

توصيف المتغيرات الوسيطة والمنظمة لاستجابة قيمة الشركة لممارسات التجنب الضريبي:

هل يتباين التحليل عبر مراحل دورة حياة الشركة؟

(منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية)

أ.م.د. هيام فكري أحمد أحمد حماد

أستاذة المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

Hayam_Fekrey@yahoo.com

أ.م.د. أحمد محمد شاكر حسن سمعان

أستاذة المحاسبة المساعد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

Dr_ahmedshaker2000@yahoo.com

د. السيد جمال محمد علي

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

drelsaedelgazaz1986@gmail.com

ملخص البحث

في ضوء اعتماد جودة العديد من قرارات الأسواق المالية على مدى نفعية المعلومات المحاسبية - والمستندة بطبيعة الحال على الممارسات الإدارية - فقد عكفت العديد من الأدبيات المحاسبية على دراسة ممارسات التجنب الضريبي - كأحد الممارسات الإدارية الهامة - في العديد من البيئات، والتي أشير من خلالها لتباين تلك الممارسات بتباين سمات الشركات والمرتبطة بمنطق الأمور بمرحلة دورة حياة كل شركة والتي تمثل نتيجة للتفاعلات بين الخيارات الاستراتيجية الداخلية، وبينها التشغيل الخارجية، ليعني الأمر احتمالية عدم استقرار ممارسات التجنب خلال مراحل دورة حياة الشركة، وهو ما استخدم معه البحث نموذج "Dickinson, 2011" - الذي يدعي أن أنماط التدفق النقدي للشركة توفر وكيلاً قوياً لمراحل دورة حياتها - كهدف أول للباحثين لمعرفة طبيعة تلك الممارسات في السوق المصرية عبر المراحل المختلفة؛ بالإضافة لاختبار مدى استجابة قيمة الشركة لتلك الممارسات كهدف ثانٍ؛ إلا أن تباين الأدبيات ذات الصلة حول فرضية استجابة القيمة في هذا الشأن هو ما دفع الباحثين إلى التحول البحثي من مجرد دراسة الربط الإحصائي بين المتغيرين - التجنب والقيمة -، إلى حتمية دراسة أحد أمرين - وربما كليهما - أولهما: الكيفية التي يؤثر بها التجنب على القيمة؛ وهو ما يعني منهجياً، البحث عن المتغير - وربما المتغيرات - الوسيطة لتلك العلاقة؛ ثانيهما: العوامل الشرطية لتلك العلاقة - لطالما أن هناك تباين إمبريقي لتلك العلاقة؛ ليستخدم الباحثون في ذلك نموذج الوساطة الشرطية العائد لـ "Hayes"، من خلال اختبار متغير "كفاءة استثمار التدفق الحر" كمتغير وسيط ينقل أثر التجنب - مقيساً بـ "BTD;CETR" - إلى القيمة ومشروطية "فرص النمو والانتهازية الإدارية" على مسار "التجنب" كفاءة استثمار التدفق الحر" والتمائل المعلوماتي على مسار "كفاءة استثمار التدفق الحر" القيمة؛ والتمائل المعلوماتي وسمعة الشركة على المسار المباشر "التجنب" القيمة؛ وبالاعتماد على ١٥٢١ مشاهدة ممثلة للسوق المصرية، خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠٢٢؛ توصل البحث لدلالة تباين ممارسات التجنب بتباين مراحل دورة حياة الشركة؛ ليتضح بشكل مجمل توافق - إلى حد كبير - اتجاه متوسطات التجنب بمقاييسه، وتكون مرحلة النمو الأكثر ممارسة للتجنب؛ بينما مرحلتي التقديم والانحدار الأكثر انخفاضاً لها؛ كما توصل البحث لمعنوية المسار غير المباشر على المستوى الإجمالي للملاحظات ومرحلة النضوج؛ ليعني الأمر معنوية إيجابية تأثير تلك الممارسات من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على القيمة إذا ما انخفضت الانتهازية الإدارية وتحققت التماثلية المعلوماتية - دون فرص النمو كمتغير منظم - بمرحلة النضوج مقارنة بباقي المراحل؛ مع فعالية الأثر المنظم للسمعة والتمائل المعلوماتي على المسار المباشر بمرحلة التذبذب مقارنة بباقي المراحل.

الكلمات المفتاحية: نموذج الوساطة الشرطية، التجنب الضريبي، قيمة الشركة، المتغيرات الوسيطة، المتغيرات

المنظمة، الانتهازية الإدارية، فرص النمو، التماثلية المعلوماتية.

Characterization of the Mediating and Moderating Variables of the Company's Value Response to Tax Avoidance Practices: Does the Analysis Vary Across the Stages of the Company's Life Cycle?

An Empirical Study on the Egyptian listed companies

Abstract:

In the light of adoption of many financial market desotions on the usefulness of accounting information which of course based on administrative practices- as an important criterion for the quality of that decesions . Accounting literature worked on studying and analyzing tax avoidance practices, as one of the important manegerial practices in many environments which referred to the variance of these practices to the variance of the companies attributes which related by logic to the phase of every company's life cycle which in turn represents an important result of Interactions between internal strategic options and the external operating environment, that mean the probability of instability avoidance practices during the different stages of the company's life cycle, this is where the current research using the (Dickinson, 2011) model , who claims that cash flow patterns provide a powerful agent for the stages of its life cycle- As a first goal for researchers to find out the nature of avoidance practices in the Egyptian market through the different phases. In addition to testing the extent of the company's value response for those practices as a second goal. However, the relevant literature varies about the value response hypothesis in this regard, It is what prompted researchers to shift their research from simply studying the statistical relation between two variables, the avoidance and value, to imperativness to study one of the two matters - may be both- Firstly, How avoidance practices affect value, which means finding the intervening variable or variables for this relation. Secondly, Conditional factors for that relationship, there has always been a discrepancy in experimental results for this relationship, to use the researchers for that Conditional mediation model which return to (Hayes, 2017), through testing "the free flow investment efficiency" as a mediator variable conveys the impact of avoidance practices mesured by avoidance to value , conditional by "Growth opportunities and managerial opportunism". On the path of free-flow investment efficiency and the conditionality of information symmetry and company's reputation on the direct path" avoidance to value"; and by depending on 1521 observations as a representative of the Egyptian corporate population and distributed across various sectors during the period 2010_2022, The research found evidence that avoidance practices vary depending on the stage the company is going through, to become clear in general that the direction of avoidance averages on both scales is consistent, and by that the growth stage is the stage in which Egyptian companies most practice avoidance and the introduction and decline stages are the lowest in these practices. Also the research found the significance of indirect path in the research model, At the overall level of the sample at significance level 10%, which means the significant effect of avoidance practices_ through efficient free flow investing conditional by managerial opportunism, growth opportunities and Information symmetry_ negatively on value, and it has no significance at different stages, and also the Egyptian market responds negatively to avoidance practices with the effectiveness of the regulatory effect of reputation and asymmetry on the direct impact on the stage of fluctuation over the rest of the stages.

Keywords: *Intervening Variable, Moderating Variables, Hayes Model, tax avoidance, Managerial opportunism, growth opportunities, Information symmetry.*

مشكلة البحث:

لطالما مثَّلت المعلومات المحاسبية - والمُستندة بطبيعة الحال على الممارسات الإدارية - أحد محددات دقة تقييمات المشاركين في الأسواق المالية؛ فإن دراسة مدى تباين تلك الممارسات بتباين سمات الشركات يُعد من لوازم الأمور؛ وذلك لمساعدة المستخدمين في تقييم مدى فعالية الإدارة التنفيذية في تحقيق جودة تلك المعلومات؛ لاسيما مع وجود حوافز - قد تكون انتهازية - للمديرين للإبلاغ عن أداء أفضل كأحد أهم عوامل الحكم على فعاليتهم؛ ليعني الأمر احتمالية تباين أفضلية القرارات وفق تباين سمات الشركات - والمرتبطة بمنطق الأمور بالمرحلة التي تمر بها كل شركة -؛ وهو ما ادعاه (Dickinson, 2011) من احتمالية تغيير أداء الشركة وتخصيص مواردها - بشكل منهجي - بناءً على المراحل المختلفة لحياة الشركة؛ ليؤكد ذلك على دلالة دراسة تباين تلك الممارسات - والتي مثَّلت فيها ظاهرة التجنب الضريبي إحداها لتوفير التدفقات النقدية - بتباين تلك المراحل.

بشكل عام، تمثل مراحل دورة الحياة التي تُقيم فيها الشركة نتيجة للتفاعلات بين الخيارات الاستراتيجية الداخلية *Internal Strategic Choice* - كقرارات التوسع وأنشطة التمويل - وبينه التشغيل الخارجية *External Operating Environment* - كالضغوط التنافسية وظروف الاقتصاد - والتي لا تؤدي بالضرورة لثبوت التطور *Monotonic Evolution* خلال دورة الحياة، بل تدفع الشركات للتحرك ذهاباً وإياباً *Back and Forth* على طول سلسلة دورة الحياة (Hamers, 2017).

وجدير بالذكر أن الأدبيات ذات الصلة حددت خمس مراحل متباينة لدورة الحياة بشكل عام مُتمثلة في "التقديم، والنمو، والنضج، والتذبذب، والانحدار"، ولكل مرحلة استراتيجيتها المختلفة في اتخاذ القرار؛ وهو ما طوّر معه (Dickinson, 2011) مقياساً لتلك المراحل بناءً على الاختلافات في أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل، جنباً إلى جنب مع الأنماط المتغيرة للتدفقات النقدية المتعلقة بهذه الأنشطة، لالتقاط الاختلافات في أداء الشركة وتوافر الموارد بشكل فعال عبر هذه المراحل.

وتعتبر ظاهرة التجنب الضريبي *Tax avoidance* أحد الظواهر التي أحدثت جدلاً أكاديمياً لاسيما بعد ملاحظة تدني مستوى المتحصلات الضريبية في الآونة الأخيرة للشركات الكبرى، مع اتجاه العديد من الدول لإصلاح المنظومة الضريبية؛ والتي تهدف في مجملها لتقليل العبء الضريبي للشركات من خلال مرونة المعايير والتشريعات ذات الاهتمام، لِقناعة الإدارات بأن هذا العبء لا يعود عليهم بالنفع؛ وإن كان ذلك يتعارض مع روح القانون *Spirit of the Law* والقصد من التشريع الضريبي (Evana, 2019; Edwards et al., 2016)؛ وهو ما سلَّطت معه نشرات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD, 2021) الضوء على مخاطرها والحاجة للإصلاح السريع.

في هذا الصدد تصبح فرضية "تباين ممارسات التجنب الضريبي بتباين سمات المرحلة التي تمر بها الشركة" أحد القضايا الهامة الواجب إخضاعها للبحث والدراسة؛ لأمرين:

- أولهما: التباين الإمبريقي في ممارسات التجنب من شركة لأخرى وفترة لأخرى (Drake, 2012) بل تباين تأثيراتها ما بين الإيجابية والسلبية - كما سيتضح لاحقاً -؛ إلى الدرجة التي أثرت معها تلك الممارسات إيجابياً - على عكس المتوقع وحسبما أُشير في بعض الأدبيات - على العديد من المتغيرات - قيمة الشركة في البحث الحالي -؛ فقد أشارت دراسة (Beer et al., 2020) عند استعراضها للفتوات الرئيسية لتأثير التجنب على الشركات لتباين تلك الممارسات عبر الفترات المختلفة، حيث انخفاض معدل الضريبة بنقطة مئوية واحدة سيؤدي في المتوسط لزيادة الدخل قبل الضريبة بنسبة واحد في المائة، مع زيادته على مدار العام.

▪ ثاني الأمرين: ربط تلك الممارسات بالمرحلة التي تمر بها الشركة قد يوضح العديد من الألغاز والنقاط العمياء *Blind Spots* حسبما عبّرت دراسة (Beer et al., 2020) والتي تتطلب المزيد من البحث؛ لاسيما في ظل اعتبار أن النظرة للتجنب الضريبي كناقيل للموارد من الحكومة للمساهمين نظرة بسيطة وغير مكتملة؛ نظرًا لمشاكل الوكالة بين المساهمين والمديرين (Desai and Dharmapala, 2006)، ليرى معه البحث الحالي احتمالية اختلاف ميل الشركة للانخراط في تلك الممارسات وفقًا لمرحلة دورة حياتها، وذلك للسببين التاليين:

○ ارتباط استراتيجية العمل، وأنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل، واختلاف الرغبة في تحمل المخاطر بمراحل دورة حياة الشركة؛ فقد توفر الاختلافات في خصائص الاستراتيجية والبيئة والفرص والموارد المتاحة في كل مرحلة حوافز مختلفة للمديرين لتجنب الضرائب (Irawan and Afif, 2020; Mangoting and Onggara, 2019; Hasan et al., 2017; Higgin's et al., 2015)؛ مع ارتباط تلك المراحل باستراتيجية اختيار هيكل رأس المال (Tian et al., 2015).

○ تغير العديد من المتغيرات المالية "كالنقدية، والربحية، ونمو الأصول، والرافعة المالية، وتوزيعات الأرباح، ومستوى الأرباح المحتجزة" بشكل منهجي بناءً على دورة حياة الشركة (Hasan et al., 2011; Dickinson, 2011; Drobtz et al., 2015; al., 2017)؛ ولأن هذه السمات توفر قوة تفسيرية للربحية المستقبلية (Fairfield and Yohn, 2001)؛ فإن دوافع ممارسات التجنب قد تتباين من مرحلة لأخرى.

ومن الناحية الإمبريقية، اختبرت العديد من الأدبيات طبيعة ممارسات التجنب خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، فقد أيدت بعض الأدبيات، مثل (Gabrielli and Greco, 2023; Mangoting and Onggara, 2019; Abbas et al., 2018) اتباع الشركات لتلك الممارسات في مرحلتي التقديم والتراجع، وعزوفها بشكل كبير في مرحلتي "النمو والنضج"، بمعنى أن الشركات تكون أقل حافزًا للانخراط في ممارسات التجنب في المراحل المستقرة لتدفق الأرباح، وأكثر حافزًا للقيام بذلك عند هلاكها الوشيك *Impending Doom* حسبما عبّر (Abbas et al., 2018)؛ وهو ما أشارت معه دراسة (Hasan et al., 2017) إلى نمط على شكل حرف "U" لتلك الممارسات عبر مراحل دورة الحياة المختلفة؛ على اعتبار أن الشركات تسعى لممارسة التجنب في أوقات الضائقات المالية حسبما أشار (Ariff et al., 2023) عند اختبارها للتأثير المنظم لـ "COVID-19" على تلك الممارسات؛ وإن كان دراسة (Irawan and Afif, 2020) توصلت إلى عدم ارتباط مراحل دورة حياة الشركة بسلوك الشركات في تلك الممارسات.

في ضوء ما سبق، يرى الباحثون أن تباين الممارسات الإدارية من فترة لأخرى، مع تباين الرغبة الإدارية في تحمل المخاطر، قد يوفر حوافز إدارية متباينة لممارسة التجنب الضريبي - كأحد تلك الممارسات - حسب مدى استقرار تدفق الأرباح؛ وهو ما يُمثل فرصة جيدة لدراسة - إمبريقية طبعًا - لمدى استجابة ممارسات التجنب خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، ولهذا يتمثل السؤال الأول للبحث الحالي في:

ماهي ديناميكية ممارسات التجنب الضريبي للشركات في سوق الأوراق المالية المصرية خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة؟

في هذا الصدد، يرى الباحثون أن دراسة فرضية "تباين ممارسات التجنب الضريبي بتباين مراحل دورة حياة الشركة" تعتبر دراسة غير مكتملة، لعدم وجود قواسم مشتركة بين الأدبيات ذات الصلة حول العواقب الاقتصادية لتلك الممارسات، وما إذا كانت مفيدة للشركة أم لا؛ فعلى الرغم من أن الفائدة الرئيسية من تحرير التدفقات النقدية واضحة تمامًا حال تلك الممارسات، إلا أنه ما يزيد الأمر تعقيدًا حقيقة التفضيلات والحوافز المختلفة الناتجة عن مشاكل الوكالة (Dhawan *et al.*, 2020)، ليعني الأمر أن إدراك أصحاب المصالح لتعزيز نشاط التجنب للمخاطر بشكل عام يكون وفق رؤية متباينة؛ ولعل ذلك هو ما أحدث رد فعل إيجابي للسوق تجاه تلك الممارسات بسبب تحقيق وفورات ضريبية كبيرة، وذلك لدى دراسات (Guenther *et al.* 2017 b; Blaufus *et al.*, 2016; Goh *et al.*, 2016)؛ في حين كان تقييم البنوك وحملة السندات سلبيًا لدى (Hasan *et al.*, 2013; Shevlin *et al.*, 2014)؛ حيث فرضت معدلات فائدة أعلى وشروط غير سعرية أكثر صرامة لشركات التجنب الضريبي؛ وهو ما قد يرجع إلى عدم استفادة أصحاب الديون من الوفورات الضريبية - لأنهم يتلقون دخل فائدة ثابتًا -، لكنهم معرضون لمخاطر التجنب حسبما أشار (Hasan *et al.*, 2014)؛ إلى الدرجة التي أشار معها البعض (Ayers *et al.*, 2010; Crabtree and Maher, 2009) أن الشركات المنخرطة في تلك الممارسات تُمنح تصنيفات ائتمانية أقل، مما يشير إلى أن وكالات التصنيف تعتقد أن هذه الشركات لديها احتمالات أعلى للتخلف عن السداد.

في هذا الصدد، وامتدادًا لدراسة تلك الظاهرة وتأثيراتها المختلفة، تصبح دراسة تأثير ممارسات التجنب الضريبي على قيمة الشركة هدفًا جيدًا للأكاديميين؛ لا سيما في ظل تيارين متعارضين من الأدبيات ذات الصلة:

- اولهما: يدعم فكرة أن ممارسات التجنب تنقل الثروة للمساهمين، وتخفف من العبء الضريبي على الشركة (Ftouhi and Dabboussi, 2019)؛ وأن مصروفات ضريبة الدخل تحتوي على معلومات مستقبلية حول الأرباح والأداء الاقتصادي للشركة حسبما أشارت دراسات (Goh *et al.*, 2004; Weber, 2009; Lev and Nissim, 2016)؛ ومن ثم احتمالية زيادة قيمة الشركة.
- ثاني التيارين: يدعم فكرة أن تلك الممارسات يمكن أن تؤدي لتكاليف - قد تزيد على الوفورات المحتملة -، بما في ذلك الوقت والعمالة والموارد المستهلكة لاستراتيجيات التخطيط الضريبي، ومخاطر العقوبات التي تفرضها السلطات الضريبية، وتكاليف التنفيذ، والإضرار بالسمعة (Nafti *et al.*, 2020)؛ مما قد يؤدي لتدمير قيمة الشركة حسبما أشار (Guedrib and Marouani, 2023)؛ لا سيما وأن المديرين - الانتهازيين طبعًا - قد يستخدمون تقنيات التجنب لتعزيز مصالحهم الإدارية - وليس مصالح المساهمين -، ليعني ذلك أن تلك الممارسات قد لا تكون دائمًا مرغوبة من قبل المساهمين (Rezaei and Ghanaeenejad, 2014).

ولعل التعارض السابق هو ما تجسد في التباين الإمبريقي لدى الأدبيات ذات الصلة - كما سيتم توضيحه لاحقًا -، فقد تأثرت قيمة الشركة إيجابيًا بممارسات التجنب بعكس المخاطر الضريبية *Tax Risk* التي أثرت سلبيًا على القيمة بل خففت من التأثير الإيجابي للتجنب على القيمة لدى دراستي (Guedrib and Marouani, 2023; Drake *et al.*, 2019)، ليعني ذلك ضرورة عدم الفصل - في البحث والاختبار - بين ممارسات التجنب ومخاطره؛ وفي نفس الاتجاه، فقد عزز التجنب من قيمة الشركة في البلدان المتقدمة لدى (Tang, 2019)؛ كما توصل (Wilson, 2009) أن شركات المأوى الضريبي النشطة ذات الحوكمة قوية تحقق عوائد إيجابية غير طبيعية.

وعلى النقيض، فقد كان رد فعل السوق سلبياً تجاه الكشف عن استراتيجيات التخطيط الضريبي، وإن كان أقل وضوحاً بالنسبة للشركات ذات الحوكمة الجيدة لدى دراسة (Hanlon and Slemrod, 2009)؛ وقد توصلت دراسة (Abdulwahab and Holland, 2012) لذات النتيجة مُبررة ذلك بوجود عدم تماثل معلومات بين المديرين والمساهمين فيما يتعلق بالتخطيط الضريبي، وهو ما يسهل على المديرين تحقيق مصالحهم الخاصة؛ وقد فسرت دراسة (Chen et al., 2014) التأثير السلبي بزيادة تكاليف الوكالة مع زيادة تلك الممارسات، مُشيرة إلى إمكانية تخفيف التأثير السلبي من خلال الشفافية؛ وفي ذات الاتجاه كان تفسير (Zhang et al., 2017) بأن الطبيعة الغامضة للسوق تخلق فرصاً للمديرين لاستخدام التجنب كأداة للانخراط في أنشطة البحث عن الربح، مما يضر بقيمة المساهمين - ليعني الأمر احتمالية تنظيم التماثلية المعلوماتية لعلاقة التجنب بالقيمة - وهو أحد إسهامات البحث الحالي كما سيتم تأصيله لاحقاً -؛ كما نُفت بعض الأدبيات وجود علاقة بين ممارسات التجنب والقيمة (Saragih, 2017; Desai and Dharmapala, 2009 a) حيث لم يعد المستثمرون يُقدرون أنشطة التجنب كبديل لزيادة القيمة نظراً للمخاطر المستقبلية التي يحتمل مواجهتها من قِبَل الشركة.

في هذا السياق تصبح الفرضية المشار إليها - فرضية استجابة قيمة الشركة لممارسات التجنب الضريبي - قضية جدلية لسببين:

- أولهما: التباين الإمبريقي - بل والفلسفي - لعلاقة المتغيرين - التجنب والقيمة -.
- ثانيهما: عدم وضوح الكيفية التي تؤثر بها ممارسات التجنب - هو المتغير المُثير في البحث الحالي كإحدى الممارسات الإدارية الداخلية -، وقيمة الشركة - متغير الاستجابة هنا وأحد المتغيرات الخاضعة لقوى السوق -؛ ليستدعي معه الأمر التحول البحثي من مجرد دراسة الاقتران الإحصائي بين المتغيرين - التجنب والقيمة -، إلى حتمية دراسة أحد أمرين - وربما كليهما -:
 - أول الأمرين: الكيفية التي تؤثر بها ممارسات التجنب على القيمة؛ وهو ما يعني منهجياً، البحث عن المتغير - وربما المتغيرات - الوسيطة (أو المتداخلة) *Intervening Variable* لتلك العلاقة.
 - ثاني الأمرين: العوامل الشرطية أو الموقفية^(٢) لتلك العلاقة - لطالما هناك تباين في النتائج الإمبريقية لعلاقة التجنب بالقيمة كما هو مشار سلفاً -؛ وهو ما يعني بشكل منهجي، حتمية البحث عن المتغير - وربما المتغيرات - المنظمة لتلك العلاقة.

في هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أن بعض الأدبيات المحاسبية ذات الصلة قد أولت اهتماماً كبيراً بدراسة العلاقات السببية بين متغيري "التجنب والقيمة"، سواء من حيث التأثير الأساسي، أو التأثيرات المنظمة، وهو ما قيمها الباحثون - كما سيتضح لاحقاً في عرض الدراسات السابقة - بالعلاقات المُفتتة Fragments لعدم تناولها لتلك العلاقة بشكل متكامل؛ وهو ما ظهر معه ما عُرف منهجياً بـ "نموذج الوساطة الشرطية"، لتقدير المسارات المباشرة وغير المباشرة التي تنقل من خلالها المتغيرات المستقلة آثارها للمتغيرات التابعة من خلال متغير وسيط واحد على الأقل بمشروطية متغير منظم واحد أو أكثر؛ ليمثل هذا النموذج محاولة لتحديد السلسلة السببية - بشكل متكامل - (Hayes and Rockwood, 2019)؛ وهو ما يختلف جذرياً عن التحليلات الأخرى من ناحيتين: أولهما: قياس الأثر غير المباشر الشرطي للمتغير المستقل على التابع، وثانيهما: منطقت الاستدلال الإحصائي، حيث لا يتم اختبار المسارات الجزئية منفصلة وإنما يتم اختبار الأثر غير المباشر الشرطي من خلال المعاينة العشوائية المتكررة مع الإعادة كما سيتضح لاحقاً (Hayes, 2017).

٢ - يُمكن مراجعة قائمة الاختصارات والتعريفات في آخر البحث لمعرفة مضمونها.

في ضوء ما سبق، عمل الباحثون على استخدام هذا النموذج - ولعل هي الإضافة الأهم للبحث الحالي - لإجراء التحليل بشكل متكامل للعلاقات السببية بين التجنب الضريبي والقيمة " $TA \rightarrow FV$ "، من خلال تفسير كيفية - بل واشتراطات - حدوث هذا التأثير؛ وهو ما تجدر معه الإشارة لمَسَارَيْن:

■ أولهما: المسار غير المباشر لعلاقة التجنب بالقيمة، والمُعَبَّر عنه في البحث الحالي - رمزيًا - بالمسار " $TA * GO * MO \rightarrow FCF_{IE} * IA \rightarrow FV$ "؛ حيث قد تخمل ممارسات التجنب في طياتها إخفاءً لبعض الأمور عن السوق ليتم استغلالها في تعظيم - أو تدنية - التدفقات النقدية الحرة، والتي ينعكس كفاءة استثمارها من عدمه إيجابيًا - أو سلبيًا - على ثروة المساهمين؛ ليعني الأمر أن استجابة قيمة الشركة في الأسواق المالية تتم - بشكل محتمل طبعًا إلى أن يتم الاختبار - من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر " FCF_{IE} " الناتج عن التجنب؛ ليعني ذلك تمثيل "كفاءة استثمار التدفق الحر" كمتغير وسيط ينقل أثر التجنب إلى قيمة الشركة في البحث الحالي؛ حيث:

○ يمكن أن تؤدي ممارسات التجنب لزيادة التدفق النقدي من خلال تخفيض الالتزام الضريبي الصريح للشركات، وبالتالي زيادة الموارد الداخلية المتاحة للاستثمار - فمقابل كل دولار يتم إنفاقه على التخطيط الضريبي، تحتفظ الشركة بأربعة دولارات من المطلوبات الضريبية حسبما توصل (Mills *et al.*, 1998) عند دراستهم لكيفية استثمار الشركات في التخطيط الضريبي -؛ ليؤدي ذلك إلى أحد احتمالين؛ أولهما، مع زيادة مشاكل الوكالة تزداد نزعة الإدارة لتحقيق مصالحها الذاتية، ومن ثم فرط الاستثمار *Over-Investment* حتى لو في شركات ذات قيمة حالية سالبة؛ وهو ما أشار معه (Mayberry, 2012) إلى أن التجنب يوفر تدفقات إضافية قد تؤدي لتفاقم المخاطر الأخلاقية في شكل استثمار زائد؛ مع احتمالية عزوفها عن الاستثمار في مشروعات قد تحقق قيمة حالية موجبة - لطالما أنها لم تحقق مصالحها الذاتية أو لأنها محفوفة بالمخاطر بالنسبة للإدارات المُتَجَنِّبة للمخاطر - مما يترتب عليه ثاني الاحتمالين متمثلًا في نقص الاستثمار (Asiri *et al.*, 2020).

○ في ضوء النقطة السابقة، فإن الأمر قد ينعكس على قيمة الشركة، وهو ما تم ترميزه في البحث الحالي بالمسار " $FCF_{IE} \rightarrow FV$ "، وتم تأييده إمبيريقًا من قِبَل بعض الأدبيات ذات الصلة (انظر على سبيل المثال: Salehi *et al.*, 2022; Chen and Lin, 2013; Huang and Yan, 2012)؛ فالقرارات الاستثمارية من أهم مُحددات القيمة لتأثيرها على عوائد السوق، والتدفقات المستقبلية (Sun, 2014)؛ بل أحد مُحددات النمو والتخصيص الأمثل للموارد (Chen *et al.*, 2017)؛ فتحسين كفاءة الاستثمار يعني تمويل المشاريع ذات القيمة الحالية الإيجابية، وبالتالي زيادة القيمة (Salehi *et al.*, 2022; Stein, 2003)؛ بينما مع تشويه الاستثمار وانخفاض كفاءته، فإن المعنويات الإدارية *Managerial Sentiment* وتفاؤلها المستقبلي قد يؤثر سلبًا على القيمة (Chen and Lin, 2013).

وجدير بالذكر أن التعامل مع متغير "كفاءة استثمار التدفقات الحرة الناتجة عن التجنب" كمتغير وسيط للعلاقة " $TA \rightarrow FV$ " من خلال النموذج الواسطة الشرطية - كأحد الإضافات المنهجية في هذا الشأن - يمثل أحد إسهامات البحث الحالي، خاصة في ظل عدم توصل الباحثون لأي دراسة عربية انتهجت نفس النهج في الاختبار.

فهل تمثل كفاءة استثمار التدفقات الحرة الناتجة عن ممارسات التجنب متغيرًا وسيطًا لعلاقة تلك الممارسات بقيمة الشركة في سوق الأوراق المالية المصرية؟.....سؤال ثان

في هذا السياق - سياق المسار غير المباشر -، تجدر الإشارة إلى أن المسار $TA \rightarrow FCF_{IE} \rightarrow FV$ والمُعبر عن تأثير التجنب على القيمة من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر - كمتغير وسيط - يشتمل على مسارين (تحديداً: $TA \rightarrow FCF_{IE}$; $FCF_{IE} \rightarrow FV$)، وهما مساران موقفيان - يتوقفان على متغيرات أخرى -؛ لاسيما وأنه لا يوجد مستوى أمثل للنقدية ليعمل كحلقة وصل بين الأرباح المحتجزة ومتطلبات الاستثمار، فقد تتجنب الشركات الضرائب حتى لو كان لديها موارد داخلية كافية لتمويل استثماراتها (Asiri et al., 2020)؛ ليعني الأمر احتمالية عدم ثبات دلالة المسارين المذكورين في كل الأحوال - تزيد وتقل دلالتهم وفق متغيرات أخرى - وهو ما يجعل من تكرار إخضاعهما للاختبار أمراً غير ذات دلالة ما لم يُقترن بدراسة المتغيرات الحاكمة لهما؛ وذلك لتكامل الأمور الثلاث التالية:

- أولها: تبين حساسية الاستثمار للتدفقات الحرة الناتجة عن التجنب؛ ففرط الاستثمار يتركز في الشركات ذات التدفق الحر المرتفع نتيجة وفورات التجنب حسبما أشارت (Bailing and Rui, 2018; Guenther et al., 2017 a ; Nekhili et al., 2016; Richardson, 2006; Harvey et al., 2004)؛ مفسرة دراسة (Mayberry, 2012) ذلك باعتماد الشركات على الموارد الداخلية لتمويل فرص الاستثمار بسبب تكلفة التمويل الخارجي، ليوفر معه التجنب تدفقات إضافية قد تؤدي لتفاقم المخاطر الأخلاقية في شكل استثمار زائد؛ وفي اتجاه آخر فإن المديرين كارهي المخاطرة والذين يهتمون بحياتهم المهنية قد يتجنبون المشاريع المحفوفة بالمخاطر - قد تكون مثالية -، إذا أدركوا أنها ستعرض رفاهيتهم للخطر مما يؤدي لنقص استثمار تلك الوفورات (Asiri et al., 2020)؛ وهو ما أكد عليه (Green and Kerr, 2022) في تساؤلها *"How Do Firms Use Cash Tax Savings"* من استثمار الشركات لتلك الوفورات، ولكنها لا تقدم أدلة على كفاءة استخدامها؛ وقد نفى (Blaylock, 2016) وجود علاقة ذات دلالة في هذا الصدد.
- ثاني الأمور: وجود منظور مختلف لممارسات التجنب بخلاف المنظور الانتهازي الذي تسعى الإدارة من خلاله لزيادة ثروتها على حساب المستثمرين - ولعل ذلك ما سيستنتجه البحث الحالي في الجزء الإمبريقي لدراسة الوضع الراهن بالسوق المصرية كأحد اسهامات البحث -؛ ليعني الأمر أن استجابة كفاءة استثمار التدفق الحر للتجنب - تحديداً: المسار $TA \rightarrow FCF_{IE}$ - أمراً قد يتوقف على تصنيف تلك الممارسات - انتهازية أم غير ذلك.
- ثالث الأمور: وهو متعلق بالمسار $FCF_{IE} \rightarrow FV$ ؛ حيث عمليات استثمار التدفقات الحرة الناجمة عن ممارسات التجنب قد تكون غير شفافة لمشاركي السوق؛ لاسيما وأن أنشطة التجنب مُعتمة بطبيعتها لإخفائها عن السلطات حسبما أشار البعض (Balakrishnan et al., 2019; Hope et al., 2013)؛ لتصبح تلك الممارسات قابلة لملاحظة المساهمين تلقائياً للشركات الأكثر شفافية (Desai and Dharmapala, 2009 b)؛ ليعني ذلك أن المسار المذكور قد يتوقف على متغير آخر - التماثل المعلوماتي حسبما اقترح البحث الحالي -.

في هذا السياق يقترح الباحثون متغيري "الانتهازية الإدارية وفرص النمو" كمتغيرين مُنظمين للمسار $TA \rightarrow FCF_{IE}$ ؛ ومتغير "التماثل المعلوماتي" للآخر $FCF_{IE} \rightarrow FV$ ؛ ففي واقع الأسواق المالية، يوجد مجموعة من الاحتكاكات التي تُعيق مقدرة الإدارة على جمع الأموال من الأسواق الخارجية، بالإضافة لارتفاع تكاليف معاملات المراقبة لضمان توزيع التدفق الحر على الأسواق (Richardson, 2006)؛ لتكون المتغيرات المُقترحة بمثابة دعم لإيجابية الارتباط بين التدفقات المؤلدة داخلياً من جانب، واستجابة السوق - ممثلة في القيمة - لتلك الأنشطة من جانب آخر.

ولعل التطور المنهجي لنموذج الوساطة الشرطية هو ما أعطى مجالاً أوسع لتفسير مشروعية بعض المسارات ببعض المتغيرات المنظمة؛ لتكون المتغيرات المقترحة للمسار غير المباشر كما يلي:

◀ مسار "التجنب ← كفاءة استثمار التدفق الحر" $TA \rightarrow FCF_IE$:

في ضوء التأصيل النظري السابق، يمكن أن يكون هذا المسار مشروط بمتغيرين:

○ أولهما: الانتهازية الإدارية:

تعتبر فكرة انتهازية ممارسات التجنب - كأحد الأمور المستحدثة في الأدبيات المحاسبية - هي المحك الأساسي التي يعتمد عليها البحث في تكوين نموذج الإمبريقي المقترح؛ لاسيما وأن هناك وجهات نظر نفعية لتلك الممارسات - كما سيتضح لاحقاً -، ليعني الأمر أنه إذا - فقط إذا - ما تمت تلك الممارسات بقصد انتهازي - تعظيم ثروة الإدارة على غيرهم -، فإن ذلك قد ينعكس سلباً على كفاءة استثمار الوفورات الضريبية؛ ويصبح معه التساؤل عن الكيفية التي يمكن بها التحكم في تصنيف تلك الممارسات لأحد التصنيفين - انتهازي أم نفعي - أحد أهم القضايا البحثية، والتي يدعمها التباين الإمبريقي في نتائج أدبيات عدة لبعض مسارات العلاقة الأساسية محل الاهتمام؛ وتصبح الفرضية القائلة بـ "تباين استجابة كفاءة استثمار التدفقات الحرة الناتجة عن التجنب وفقاً لانتهازية الإدارة من عدمه"، ذات دلالة - فلسفية طبعاً - للأسباب التالية:

- يستثمر المديرون - الانتهازيون طبعاً - بشكل غير مريح لزيادة حجم شركاتهم وتحقيق مكاسب ذاتية (Harvey et al., 2004)؛ ومن ثم احتمالية الاستثمار - بشكل مُفرط - في مشروعات سلبية القيمة الحالية (Biddle et al., 2009)؛ لبناء إمبراطوريتهم *Empire Building* حسبما أشار (Biddle and Hilary, 2006)؛ حيث يكون لديهم الحافز للاستهلاك الزائد *Perquisites* وتنمية شركاتهم بما يتجاوز الحجم الأمثل؛ لاسيما مع انخفاض عمليات المراقبة على التمويل الداخلي - بعكس الخارجي الذي يُخضع المديرين للمراقبة من قبل مقدمي الأموال *Capital providers* -؛ وقد يحدث العكس - نقص الاستثمار - عندما يتخلى هؤلاء المديرون عن الاستثمارات ذات القيمة الحالية الإيجابية، خوفاً من تعرض رفاهيتهم للخطر (Asiri et al., 2020).

- يؤدي التجنب الضريبي - باعتباره مُسبباً للتدفق الحر - إلى زيادة قيمة الشركات ذات الإدارة الأفضل، ولا يرجع هذا لميل مديري الشركات ذات الإدارة الضعيفة إلى تبديد حصة أكبر من أي نشاط مولد للقيمة قد يخرطون فيه، ولكن أيضاً لأن أنشطة التجنب المعقدة والمبهمة تخلق درعاً محتملاً للانتهازية الإدارية حسبما أشار (Desai and Dharmapala, 2009 b).

- في ضوء أن التدفق الحر قد يكون مفيداً بشرط أن يُخضع لمراقبة كافية من المساهمين حسبما أشار (Gregory and Wang, 2013)، فإن جودة الاستحقاقات الأعلى - كمقياس عكسي للانتهازية الإدارية بمنطق الأمور - تقل معها احتمالية انحراف الشركات عن مستويات الاستثمار الكفاء، حيث تزيد مقدرة المساهمين على مراقبة أنشطة الاستثمار، وتقليل المخاطر الأخلاقية (Biddle et al., 2009)؛ نظراً لاستخدام المساهمين معلومات التقارير المالية في مراقبة المديرين (Bushman and Smith, 2001)؛ واتساقاً مع هذه الحجة، وجد (Biddle and Hilary, 2006) أن الشركات ذات التقارير عالية الجودة تُظهر كفاءة استثمارية أعلى بسبب انخفاض حساسية التدفق النقدي للاستثمار والتي يمكن أن تعكس إما قيود التمويل أو فانض النقدية حسبما أشار (Kaplan and Zingales, 2000; Fazzari et al., 2000).

- تعتبر أخلاقيات الإدارة مُحدداً هاماً لتقييم الشركات، لارتباطها بمقاييس المخاطر وتكلفة رأس المال (Choi, 2012).

○ ثاني المتغيرين: فرص النمو:

استناداً للفرص الاستثمارية التي تنشأ، فإن وضع "FCF" قد يكون مثيراً للقلق بالنسبة للمستثمرين؛ لتصبح فرضية "استجابة كفاءة استثمار الـ FCF للتجنب حال إتاحة فرص استثمارية" أحد الفرضيات الفرعية للبحث الحالي؛ فكفاءة الاستثمار هنا لا يجب أن يكون معزولاً عن فرص النمو المتاحة؛ لاسيما وأن زيادة حدة تعارضات المصالح يكون في الشركات التي يزيد تدفقها الحر عن فرصها المربحة؛ وهو ما أشار معه (Doukas et al., 2000) لتمثيل تكاليف الوكالة كدالة لتفاعل "FCF" مع فرص النمو؛ لتزيد خطورتها مع زيادة "FCF" في ظل فرص نمو منخفضة (McKnight and Weir, 2009)؛ وهو ما قد تنشأ معه مشكلة فرط استثمار، وبالتالي إلحاق الضرر بالمساهمين - الأقلية على الأقل - (Nekhili et al., 2016)؛ نظراً لرغبة الإدارة في تعزيز نمو الشركة بشكل كبير *Inexorably Promote* لزيادة مستوى تعويضاتهم حسبما أشار (Jensen and Murphy, 1990) من أن ثروة المدير التنفيذي تتغير بمقدار ٣,٢٥ دولار لكل ١٠٠٠ دولار تغيير في ثروة المساهمين؛ في حين من المرجح أن تنخفض مشكلة "FCF" في الشركات ذات الفرص المرتفعة، نظراً لإنفاقها على مشروعات ذات قيمة حالية إيجابية (Opler and Titman, 1993).

وهو ما بحث معه (Blanchard et al., 1994) فيما سيفعله المديرون عندما تزيد لديهم نقدية قَدْرِيَّة "What do firms do with cash windfalls?" مع عدم وجود فرص استثمارية جذابة، والتي يجب عليهم - في الأسواق المثالية -، إعادة تلك الأموال لمُقدِّمِها بسداد ديون، توزيعات أرباح، أو إعادة شراء أسهم؛ إلا أن التباين المعلوماتي قد يدفع المديرين للاستثمار في مشروعات غير ذات صلة، ومن ثم حدوث فرط استثمار؛ وقد يتلاعب المديرون بأرباحهم تصاعدياً لإخفاء الأداء المضاد حسبما أشار (Chung et al., 2005 a) من أن شركات النمو المنخفض مع ارتفاع الـ "FCF" ستستخدم الاستحقاقات المتزايدة لتعويض تدني الأرباح المُصاحِبَة حتماً لاستثمارات القيم الحالية السلبية، وتكون المراقبة الخارجية فعالة في ردع الانتهازية هنا؛ وهو ما أكدت عليه (Toume et al., 2020; Nekhili et al., 2016; Rusmin et al., 2014; Bukit and Iskandar, 2009)؛ وقد يختار المديرون الاتجاه التنازلي حسبما أشار (Chung et al., 2005 b) لرغبتهم في ترحيل الأرباح للسنوات المقبلة عندما يصل تأثير الاستثمارات دون المستوى الأمثل إلى الأرباح.

◀ مسار "كفاءة استثمار التدفق الحر ← القيمة" $FCF_{IE} \rightarrow FV$:

يقترح البحث الحالي احتمالية تَوَقُّف دلالة هذا المسار على حالة التماثلية المعلوماتية؛ وهو أمر نابع من أمرين:

○ أولهما: أنه في واقع الأمر، يتباين امتلاك المستثمرين للمعلومات، لنتشوه معه كفاءة الاستثمار وقيمة الشركة بسبب الحد من مقدرة الشركات على التمويل (Stein, 2003)؛ وهو ما أشارت معه دراستا (Le, 2018; Huang and Zhang, 2012) من تركيز المشروعات المُدمِّرة للقيمة - سواء من خلال الاستثمار الداخلي أو الاستحواذ الخارجي - في الشركات المُتَبَيِّنَة لسياسات إفصاح مُبْهَمَة، وأن تباين المعلومات يُؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار؛ لتزيد دلالة كمية وجودة المعلومات معاً في التأثير على الأسواق (Le, 2018)؛ ونتيجة لتأثير الإشارات، فإن المعلومات المُتَبَيِّنَة تتسبب في ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي، فعندما تُصدر الشركة أسهماً لزيادة رأس المال، فإن المستثمرين - بسبب المعلومات المُتَبَيِّنَة - يفترضون أن سعر السهم مُبالغ فيه بل يتوقعون أن الشركة تريد الاستفادة من الأسعار المُتَضَخِّمَة للحصول على حوافز من الإصدار رأس المال، وبالتالي، يُخَفِّضُونَ السعر الذي هم على استعداد لدفعه، وتزداد تكلفة الأسهم (Cheng et al., 2013).

○ ثاني الأمرين نابع من إشارة بعض الأدبيات إلى أن استجابة قيمة الشركة لكفاءة الاستثمار أمرًا متوقفاً على متغيرات أخرى؛ ورغم ترشيح البحث الحالي للتمائلية المعلوماتية لهذا الشأن - حسبما أشير في الأمر الأول -، إلا أن الأدبيات ذات الصلة لم تتعرض لذلك - وهي أحد إسهامات البحث -؛ وإن كان توصل البعض (Salehi et al., 2022; Chen and Lin, 2013) إلى أنه يمكن لشركة قليلة الاستثمار مع مدير تنفيذي مُتمتع بالتفاؤل الإداري أن تُحسِّن من الكفاءة عن طريق تقليل درجة الاستثمار، مما يزيد من القيمة؛ ومع ذلك، عندما تميل الشركة لفرط الاستثمار، فإنه لا توجد أدلة كافية لإظهار أن الشركة ذات المستوى الأقل من التفاؤل ستعمل بفعالية على تحسين كفاءة الاستثمار والقيمة؛ ولعل ذلك هو ما يدعم متغيرات أخرى - التماثل المعلوماتي للبحث الحالي -.

