financial economics studies**. 41 (1), 70–81.
- Chen, H., Tang, Q., and, Lin, Y. (2010). The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from the European Union. **Journal of International Financial Management and Accounting**, 21(3), 220–278.
- Chen, J., Hong, H., and, Stein, J. (2001). Forecasting crashes: trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. **Journal of Financial Economics**, 61(3), 345–381.

- _____, Y., Xie, Y., You, H., and, Zhang, Y. (2018). Does crackdown on corruption reduce stock price crash risk?, Evidence from China. **Journal of corporate finance**, 51(C), 125-141.
- Cheng, X., Fengwen, C., and, Qian, W. (2019). Institutional investor inattention and stock price crash risk. **Finance Research Letters**, 33(C), 1-10.
- Cui, H., Chen, C., Zhang, Y., and, Zhu, X. (2019). Managerial ability and stock price crash risk. **Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics**, 26(5), 532-554.
- De George, T., Xi, L., and, Shivakumar, L. (2016). A review of the IFRS adoption literature. **Review of Accounting Studies**, 21, 898-1004.
- Dechow, P., Ge, W., Larson, C. and, Sloan, R. (2011). Predicting Material Accounting Misstatements. **Contemporary Accounting Research**, 28(1), 17-82.
- DeFond, L., Hung, M. and, Li, S. (2015). Does mandatory IFRS adoption affect crash risk?, **The Accounting Review**, 90(1), 265-299.
- Donkor, A., Djajadikerta, G., Roni, M., and, Trireksani, T. (2022). Integrated reporting quality and corporate tax avoidance practices in South Africa's listed companies. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 13(4), 899-928.
- Fossung, M., Liou, A., Helena, M., Cláudia, M., Susana, A., and, Liliana, M. (2020). Transition to the Revised OHADA Law on Accounting and Financial Reporting: Corporate Perceptions of Costs and Benefits. **Journal of Risk and Financial Management**, 13(8), 172-191.
- Francis, B., Hasan, I., and, Li, L. (2016), abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices.

- Review of Quantitative Finance & Accounting**, 46(3), 217–260.
- Fu, X., and, Zhang, Z. (2019). CFO cultural background and stock price crash risk. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 62(C), 74–93.
- Gao, W., Qiannan L., and, Drougas, A. (2017). Ownership structure and stock price crash risk: evidence from China. **Journal of Applied Business & Economics**, 19(4), 65–78.
- Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., and, Thoradeniya, P. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. **International Journal of Managerial Finance**, 8(1), 1–27.
- Gujarati, D. (2003). **Basic Econometrics**, 4th Edition, McGraw Hill, New York.
https://cbpbu.ac.in/userfiles/file/2020/STUDY_MAT/ECO/1.pdf
- Habib, A. and, Hasan, M. (2017b). Managerial ability, investment efficiency and stock price crash risk. **Research in International Business and Finance**. 42(C), 262–274.
- _____. (2017a). Business strategy, overvalued equities, and stock price crash risk. **Research in International Business and Finance**, 39(A), 389–405.
- _____, and, Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: review of the empirical literature. **Accounting and Finance**, 58(SI), 211–251.
- Harvey, R., and, Siddique, A. (2000). Conditional skewness in asset pricing tests. **The Journal of Finance**, 55(3), 1263–1295.
- He, G. (2019). Analyst Coverage and Future Stock Price Crash Risk. **Journal of Applied Accounting Research**, 20(1), 63–77.