فهل استخدام كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن ممارسات التجنب الضريبي كمتغير وسيط في مسار ممارسات التجنب بالقيمة مشروطا بمتغيرات "انتهازية الإدارة، وفرص النمو، والتمائلية المعلوماتية" في البيئة المصرية؟.....سؤال ثالث.

■ ثاني المسارين: المسار المباشر "التجنب ← القيمة" $FV \rightarrow TA$:

في ذات السياق السابق - التوصل لنظرة شاملة لمسارات نموذج البحث الحالي -، يقترح الباحثون إمكانية حدوث الأثر المباشر بشروطية متغيري "التمائلية المعلوماتية، والسمعة الطيبة للشركة"؛ والذآن يمكن تأصيلهما نظرياً كما يلي:

○ أولهما: التماثلية المعلوماتية:

رغم تأصيل العديد من الأدبيات إلى "التمائلية المعلوماتية" كأحد متغيرات الاستجابة للتجنب - وهو أمر إذا ما تم إقراره فلا يمكن اعتماده كمتغير مُنظَّم للبحث الحالي لأسباب منهجية - إلا أن الباحثين يرون وجهة نظر مُغايرة بأن الإدارة قد تتحكم بها - أي بالتمائلية المعلوماتية - لإخفاء - أو إتاحة إذا ما رغبت - بعض الممارسات عن - أو إلى - السوق؛ وهو ما ينتفي معه إمكانية تأصيل الاستجابة المنطقية للتمائلية وفقاً لتباين ممارسات التجنب؛ لتصبح الفرضية المزعومة هنا هي "مع توفر التماثلية المعلوماتية فإن التجنب يؤثر - بشكل محتمل طبعاً - إيجابياً على القيمة"؛ ومن ثم يرى الباحثون أن الدور المُنظَّم للتمائلية هنا على المسار المباشر يعود للنقاط التالية:

- غالباً ما تكون أنشطة التجنب معقدة ومُبهمَة *Complex and Obfuscatory* وهو ما يخلق درعاً محتملاً للانتهازية الإدارية *Create a Potential Shield for Managerial Opportunism* (Desai and Dharmapala, 2009b)؛ فلدَى شركات التجنب مخاطر معلومات وتعتيم أعلى في محاولة لإخفائها عن السلطات؛ ليجعل ذلك الأرقام المُبلَّغ عنها غير موثوقة؛ وهو ما تم تأييده لدى (Balakrishnan et al., 2019; Hope et al., 2013; Frank et al., 2009)؛ حيث يسعى مديرو هذه الشركات لزيادة عتامة الشركة وعدم تماثل المعلومات؛ وهو ما يرى معه الباحثون أن الأمر قد ينعكس - إيجاباً أو سلباً - على قيمة الشركة وفُقَّ حالة التماثلية المعلوماتية لدى مشاركي السوق؛ وهو ما يحتمل أحد تفسيرين:

- أولهما: تخلق الطبيعة الغامضة للسوق المالية فرصاً لمديري التجنب للانخراط في أنشطة البحث عن الربح، مما يضر بقيمة المساهمين (Zhang et al., 2017)؛ والتي يمكن تجنبها من خلال خلق بيئة شفافة لدى مشاركي السوق.
- ثانيهما؛ تزيد تكاليف الوكالة بزيادة تلك الممارسات، والتي يمكن تخفيف تأثيرها السلبي من خلال مزيد من الشفافية حسبما أشار (Chen et al., 2014).

في ظل عدم تحقق التماثلية المعلوماتية، تكون تكلفة التمويل الخارجي أعلى مقارنة بالتكلفة الداخلية، لذا، تميل الشركات إلى استخدام الأموال المولدة داخلياً قبل مساعيها للحصول على التمويل الخارجي (Asiri et al., 2020)؛ وهو ما قد يعني أنّ تحقق التماثلية المعلوماتية يُحد من تكاليف التمويل الخارجية والداخلية على حد سواء، ومن ثم تقل معه فرص الانتهازية الإدارية في استغلال وفورات التجنب، وبالتالي الانعكاس على القيمة؛ وقد قدم (Edwards et al., 2016) دليلاً على أنه يمكن استخدام التخطيط الضريبي كمصدر داخلي للتمويل لتمكين الشركات المُتَعَبِّرة والتي لديها وفورات ضريبية من الوصول لمشاريع استثمارية جديدة بالاهتمام، وبالتالي، يمكن أن يكون التجنب بمثابة زيادة في القيمة من خلال تنمية مواردها الداخلية؛ ونظراً لارتفاع تكلفة التمويل الخارجي في ظل تباين المعلومات، فإن وفورات التجنب تصبح أكثر دلالة (Asiri et al., 2020; Edwards et al., 2016).

○ ثانيهما: سمعة الشركة:

في ذات السياق - بمحاولة التوصل لمتغيرات مُنظمة للمسار المباشر -، وفي ضوء أن سمعة الشركة تمثل تعبيراً هاماً عن حسن نية الشركة *Enterprise Goodwill* بل أحد المتغيرات الهامة لأخلاقيات العمل (Kim et al., 2020) والتي تعتبر مُحدداً هاماً في تقييم الشركات (Choi, 2012)؛ باعتبارها تمثيلاً مُدرّكاً *Perceived Representation* لآفاق الشركة لتكوين تصورات عن سلوك الشركة (Setiawan and Hermawan, 2018)؛ فإن الشركة ذات السمعة الطيبة في القيمة التجارية لمنتجاتها ستحظى بتقدير كبير من قِبَل المستثمرين، وبالتالي تكون ذات تكلفة رأسمالية منخفضة، لأنها تدير المخاطر بكفاءة حسبما توصل (Kim et al., 2020) بل تشير لمعلومات ذات صلة بالقيمة للمستثمرين حول كيفية مقارنة الفعالية التنظيمية للشركة بفاعلية غيرها من المنافسين حسبما توصل (Hussainey and Salama, 2010) من أن الشركات التي لديها مستويات أعلى من السمعة البيئية تُظهر مستويات أعلى من ارتباط أسعار الأسهم بالأرباح من غيرها؛ وهو ما أكد (Ramchander et al., 2012) من زيادة استجابة أسعار الأسهم وفقاً للإضافات إلى المؤشرات الاجتماعية، والتي تُحد من حالة عدم اليقين لدى المستثمرين.

في هذا الصدد وفي ظل ما قد يؤدي إليه التجنب من وجود تكاليف غير ضريبية والإضرار بالسمعة بين أصحاب المصالح المختلفة نتيجة لتعرضها للدعاوى القضائية (Nafti et al., 2020)، وباستطلاع شركة "Harris Interactive" لآراء المستهلكين حول تصوراتهم للعلامات التجارية القِيّمة، فقد دَعَمَت دراسة (Austin and Wilson, 2017) الفرضية القائلة بأن الشركات ذات العلامات التجارية القِيّمة والأكثر تعرضاً لأضرار السمعة بين المستهلكين ستخترط في قدر أقل من التجنب لتقليل التدقيق غير المرغوب فيه الذي قد يُضعف سمعة الشركة، كما وجدت ارتباطاً إيجابياً بين مقياس السمعة ومعدلات الضرائب الفعلية النقدية - كأحد المقاييس العكسية للتجنب -؛ وهو ما تَبَيَّن من التحليل التجريبي الذي قام به (Dyrenge et al., 2016) من أن تكلفة السمعة والتجنب مرتبطان سلباً، وهذا يُترجم إلى انخفاض في ممارسات التجنب بسبب عناصر المراقبة؛ وهو ما تبين من الاستقصاء الذي قامت به دراسة (Graham et al., 2014) حول دلالة إدراك الإدارة للسمعة، وإن كان لا يحتل هذا العامل المرتبة الأولى من حيث الأهمية بين جميع العوامل التي تفسر سبب عدم اعتماد الشركات استراتيجية محتملة للتخطيط الضريبي.

في هذا الصدد يقترح البحث الحالي أن تكون سمعة الشركة بمثابة إشارة للأسواق المالية بالعديد من الممارسات الأخلاقية، ومن ثم إمكانية اعتبارها متغيراً مُنظماً للمسار المباشر $FV \rightarrow TA$ ؛ وهو أمر يعود لنظريتين أساسيتين:

- أولهما: نظرية الإشارات *Signaling Theory*: باعتبارها إحدى نظريات وَصَف السلوك عندما يتمكن طرفان - أفراد أو شركات - من الوصول لمعلومات مختلفة؛ فعادة، يجب على أحد الطرفين - تحديداً المُرسِل - أن يختار ما إذا كان سيتم توصيل - أو الإشارة - بتلك المعلومات وكيفية ذلك، ويجب على الطرف الآخر - تحديداً المُتلقِي - اختيار كيفية تفسير الإشارة (Connelly et al., 2011)؛ وترتكز هذه النظرية على زيادة فرصة الشركة من الحصول على التمويل، بناءً على الثقة التي تكتسبها من نشر قوائمها والتي تظهر بصورة تدعم سمعة المنشأة مما يولد انطباعاً بالثقة لدى المستثمرين وتُدني مستوى الإدراك بالمخاطر تجاه التمويل؛ فالشركة التي تتمتع بقيادة اجتماعية جيدة تخلق إشارة بسمعة وبمعلومات جيدة (Sun and Sari, 2020)؛ ومن ثم بممارسات جيدة للتجنب الضريبي - حسبما يُوصِل البحث الحالي -.

- ثانيهما: نظرية الموارد *Resource Based Theory (RBT)*، والتي تم طرحها لأول مرة في عام ٢٠٠٩ من قبل "Penrose"، الذي اقترح نموذجاً للإدارة الفعالة لموارد الشركات، واستراتيجية التنوع، والفرص الإنتاجية، وأول من اقترح تصور الشركة باعتبارها حزمة منسقة من الموارد لمعالجة كيفية تحقيق أهدافها وسلوكها الاستراتيجي؛ وتهدف إلى توضيح موارد الشركة التي لا يمكن تقليدها بشكل كامل والتي يمكن أن تصبح مصدراً للميزة التنافسية؛ وهو ما تصبح معه السمعة الاجتماعية مورداً غير ملموس يُمكنه تحسين التدفقات النقدية المتوقعة وتقليل تقلبها حسبما أشار (Robinson et al., 2011).

فهل يمكن للتماثلية المعلوماتية وسمعة الشركة الجيدة أن يكونا دليلاً للسوق - بالأحرى إشارة بالنسبة للسمعة - للكشف عن الممارسات الجيدة للتجنب من عدمه، ومن ثم ينظرنا الأثر المباشر لتلك الممارسات على قيمة الشركة في سوق الأوراق المالية المصرية؟.....سؤال رابع

أهداف البحث:

في ضوء مشكلة البحث، يتمثل الهدف الأول للبحث في التعرف على مدى تباين ممارسات التجنب الضريبي في السوق المصرية خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، والتي تم التعبير عنها إجرائياً بنموذج "Dickinson, 2011" ليسفر ذلك على خمس مراحل أساسية، أولها: مرحلة التقديم، ثانيها: مرحلة النمو، ثالثها: مرحلة النضج، رابعها: مرحلة التذبذب؛ وخامسها: مرحلة الانحدار؛ كما يهدف البحث في ثاني أهدافه إلى استخدام نموذج الوساطة الشرطية - العائد لـ "Hayes" - لتفسير وتحليل العلاقات السببية بين ممارسات التجنب وقيمة الشركة بشكل متكامل، وذلك لمعرفة سلسلة الأحداث السببية التي ينتقل من خلالها الأثر، وذلك من خلال متغير وسيط (كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن ممارسات التجنب)، بمشروطة مجموعة من المتغيرات المُنظمة، (تحديداً: فرص النمو، الانتهازية الإدارية، التماثل المعلوماتي، وسمعة الشركة) في السوق المالية المصرية، في محاولة لفهم الظاهرة بشكل متكامل وتفسير التناقض في نتائج الأدبيات ذات الصلة.

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من النقاط التالية:

- يوضح البحث الحالي حقيقة ممارسات التجنب الضريبي في السوق المصرية خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركات، وهو ما يفيد في فعالية العديد من القرارات ذات الصلة؛ وبالتالي المساهمة في توعية العديد من المهنيين والمستخدمين بالعوامل التي من شأنها أن تُحسِّن من قيمة الشركة في السوق المصرية في ظل سمات كل مرحلة.
- لا توجد دراسة محاسبية عربية أو أجنبية - على حد علم الباحثين - قامت بدراسة وتحليل العلاقة السببية بين ممارسات التجنب بقيمة الشركة بشكل متكامل من خلال الجمع بين المتغيرات الوسيطة والمنظمة لتلك العلاقة في نموذج واحد، حيث:
 - اكتفت الأدبيات ذات الصلة - كما سيتم عرضه لاحقاً - بدراسة مسارات متفرقة من تلك العلاقة كل على حدة، وهو ما سيحاول معه البحث الحالي تحقيق النظرة المتكاملة بين المتغيرات الوسيطة والمنظمة في نموذج تحليلي متكامل واحد؛ وبالتالي المساهمة في تحديد الأثر غير المباشر والمباشر لمتغير التجنب - كمتغير مستقل - على القيمة - كمتغير تابع - من خلال متغير وسيط (كفاءة استخدام التدفق الحر)، بمشروطة بعض المتغيرات الموقفية (تحديداً: فرص النمو، الانتهازية الإدارية، التماثل المعلوماتي، سمعة الشركة).
 - اهتمت معظم الأدبيات ذات الصلة بالأثر الأساسي لممارسات التجنب على قيمة الشركة، دون الاهتمام بالعوامل المنظمة لتلك العلاقة، وهو ما يعمل البحث الحالي على تناوله بالتحليل والدراسة، خاصة في ظل تباين نتائج الأدبيات ذات الصلة في هذا الشأن، مما يُعطي البحث الحالي بعداً إضافياً يميزه عن تلك الأدبيات.

خطة البحث:

لتحقيق أهداف البحث، سوف يقوم الباحثون بتقسيم باقي البحث كما يلي:

القسم الأول: الإطار الفلسفي للبحث.

القسم الثاني: المنهج الإمبريقي.

القسم الثالث: مضامين النتائج.

الإطار الفلسفي للبحث

مقدمة:

في ضوء التباين الإمبريقي حول فرضية تباين المتغيرات السوقية - قيمة الشركة كمتغير الاستجابة في البحث الحالي - وفقاً لتباين بعض الممارسات الإدارية - تحديداً التجنب الضريبي -، وفي ضوء اعتبار ما قدمه "Hayes" من نموذج للوساطة المشروطة إحدى التطورات المنهجية الهامة لتحديد السلسلة السببية - بشكل متكامل - التي تنقل من خلالها المتغيرات المستقلة آثارها إلى المتغير التابع؛ فإن الباحثين يستخدمون هذا النموذج لتوضيح الكيفية - بل والاشتراطات - التي تؤثر بها تلك الممارسات على قيمة الشركة في السوق المصرية؛ ولأن تلك الظاهرة مرتبطة بالمرحلة التي تمر بها الشركة - كما سيُرد تأصيله -، فقد عمل الباحثون على تقسيم هذا القسم كما يلي:

أولاً: فلسفة ممارسات التجنب الضريبي خلال دورة حياة الشركة:

■ التجنب الضريبي - مفهوم ومحددات:

رغم تمثيل الضريبة كأحد أهم موارد تنفيذ خطط التنمية الاقتصادية - باعتبارها مساهمة إلزامية ينظمها القانون -، إلا أنه قد تلجأ بعض الشركات لتخفيضها باستخدام ممارسات - قد تسمح بها مرونة النصوص القانونية - لينتج عن ذلك ظاهرة التجنب الضريبي *Tax Avoidance*؛ أو ظاهرة التهرب الضريبي *Tax Evasion* إذا ما لجئت لممارسات غير قانونية.

وتعتبر ظاهرة التجنب الضريبي إحدى الظواهر التي أحدثت جدلاً أكاديمياً لاسيما بعد ملاحظة تدني مستوى متحصلاتها في الآونة الأخيرة، مع اتجاه دول عدة لإصلاح المنظومة الضريبية؛ ورغم المحاولات - القانونية طبعاً - لدفع الضرائب في تخفيض التزامهم الضريبي، إلا إنها تتعارض مع روح القانون *Spirit of the Law* والقصد من التشريع (Evana, 2019; Edwards et al., 2016)؛ فالتجنب يمثل جهداً يبذله دافعوا الضرائب لتجنب - أو على الأقل تقليل - المبالغ التي يجب دفعها، من خلال ثغرات قانونية لا تتعارض مع لوائح الدولة (Armstrong et al., 2015)؛ ليمثل بذلك تخفيضاً صريحاً لمصروف الضريبة (Khan et al., 2017; Hanlon and Heitzman, 2010)؛ من خلال بعض الحيل كتعظيم التكاليف التي يمكن تخفيضها؛ واندماج الشركات ذات الخسائر المستمرة بتلك الربحية، ترحيل الدخل، وتعجيل خصم التكاليف المستحقة (Evana, 2019).

ورغم أن تلك الممارسات تمثل خياراً إدارياً استراتيجياً ومرتبياً بالعديد من الدوافع لزيادة الربحية، إلا أنها لا تزال في المنطقة الرمادية *Grey Area*؛ فليس لكل الشركات الشجاعة *Brave* لاتباعها، لمخاطر العقوبات المحتملة أو تكاليفها الكبيرة، لاسيما وأنها تتشابه مع التهرب (Evana, 2019)؛ إلى الدرجة التي وُصفت بها تلك الظاهرة بأنها قضية أخلاقية *Moral Story-Telling* لتلاعب ممارساتها بأوجه إنفاق الأموال المتاحة (Addison and Mueller, 2015).

وقد أشار (Khan and Nuryanah, 2023) لمنظورين في تقييم تلك الممارسات في إطار مشاكل الوكالة:

- أولهما: اتجاه نفعي - وهو ظهر لدى بعض الأدبيات المستحدثة كما سيُرد تأصيله لاحقاً - باعتبار تلك الممارسات مفيدة للإدارة وتهدف في ذات الوقت لتعظيم مصالح المساهمين.
- يشرح ثانيهما تضارب المصالح بين الإدارة والملاك، وهو ما تم تبينه من قبل (Desai and Dharmapala, 2006) برغبة المديرين في تعظيم مصالحهم الذاتية، في الوقت الذي يهدف فيه المساهمون للامتثال للسلطات الضريبية لتقليل تحويل موارد الشركة للمديرين.

في هذا الصدد ميّزت دراسة (Payne and Raiborn, 2018) بين ثلاثة مستويات لتلك الممارسات، يتمثل أولها في أنشطة التجنب *Tax avoidance* بالاستفادة من المزايا والاعفاءات القانونية المسموح بها، لتمثل ممارسات قانونية وأخلاقية؛ ويتمثل ثانيها في الأنشطة التعسفية للتجنب *Aggressive Tax Avoidance* الناتجة عن التفسيرات المتباينة في التنظيم الضريبي واستغلال ثغراته للتلاعب في المعاملات التجارية أو إخفاء الربح حسبما أشارت منظمة "OECD"، وهو ما يمثل عملاً قانونياً غير أخلاقي، لتكون التعسفية هنا مزيج من التجنب - وهو قانوني -، والتهرب - وهو غير قانوني - *Tax Evasion* والذي يمثل ثالث المستويات كتمثيل صريح لعدم دفع الضرائب المستحقة بمخالفة القانون حسبما أشار (Khan and Nuryanah, 2023).

في هذا السياق يرى الباحثون أن ممارسات التجنب تمثل "عملية إدارة للرقم الضريبي من خلال سلسلة متواصلة من استراتيجيات التخطيط الضريبي لتحقيق وفورات ضريبية - للشركة والمساهمين - بما يتوافق ضمناً مع النصوص الرسمية الصادرة، وإن كان يتنافى ذلك مع الغرض من المرونة التي تسمح بها تلك النصوص"؛ وهو ما يعني ما يلي:

○ تتم تلك الممارسات في سياق نظرية الوكالة، حيث يمكن استثمار الوفورات الضريبية لتعظيم قيمة المساهمين وزيادة الأرباح المستقبلية، وبالتالي زيادة مكافآت الوكيل؛ وفي الوقت ذاته، فإن الأمر يعني احتمال فرض غرامات وانخفاض سعر السهم إذا ما اتسمت تلك الممارسات بالعدوانية (Khan and Nuryanah, 2023; Suyanto and Supramono, 2012).

○ يعتمد قرار الإدارة بشأن تلك الممارسات على مقارنة الوفورات - المتوقعة طبعاً - للمساهمين والشركة من جهة، وبين التكاليف الناجمة عنها من جهة أخرى؛ فقد ينتج عن تلك الظاهرة تخفيض الأعباء الضريبية كزيادة الأرباح والسيولة (Evana, 2019; Bradshaw et al., 2013)، ومن ثم ضمان استمرارية المصالح الإدارية (Rezaei and Advance Managerial, 2014)؛ مع احتمالية وجود تكاليف كالسمعة السيئة، فضلاً عن تعرض الشركة لمخاطر سياسية وتنظيمية وعقوبات مالية واجتماعية، لانخفاض إيرادات الدولة.

○ يتوقع المساهمون أن يتم التجنب بالمبلغ المناسب وإلا فسيكون له تأثير على مخاطر الغرامات، وستنخفض معه قيمة الشركة (Nugroho and Agustia, 2017).

في هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أن النظرة البسيطة لممارسات التجنب كناقلة للموارد من الحكومة للمساهمين تعتبر غير مكتملة، نظراً لمشاكل الوكالة التي تميز العلاقات بين المساهمين والمديرين، وهو ما أشارت معه دراسة (Beer et al., 2020) إلى أن الأدبيات المتعلقة بالتجنب مازالت تحتوي على العديد من الألغاز والنقاط العمياء *Blind Spots* التي لم يتم حلها والتي تتطلب مزيداً من البحث؛ ولعل ذلك هو ما تسبب - كما سيتضح لاحقاً عند عرض الدراسات السابقة - في إحداث تباين في ممارسات التجنب من شركة لأخرى وفترة لأخرى (Drake, 2012)؛ فقد أشارت دراسة (Beer et al., 2020) - عند استعراضها للقنوات الرئيسية للتجنب - لتباين تلك الممارسات عبر الفترات المختلفة، إلى الدرجة زاد فيها الدخل قبل الضريبة بنسبة "واحد في المائة" مع كل انخفاض لمعدل الضريبة بمقدار نقطة مئوية واحدة، مع زيادته على مدار العام؛ بالإضافة لتباين تأثيرات تلك الممارسات ما بين الإيجابية والسلبية - كما سيتضح لاحقاً -؛ إلى الدرجة التي أثرت معها تلك الممارسات إيجابياً - على عكس المتوقع وحسبما أشير في بعض الأدبيات - على العديد من المتغيرات - قيمة الشركة في البحث الحالي -؛ وهو ما قدمت معه بعض الأدبيات رؤى مثيرة للجدل حول أسباب تجنب بعض الشركات للضرائب أكثر من غيرها.

وقد عكفت الأدبيات على تعميق الخط البحثي بهذا الصدد بدراسة كيفية تأثير صراعات الوكالات على سلوك التجنب؛ وهو ما أيد معه (Saragih et al., 2021) زيادة دوافعه بزيادة أحجام الشركات؛ نظراً لزيادة موارد الشركات الكبيرة والتي يمكن من خلالها استغلال الفروق الضريبية وتقليل العبء الضريبي حسبما أشار (Kraft, 2014)؛ وهو ما بحث معه (Rego, 2003) ما إذا كانت وفورات الحجم *Economies of Scale* تمثل أحد المحددات في هذا الشأن، وأشار إلى أن العلاقة السالبة بين معدلات الضرائب الفعلية - كأحد المؤشرات العكسية للتجنب كما سيتضح لاحقاً - والدخل قبل الضريبة تتوافق مع شركات الدخل الأكبر؛ وإن كان (Kim and Im, 2017) أشارا إلى أنه قد تتحمل الشركات الصغيرة والمتوسطة عبئاً ضريبياً أقل نظراً لحصولها على خصم ضريبي وإعفاءات من القانون؛ وهو ما توصل معه (Chytis et al., 2019) لعلاقة موجبة بين معدل الضريبة الفعلي النقدي مع الحجم، وذلك لخضوع الشركات الكبيرة لمعدلات ضريبية أكبر وتدقيق حكومي صارم، بالإضافة لمخاطر السمعة.

وفي ضوء التباين المشار إليه في ممارسات التجنب؛ مع تباين العديد من المتغيرات الداخلية للشركات - كالاستراتيجيات وطرق صنع القرار - بل والخارجية - كالبينة التنافسية وعوامل الاقتصاد والتي ينشأ الكثير منها عن القرارات الإدارية - وفقاً لتباين المراحل المختلفة لحياة الشركة (Hamers, 2011; Dickinson, 2017) فإن محور الاهتمام في البند التالي يتمثل في التساؤل التالي:

هل يمكن لممارسات التجنب الضريبي أن تتباين بتباين مراحل دورة حياة الشركة؟

■ مدى تباين ممارسات التجنب الضريبي بتباين مراحل دورة الحياة:

بشكل عام، فإن المرحلة التي تمر بها الشركة تمثل نتيجة للتفاعلات بين الخيارات الاستراتيجية الداخلية - كقرارات التوسع - والبيئة الخارجية - كالضغوط التنافسية وظروف الاقتصاد - والتي لا تؤدي بالضرورة لثبوت التطور *Monotonic Evolution* خلال دورة الحياة، بل تدفع الشركات للتحرك ذهاباً وإياباً *Back and Forth* خلال المراحل المختلفة (Hamers, 2017).

وجدير بالذكر أن الأدبيات ذات الصلة حددت خمس مراحل لدورة الحياة، متمثلة في "التقديم، النمو، النضج، التذبذب، والانحدار"، ولكل منها ما يميزها من الاستراتيجيات؛ وهو ما طوّر معه (Dickinson, 2011) مقياساً لهذا الشأن بناءً على الاختلافات في أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل مع الأنماط المتغيرة للتدفقات المتعلقة بها، لالتقاط الاختلافات في أداء وموارد ومخاطر الشركة عبر تلك المراحل؛ وهو ما أصّلت معه العديد من الأدبيات لفرضية "تباين تلك الممارسات بتباين مراحل حياة الشركة" كأحد القضايا الواجب إخضاعها للبحث والدراسة؛ وذلك لسببين:

○ أولهما: ارتباط استراتيجية العمل، وأنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل، والرغبة في تحمل المخاطر، وتباين فرص وموارد الشركة - وفقاً لنظرية "RBT" - بمراحل دورة حياة الشركة، مع ارتباط استراتيجية اختيار هيكل رأس المال بتلك المراحل حسبما أشار (Tian et al., 2015)، ليؤيد ذلك حوافز مُتباينة للمديرين لتجنب الضرائب (Irawan and Afif, 2020; Mangoting and Onggara, 2019; Hasan et al., 2017; Higgin's et al., 2015).

○ ثانيهما: تباين العديد من المتغيرات المالية - كالتدفقات، الأرباح المحتجزة ومخاطر الملاءة المالية - بناءً على مرحلة حياة الشركة؛ وهو ما يتباين معها الدوافع الإدارية لممارسات التجنب، نظراً للمقدرة التفسيرية التي توفرها تلك المتغيرات للأداء المستقبلي (Fairfield and Yohn, 2001).

في هذا السياق، وفي ضوء اتسام "مرحلة التقديم" - كأولى مراحل دورة الحياة - عادةً بعدم اليقين في الإيرادات والتكاليف (Mangoting and Onggara, 2019)؛ مع التركيز الإداري على استراتيجيات فعالة لاكتساب مزايا تنافسية (Ramaswamy et al., 2007)؛ ومن ثم احتمالية زيادة تكلفة رأس المال لصعوبة جمع رأس مال إضافي (Hasan et al., 2015)؛ واتسام الأصول والتدفقات التشغيلية بالمحدودية، لِتَدْنِي المبيعات وارتفاع نفقات التوسعات (Shahzad et al., 2020; Habib and Hasan, 2019)، فإن ذلك قد يفقد لسلبية التدفقات التشغيلية؛ وهو ما يتطلب سيولة عالية لتحقيق فرص النمو؛ في الوقت الذي تكون فيه عادةً نسب التوزيعات صفرية، مع تَدْنِي العائد على الاستثمار؛ ليكون من الضروري زيادة الاستثمارات خصوصاً في أنشطة البحث والتطوير لبناء مركز تنافسي جيد، لِخُدْث ذلك سلبية محتملة للتدفقات الاستثمارية (Dickinson, 2011)؛ ومع زيادة الاعتماد على التمويل الخارجي هنا لمعانة الشركة من عدم كفاية الموارد، فإن ذلك يؤدي لموجبية محتملة للتدفقات التمويلية (Mashayekhi et al., 2013; Dickinson, 2011)؛ في الوقت الذي ترتبط فيه القرارات الاستراتيجية بعدم ثقة المستثمرين (Habib and Hasan, 2015).

وفي ضوء نظرية الموارد "RBT"، فإنه تجدر الإشارة إلى أن نقص الموارد التي يمكن أن تستخدمها الشركات أثناء مرحلة التقديم قد يدفعها - نظرياً طبعاً إلى أن يتم الاختبار - إلى ممارسة التجنب، لاسيما الانتهازية منها *Aggressive Tax Planning Activities* وذلك لسببين:

- أولهما: قد يمنح التجنب ميزة تنافسية لشركات هذه المرحلة، فأى زيادة في الأرباح ستسمح للشركة بالتنافس بفعالية مع غيرها (Mangoting and Onggara, 2019; Helfat and Peteraf, 2003)؛ وهو ما أشار معه (Drobetz et al., 2015) لزيادة قيمة الدولار الإضافي بهذه المرحلة - ومرحلة النمو أيضاً كما سيتضح لاحقاً -؛ لنقص الموارد الداخلية؛ وبالتالي زيادة الحوافز الإدارية لاستخدام الابتكارات *Innovations* لتقليل مبلغ الضرائب المستحقة (Hasan et al., 2017).
- ثانيهما: تُترجم سمات هذه المرحلة - المُشار إليه سابقاً - إجرائياً لمستويات أعلى من الضرائب المؤجلة (Mangoting and Onggara, 2019; Hasan et al., 2017; Drake, 2012; Poterba et al., 2011)؛ حيث تزيد فرص الإدارة للانخراط في ترتيبات انتهازية لتقليل الضرائب المستحقة، لاسيما مع خطط المكافآت القائمة على الأداء (Desai and Dharmapala, 2006)؛ وهو ما جادلته (Drake, 2012) بأن تلك السمات تنطوي على تقليل الدخل الخاضع للضريبة، وزيادة الدخل الدفترية *Book Income*، وبالتالي توليد فروق موجبة في الضرائب الدفترية *Book-Tax Differences* - كأحد المقاييس الإجرائية للتجنب كما سيتضح لاحقاً -، لينخفض معدل الضريبة - مصروف الضريبة مقسوماً على أرباح ما قبل الضرائب - عند مستوى معين من مصروف الضريبة مع زيادة الأرباح؛ وبالتالي قد تمتلك الإدارة هنا سمات متشابهة في استراتيجياتها الضريبية لزيادة أرباحها المستقبلية (Higgin's et al., 2015).

وفي مرحلة النمو - التالية لمرحلة التقديم - يزيد حجم الشركة وتنمو المبيعات مقارنةً بسابقتها، مع استثمار موارد أكبر في الأصول، وتتمتع الشركة بمزيد من المرونة في مؤشرات السيولة، ويتجاوز غالباً عائد الاستثمار تكلفته (Mashayekhi et al., 2013)؛ لتتحول التدفقات التشغيلية للموجبية؛ واستجابةً لنمو المبيعات وتسهيلاً لعملية الابتكار ترتفع النفقات الرأسمالية، وبذلك تستمر سلبية التدفقات الاستثمارية؛ بل تستمر موجبية التدفقات التمويلية لانخفاض نسب التوزيعات - وإن زادت عن سابقتها -، وإعادة استثمار التدفقات المتولدة داخلياً وزيادة رأس

المال الخارجي لإتمام التوسعات (Yoo et al., 2019; Dickinson, 2011)؛ وتفضيل الديون بسبب الخصم الضريبي لرسم القروض (Barclay and Smith, 2005)؛ وهو ما يدعيه (Dickinson, 2011) بزيادة الرافعة المالية بهذه المرحلة التي ينمو خلالها عدد قطاعات الأعمال؛ فالشركة هنا لم تعد تواجه مشكلات متعلقة بزيادة رأس المال، لانخفاض عدم اليقين؛ وزيادة المراقبة من قبل مقدمي الأموال، وبالتالي انخفاض تكلفة رأس المال (Filatotchev et al., 2006). وتجدر الإشارة إلى أن ممارسات التجنب في هذه المرحلة، قد تكون في أحد اتجاهين:

- أولهما: استمرار الشركات في ممارسة التجنب، بسبب:
 - احتمالية استمرار اعتماد شركات هذه المرحلة على الديون - كما تمت الإشارة -؛ وهو ما يجعل مصاريف الفائدة العالية (Barclay and Smith, 2005) وراء فرص تنفيذ تلك الممارسات.
 - مع توسع الشركة تزيد لدى الإدارة فرص التخطيط الضريبي بسبب البيئة المتغيرة وزيادة التدويل (Hasan et al., 2017)؛ وقبولها مستويات أعلى من المخاطر، حيث تقوم الشركة بالتنوع في المنتجات والقطاعات الجغرافية، مع زيادة سلسلة الابتكار التي بدأت في المرحلة السابقة.
 - في ضوء ارتفاع نسبة رأس المال العامل والأصول غير الملموسة - كالبحوث والتطوير وبراءات الاختراع - التي تنخفض مع دخول المراحل التالية (Ahmed and Jinan, 2011)؛ فإن المقدرة على استخدام تلك الأصول لتحويل الدخل والمصروفات عبر قطاعات متفاوتة الضرائب قد توفر فرصاً للانخراط في التجنب (Hanlon and Heitzman, 2010).
 - زيادة فهم الإدارة للبيئة التي تعمل فيها، مع سيطرتها على المزيد من الموارد، مما قد يمنحها مقدرة إضافية على استخدام مواردها لأغراض التخطيط الضريبي (Koester et al., 2014).
- ثاني الاحتمالين: انخفاض تلك الممارسات بهذه المرحلة، بسبب:
 - زيادة ثقة الإدارة في تحقيق أرباح دون التورط في تلك الممارسات ذات الانتهازية المحتملة، بسبب التدفقات الإيجابية، وزيادة مستوى اليقين والفرص الاستثمارية (Habib and Hasan, 2015).
 - زيادة قلق الإدارة هنا بشأن عواقب السمعة، نتيجة التوسع في أسواق وخطوط إنتاج جديدة، ومواجهتها لأطراف خارجية أكثر بما في ذلك السلطات الضريبية (Austin and Wilson, 2017; Dyreng et al., 2016; Graham et al., 2014; Hanlon and Slemrod, 2009) وهو ما يؤدي بدوره لكبح Suppress حافزهم للانخراط في أنشطة التخطيط الضريبي الانتهازي.

وفي مرحلة النضج، تميل الشركات إلى أن يكون لديها نمط تدفقات ومخاطر أكثر قابلية للتنبؤ (Mangoting and Onggara, 2019)، وتصل الشركات لموقعها الأكثر استقراراً؛ وتزيد حجمها مقارنة بسابقتها؛ ونظراً لارتفاع مستوى السيولة وانخفاض الاعتماد على التمويل الخارجي، فعادةً ما يزيد العائد على الاستثمار (Mashayekhi et al., 2013)؛ مع التحول نحو تعظيم الكفاءة وتقليل عدم اليقين، وتعزيز هياكل الحوكمة (Filatotchev et al., 2006; Barclay and Smith, 2005)؛ وزيادة نسبة التوزيعات من خلال نمو الأرباح، والعائد على الأصول التشغيلية (DeAngelo et al., 2006)؛ لذا، يدعي (Dickinson, 2011) استمرار موجبات التدفقات التشغيلية، مع استمرار - بشكل منخفض - الاستثمار في الإنفاق الرأسمالي (Drake, 2012; Dickinson, 2011; Barclay and Smith, 2005) مع الحفاظ على استثماراتها القائمة، وبذلك تستمر سلبية التدفقات الاستثمارية، في حين تتحول التدفقات التمويلية للسلبية، نظراً للميل نحو تقليل مستوى تمويل الديون، واستخدام الأموال الداخلية في زيادة التوزيعات أو إعادة شراء الأسهم، مع تسديد التمويل الخارجي.

- في هذه المرحلة قد لا تصبح استراتيجية التجنب من أولويات اهتمام الشركات؛ للأسباب التالية:
- أولها: في ضوء الخبرات المتراكمة لشركات هذه المرحلة (Hamers, 2017; Helfat and Peteraf, 2003)، تركز الإدارة على قرارات التشغيل الأساسية بدلاً من استراتيجيات التجنب (Koester et al., 2014)؛ لاسيما مع ارتفاع اليقين وانخفاض مخاطر الأرباح والتدفقات الحالية - وربما المستقبلية -؛ ليزيد تركيز هذه الشركات على كفاءة التكلفة غير الضريبية (Higgin's et al., 2015).
 - ثانيها: زيادة الحاجة لدور مراقبة هياكل الحوكمة (Filatotchev et al., 2006)، مما يقلل من احتمالية الانخراط في التخطيط الضريبي المحفوف بالمخاطر مع بعض هذه الهياكل - الخبرة المحاسبية للجنة المراجعة لدى (Robinson et al., 2012) -.
 - ثالثها: اعتبارات تكاليف السمعة المرتبطة بعدوانية الترتيبات الضريبية (Higgin's et al., 2015)؛ ما لم تظهر ابتكارات جديدة، مع الحفاظ على الأصول الحالية أو إعادة تقييمها حسب الاقتضاء، والتي قد تؤدي لتوليد ضرائب مؤجلة مُستقرّة (Hasan et al., 2017).
- وتمثل معدلات النمو المُتراجّعة والإنفاق الاستثماري المرتفع سمات مرحلة التذبذب *Shake-out phas*، في حين تمثل تصفية الأصول والتدفقات التشغيلية المتناقصة وربما السلبية وسداد الديون بؤرة تركيز مرحلة الانحدار؛ فقد تُحفّز الضائقات المالية المحتملة في هاتين المرحلتين المديرين على الاستثمار في مشاريع محفوفة بالمخاطر كاستراتيجية للتحويل (Habib and Hasan, 2015)، مع زيادة الاعتماد على الديون الخارجية للاستمرار (Akhtar, 2012)؛ وتصنيفات انتمائية أضعف (Richardson et al., 2015)؛ ونظام حوكمة أقل فعالية (Filatotchev et al., 2006)؛ ليُحدث سلبية محتملة للتدفقات التشغيلية، في حين تصبح التدفقات الاستثمارية موجبة، نتيجة التخلص من الأصول بدلا من الاستثمارات الجديدة، مع عدم وضوح نمط التدفقات التمويلية، لاسيما مع ارتفاع صراعات الوكالة (Yoo et al., 2019; Habib and Hasan, 2019).
- وتمشيا مع نظرية "RBT"، فإن احتمالية زيادة تلك الممارسات في هاتين المرحلتين؛ تعود لما يلي:
- حماية وضع الشركات ذات الضغوط السوقية بتقليل دفع الضرائب (Cai and Liu, 2009)؛ فمن المرجح اتباع استراتيجية تقليل التكلفة (Jenkins et al., 2004)؛ لاسيما وأن المستثمرين قد يُقيّمون مقدرة الشركة على التعامل مع الضائقات المالية من خلال توليد التدفقات (Black, 1998).
 - مع قيام الشركة هنا بوضع استراتيجيات تنشيطية ببيع عناصر كبيرة من الممتلكات وإعادة الهيكلة؛ مع زيادة الاستهلاك الضريبي المتراكم عن الاستهلاك المحاسبي، فإن هناك احتمالية لفروق ضريبية سلبية كبيرة (Hasan et al., 2017; Drake, 2012).
 - الاحتياج الشديد لتوليد التدفقات للشركات المقيدة مالياً (Koester et al., 2014)؛ لتدني مستوى سيولتها بهذه الفترة (Edwards et al., 2016; Richardson et al., 2015; Brondolo, 2009; Akhtar, 2012)؛ لاسيما وأنه قد يُنظر للتكاليف المُحتملة - كعقوبات السلطات وتعديلات المراجعة - على أنها أقل من الفوائد المُحتملة - كاتخفاض الديون والمقدرة على الاستثمار -.
 - قد يتم تقليل المراقبة وهياكل الحوكمة خلال هذه الفترات، مما يزيد من التخطيط الضريبي المكثف (Hasan et al., 2017; Richardson et al., 2015; Koester et al., 2014).
 - يُنتج عن التأثير الضريبي المُجمّع لمعاملات هذه الفترة - كاستمرار بيع الأصول، وتخفيض قيمتها، وسلبية المستحقات - زيادة في الدخل الخاضع للضريبة مقارنة بالمحاسبي، مما يؤدي لتوليد سلبي للفروق الضريبية (Drake, 2012).

في هذا الصدد، يُلاحظ أن تلك الممارسات تُظهر بشكل عام نمطاً على شكل حرف "U" عبر تلك المراحل؛ ليكون من المتوقع - نظرياً - أن تتجلى ممارسات التجنب في المراحل المبكرة والمتأخرة؛ إلا أن الباحثين يرون حتمية تعميق الخط البحثي بهذا الصدد، نظراً لعدم وجود قواسم مشتركة بين الأدبيات المتعلقة بدراسة العواقب الاقتصادية لتلك الممارسات؛ فعلى الرغم من وضوح عملية تحرير التدفقات النقدية مع تلك الممارسات، إلا أن المخاطر والتكاليف المرتبطة بها أقل وضوحاً، وهو ما ينتقل معه البحث الحالي لنقطة بحثية أعمق بدراسة مدى نفعية تلك الممارسات من عدمه خلال تلك المراحل؛ ليكون التساؤل التالي محل اهتمام فلسفي للباحثين في البند التالي.

هل تضفي تلك الممارسات قيمةً للمساهمين، وهل يتباين ذلك عبر المراحل المختلفة؟

ثانياً: مدى استجابة قيمة الشركة لممارسات التجنب - الأدوار الوسيطة والمنظمة:

رغم أن أنشطة التجنب تنقل التحويلات من الدولة للمساهمين، لتعزيز ثروة الأخير، إلا أن تياراً ناشئاً من الأدبيات أشار إلى إمكانية استخدام المديرين الانتهازيين لتقنيات التجنب لتعزيز مصالحهم الذاتية على حساب الآخرين؛ مما قد يُعزز من المخاطر بشكل عام، وإن كان هناك روى مُتباينة من أصحاب المصالح لهذه المخاطر حسبما أشار (Dhawan et al., 2020)؛ لتصبح قضية انتهازية أو نفعية هذه الأنشطة أحد أبرز الفرضيات البحثية الجدلية الواجب إخضاعها للاختبار - والتي تمثل أحد إسهامات البحث الحالي -؛ ويمكن تناولها في النقطة التالية من منظور قيمة الشركة.

■ ممارسات التجنب الضريبي ما بين الانتهازية والمنفعية:

ميّزت الأدبيات بين أكثر من منظور في هذا الشأن، وهو ما لخصه الباحثون في منظورين؛ كما يلي:

○ التجنب والقيمة من المنظور النفعي:

في ظل هذا المنظور، فإن قيمة الشركة يمكن أن تستجيب إيجابياً لممارسات التجنب، لإنخفاض العبء الضريبي (Ftouhi and Dabboussi, 2019)؛ من خلال تحقيق وفورات يمكن استغلالها في تحقيق المزيد من الاستثمارات (Green and Kerr, 2022)، أو المزيد من التوزيعات باعتبار أن الضرائب تمثل خصماً من الأرباح القابلة للتوزيع (Annur et al., 2014)؛ بل قد تكون إشارة إيجابية للسوق، ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال (Guedrib and Marouani, 2023; Drake et al., 2019; Tang, 2019; Guenther et al. 2017 b; Blaufus et al., 2016; Goh et al., 2016) ليمثل ذلك تقييماً إيجابياً للسوق لتلك الممارسات، نظراً لوفوراتها؛ واحتواء المصروفات الضريبية على معلومات حول الأداء المستقبلي (Goh et al., 2016; Weber, 2009)؛ ومن الناحية الإمبريقية، فقد أبدت بعض الأدبيات ذلك (مثل: Lev and Nissim, 2004)؛ ومن الناحية الإمبريقية، فقد أبدت بعض الأدبيات ذلك (مثل: Guedrib and Marouani, 2023; Drake et al., 2019; Tang, 2019).