- Healy, P., and, Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: **A review of the empirical disclosure literature**. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hong, H. and, Stein, J. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. **Review of Financial Studies**, 16(2), 487-525.
- Horton, J., Serafeim, G., and, Serafeim, I. (2013). Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?, **Contemporary Accounting Research**, 30(1), 388-423.
- Hutton, A., Marcus, J., and, Tehranianm, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. **Journal of Financial Economics**, 94(1), 67-86.
- Jebran, K., Chen, S., and, Zhu, D. (2019). Board informal hierarchy and stock price crash risk: Theory and evidence from China. **Corporate governance: an international review**, 27(5), 341-357.
- Jensen, M., and, Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 305-360.
- Jeon, K. (2019). Corporate Governance and Stock Price Crash Risk. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, 23(4). 1-13.
- Jin, L. and, Myers, S. (2006). R2 around the world: new theory and new tests. **Journal of Financial Economics**, 79(2), 257-292.
- Jung, T., Kim, N., and, Na, H. (2019). Bad News Withholding and Stock Price Crash Risk of Banks. **Journal of financial studies**, 48(6), 777-807.

- _____. (2019). Bad News Withholding and Stock Price Crash Risk of Banks. **Journal of financial studies**, 48(6), 777-807.
- Kainth, A., and, Wahlstrøm, R. (2021). Do IFRS Promote Transparency?, Evidence from the Bankruptcy Prediction of Privately Held Swedish and Norwegian Companies. . **Journal of Risk and Financial Management**, 14(3), 123-138.
- Kao, H., Huang, H.-C., and, Fung, H.-G. (2019), Friendly Board, Gender Diversity, and Crash Risk: Evidence from China. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, 53(1), 1-40.
- Kerr, N. (2013). The Real Effects of Opacity: Evidence from Tax Avoidance. **Doctor Dissertation in Finance**, the Graduate School of Arts and Sciences, Columbia University. Available at: <https://doi.org/10.7916/D8DN4CDR>
- Kim, C., Wang, K., and, Zhang, L. (2019). Readability of 10-K Reports and Stock Price Crash Risk. **Contemporary Accounting Research**, 36(2), 1184-1216.
- _____, J.-B., Li, Y., and, Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: firm-level analysis. **Journal of Financial Economics**, 100 (3), 639-662.
- _____, Wang, Z., and, Zhang, L. (2016). CEO overconfidence and stock price crash risk. **Contemporary Accounting Research**, 33(4), 1720-1749.
- _____, Yeung, I., and, Zhou. J. (2019). Stock Price Crash Risk and Internal Control Weakness: Presence Vs. disclosure effect. **Accounting and Finance**, 59 (1), 1197-1233.

- _____, and, Zhang, L. (2014). Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks. **Contemporary Accounting Research**, 31(3), 851–875.
- _____. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: firm-level evidence. **Contemporary Accounting Research**, 33(1), 412–441.
- _____, Y., Li, H., and, Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. **Journal of Banking and Finance**, 43(1), 1–13.
- Kothari, S., Shu, S., and, Wysocki, D. (2009). Do managers withhold bad news?, **Journal of Accounting Research**, 47(1), 241–276.
- Kousenidis, V., Ladas, A. and, Negakis, C. (2014). Accounting Conservatism, Quality of Accounting Information and Crash Risk of Stock Prices. **The Journal of Economic Asymmetries**, 11(1), 120–137.
- Landsman, W., Maydew, E., and, Thornock, J. (2012). The information content of annual earnings announcements and mandatory adoption of IFRS. **Journal of Accounting and Economics**, 53(1/2), 34–54.
- Lee, T. (2016). Corporate social responsibility and stock price crash risk: evidence from an Asian emerging market. **Managerial Finance**, 42(10), 963–979.
- Li, T., Xiang, C., Liu, Z., and, Cai, W. (2020). Annual report disclosure timing and stock price crash risk. *Pacific-Basin Finance Journal*, 62(C), 1–17.
- _____, W., and, Cai, G. (2016). Religion and stock price crash risk: Evidence from China,China. **Journal of Accounting Research**, 9(3), 235–250.