○ التجنب والقيمة من المنظور الانتهازي:

وفقاً لهذا المنظور، قد لا تكون استراتيجيات التجنب دائماً مرغوبة من قبل المساهمين، حيث:

- يمكن أن تتطوي على نتائج مستقبلية غير مؤكدة (Hutchens et al., 2019)، إلى الدرجة التي قد تزيد تكاليفها - سواء المباشرة أو غيرها كتكاليف الوكالة خاصة - عن وفوراتها، مما يؤدي لتدمير القيمة (Guedrib and Marouani, 2023; Rezaei and Ghanaeenejad, 2014).
- قد تؤدي لمخاطر العقوبات التي تفرضها السلطات الضريبية، والإضرار بالسمعة نتيجة لتعرضها للدعاوى القضائية (Nafti et al., 2020).

- قد تُسهل تلك الممارسات إدارة الأرباح وتُزيد من التعتيم المالي، فالشركات العدوانية تجاه الضرائب تميل للعدوانية في تقاريرها المالية حسبما أشار (Frank et al., 2009)؛ وقد تؤدي لتفاقم عدم التماثل، وتشويه عقود الحوافز (Zheng, 2019)، وهو ما يخلق مشكلة وكالة (Alsmady, 2022)، حيث ينخرط مديرو الشركات ذات التدفق الحر في الإنفاق المسرف، ومن ثم تخفيض كفاءة الاستثمار (Richardson, 2006)؛ لإخفائها للحقائق، وبالتالي تخفيض مقدرة الشركة التمويلية (Ha and Feng, 2020; Rahimi and Forughi, 2020).
- انخفاض الطلب على أسهم شركات التجنب، ومن ثم انخفاض استمرارية الأرباح، وزيادة احتمالية التعرض لمخاطر الإفلاس (Dhawan et al., 2020; McClure et al., 2018)؛ وتخفيض الائتمان (Saavedra, 2019)؛ إلى الدرجة التي أشار معها البعض (Ayers et al., 2010; Crabtree and Maher, 2009) أن تلك الممارسات تُمنح شركاتها تصنيفات ائتمانية أقل، لاعتقاد وكالات التصنيف أن لدى هذه الشركات احتمالات أعلى للتخلف عن السداد؛ مع ارتباطها بمخاطر انهيار أسعار أسهمها، لأنها تُسهل اكتناز الأخبار السيئة لفترات طويلة؛ وإن كان هذه العلاقة تُضعف مع وجود آليات مراقبة خارجية حسبما أشار (Kim et al., 2011).
- ومن الناحية الإمبريقية، فقد أيدت بعض الأدبيات استجابة قيمة الشركة سلبياً لممارسات التجنب (على سبيل المثال: Zhang et al., 2017; Chen et al., 2014; Abdulwahab and Holland, 2012; Brooks et al., 2012; Hanlon and Slemrod, 2009)؛ كما أن تقييم البنوك وحملة السندات كان سلبياً لتلك الممارسات لدى (Hasan et al. 2014; Shevlin et al. 2013)، حيث فرضت معدلات فائدة وشروط غير سعرية أكثر صرامة لشركات التجنب؛ ولعل ذلك يرجع لعدم استفادة أصحاب الديون من تلك الوفورات - لِنَلْقِيهِمْ دَخْلًا ثَابِتًا - لكنهم مُعَرَّضُونَ لمخاطر التجنب (Dhawan et al., 2020; Hasan et al., 2014).
- في ضوء المنظورين السابقين، يمكن القول بأن تلك الممارسات بَوَازِ عِيْهَا - النفعي والانتهازي -؛ تَخْلُقُ أحد الفجوات البحثية الهامة، ليرى معها الباحثون أن تركيز الأدبيات ذات الصلة على أن تلك الممارسات انتهاك أخلاقي - دون التركيز على منظورها الآخر - يُمَثِّلُ أحد مَنَابِلِ تلك الأدبيات؛ وهو ما فَسَّرَ معه (Guedrib and Marouani, 2023) النتائج المختلطة بتنوع تدابير التجنب، وبالفشل في مراعاة أبعاد المخاطر الضريبية؛ ولعل هذا ما يصبو إليه الباحثون لمعالجته في البحث الحالي.
- في هذا الصدد يرى الباحثون حتمية الانتقال من تكرار دراسة الاقتران الإحصائي بين المتغيرين - القيمة والتجنب - إلى دراسة أحد أمرين - وربما كليهما -:
- أولهما: كيفية إحداث الأثر بين المتغيرين لاسيما وأن تلك الممارسات تمثل إحدى الممارسات الإدارية الداخلية، بينما القيمة إحدى المتغيرات الخارجية الخاضعة لقوى السوق؛ وهو ما يعني منهجياً، البحث عن المتغير - وربما المتغيرات - الوسيطة - أو المتداخلة - *Intervening Variable* لتلك العلاقة، ليَحْمِلَ ذلك في طياته السؤال التالي:
- كيف يمكن لتلك الممارسات أن تؤثر على القيمة في الأسواق المالية؟... بشكل آخر، ما هو المتغير - وربما أكثر من متغير - الوسيط لعلاقة ممارسات التجنب بالقيمة؟
- ثانيهما: حالات إحداث الأثر بين كليهما - لطالما لم تتوصل الأدبيات ذات الصلة لقواسم مشتركة في هذا الشأن، ليحمل ذلك في طياته السؤال التالي:
- هل تتوقف تلك العلاقة على حالة بعض المتغيرات الأخرى؟.... بشكل آخر ما هي المتغيرات المنظمة أو الشرطية لتلك العلاقة؟

في سياق هذين السؤالين أوّلت الأدبيات المحاسبية اهتمامًا كبيرًا بدراسة التأثير الأساسي - بل والمنظّم أيضًا - لعلاقة التجنب بالقيمة، وهو ما قيّمها الباحثون - كما سيتضح لاحقًا في تحليل الدراسات السابقة - بالعلاقات المُفتتة *Fragments*، لعدم تكاملية اختبار العلاقة؛ ولعل بزوغ نموذج الوساطة الشرطية على يد "Hayes" لتقدير المسارات المباشرة وغير المباشرة التي ينقل من خلالها المتغير المستقل آثاره للمتغيرات التابعة من خلال متغير وسيط واحد على الأقل بمشروطية متغير - أو أكثر - مُنظّم؛ هو ما دفع الباحثين لدراسة تلك الفرضية - فرضية تأثير التجنب على القيمة - من خلال هذا النموذج - ولعل هي المساهمة الأبرز للبحث الحالي؛ وهو ما تجدر معه الإشارة إلى أمرين:

- أولهما: أن ممارسات التجنب تهدف في الأساس لتحقيق وفورات ضريبية، مما تتسبب في زيادة تدفقات نقدية حرة، والتي تخضع لأحد احتمالين:
 - أول الاحتمالين: تدني كفاءة استثمارها، وزيادة تكاليف الوكالة، وبالتالي سلبية الاستجابة السوقية.
 - ثاني الاحتمالين: جودة استثمارها، هو ما قد يستتبعه الاستجابة الإيجابية من السوق المالية.
 - ثاني الأمرين: قد تحمل تلك الممارسات في طياتها إخفاءً لبعض الحقائق ليتم استغلالها - انتهازيًا - في تعظيم ثروة البعض، على حساب الآخرين، وهو ما قد ينعكس - سلبًا - على استجابة السوق، وهو ما يرى معه الباحثون احتمالية وجود استجابة مباشرة من السوق لتلك الممارسات بمشروطية بعض المتغيرات - التماثلية المعلوماتية وسمعة الشركة في البحث الحالي كما سيرد تأصيله لاحقًا -
- في ضوء هذين الأمرين، يمكن توضيح المسارات المحتملة لنموذج البحث في النقطة التالية.

◀ المسار غير المباشر: توسيط كفاءة استثمار التدفق الحر بين ممارسات التجنب والقيمة:

$$"TA*GO*MO \rightarrow FCF_IE*IS \rightarrow FV"$$

فقد ينتج عن ممارسة التجنب تعظيم - أو تدنية - التدفقات الحرة، ومن ثم تعظيم - أو تدنية - كفاءة استثمارها، وهو ما قد ينعكس إيجابيًا - أو سلبًا - على ثروة المساهمين؛ ليعني الأمر أن استجابة قيمة الشركة تتم - بشكل محتمل طبعًا إلى أن يتم الاختبار - من خلال "كفاءة استثمار التدفق الحر" *FCF_IE* الناتج عن تلك الممارسات؛ وهو ما يتم تحليله كما يلي:

▪ المسار الأول: "التجنب ← كفاءة استثمار التدفق الحر" *"TA \rightarrow FCF_IE"*:

يشير التدفق الحر *"FCF"* إلى مجموع الأموال الفائضة المتاحة بعد تمويل المشروعات المرعبة؛ وغالبًا ما تتم الإشارة إلى موجبية الاقتران بين وفرة التدفقات ونقص الفرص الجيدة للاستثمار من قبل أدبيات عدة (Nekhili et al., 2016; Pindado and De La Torre, 2009; De Miguel and Pindado, 2001)؛ نظرًا لوجود مجموعة من الاحتكاكات - في واقع الأمر - التي تعيق مقدرة الإدارة على جمع الأموال من الأسواق الخارجية، بالإضافة لزيادة تكاليف المعاملات المرتبطة بإدارة المراقبة لضمان توزيع التدفق الحر على الأسواق، لتكون تلك الاحتكاكات بمثابة دعم لموجبية الارتباط بين الأنشطة الاستثمارية والتدفقات المولدة داخليًا (Richardson, 2006)؛ وهو ما أشار معه (Almeida and Campello 2007) لتأثير الاحتكاكات التمويلية *Financing Frictions* على قرارات الاستثمار.

وقد وثقت بعض الأدبيات أن الموارد الداخلية تُبنى بشكل كبير باستثمارات الشركات (Almeida and Campello, 2007)؛ فالاختيار العكسي⁽³⁾ والمخاطر الأخلاقية⁽⁴⁾ يمكن أن يؤديا إلى اعتماد الشركات على الموارد الداخلية لتمويل الاستثمار (Stein, 2003)؛ بسبب تكلفة التمويل الخارجي، مع احتمالية حدوث فرط استثمار، من خلال استثمارات غير مُثلى لتحقيق مكاسب ذاتية للمديرين (Mayberry, 2012)؛ أو بناء إمبراطوريتهم *Empire Builders*، ومن ثم توسيع شركاتهم بما يتجاوز الحجم الأمثل (Hope and Thomas, 2008; Aggarwal and Samwick, 2006)؛ وتكون النقدية الحرة مصدرًا لتضارب المصالح (Nekhili et al., 2016)؛ فبما يتفق مع تفسيرات الوكالة، فإن فرط الاستثمار يتركز في شركات التدفق الحر المرتفع، وإن كان الحوكمة قد تعمل على تخفيف الإفراط هنا حسبما توصل (Richardson, 2006).

في هذا السياق، فإن التجنب يمكن أن يوفر تدفقات إضافية قد تؤدي لتفاقم مشكلة المخاطر الأخلاقية في شكل استثمار زائد؛ بشكل لا يُعزز القيمة بالاستثمار في مشاريع سالبية القيمة الحالية (Asiri et al., 2020)؛ فتخفيض الالتزام الضريبي يمكن أن يزيد من موارد الاستثمار؛ فقد أشار (Edwards et al., 2016) إلى أن النقدية الإضافية هنا تُمثل مصدرًا للتمويل الداخلي؛ إلى الدرجة التي من المرجح أن تشارك فيها الشركات ذات القيود المالية في تلك الأنشطة؛ وإن كان يستدعي هذا - من منظور التكلفة والعائد - النظر في موازنة المبالغ المُستردة من التجنب مقابل التكاليف المتعلقة بالتقارير الغامضة والعقوبات والسمعة؛ وهو ما يجب معه اتخاذ خيارات أفضل لتعزيز القيمة (Bailing and Rui, 2018)؛ لاسيما وأنه قد يحدث التجنب حتى لو كان لدى الشركة موارد داخلية كافية لتمويل استثماراتها (Asiri et al., 2020).

وقد أشارت دراسة (Green and Kerr, 2022) في تساؤلها *"How Do Firms Use Cash Tax Savings"* أن الشركات تستخدم وفورات التجنب في الاستثمارات الجديدة، ولكنها لا تقدم أدلة على مدى كفاءة الاستخدام، مع احتمالية استخدامها لإعادة شراء الأسهم بدلاً من توزيعها؛ وقد أشار (McGuire et al., 2014) إلى أن الشركات التي لديها فرص استثمارية كبيرة وحالة عدم يقين أعلى، من غير المرجح أن تستثمر في الملاجئ الضريبية *Tax Shelters*، في حين الاستثمار في أنشطة الحماية الضريبية *Tax Sheltering Activities* للشركات ذات الضغط السوقي الأكبر؛ وقد أشار البعض (Bhabra et al., 2018; Khurana et al., 2018) أن الاستثمارات في شركات الحوكمة القوية حساسة لتوافر التدفقات الداخلية، لاسيما في ظل معوقات التمويل الخارجي؛ ومع تناول (Mills et al., 1998) لكيفية الاستثمار في التخطيط الضريبي، توصل إلى أنه مقابل كل دولار يتم إنفاقه على التخطيط الضريبي، تحتفظ الشركة بأربعة دولارات من المطلوبات الضريبية، مما قد يعزز القيمة؛ وقد افترض (Robinson et al., 2010) أن العديد من الشركات تعتبر وحدتها الضريبية *Tax Unit* مركزًا للربح *"Contributor to the Bottom Line"*.

في هذا الصدد، يرى الباحثون أن الأمر متعلق بشقين، أولهما: استجابة التدفقات الحرة لممارسات التجنب؛ ثانيهما: حساسية استثمار التدفقات الحرة الناتجة عن تلك الممارسات؛ وهو ما يخضع في تفسيره لفرضية التدفق النقدي الحر *The Free Cash Flow Hypothesis*، فصعوبة المراقبة تؤدي لإنفاق التدفق هنا على المشاريع المفيدة من منظور الإدارة والتي قد تكون مكلفة من منظور المساهمين كما تمت الإشارة إليه آنفاً (Richardson, 2006).

٣- يحدث بسبب امتلاك المديرين لمعلومات أكثر من غيرهم حول القيمة الحقيقية لشركاتهم (Mayberry, 2012)
٤- استعداد المديرين لاستخراج المكافآت بسبب تضارب المصالح، وقد يدفع المديرين للاعتماد على الموارد الداخلية لأنهم يترددون في الكشف عن استخراج الإجراءات للممولين الخارجيين عن طريق الوصول إلى الأسواق (Mayberry, 2012).

في هذا السياق، تجدر الإشارة إلى احتمالية عدم ثبات دلالة المسار " $TA \rightarrow FCF_{IE}$ " في كل الأحوال، ليجعل ذلك من تكرار إخضاع ذات المسار للاختبار في نموذج البحث الحالي أمرًا غير ذات دلالة مالم يُفترن بدراسة المتغيرات الحاكمة له؛ وذلك لتكامل الأمرين التاليين:

○ أولهما: تباين حساسية الاستثمار للتدفق الحر الناتج عن التجنب؛ فمستوى الممارسات الأعلى يرتبط بفرط الاستثمار، نتيجةً لوفورات التجنب وتكلفة التمويل الخارجي وذلك لدى (Guenther et al., 2018; Zheng, 2019; Bailing and Rui, 2018; a; 2017)؛ حيث يوفر التجنب تدفقات إضافية قد تؤدي لتفاقم مشكلة المخاطر الأخلاقية في شكل استثمار زائد (Mayberry, 2012)؛ كما أن هناك احتمالية لنقص الاستثمار - الوجه الآخر لعدم الكفاءة -؛ وهو ما أظهره (Harvey et al., 2004) من احتمالية نقص الاستثمار لدى شركات التجنب عندما يتخلى مديروها عن الاستثمارات ذات القيمة الحالية الموجبة (Asiri et al., 2020)؛ لاسيما كارهي المخاطرة الذين يتجنبون الاستثمار المحفوف بالمخاطر - وإن كان مئالي - إذا أدركوا أنه سيعرض رفاهيتهم للخطر؛ وهو ما أكد عليه (Green and Kerr, 2022) من عدم وجود دليل على كفاءة استخدام التدفق الحر؛ بل نفى (Blaylock, 2016) وجود علاقة ذات دلالة في هذا الصدد.

○ ثاني الأمرين: وجود منظور مختلف لممارسات التجنب بخلاف المنظور الانتهازي، كما تم تناوله سابقاً - ولعل ذلك هو ما سيستنتجه الباحثون لاحقاً في الجزء الإمبريقي لمعرفة الوضع الراهن لدى الشركات المصرية -، ليعني الأمر احتمالية تباين استجابة كفاءة استثمار التدفق الحر لممارسات التجنب وفقاً لمنظور تلك الممارسات.

في هذا السياق - سياق البحث عن ضوابط للمسار " $TA \rightarrow FCF_{IE}$ " - وفي ضوء فرضية أن سمات المديرين التنفيذيين ومدى انتهازية تصرفاتهم من عدمه هي المتحكم في طبيعة ممارسات التجنب؛ وأن فرص النمو تمثل أحد المحددات الهامة للاستثمارات؛ فإن البحث الحالي يُدرجهما - أي الانتهازية الإدارية وفرص النمو - في نموده كمحاولة للحكم عليهما في الحيلولة دون مشاركة المديرين في الأنشطة الضارة، ومن ثم يمكن تناوله كمتغيرين مُنظَّمين للمسار المذكور.

فكيف يمكن - للانتهازية الإدارية وفرص النمو - أن يضبطان علاقة ممارسات التجنب الضريبي بكفاءة استثمار التدفق الحر " $TA \rightarrow FCF_{IE}$ "؟
هو ما يمكن تناوله في البند التالي.

• تفاعل التجنب والانتهازية الإدارية على كفاءة استثمار التدفق الحر:

$$TA * MO \rightarrow FCF_{IE}$$

ليس هناك شك في أهمية معلوماتية الممارسات الإدارية لجميع أصحاب المصالح، لأجل إنشاء سيناريو مالي مستقر *Stable Financial Scenario* - حسبما عبّر (Tulcanaza-Prieto and Lee, 2022) - وإظهار القيمة الأساسية للشركة، من خلال تحسين جودة المعلومات وتعزيز الكشف عنها لتُمكِّن المستخدمين من التنبؤ بأوضاع الشركة، مما يولد استجابة محتملة من قيمة الشركة؛ ومع ذلك، فإن الأمر قد يَحتمل تدهور القيمة العادلة وتعديل تخصيص الموارد للحصول على منافع ذاتية من قبل الإدارة - الانتهازية طبعاً -؛ وهو ما تمت الإشارة إليه لدى قطاع عريض من الأدبيات المحاسبية عند تأصيلها للاحتمالية معلوماتية ممارسات إدارة الربح (على سبيل المثال: (Tulcanaza-Prieto and Lee, 2022; Kuang, 2022; Chouaibi and Ibrahim, 2015; Badertscher et al., 2012; Jiraporn et al., 2008; Louis and Robinson, 2005).

- في هذا الصدد أشار (Desai and Dharmapala, 2009 b) إلى أنه لا بد أن تؤدي ممارسات التجنب إلى زيادات أكبر في قيمة الشركة ذات الإدارة الأفضل - غير الانتهازية -، ولا يرجع هذا إلى ميل الشركة ذات الإدارة الضعيفة لتبديد حصة أكبر لأي نشاط مُؤَلد للقيمة قد ينخرطون فيه، ولكن أيضًا لأن أنشطة التجنب المُعقَّدة والمُبهمة تخلق درعًا محتملاً للانتهازية؛ وهو ما يرى معه الباحثون أن سلوك المديرين الانتهازي - وما إذا كان يتلاعبون بالأرقام المحاسبية لإظهار أداء أفضل على المدى القصير، والتضحية باستقرار الشركة على المدى الطويل - تمثل أحد المتغيرات الحاكمة في تصنيف ممارسات التجنب - انتهازية أم نفعية - من ناحية بل أحد المُحدِّدات المُوجِّهة لكفاءة الاستثمارات من ناحية أخرى؛ لتكون عملية "استجابة كفاءة استثمار التدفقات الحرة الناتجة عن التجنب أمرًا متوقعًا على طبيعة الممارسات" إحدى الفرضيات الواجب اختبارها، للأسباب التالية:
- أولها: تُوجِّه الانتهازية الإدارية - بطبيعة الحال - الاستثمار نحو الاتجاه غير المُربح، بدافع تعديل تخصيص الموارد لتحقيق مكاسب ذاتية (Tulcanaza-Prieto and Lee, 2022; Kuang, 2022; Harvey et al., 2004)؛ ومن ثم احتمالية فرط الاستثمار في مشروعات سلبية القيمة الحالية (Biddle et al., 2009)؛ فلدَى المديرين هنا الحافز للاستهلاك الزائد *Perquisites*؛ لاسيما مع انخفاض المراقبة على عمليات التمويل الداخلي - بعكس الخارجي الذي يُخضع المديرين لمراقبة مقدمي الأموال *Capital Providers* - وذلك لبناء إمبراطوريتهم *Empire Building* (Biddle and Hilary, 2006)؛ وقد يحدث العكس - نقص الاستثمار - عندما يتخلى هؤلاء المديرون عن استثمارات القيمة الحالية الإيجابية، للحفاظ على رفاهيتهم (Asiri et al., 2020).
 - ثانيها: في ضوء نفعية التدفق الحر في ظل مراقبة كافية من المساهمين (Gregory and Wang, 2013)، فإن جودة الاستحقاقات الأعلى - كمقياس عكسي للانتهازية بمنطق الأمور - تقل معها احتمالية انحراف الشركات عن مستويات الاستثمار الكفاء؛ وتخفض معها المخاطر الأخلاقية (Biddle et al., 2009)؛ نظرًا لزيادة مقدرة المساهمين على استخدام معلومات التقارير المالية في المراقبة (Bushman and Smith, 2001)؛ واتساقًا مع هذه الحجة، وجد (Biddle and Hilary, 2006) كفاءة استثمارية عالية لشركات التقارير عالية الجودة لإنخفاض حساسية التدفق النقدي للاستثمار، وإن كان من المُحتمل أن تعكس قيود تمويلية أو فائض نقدي حسبما أشارت (Kaplan and Zingales, 2000; Fazzari et al., 2000).
 - ثالثها: لطالما أن المديرين على دراية أفضل من المستثمرين بأفاق الشركة *Firm's Prospects* فإنهم - وفقًا لمشكلة الاختيار العكسي *Adverse Selection* - سيحاولون تحديد وقت إصدارات رأس المال للمبالغة في سعر بيع الأوراق المالية - وهو ما عُرف بـ "*Lemon's Problem*" (Biddle et al., 2009)؛ وتساءلت معه دراسة (Baker et al., 2003) "*When Does the Market Matter?*" مُشيرةً إلى أنه إذا ما نجح المديرين في ذلك، فإنهم سيفرطون في استثمار مبالغ هذه الإصدارات؛ ورغم ذلك، فقد يستجيب المستثمرون بعقلانية من خلال تقنين رأس المال *Rationing Capital*، مما قد يؤدي لنقص الاستثمار (Biddle et al., 2009)؛ إلى الدرجة التي أوضح فيها (Myers and Majluf, 1984) من أنه قد يرفض المديرون جمع الأموال بسعر منخفض لتمويل المشروعات حتى لو على حساب تفويت فرص استثمارية جيدة.

٥- يعد "Akerlof" أول من أشار لمشكلة عدم التماثل في دراسته "*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*" في عام 1970 وذلك على سوق السيارات المستعملة في الولايات المتحدة، والتي تُعرف فيها السيارات القديمة بـ "*Lemons*"، فلدَى البائع - بعكس المشتري - معرفة كاملة بحالة السلعة، وبالتالي سيكون المشتري مستعداً لدفع سعر السيارة بأقل من تكلفتها، لنقص معلوماته للتحقق من جودتها، في حين يُقاوم المالكون للسيارات الجيدة بيعها بسعر أقل من تكلفتها.

وجدير بالذكر أن أهمية هذا العامل تزداد في ظل أن زيادة التدفق الحر يُعطي قدر أكبر من حرية التصرف الإداري وتكاليف وكالة أعلى (McKnight and Weir, 2009) بل وقيام الشركة بإعادة شراء أسهمها، وتنفيذ معاملات مع أطراف ذات صلة *Parties Transactions*، ومصادرة حقوق مساهمي الأقلية (Nekhili and Cherif, 2011)؛ وهو ما يؤثر سلبًا على الوضع المالي للشركة، مع انخفاض أسعار الأسهم (Nekhili et al., 2016; Richardson, 2006)؛ وما يزيد الأزمة هو احتمالية التلاعب بالأرباح لإخفاء استخدامها للأموال المتاحة (Leuz et al., 2003).

• تفاعل التجنب وفرص النمو على كفاءة استثمار التدفق الحر: " $TA * GO \rightarrow FCF_IE$ "

لطالما مثل التدفق الحر " FCF " المحك الأساسي في تأثير التجنب في البحث الحالي، وأن زيادة مستوياتها قد يدفع المديرين إلى اختيار سياسات استثمارية دون المستوى الأمثل؛ فإن الأمر لا يجب أن يكون معذولاً عن فرص النمو المتاحة؛ لاسيما مع زيادة حدة تعارضات المصالح في الشركات التي يزيد " FCF " عن فرص استثماراتها المربحة؛ ليكون وضعها مثير للقلق بالنسبة للمستثمرين.

وجدير بالذكر أن تأثيرات " FCF " بمشروعية فرص النمو كانت محل اهتمام بعض الأدبيات؛ فقد رَجَّحَ (Doukas et al., 2000) إمكانية اعتبار تكاليف الوكالة دالة لتفاعل فرص النمو والتدفق الحر، ليكون من المرجح أن تتباين فرص استثمار التدفق الحر ما بين إيجابية وسلبية المشروعات وفقاً لفرص الاستثمار المتاحة؛ لتُصَبِّح عملية التفاعل بين فرص النمو والتدفق الحر الناتج عن التجنب اقتراحاً هاماً لاشتراطات المسار " $TA \rightarrow FCF_IE$ "؛ ليوّدي ذلك إلى أحد احتمالين:

- أولهما: يزيد - بشكل محتمل طبعاً - تعرُّض الشركات ذات فرص النمو المنخفضة لتكاليف وكالة أعلى، وبالتالي تُهدر تدفقاتها الحرة في مشروعات سلبية القيمة الحالية (McKnight and Weir, 2009)؛ ليكون من المرجح حدوث فرط استثمار، وهو ما قد يُلحق الضرر بالمساهمين - الأقلية على الأقل - (Nekhili et al., 2016; Richardson, 2006)؛ ولعل ما يُفسر ذلك هو رغبة المديرين في تضخيم نمو الشركة *Inexorably Promote* لزيادة تعويضاتهم - فقد تَغَيَّرَت ثروة المدير التنفيذي بمقدار ٣,٢٥ دولار لكل ١٠٠٠ دولار تغيير في ثروة المساهمين لدى (Jensen and Murphy, 1990)؛ وهو ما تساعل معه (Blanchard et al., 1994) فيما سيفعله المديرين عندما تزيد لديهم نقدية قَدْرِيَّة مع عدم وجود فرص استثمارية جَدَّايَّة "*What do Firms do with Cash Windfalls?*" والتي يجب عليهم - في الأسواق المثالية - إعادة تلك الأموال لمُقدِّمها بسداد ديون، وزيادة توزيعات، أو إعادة شراء أسهم؛ وهو ما لا يحدث حيث يميل المديرين للاستثمار في مشروعات غير ذات صلة بسبب عدم تماثل المعلومات؛ وقد أشار (Gregory and Wang, 2013) إلى أن الركود المالي *Financial Slack* يدفع المديرين لهذا السلوك طالما سيؤد لهم مكافآت، مما يؤدي لظهور مشكلة وكالة حول عمليات الاستحواذ النقدي *Cash Takeovers*؛ في هذا الصدد وإخفاء الأداء المعاكس لهؤلاء المديرين، فقد ينخرطون في ممارسات انتهازية لإدارة الأرباح، وهو ما قد يأخذ أحد اتجاهين في الأدبيات ذات الصلة:

❖ يحدث الاتجاه الأول عندما يتلاعب المديرين بأرباحهم بشكل تصاعدي حسبما أشارت (Toume et al., 2020; Nekhili et al., 2016; Rusmin et al., 2014; Bukit and Iskandar, 2009; Chung et al., 2005 a) من استخدام الشركات ذات النمو المنخفض والتدفق الحر المرتفع للاستحقاقات التقديرية المتزايدة لتعويض الأرباح المنخفضة أو السلبية التي تصاحب حتماً الاستثمارات السلبية، أو لرغبة الشركات في الانخراط في السوق حفاظاً على قدرتها التنافسية؛ وتعتبر المراقبة الخارجية فعالة في ردع الانتهازية لدى (Jaggi and Gul, 2006).

❖ يحدث الاتجاه الثاني عندما يختار المديرون إدارة الأرباح التنازلية، وهو ما ظهر لدى (Chung et al., 2005 b) حيث الشركات ذات التدفق الحر العالي وفرص النمو الضعيفة ستعاني من مشكلة وكالة التدفق الحر، وترتبط بربحية منخفضة على المدى الطويل، وأن المديرين يستخدمون الاستحقاقات المتناقصة، رغبةً من المديرين في تحويل الأرباح لسنوات مقبلة عندما يصل تأثير الاستثمارات دون المستوى الأمثل إلى الأرباح، ويعمل المساهمون المؤسسيون على ردع المديرين عن استخدام تلك الاستحقاقات السلبية في هذه الحالة.

- ثاني الاحتمالين: ينخفض - بشكل محتمل أيضًا - تعرُّض الشركات ذات الفرص المرتفعة لمشكلة FCF ، حيث تتم إدارتها بشكل أفضل، وسيتم إنفاق تدفقها الحر على مشروعات ذات قيمة موجبة (Opler and Titman, 1993)؛ وتنخفض تكاليف وكالة FCF (Nekhili et al., 2016).

▪ المسار الثاني: كفاءة استثمار التدفق الحر ← قيمة الشركة " $FCF_IE \rightarrow FV$ " :

يعتبر التقييم سمة مشتركة لجميع الأنشطة المالية، ويلعب دورًا مهمًا في التخصيص الأمثل لرأس المال؛ ويعتبر تقييم الشركات أحد المفاهيم الاقتصادية الأكثر أهمية بل الأكثر تعقيدًا؛ وتعتبر كفاءة الاستثمار أحد العوامل الحاسمة لقيمة الشركة (Salehi et al., 2022)؛ وعلى الرغم من أن سعر السهم المرتفع يمثل قيمة أعلى للشركة، وهو ما قد يزيد من أرباح المساهمين، إلا أن مشكلة الوكالة قد تشكل عقبة لتحقيق ذلك (Suhadak et al., 2019).

في ضوء تأصيل المسار السابق " $TA*GO*MO \rightarrow FCF_IE$ " فإن الأمر قد يعكس على قيمة الشركة، والمُعبر عنه في البحث الحالي - رمزيًا - بالمسار " $FCF_IE \rightarrow FV$ "; لتكون القرارات الإدارية الاستثمارية من أهم محددات قيمة الشركة لتأثيرها على العوائد السوقية، والتدفقات المستقبلية (Sun, 2014)؛ بل أحد محددات النمو والمتعلق بالتخصيص الأمثل للموارد (Chen et al., 2017)؛ فتحسين كفاءة الاستثمار يقلل من تشويه الاستثمار، ويعني تمويل المشاريع ذات القيمة الحالية الإيجابية، وبالتالي زيادة قيمة الشركة (Salehi et al., 2022; Stein, 2003)؛ وعند حدوث تشويه للاستثمار وتنخفض كفاءته، فإن المعنويات الإدارية *Managerial Sentiment* قد تؤثر سلبيًا على القيمة (Chen and Lin, 2013)؛ وهو ما تم تأييده إمبريقياً من قِبَل بعض الأدبيات (على سبيل المثال: Huang and Yan, 2012; Salehi et al., 2022).

في هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أن العديد من الأدبيات ذات الصلة أصَلَّت لفكرة أن المسار " $FCF_IE \rightarrow FV$ " والمُتعلِّق باستجابة قيمة الشركة لكفاءة الاستثمار يعتمد على حالة متغيرات أخرى، ليعني الأمر أن كفاءة الاستثمار في حد ذاتها قد لا تُحدِّث الأثر على السوق المالية مالم تُقترن بأدوات تحتاج إليها السوق ليتمكن بها الحكم على مدى كفاءة الاستثمار من عدمه؛ وهو ما أظهرت معه دراسة (Salehi et al., 2022) الدور المُنظَّم للملكية المؤسسية واستقلالية مجلس الإدارة على علاقة كفاءة الاستثمار بالقيمة؛ كما يمكن لشركة قليلة الاستثمار مع رئيس تنفيذي يتمتع بمستوى أعلى من التفاؤل الإداري تحسين كفاءة الاستثمار، مما يزيد من القيمة (Salehi et al., 2022)؛ وهو ما بحثت معه دراسة (Chen and Lin, 2013) في علاقة التفاؤل الإداري وكفاءة الاستثمار وتقييم الشركة، وتشير نتائجها أن شركة قليلة الاستثمار مع رئيس تنفيذي يتمتع بمستوى أعلى من التفاؤل الإداري يمكن أن تُحسِّن كفاءة الاستثمار، مما يزيد من القيمة، ومع ذلك، عندما تميل الشركات لفرط الاستثمار، فإنه لا توجد أدلة كافية لإظهار أن الشركة التي لديها مستوى أقل من التفاؤل الإداري ستعمل بشكل فعال على تحسين كفاءة الاستثمار وزيادة القيمة بتقليل درجة الاستثمار المفرط.

في هذا الصدد يرى الباحثون أنه - واقعيًا - كل المستثمرين - الأفراد والمؤسسين - لا يمتلكون نفس المعلومات، وهو ما قد يُشوّه كفاءة الاستثمار عن طريق الحد من مقدرة الشركات على جمع التمويل اللازم (Stein 2003)؛ ولطالما أن عمليات استثمار التدفقات الحرة الناجمة عن التجنب قد تكون غير شفافة - بطبيعتها - لمشاركي السوق، لاسيما وأن هذا التعقيم قد يكون مطلوبًا لإخفاء هذه الأنشطة عن سلطات الضرائب حسبما أشار البعض (Balakrishnan et al., 2019; Hope et al., 2013)؛ فإن تلك الممارسات قد تكون غير قابلة للملاحظة تلقائيًا من قبل المساهمين (Desai and Dharmapala, 2009 b)؛ وهو ما يقترح معه الباحثون أن المسار المذكور - كفاءة استثمار التدفق الحر على القيمة - قد يتوقف على التماثلية المعلوماتية - حسبما سيتم اختباره - لأن الشركة قد تسمح لمشاركي السوق بمعلومات، وتتعمد حجب غيرها لاستخدامها في تحقيق عوائد غير طبيعية، أو لاعتقادها بأن تلك المعلومات قد تضر بمركزها التنافسي (Ravi and Hong, 2014)؛ ليعني ذلك أن كفاءة الاستثمار هنا مع زيادة التماثلية المعلوماتية قد يُحسن من مقدرة المشاركين في هذه الحالة على تقييم القرارات الاستثمارية، وبالتالي استجابة القيمة.

◀ المسار المباشر: التجنب الضريبي ← قيمة الشركة: $TA * IA * FR \rightarrow FV$

حيث قد تحدث استجابة مباشرة لقيمة الشركة وفقًا لتباين ممارسات التجنب الضريبي دون وجود متغيرات وسيطة؛ وهو ما يقترح معه الباحثون أن هذا الأثر قد يكون مشروطًا بمتغيرات مُنظمة - التماثلية المعلوماتية وسمعة الشركة في البحث الحالي -؛ وهو ما يتم تحليل منطقه كما يلي:

▪ الدور المنظم للتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر $TA * IA \rightarrow FV$:

قد تتعمد الشركة حجب - أو إتاحة - معلومات معينة عن - أو إلى - السوق - لتحقيق أهداف ذاتية، أو إدارة عوائدها غير الطبيعية، مما يؤثر سلبيًا على السوق؛ وفي ضوء ممارسات التجنب، فإن الأمر يعني أحد وجهتي نظر:

○ الأولى أن التجنب الضريبي يؤثر على التماثلية المعلوماتية:

جدير بالذكر أنه إذا ما تم إقرار وجهة النظر هذه، فلا يمكن اعتماد التماثلية المعلوماتية كمتغير منظم للبحث الحالي لأسباب منهجية، وهو ما أيدته بالفعل بعض الأدبيات، فقد أشار (Zheng, 2019) لتأثير درجة التجنب على كفاءة الاستثمار من خلال عدم تماثل المعلومات، وأوضح أن الوفورات الناتجة عن التجنب تعني زيادة التدفقات الحرة، وبالتالي زيادة عدم كفاءة الاستثمارات نتيجة المبالغة في الاستثمارات؛ كما استهدف (Chen et al., 2018) اختبار تأثير تحويل الدخل بدوافع ضريبية - كأحد ممارسات التجنب - على عدم التماثل، وتوصل لارتباط موجب بينهما، حيث تحويل الدخل يُخفي المصادر الحقيقية للأرباح، وهو ما يؤثر على تقييمات المستثمرين للأرباح المستقبلية، بالإضافة لتركز التأثير السلبي لتحويل الدخل في الشركات التي توقفت عن الإفصاح عن الأرباح الجغرافية.

○ الثانية: أن علاقة التجنب بالقيمة تتأثر بعدم التماثل:

وهي وجهة النظر المُعمّدة في البحث الحالي، حيث يرى الباحثون وجهة نظر مُغايرة لوجهة النظر السابقة، مُفادًا بأن الإدارة قد تتحكم بالتماثلية المعلوماتية لإخفاء - أو إتاحة إذا ما رغبت - بعض الممارسات عن - أو إلى - السوق؛ وهو ما يَنبُتُ معه وجهة النظر الأولى والدالة على تأصيل الاستجابة المنطقية للتماثلية المعلوماتية وفقًا لتباين ممارسات التجنب؛ ليصبح الأمر أنه إذا ما حققت الشركة تلك التماثلية فإن ممارسات التجنب تؤثر إيجابًا على قيمة الشركة؛ ويبرر الباحثون الدور المنظم للتماثلية هنا على المسار المباشر $TA \rightarrow FV$ بالنقاط التالية:

- من المرجح أن يُمارس المديرين سلوكًا انتهازيًا قصير الأجل، حيث يكون لديهم المقدرة على تغيير استراتيجيات التجنب، مع استخدامهم لعدم التماثل كأداة لممارسة التجنب بإخفاء الأرباح الفعلية، واستخدام هيكل مالي معقد، مما يجعلهم قادرين على تلك الممارسات (Chen and Lin, 2017).
 - غالبًا ما تكون أنشطة التجنب معقدة ومُبهمّة *Complex and Obfuscatory* بل تخلق درعًا مُحتملاً للانتهازية حسبما أشار (Desai and Dharmapala, 2009 b)؛ ف لدى شركات التجنب مخاطر معلومات وتعتيم أعلى لإخفائها عن السلطات؛ ويتجلى ذلك في تعمد زيادة السرية في أنشطة الإدارة، ليجعل الأرقام المُبلّغ عنها غير موثوقة؛ وهو ما تم تأييده لدى (Balakrishnan et al., 2009; Hope et al., 2013; Frank et al., 2009)؛ حيث يسعى مديرو هذه الشركات للحفاظ على عتامة الشركة؛ وهو ما يرى معه الباحثون أن الأمر ما قد ينعكس - إيجابًا أو سلبًا - على القيمة وفق حالة التماثلية المعلوماتية؛ وهو ما يحتمل التفسيرين التاليين:
 - ❖ أولهما: تخلق الطبيعة الغامضة للسوق المالية فرصًا لمديري التجنب للانخراط في أنشطة البحث عن الربح، مما يضر بقيمة المساهمين (Zhang et al., 2017)؛ والتي يمكن تجنبها بخلق بيئة معلوماتية شفافة لدى مشاركي السوق.
 - ❖ ثاني التفسيرين: زيادة تكاليف الوكالة بزيادة الوفورات الناتجة عن تلك الممارسات، والتي يمكن تخفيف تأثيرها السلبي بمزيد من شفافية المعلومات حسبما أشار (Chen et al., 2014).
 - في ظل عدم تحقق التماثلية المعلوماتية، تزيد تكلفة التمويل الخارجي عن الداخلي، لذا فإن الشركات تميل للتمويل باستخدام الأموال المؤلدة داخليًا (Asiri et al., 2020)؛ وهو ما يعني أنه مع تحقق التماثلية تنخفض تكاليف التمويل، وتقل فرص الانتهازية الإدارية في استغلال وفورات التجنب، وبالتالي الانعكاس على قيمة الشركة؛ وقد قدّم (Edwards et al., 2016) دليلًا على أنه يمكن استخدام التخطيط الضريبي كمصدر داخلي للتمويل لتمكين الشركات المتعثرة ماليًا من الوصول لمشاريع استثمارية جديرة بالاهتمام، وبالتالي، يمكن أن تكون عائدات التجنب بمثابة زيادة في القيمة، من خلال تنمية مواردها الداخلية.
- الدور المنظم لسمعة الشركة على المسار المباشرة "TA→FV":
- يمثل مفهوم سمعة الشركة التمثيل الإدراكي لأعمال الشركة السابقة وآفاقها المستقبلية الذي يصف مدى جاذبية الشركة، كما يمثل إشارة مهمة للجودة والتي تؤثر على عملية صنع القرار؛ ويعتبر أحد الاعتبارات الهامة في تقييم أصحاب المصلحة، خاصة عندما تكون المعلومات نادرة ومستوى عدم اليقين مرتفع، وهو ما يجعلها أمر بالغ الأهمية في تشكيل التصورات والاستجابات الأولية لمتخذي القرار، وبالتالي التأثير على أداء الشركة (Wei et al., 2017) بل إشارة معلوماتية هامة والتي يعتمد عليها أصحاب المصلحة (Bundy and Pfarrer, 2015; Rhee and Valdez, 2009).
- وقد حدد (Lange et al., 2011) ثلاثة أبعاد للسمعة، أولها، الإلمام بالمنظمة، بمعنى "أن تكون معروفًا *Being Known*"؛ ثانيها، المعتقدات حول ما يمكن توقعه من المنظمة في المستقبل وتصورات الأفضلية الشاملة للمنظمة، بمعنى "التفضيل العام *Generalized Favorability*"؛ ثالثها، الانطباعات حول تفضيل وتوقعات المنظمة ذات الصلة بجمهور محدد، بمعنى "أن يكون معروفًا بشيء *Being Known for Something*"؛ وقد أشار (Rindova et al., 2005) لبعدين، أولهما: تصورات أصحاب المصلحة للمنظمة باعتبارها قادرة على إنتاج سلع عالية الجودة؛ وثانيهما: مكانة المنظمة *Organizations' Prominence* في أذهان أصحاب المصلحة.

وقد تم دراسة متغير السمعة على نطاق واسع، باعتبارها أصلاً غير ملموس (Pfarrer et al., 2002) إلى الدرجة التي اعتبرها (Jones et al., 2010) أنها مستودع *Reputation as reservoir* يحافظ على القيمة في الأوقات السلبية؛ فرغم انخفاض سهم شركة "Tesla" بنحو ٣٠% بعد مقطع فيديو يظهر اشتعال النيران في طرازها "S-Model"، إلا أنها تعافت وحققت مستويات مرتفعة في غضون بضعة أشهر، كما تمكنت شركة "Apple" من استعادة عملائها في غضون أسابيع بعد أزمة العلاقات العامة التي اتهمت الشركة بالضمان التمييزي (Wei et al., 2017) *Discriminatory Warranty*.

ومن ناحية أخرى، يمكن أن تُشكّل السمعة الجيدة مسؤولة على الشركة وتؤدي لتفاقم التأثيرات السلبية لأزماتها، لأنها ستعاني من عقوبات السوق حال سحب منتجاتها (Rhee and Haunschild, 2006)؛ وتعد شركة "Volkswagen" مثالاً حياً لشركة ذات سمعة طيبة عانت من انتقادات وانخفاض أسعار أسهمها، بعد اتضح أن لديها فساد في اختبارات الانبعاثات؛ كما أدت حادثة ^(٦) "Melamine" لسقوط شركة "Sanlu" بين عشية وضحاها (Wei et al., 2017).