- ___, X., Wang, S., and, Wang, X. (2017). Trust and stock price crash risk: evidence from China, **Journal of Banking and Finance**, 26(C), 74–91.
- ___, Y., Kannan, Y., Rau, S., and, Yang, S. (2022). Real earnings management, corporate governance and stock price crash risk: evidence from China. **China Accounting and Finance Review**, 24(2), 172–198.
- Liang, Q., Ling, L., Tang, J., Zeng, H., and, Zhuang, M. (2020). firm transparency, and stock price crash risk Evidence from an emerging market. **China Finance Review International**, 10(3). 271–296.
- Liao, Q., and, Ouyang, B. (2017). Organized labor, corporate governance, and stock price crash risk. **Review of Accounting and Finance**, 16(4), 424–443.
- Lim, H., Kang, S., and, Kim, H. (2016). Auditor Quality, IFRS Adoption, and Stock Price Crash Risk: Korean Evidence. **Emerging Markets Finance and Trade**, 52(9), 2100–2114.
- Liu, J. and, Lei, D. (2021). Managerial ability and stock price crash risk – the role of managerial overconfidence. **Review of Accounting and Finance**, 20(2), 167–193.
- Lobo, G., Wang, C., Yu, X., and, Zhao, Y. (2020). Material weakness in internal controls and stock price crash risk. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 35(1), 106–138.
- Mongrut, S., Marín, M., Postigo, M., and, O’Shee, D. (2021). IFRS adoption and firms’ opacity around the world: what factors this relationship?, **Journal of Economics, Finance and Administrative Science**, 26(51), 7–21,.

- Ni, Xiaoran, and, Zhu, Weikang. (2016). Short-sales and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. **Economics Letters**, 144(C), 22-24.
- Parsa, B., and, Sarraf, F. (2018). Financial Statement Comparability and the Expected Crash Risk of Stock Prices. **Advances in mathematical finance & applications**, 3 (3), 77-93.
- Piotroski, J., Wong, T., and, Zhang, T, (2015). Political incentives to suppress negative information: evidence from Chinese listed firms. **Journal of Accounting Research**, 53(2), 405-459.
- Rani, S., Susetyo, D., and, Fuadah, L. (2018). The Effects of the Corporate's Characteristics on Tax Avoidance Moderated by Earnings Management (Indonesian Evidence). **Journal of Accounting, Finance and Auditing Studies**, 4 (3), 149-169.
- Richardson, S., and Sloan, R., Soliman, M., and, Tuna, A. (2006). The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability. **Accounting Review**, 81(3), 713-743.
- Sultana, N., Singh, H., and, Rahman, A. (2019). Experience of Audit Committee Members and Audit Quality. **European Accounting Review**, 28(5), 947-975.
- Sun, L., Habib, A., and, Huang, J. (2019). Tournament incentives and stock price crash risk: Evidence from China. **Pacific-Basin Finance Journal**, 54(C), 93-117.
- Tabachnick, G., and, Fidell, S. (2013). **Using multivariate statistics**. (6thed.). Boston, MA: Allyn & Bacon.
- Trimble, M. (2018). A reinvestigation into accounting quality following global IFRS adoption: evidence via earnings distributions. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, 33(C), 18-39.

- Velury, U. and, Jenkins, S. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. **Journal of Business Research**, 59(9), 1043–1051.
- Wu, C.-M. and, Hu, J.-L. (2019). Can CSR reduce stock price crash risk?, Evidence from China's energy Industry. **Energy Policy**, 128(C), 505–518.
- Xu, H., Li, R., and, Yuan, B. (2014). Excess Perks and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. **Journal of corporate finance**, 25(C), 419–434.
- Yousuf, A. (2022) the relationship between financial reporting quality and firm value of companies listed at the Nairobi securities exchange. **Master Dissertation in Finance**, school of business, university of Nirobi. Available at: erepository.uonbi.ac.ke:8080/handle/11295/153926
- Zhang, Y. and, Kim, J.-B. (2019). XBRL adoption and expected crash risk. **Journal of accounting and public policy**, 38(1), 31–52.
- Zhou, J., Kim, J.-B., and, Yeung, I., (2014). Material weakness in internal control and stock price crash risk: Evidence from SOX Section 404 disclosure. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2208212>
- Zhu, W. (2016). Accruals and Price Crashes. **Review of Accounting Studies**, 21(2), 349–399.