جدير بالذكر أن هذا التوتر النظري *Theoretical Tension* - حسبما عبّر (Wei et al., 2017) -، يسلط الضوء على الحاجة لفهم أفضل لتأثيرات السمعة على القيمة؛ وهو ما يقترح معه الباحثون - في سياق تأصيلهم لمتغيرات مُنظمة للمسار المباشر - إدراجها كأحد المتغيرات المنظمة؛ وذلك في ضوء أنها تعبر عن حسن نية الشركة *Enterprise Goodwill*، وأخلاقيات العمل (Kim et al., 2020) كأحد محددات تقييم الشركات (Choi, 2012)؛ وباعتبارها تمثيل مُدرك *Perceived Representation* لآفاق الشركة (Setiawan and Hermawan, 2018; Wei et al., 2017)؛ فالشركة التي تتمتع بسمعة جيدة بتقديم منتجات ذات قيمة ستَحظَى بتقدير من قبل السوق، ومن المتوقع أنها تستطيع إدارة المخاطر بكفاءة حسبما توصل (Kim et al., 2020) بل تشير إلى معلومات ذات صلة بالقيمة لإمكانية مقارنة الفعالية التنظيمية بها مع منافسيها؛ وهو ما توصلت معه (Hussainey and Salama, 2010) من أن الشركات ذات درجات السمعة البيئية المرتفعة تُظهر مستويات أعلى من ارتباط أسعار الأسهم بالأرباح مقارنة بغيرها؛ كما زادت استجابة أسعار الأسهم وفقاً للإضافات للمؤشرات الاجتماعية لدى (Ramchander et al., 2012).

في هذا الصدد وفي ظل ما قد يؤدي إليه التجنب من تكاليف غير ضريبية والإضرار بالسمعة نتيجة للدعاوى القضائية (Nafti et al., 2020)، وباستطلاع شركة ^(٧) "Harris Interactive" لآراء المستهلكين حول تصوراتهم للعلامات التجارية القِيَمَة؛ فقد دَعَمَت دراسة (Austin and Wilson, 2017) الفرضية القائلة بأن الشركات ذات العلامة التجارية القِيَمَة والأكثر تعرضاً لأضرار السمعة، ستخاطر في قدر أقل من التجنب الضريبي لتقليل التدقيق غير المرغوب فيه الذي قد يُضعف سمعتها، حيث وجدت ارتباطاً موجباً بين مقياس السمعة ومعدلات الضرائب الفعلية - كمقياس عكسي للتجنب -؛ وهو ما تَبَيَّن من التحليل التجريبي الذي قام به (Dyrenge et al., 2016) من ارتباط السمعة والتجنب سلباً؛ وتبين أيضاً من الاستقصاء الذي قامت به دراسة (Graham et al., 2014) حول دلالة إدراك الإدارة للسمعة، وإن كان لا يحتل هذا العامل المرتبة الأولى بين العوامل التي تفسر سبب عدم اعتماد الشركات لاستراتيجية التخطيط الضريبي.

٦- إحدى أزمات صناعة الأغذية في آسيا في عام ٢٠٠٨، حيث تورطت شركات الأغذية الصينية في زيادة نسبة البروتين في منتجاتها من الألبان وذلك بإضافة مادة *Melamine* لتبدو محتويات المنتجات عالية البروتين، واتسعت الأزمة عندما أصيب ما يقرب من ٣٠٠ ألف رضيع لمنتجات شركة *Sanlu* الصينية.

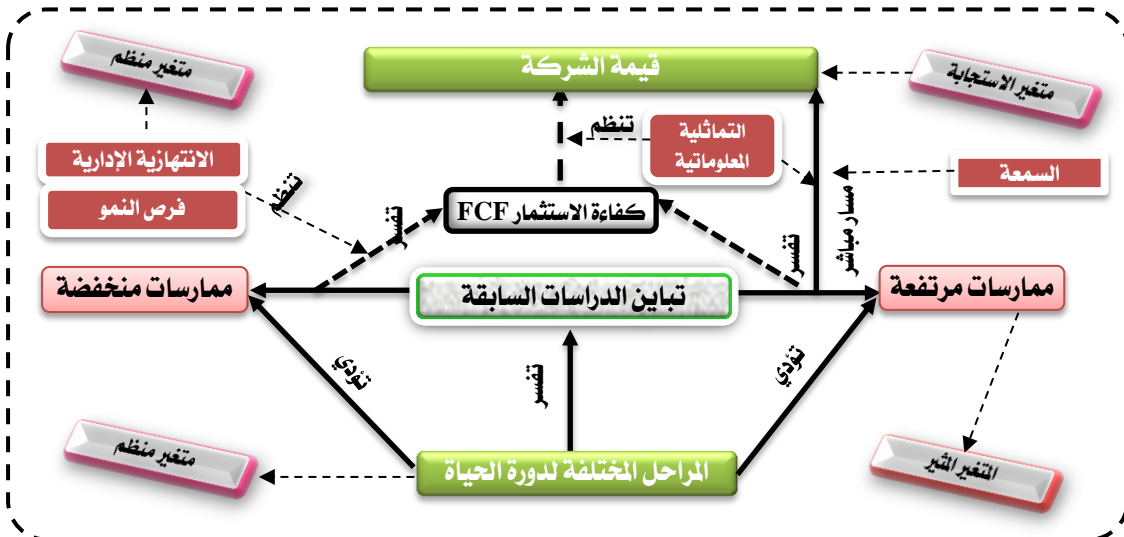
٧- شركة متخصصة في أبحاث السوق، وتعرف باسم "Harris Poll".

في هذا الصدد يقترح البحث أن تكون "السمعة" بمثابة إشارة للسوق بممارسات إدارية أخلاقية، ومن ثم إمكانية اعتبارها متغيراً منظمًا للمسار $TA \rightarrow FV$ ؛ وهو ما يرجع لنظريتين: أولهما: نظرية الإشارة *Signaling Theory* باعتبارها وصفًا هامًا للسلوك عندما يتمكن طرفان من الوصول لمعلومات مختلفة؛ فعادة، يجب على أحد الطرفين - تحديدًا المرسل - أن يختار ما إذا كان سيتم توصيل - أو الإشارة - بتلك المعلومات، وكيفية ذلك؛ وعلى الطرف الآخر - تحديدًا المتلقي - اختيار كيفية تفسير الإشارة (Connelly et al., 2011)؛ وتركز النظرية على زيادة فرصة الشركة من الحصول على التمويل، بناءً على الثقة التي تكتسبها من نشر تقاريرها والتي تظهر بصورة تدعم سمعة الشركة مما يولد انطباعًا بالثقة لدى المستثمرين وتدني مستوى الإحساس بالمخاطر تجاه التمويل؛ فالشركة التي تتمتع بقيادة اجتماعية جيدة تخلق إشارة بسمعة جيدة (Sun and Sari, 2020)؛ ومن ثم بممارسات جيدة للتجنب الضريبي - حسبما يُوصَل البحث الحالي -.

ثانيهما: نظرية الموارد *Resource Based Theory (RBT)* والتي طُرحت لأول مرة في عام ٢٠٠٩ من قبل "Penrose"، الذي اقترح نموذجًا للإدارة الفعالة لموارد الشركات، واستراتيجية التنوع، والفرص الإنتاجية، بل أول من اقترح تصور الشركة باعتبارها حزمة مُنسقة من الموارد لمعالجة كيفية تحقيق أهدافها وسلوكها الاستراتيجي؛ ولتوضيح الموارد التي لا يمكن تقليدها بشكل كامل والتي يمكن أن تكون مصدرًا للميزة التنافسية؛ لتصبح معه السمعة موردًا غير ملموس يُمكنه تحسين التدفقات المتوقعة وتقليل تقلبها حسبما أشار (Robinson et al., 2011).

فهل - إمبيريقيا - تتحقق صحة المزاعم النظرية السابقة - بالإطار الفلسفي السابق - بدلالة تباين ممارسات التجنب بتباين المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة؟ وهل هناك استجابة فعلية لقيمة الشركة لتلك الممارسات بالكيفية والاشتراطات السابقة؟

يعتبر ذلك محل اختبار البحث في القسم التالي، ويُخصّص الشكل التالي متغيرات الاختبار المختلفة.



شكل (١).....المتغيرات محل الاختبار

المصدر: الباحثون

المنهج الإمبريقي

أولاً: منهجية البحث:

■ دراسات سابقة واشتقاق فرضيات البحث:

• اشتقاق الفرضية الأولى: التجنب الضريبي خلال دورة حياة الشركة:

قدمت دراسة (Ariff et al., 2023) أدلة على انخراط الشركات في ممارسات التجنب الضريبي في أوقات الضائقات المالية الناجمة عن التحديات الاقتصادية لوباء "COVID-19"، وذلك على "38951" مشاهدة في 32 دولة خلال الفترة 2015-2020، باستخدام مؤشر "Z-Score" الذي وضعه "Altman" عام 1968 لقياس الضائقات المالية؛ واستخدام الفروق الضريبية الدفترية لقياس التجنب؛ وأظهرت النتائج أن الوباء يُعطي فرصاً أقل للشركات المتعثرة مالياً لمتابعة استراتيجيات التجنب، على الرغم من الحجج المُعَايرة لدى آخرين (Edwards et al., 2015; Richardson et al., 2016) والقائلة بانخراط تلك الشركات بقدر أكبر لتلك الممارسات، باعتبارها مصدرًا داخليًا للتمويل لتمكين الشركات من الوصول لمشاريع استثمارية جديرة بالاهتمام.

وقد بحثت دراسة (Gabrielli and Greco, 2023) في كيفية تأثير التخطيط الضريبي على احتمالية التخلف المالي في مراحل مختلفة من دورة حياة الشركة "FLC"، باستخدام نموذج "Dickinson, 2011"، وذلك على 90790 مشاهدة في السوق الأمريكية للفترة 1989-2016، وأظهرت النتائج انخفاض تعرض شركات التخطيط الضريبي للتخلف عن السداد بمرحلتى التقديم والانحدار، بعكس مرحلتى النمو والنضج واللنين زاد بهما احتمالية التخلف عن السداد، وأن الشركات الناشئة والمتدهورة تستخدم الموارد الناتجة من التخطيط الضريبي بكفاءة لتلبية احتياجاتها، بعكس الشركات الناضجة، والتي يتولد بها ركود في الموارد، ويضعف لديها الانضباط الإداري، ويزيد بها المخاطر التي تهدد السمعة.

وقد هدفت دراسة (Irawan and Afif, 2020) إلى معرفة ما إذا كانت ممارسات التجنب تختلف عبر "FLC" أم لا؛ وذلك على 555 مشاهدة لشركات بورصة إندونيسيا "BEI" في الفترة 2012-2016، حيث قد توفر الاختلافات في خصائص الاستراتيجية والبيئة والفرص والموارد المتاحة في كل مرحلة حوافز مختلفة للمديرين لتجنب الضرائب، وإن كان توصلت إلى أن "FLC" لا ترتبط بسلوك الشركات في تلك الممارسات.

وفي ذات السياق، وبناتج مُعَايرة، هدفت دراسة (Abbas et al., 2018) تقييم العلاقة بين "FLC" مقيسةً بنموذج "Dickinson, 2011" - وممارسات التجنب - بمقياسي "GAAP_ETR" و "LETR"، وذلك على 100 شركة من إجمالي 443 شركة بالقطاع غير المالي ببورصة باكستان للفترة 2008-2015؛ وأشارت نتائجها إلى أنها مُتَّفَقة مع منظور نظرية "RBT" من حيث تباين ممارسات التجنب خلال تلك المراحل؛ حيث تميل الشركات لممارسة التجنب في المرحلة التمهيديّة، ومرحلتى التذبذب والانحدار؛ ومن غير المرجح المشاركة في تلك الممارسات بمرحلتى النمو والنضج؛ ليعني الأمر انخفاض حافز الشركات للانخراط في ممارسات التجنب في المراحل المستقرة لتدفق الأرباح، وأكثر تحفيزاً للقيام بذلك عند هلاكها الوشيك حسبما عبّرت الدراسة؛ وهو ما يتفق مع دراسة (Mangoting and Onggara, 2019) والتي هدفت لمعرفة ديناميكيات تنفيذ ممارسات التجنب - مقيسةً ETR - عبر "FLC" - مقيسةً بنمط التدفقات -، وذلك على 56 شركة اندونيسية لفترة 8 سنوات (448 مشاهدة)، وأشارت إلى أنه كجزء من استراتيجية الشركات، فإن قرار التجنب سيأخذ في الاعتبار تخصيص الموارد عبر "FLC"، حيث مشاركة الشركات إيجابياً لتلك الممارسات

في مرحلتي التقديم والتراجع، وسلبياً مع نموها ونضجها؛ وفي نفس الاتجاه اختبرت دراسة (Hasan et al., 2017) فيما إذا كانت "FLC" تُفسر ميل الشركات للانخراط في تجنب الضرائب أم لا، باستخدام نموذج "Dickinson, 2011"، على بيانات للشركات الأمريكية للفترة ١٩٨٧-٢٠١٣، وتوصلت إلى ارتباط ممارسات التجنب إيجابياً بمرحلتي التقديم والتراجع، وسلبياً بمرحلتي النمو والنضج، وأظهر التحليل نمطاً على شكل حرف U لممارسات التجنب عبر "FLC".

← تقييم ما تم عرضه من دراسات سابقة:

في ضوء نتائج الدراسات السابقة، يخلص الباحثون لما يلي:

- لطالما تباينت ممارسات التجنب لدى العديد من الأدبيات كَمَلَحَظِ أول، إلى الدرجة التي أثرت معها تلك الممارسات إيجابياً على الأسواق - على عكس المتوقع وحسبما تم تأصيله آنفاً عند عرض المشكلة وسيتم سرده في اشتقاق الفرضية الثانية - كملحظ ثانٍ؛ فإن الأمر يعني حتمية دراسة محددات الأول، وتفسيرات الآخر، والتي مَثَلَتْ فيها - حسبما تم تأصيله - مراحل دورة الحياة إحدى المتغيرات المُفْتَرَحَة لمعرفة أسباب تباين تلك الممارسات بين الشركات والفترات، ليعني ذلك:
- ضرورة دراسة ممارسات التجنب في البيئة المصرية خلال تلك المراحل، لمعرفة دلالتها - من عدمه - بكل مرحلة؛ لاسيما مع تباين الرغبة الإدارية في تحمل المخاطر، والتي قد توفر حوافز إدارية متباينة لتجنب الضرائب، ولعل هذا ما يمثل احد إسهامات البحث من خلال استخدام نموذج "Dickinson, 2011".
- في ضوء البند السابق، يمكن صياغة الفرضية الرئيسية الأولى، وفرضياتها الفرعيتين كما يلي:

جدول (١): الفرضيات من (١:٢)

فرضية رئيسية	
نظرياً	١- تتباين ممارسات التجنب الضريبي في البيئة المصرية بتباين دورة حياة الشركة
رياضياً	" $TA \sim BTD, CETR_t \# TA \sim BTD, CETR_{t+n}$ "
الفرضياتان الفرعيتان	
نظرياً	١/١- تتباين الفروق الضريبية الدفترية في البيئة المصرية بتباين دورة حياة الشركة
رياضياً	" $TA \sim BTD \# TA \sim BTD_{t+n}$ "
نظرياً	١/٢- يتباين معدل الضريبة الفعلي النقدي في البيئة المصرية بتباين دورة حياة الشركة
رياضياً	" $TA \sim CETR_t \# TA \sim CETR_{t+n}$ "
تعبّر "t" عن كل مرحلة من المراحل الخمس، بينما تعبر "t+n" عن باقي المراحل بحد أقصى خمس مراحل (n=1→5).	

- لطالما أثرت ممارسات التجنب إيجابياً على الأسواق - كما تم تأصيله فلسفياً سابقاً وسيتم سرده أدبياته في الفرضية الثانية -، فإن الأمر يتطلب التحقق من مدى جدوى تلك الممارسات في السوق المصرية من عدمه، وهو ما يتم من خلال متغير قيمة الشركة كأحد متغيرات الاستجابة المحتملة في هذا الصدد.
- في ضوء النقطة السابقة - ممارسات التجنب كَمُحَدَد للقيمة -، وفي ضوء تمثيل تلك الممارسات كأحدى الممارسات الداخلية، والقيمة - متغير الاستجابة هنا - كأحدى المتغيرات الخاضعة لقوى خارجية، فإن الأمر يستدعي حتمية عدم الاكتفاء بتأصيل فرضية التجنب كَمُحَدَد للقيمة، بل يجب تأصيل كيفية إحداث ذلك التأثير؛ ليوّدي ذلك بالباحثين إلى تأصيل الفرضة التالية.

• اشتقاق الفرضية الثانية: (ممارسات التجنب الضريبي ← قيمة الشركة): "TA→FV"

اختبرت دراسة (Guedrib and Marouani, 2023) التأثير التفاعلي للتجنب الضريبي والمخاطر الضريبية *Tax Risk* على قيمة الشركة، وذلك على ٢٩٠ مشاهدة في البورصة التونسية للفترة ٢٠٠٨-٢٠٢٠، وأظهرت النتائج تأثير تلك الممارسات إيجابياً على القيمة، في حين سلبية تأثير المخاطر في هذا الصدد بل تُخَفِّف هذه المخاطر من التأثير الإيجابي للتجنب على القيمة، ليعني ذلك ضرورة أن يُؤخَذ التجنب بالتزامن مع المخاطر عند دراسة تأثيره على القيمة، فالمستثمرون يُفَيِّمون سلبيًا التجنب عالي المخاطر؛ وفي ذات النقطة وبِعيْنَة أمريكية بحث (Drake et al., 2019) فيما إذا كانت المخاطر تؤثر على تقييم المستثمر هنا *"Does Tax Risk affect Investor Valuation of Tax Avoidance?"* وباستخدام معدل الضريبة الفعلي *ETR* لقياس التجنب، وتقلبه لقياس المخاطر، توصلوا إلى أن المستثمرين يُفَدِّرون إيجابياً ممارسات التجنب، مع سلبية تقديرهم للمخاطر التي تُخَفِّف من التقييم الإيجابي للتجنب.

وعلى ١٨٠٨٧ مشاهدة في الفترة ١٩٨٦-٢٠١٥، ركَّز (Jacob and Schutt, 2020) على تحليل استجابة قيمة الشركة لممارسات التجنب، وتَبَيَّن ارتباط بُعْدَيْن من أبعاد التجنب - تحديداً: عدم اليقين ومعدلات الضرائب المستقبلية المتوقعة - بشكل مشترك بالقيمة؛ وعلى ١٠٥ شركة أوروبية للفترة ٢٠٠٥-٢٠١٢ اختبر (Ftoui and Dabboussi, 2019) التأثير المُنظَّم لمجلس الإدارة على علاقة التخطيط الضريبي بالقيمة، وتوصلا لعلاقة أساسية موجبة، وأن استقلالية المجلس، وتنوعه، وازدواجية رئيسه لها تأثير سلبي في هذا الصدد؛ وعلى ٤٢١٠٧ مشاهدة في ٤٦ دولة للفترة ٢٠٠١-٢٠١٠ بحث (Tang, 2019) في كيفية إدراك المستثمرين لسلوك التجنب في بيئة دولية، وتوصل لموجبة علاقة التجنب بالقيمة - مقيسة بـ *"Tobin's Q"*، وتَضَعَف هذه العلاقة في البلدان التي تَضَعَف بها الحوكمة، ويرتفع بها الفساد، بينما يُعزِّز التجنب من القيمة في البلدان المتقدمة؛ كما توصل (Wilson, 2009) إلى تحقيق شركات المأوى الضريبي ذات الحوكمة القوية لعوائد موجبة غير طبيعية، ليكون الإيواء الضريبي أداة لخلق الثروة في الشركات ذات الإدارة الجيدة. وعلى النقيض، فقد أصَلَّت أدبيات أخرى لفكرة أن التجنب يمكن أن يؤدي لتكاليف قد تتجاوز فوائد التوفير منه، مما قد يؤدي لتدمير القيمة؛ فمن خلال استخدام تحليل المسار، ونَمُدْجَة المعادلات الهيكلية *Structural Equation Modeling*، وعلى ٧٦٥١ مشاهدة بالسوق الصينية للفترة ٢٠٠٤-٢٠١٢ اختبر (Zhang et al., 2017) علاقة التجنب بالأداء المالي والقيمة السوقية، وتوصل لعلاقة مباشرة سلبية بين التجنب والقيمة، وفَسَّر ذلك بأن الطبيعة الغامضة للسوق تخلق فرصاً لمديري التجنب للانخراط في أنشطة البحث عن الربح، مما يضر بقيمة المساهمين، ومع ذلك، وجدت الدراسة علاقة غير مباشرة موجبة بينهما من خلال نمو الشركات وربحيتهما، ليكون التجنب نشاطاً ذا قيمة مضافة، من خلال تعزيز الإشراف الداخلي والمَقْدِرَة الإدارية؛ وهو ما يتفق مع (Akbari et al., 2019) والتي أشارت لفعالية المَقْدِرَة الإدارية في هذا الصدد؛ وفي ذات السوق، اختبر (Chen et al., 2014) علاقة التجنب مقيسة بـ *"BTD, ETRs"* بالقيمة على ٤١٠٤ مشاهدة للفترة ٢٠٠١-٢٠٠٩، وتوصل إلى أن التجنب يُزِيد من تكاليف الوكالة ويقلل من القيمة، ليعني ذلك تفاعل المستثمرين سلبيًا مع التجنب، مع إمكانية تخفيف ذلك بمزيد من الشفافية.

وعلى ١٤٣٢ مشاهدة برازيلية توصلت دراسة (Santa and Rezende, 2016) إلى سلبية علاقة التجنب - مقيسة بـ *BTD* - بالقيمة - مقيسة بـ *Tobin's Q*، وأن الحوكمة تلعب دوراً مهماً في التخفيف من تدمير القيمة؛ وهو ما يتفق مع (Yee et al., 2018) على ٨٢ شركة ماليزية، حيث تقلل سلوك التجنب للقيمة، بسبب تكاليف تلك الممارسات المرتفعة، وأن الحوكمة لها تأثير

منظم في هذا الصدد؛ وفي المملكة المتحدة، وعلى الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧، برزت دراسة (Abdulwahab and Holland, 2012) سلبية علاقة التجنب بالقيمة بأنه عند وجود عدم تماثل معلومات بين المديرين والمساهمين فيما يتعلق بالتخطيط الضريبي، فإن ذلك يمكن أن يُسهل على المديرين تحقيق مصالحهم الخاصة، وذلك باستخدام تسويات معدل الضريبة الفعلي *ETR* وفقاً للمعيار الدولي رقم ١٢، وأن إدراج الحوكمة يمكن أن تُخفف من آثار عدم التماثل؛ وقد توصل (Hanlon and Slemrod, 2009) إلى رد فعل سوقي سلبي تجاه كشف الشركات عن استراتيجيات التخطيط الضريبي، حيث يشعر المستثمرون بالقلق إزاء إمكانية الجمع بين هذه الاستراتيجيات والتلاعب بالأداء، مع انخفاض سلبية رد الفعل لشركات الحوكمة الأقوى، وذلك في الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٤ على ٦٢٩٣ مشاهدة.

وعلى ٢٢٧٦ مشاهدة بسوق أندونيسيا خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٦، ومن خلال *Fixed Effect Method* توصل (Saragih, 2017) إلى انخفاض ممارسات التجنب، مع عدم وجود تأثير لها - مقيسةً بـ *ETR* - على قيمة الشركة - مقيسةً بسعر السهم لقيمتها الدفترية - وفُسّر ذلك باحتمالين: أولهما: أن شركات العينة لا تستخدم التجنب كأداة لزيادة قيمة شركاتها، ثانيهما: لم يعد المستثمرون يُقدرون التجنب كبديل لزيادة القيمة نظراً للمخاطر المستقبلية التي يُحتمل مواجهتها من الشركة، مع استغلال بدائل محاسبية أخرى - بخلاف التجنب - لتمويل أصولها، والتي لا يصاحبها تأثير على القيمة؛ وفي نفس الاتجاه توصل (Desai and Dharmapala, 2009 a) لعدم تأثير التخطيط الضريبي على القيمة، في حين إيجابية التأثير مع وجود حوكمة قوية.

وباستخدام تحليل المسار لـ ٩٢ شركة إندونيسية، اختبر (Nugroho and Austia, 2017) علاقة التجنب بالقيمة بتوسيط متغير الملكية المؤسسية، للفترة ٢٠١٣-٢٠١٦، وتوصلاً لتأثير الملكية المؤسسية على التجنب، وعدم تأثيرها على القيمة؛ مع تأثير استقلالية المجلس والتجنب على القيمة؛ وأن التجنب لا يتوسط علاقة الملكية المؤسسية بالقيمة؛ وقد توصل (Brooks et al., 2012) لتأثر القيمة سلباً بالتجنب في ظل زيادة فترة خدمة المراجع، مما يعني تمثيل طول فترة المراجعة كعلامة على ضعف استقلالية المراجع، ويُنظر السوق إيجابياً للتناوب الإلزامي للمراجع.

وفي البيئة المصرية تناول (Abdelfattah and Aboud, 2020) علاقة التجنب بالحوكمة والإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية، مع دراسة تأثير الإفصاح هنا على عوائد السوق، وباستخدام ٦٤ شركة للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٦، قَدِّمَت الدراسة أدلة على ارتباط التجنب إيجابياً بالإفصاح الاجتماعي، وأن الشركات التي لديها مجالس إدارة أكثر تطوراً - مقيسةً بوجود أفراد من العائلة والأعضاء الأجانب - تُوفّر المزيد من الإفصاح الاجتماعي، وبالتالي عوائد أسهم أكبر.

وفي إطار تأصيل تباين تأثيرات التجنب؛ فقد عمل (Cao et al., 2021) على دراسة علاقة التجنب بمخاطر الشركات باستخدام عينة موسعة من الشركات الأمريكية والصينية، واستناداً لعينة الولايات المتحدة، توصل إلى أن انخفاض *ETR* يرتبط بارتفاع تقلب عوائد الأسهم، مما يدعم فكرة مواجهة شركات التجنب لمخاطر أعلى؛ وهو ما يتماشى مع (Badertscher et al., 2012; Hasan et al., 2014; Rego and Wilson, 2012)؛ ومع ذلك، واستناداً لعينة الشركات الصينية، فإن استراتيجيات التجنب تؤدي لتقليل المخاطر، وهذه العلاقة الإيجابية موجودة في المقام الأول بين الشركات الصينية المملوكة للدولة، مما يسלט الضوء على الاختلافات في السيطرة والحوافز الإدارية والبيئات التنظيمية بين الشركات المملوكة للدولة وغيرها؛ وهو ما يتماشى مع (Blaylock et al., 2020) حيث يتصرف المستثمرون كما لو أن الدخل الخاضع للضريبة يحتوي على معلومات حول الأداء المستقبلي، من خلال تقديم دليل على وجود ارتباط إيجابي مع عوائد الأسهم؛ وهو ما يتماشى مع اتجاه دراسة (Guenther et al., 2017 b).

← تقييم ما تم عرضه من دراسات سابقة للمسار " $TA \rightarrow FV$ ":

في ضوء نتائج الدراسات السابقة، يخلص الباحثون لما يلي:

- عدم استقرار الأدلة البحثية حول تأثير ممارسات التجنب على قيمة الشركة، ليعني الأمر أن هذا التأثير قد يكون مرهوناً بعوامل أخرى مُنظمة له، وهو ما يعتبر أحد إسهامات البحث الحالي.
- عدم تناول الأدبيات في اختباراتها لكيفية إحداث الأثر - رغم أهمية اختبارها كما تم التأصيل آنفاً - فلا توجد دراسة عربية أو أجنبية - على حد علم الباحثين - قامت بتحليل مُتكامِل للعلاقة السببية بين التجنب والقيمة، بل اكتفت الأدبيات بدراسة مسارات متفرقة لتلك العلاقة - كل على حدة - وهو ما سيحققه البحث الحالي بالتكامل بين المتغيرات الوسيطة والمنظمة في نموذج متكامل.
- في ضوء البند السابق، يتم تنفيذ نموذج البحث خلال مراحل الشركة، وهو ما لم يلق اهتماماً إمبريقياً أيضاً - على حد علم الباحثين - من قِبَل الأدبيات ذات الصلة، لِشَاهِمِ نتائج البحث الحالي في توعية العديد من الأطراف بطبيعة ممارسات التجنب خلال تلك المراحل، وهو ما يُزيد من فعالية قراراتهم.
- ناقشت الأدبيات علاقة التجنب بالقيمة من وجهات نظر مختلفة، إلا أنه من منظور الاستراتيجية المالية، يمكن القول بأنها تجاهلت - إمبريقياً طبعاً - أخذ التدفق الحر في الاعتبار، مع تجاهل حقيقة أن الاستثمار الفعال يمكن أن يُعزز من استجابة القيمة للتجنب، ليكون البحث الحالي نقطة انطلاق لبحث شامل في هذا الصدد من منظور جديد - الكيفية والشروط -.

في ضوء التقييم السابق، يقترح الباحثون أن تكون كفاءة استثمار التدفقات النقدية الحرة الناتجة عن التجنب متغير وسيط للمسار ($TA \rightarrow FV$)، وهو ما سيتم تأصيله في البنود التالية.

● كفاءة استثمار التدفق الحر كمتغير وسيط في علاقة التجنب بالقيمة: ($TA \rightarrow FCF_{IE} \rightarrow FV$)

جدير بالذكر أن هذا المسار يحتوي على مسارين، يمكن تأصيلهما كما يلي:

○ أولهما: مسار (التجنب ← كفاءة استثمار التدفق الحر): ($TA \rightarrow FCF_{IE}$)

أشارت دراسة (Green and Kerr, 2022) على عينة دولية - بالسوق الأمريكي وخارجه - للفترة ١٩٩٣-٢٠١١، زيادة احتمالية استثمار الشركات لوفورات الضرائب - مقيسةً بـ $CETR$ - لاسيما في دول الحوكمة الضعيفة، أو استخدامها لإعادة شراء أسهم بدلاً من توزيعها، إلا أنها لم تقدم أدلة على كفاءة استخدامها؛ وعلى ١٩٠٦٦٣ مشاهدة في السوق الأمريكي للفترة ١٩٩٣-٢٠١٦ توصلت دراسة (Asiri et al., 2020) لارتباط التجنب - مقيساً بـ " $CETR$ " - بعدم كفاءة الاستثمار والمقيس بالفرق بين الاستثمار الحقيقي - والمُعَبَّر عنه بنسبة إجمالي نفقات رأس المال للقيمة الدفترية للأصول - والاستثمار المتوقع - مقيساً بمتوسط استثمار الصناعة -، وذلك من خلال متغيرات "سهولة قراءة التقارير $Financial Statement Readability$ ، وقابليتها للمقارنة، والمنافسة في سوق المنتجات"، وأن خفض معدل الضريبة الفعلي - زيادة التجنب - بـ ١٪ أدى لزيادة الاستثمار بـ ٢,٥١٪ للشركات التي تفرط في الاستثمار، وأوضحت الدراسة أن المديرين كارهي المخاطرة والمُهْتَمِينَ بحياتهم المهنية قد يتجنبون المشاريع المحفوفة بالمخاطر - قد تكون مثالية -، إذا أدركوا أنها ستُعَرِّض رفايتهم للخطر مما يؤدي لاحتمالية نقص الاستثمار؛ وفي ذات البيئة وبمقارنة الشركات الأمريكية متعددة الجنسيات بالمحلية، للفترة ١٩٨٧-٢٠١٥، وبجزم مشاهدات تراوح من ٣٢٨٥٣ إلى ٥٠٠٧٠ مشاهدة، توصلت (Guenther et al., 2017 a) إلى أن الشركات متعددة الجنسيات غير المقيدة مالياً تستثمر تقريباً كل التدفقات التي يُحررها التجنب، بعكس المقيدة والتي تدخر كل ذلك تقريباً، وأن هذه النتائج أقل وضوحاً للشركات المحلية.

وفي ذات الاتجاه، اختبر (Zheng, 2019) علاقة التجنب بكفاءة الاستثمار، من خلال عدم تماثل المعلومات في السوق الصينية للفترة 2009-2018، على قاعدتي بيانات "WIND" و"CSMAR"، وأوضحت النتائج أن التجنب يؤدي لتفاقم درجة عدم التماثل، وزيادة التدفقات الحرة، وتشويه عقود الحوافز، وزيادة مشاكل الوكالة، وانخفاض كفاءة الاستثمار نتيجة المبالغة في الاستثمارات؛ وعلى 10039 مشاهدة اتفق (Ding, 2019) مع ذلك، حيث توصل على قاعدة بيانات CSMAR، لانخفاض كفاءة الاستثمار مع زيادة التجنب من منظور عدم التماثل وصراع الوكالات؛ وقد اختبر (Bailing and Rui, 2018) تأثير التجنب على حساسية التدفق النقدي للاستثمار "Shanghai and Shenzhen Stock Investment Cash Flow Sensitivity Exchanges" للفترة 2009-2015، وتوصلا إلى أن شركات التجنب المرتفع - مقيسًا بـ BTD - لديها حساسية عالية للتدفق النقدي للاستثمار، مع الميل لفرط الاستثمار؛ وقد أشار (Mayberry, 2012) إلى أن الشركات التي تعاني من ترشيد رأس المال بسبب الاختيار السيئ تعتمد على الموارد الداخلية للتمويل بسبب تكلفة التمويل الخارجي، وهو ما يمكن أن يوفر معه التجنب تدفقات إضافية قد تؤدي لتفاقم مشاكل المخاطر الأخلاقية في شكل استثمار زائد؛ وهو ما يتفق مع (Richardson, 2006) والذي توصل إلى أنه بما يتفق مع تفسيرات الوكالة، فإن فرط الاستثمار يتركز في الشركات التي تتمتع بأعلى مستوى للتدفق الحر، وأن بعض هياكل الحوكمة تعمل على تخفيف فرط الاستثمار.

وفي اتجاه مغاير، فقد تساءل (Blaylock, 2016) عما إذا كانت ممارسات التجنب ترتبط باستخراج الإيجارات ذات الأهمية الاقتصادية، وذلك على 12396 مشاهدة لاختبارات الأداء، وعدد 10355 مشاهدة لاختبار الاستثمار في السوق الأمريكية، وتم الحصول على البيانات من موقعي "BEBCHUK; COMPUSTAT"، ولم تجد الاختبارات أي دليل على أن أنشطة التجنب ترتبط بشكل إيجابي إما بالإفراط في الاستثمار أو بسياسة استثمار دون المستوى الأمثل، ولم تجد أي دليل على أن قانون "Sarbanes-Oxley" يُخفف من العلاقة بين الأداء المستقبلي والتجنب، لتتوافق هذه النتائج مع وجهة النظر القائلة بتعزيز نشاط التجنب للقيمة.

← تقييم ما تم عرضه من دراسات سابقة للمسار "FCF IE → TA":

في ضوء نتائج الدراسات السابقة، يخلص الباحثون لما يلي:

- تباين الأدبيات في استنتاج مدى حساسية الاستثمار لتدفق التجنب الحر، حسبما تم سرده؛ فالمستوى الأعلى من التجنب قد يرتبط بارتفاع حساسية الاستثمار للتدفق النقدي، مع الميل لفرط الاستثمار، نتيجة لوفورات التجنب، وذلك لدى البعض؛ في حين احتمالية تجنب المديرين كارهي المخاطرة للاستثمار المحفوف بالمخاطر - قد يكون مثالي -، إذا أدركوا أنها ستعرض رفاهيتهم للخطر - بالتالي نقص استثمار الوفورات -؛ بالإضافة لعدم وجود علاقة لدى آخرين.
- وجود منظور مختلف للتجنب بخلاف انتهازيته - وهو ما تم تأصيله آنفًا، وسيستنتج البحث لاحقًا في الجزء الإمبريقي لمعرفة الوضع الراهن بالسوق المصرية كأحد اسهامات البحث -، ليعني الأمر احتمالية توقف استجابة كفاءة استثمار التدفق الحر على تصنيف تلك الممارسات.
- في سياق النقطتين السابقتين، فإن الأمر يعني احتمالية عدم ثبات دلالة المسار "FCF IE → TA" في كل الأحوال، وهو ما يجعل من تكرار إخضاع ذات المسار للاختبار في نموذج البحث أمرًا غير ذات دلالة مالم يُقترن بدراسة المتغيرات الحاكمة له؛ وفي ضوء فرضية تحكّم سمات المديرين التنفيذيين ومدى انتهازييتهم من عدمه في طبيعة ممارسات التجنب، وتمثيل فرص النمو كأحد العوامل الهامة للاستثمارات، فإن البحث يوصلهما - الانتهازية الإدارية وفرص النمو - في البند التالي كمتغيرين مُنظّمين للمسار المذكور.

- تأصيل كفاءة استثمار تدفق التجنب الحر في ظل الانتهازية: " $TA*MO \rightarrow FCF_{IE}$ "

لم يتوصل الباحثون - على حد علمهم - لأي دراسة تناولت - إمبريقياً طبعاً - هذا المسار؛ لاسيما - ومن باب تأصيل فرضية المسار الحالي - أن إتاحة النقدية بعد تمويل المشروعات المربحة، وعدم توزيعها يُمثل مصدرًا لتضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين حسبما أشارت دراسة (Nekhili et al., 2016) على ٧٨٩ مشاهدة فرنسية للفترة ٢٠٠١-٢٠١٠، والتي سلّطت الضوء على السلوك الانتهازي في ظل وجود تدفقات حرة، لينخرط المديرون في ممارسات تصاعديّة لإدارة ربح، مع وجود دور رقابي للحوكمة في هذا الصدد؛ وهو ما بحث معه (Choi, 2012) في أخلاقيات العمل *Company Business Ethics* كأحد محددات تقييم الشركات، وأشار للعلاقات السببية بين الالتزام الأخلاقي ومقاييس المخاطر، مع سلبية الارتباط بين الالتزام بالأخلاقيات والتكلفة الضمنية لرأس المال؛ وقد أشار (Desai and Dharmapala, 2009 b) إلى أن التجنب يؤدي لزيادة قيمة الشركات ذات الإدارة الأفضل، ولا يرجع هذا لميل شركات الإدارات الضعيفة لتبديد أي نشاط مؤد للقيمة قد ينخرطون فيه، ولكن لأن أنشطة التجنب المُعقّدة والمُبهمّة تخلق درعًا مُحتملاً للانتهازية.

في هذا الصدد يرى الباحثون أن السلوك الانتهازي للمديرين - وما إذا كان يتلاعبون بالتقارير لإظهار أداء أفضل على المدى القصير، والتضحية بالشركة على المدى الطويل - تمثل أحد المتغيرات الحاكمة في تصنيف ممارسات التجنب - انتهازية أم نفعية - من ناحية بل أحد المُحدّات الموجهة لكفاءة الاستثمارات من ناحية أخرى؛ فالانتهازية تدفع - بمنطق الأمور - المديرين للاستثمار بشكل غير مربح لتعديل تخصيص الموارد لتحقيق مكاسب ذاتية لهم حسبما أشار (Tulcanaza-Prieto and Lee, 2022; Kuang, 2022; Harvey et al., 2004)؛ ومن ثم احتمالية الاستثمار في مشروعات سلبية القيمة الحالية (Biddle et al., 2009)؛ لاسيما مع انخفاض المراقبة على عمليات التمويل الداخلي - بعكس الخارجي الذي يُخضع المديرين لمراقبة مقدمي الأموال *Capital providers* - مما يؤدي لفرط الاستثمار من أجل "بناء الإمبراطورية" حسبما أشار (Biddle and Hilary, 2006)؛ وقد يحدث العكس - نقص الاستثمار - عندما يتخلى هؤلاء المديرون عن استثمارات القيمة الإيجابية، خوفاً من تعرض رفاهيتهم للخطر (Asiri et al., 2020)؛ لتمثل عملية "استجابة كفاءة استثمار تدفق التجنب الحر أمرًا متوقفاً على طبيعة ممارسات الإدارة - انتهازية أم غير ذلك" إحدى الفرضيات البحثية الواجب إخضاعها للاختبار الإمبريقي -.

- تأصيل كفاءة استثمار تدفق التجنب الحر في ظل فرص النمو: " $TA*GO \rightarrow FCF_{IE}$ "

رغم إن الباحثين لم يتوصلوا - على حد علمهم - لأي دراسة تناولت - إمبريقياً - هذا المسار؛ إلا أن اختبار تأثير " FCF " - كأحد استجابات التجنب - ومشروطية فرص النمو تعتبر محل اختبار البحث، ومن باب تأصيل فرضية المسار الحالي، واستناداً للفرص الاستثمارية التي قد تنشأ، فإن وضع " FCF " قد يكون مثيراً للقلق المساهمين؛ لاسيما وأنه يمكن اعتبار تكاليف الوكالة دالة لتفاعلهما - فرص النمو والتدفق الحر - (Doukas et al., 2000)، ليكون من المرجح أن يتباين استثمار " FCF " ما بين إيجابية وسلبية المشروعات حسب فرص النمو المتاحة؛ فالشركات التي تُدار في ظل فرص نمو منخفضة تكون - بشكل محتمل طبعاً - أكثر عرضة لتكاليف وكالة أعلى، وقد تُهدر تدفقاتها الحرة في مشروعات سلبية القيمة الحالية (McKnight and Weir, 2009)؛ وقد أشار (Gregory and Wang, 2013) إلى أن الركود المالي *Financial Slack* يحث المديرين على توليد مكافآت مما يؤدي لظهور مشكلة وكالة مُحتملة حول عمليات الاستحواذ النقدي *Cash Takeovers*، مما قد يُنشئ مشكلة فرط استثمار مع غياب فرص النمو الجيدة، وهو ما يُلحق الضرر بالمساهمين - الأقلية على الأقل - (Nekhili et al., 2016).

وتأصيلاً للفرضية، فقد أشارت دراسة (Toumeh et al., 2020) إلى أن شركات النمو المنخفض والتدفق الحر المرتفع ستختار إدارة أرباح تصاعديّة لإخفاء الأرباح المنخفضة المُستَمَدّة من الاستثمارات سالبة القيمة الحالية، مع فعالية الدور المنظم للجنة المراجعة المستقلة في هذا الصدد؛ وهو ما أكد عليه (Rusmin et al., 2014) في بورصة اندونيسيا، ماليزيا، وسنغافورة للفترة ٢٠٠٥-٢٠١٠، حيث ميل مديري تلك الشركات إلى استخدام خيارات زيادة الدخل - باستثناء اندونيسيا - وأن مراجعي الحسابات الأربعة الكبار يخفون من ذلك؛ وهو ما يتفق أيضًا مع نتائج (Chung et al., 2005 a) وذلك على ٢٢٥٧٦ مشاهدة للفترة ١٩٨٤-١٩٩٦، وأن مراجعي الجودة العالية والمساهمين المؤسسيين يساهمون في ردع الانتهازية؛ وإن كان هناك احتمالية لممارسة إدارة أرباح تنازلية عندما يبدأ التأثير السلبي للاستثمار دون الأمل في الظهور حسبما أشار (Chung et al., 2005 b) مع رَدع المساهمين المؤسسيين للمديرين في هذا الصدد.

وقد أشارت (Jaggi and Gul, 2006) إلى أن مديري تلك الشركات - نمو منخفض وتدفق حر مرتفع - يستثمرون في مشاريع سالبة القيمة الحالية، وهو ما يؤدي لانخفاض قيمة الشركات، وأن المديرين سيحاولون التخفيف ذلك بالإبلاغ عن أرباح أعلى من خلال الاستحقاقات، وأن الذين يمكن أن يوفر آلية مراقبة للتخفيف من مشكلة التدفق الحر، فمع الذين المرتفع سيكون لدى شركات التدفق الحر مستويات أقل من الاستحقاقات مقارنة بغيرها؛ وفي نفس الاتجاه وعلى ١٠١ شركة أسبانية، أكدت نتائج دراسة (Alonso et al., 2005) على أهمية الديون وأرباح الأسهم من حيث خلق القيمة من خلال إظهار علاقة سلبية بين القيمة وكل من الرافعة المالية وتوزيعات الأرباح في ظل وجود فرص نمو، وتصبح هذه العلاقة موجبة عندما لا يكون لدى الشركات فرص استثمارية مربحة؛ وجدير بالذكر أن هناك العديد من الأدبيات تناولت متغيرات منظمة أخرى لتلك العلاقة - التجنب وكفاءة الاستثمار -، فقد اختبرت دراستي (Khurana et al., 2018; Park et al., 2015) المَقْدرة الإدارية.

○ ثاني المسارين: كفاءة استثمار تدفق التجنب الحر ← القيمة: "FCF_{IE}→FV"

على ١٧٧ شركة في بورصة طهران للفترة ٢٠١٤-٢٠٢١، توصلت دراسة (Salehi et al., 2022) لتأثير كفاءة الاستثمار على قيمة الشركة - مقيسة بـ *Tobin's Q* - مع دور مُنظم للملكية المؤسسية واستقلالية مجلس الإدارة؛ وأن الملكية المؤسسية واستقلالية مجلس الإدارة ينظمان هذا التأثير؛ وعلى ١٧٠٤ مشاهدة في السوق الصينية للفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩ اختبرت دراسة (Huang and Yan, 2012) علاقة هيكل المساهمة بكفاءة الاستثمار وقيمة الشركة في السوق الصينية، حيث الشركات المملوكة للدولة تحصل على المزيد من الموارد الانتمائية، ومن ثم حدوث فرط استثمار، وهو ما يجعل قيم شركاتهم أسوأ.

وقد أصَلَّت العديد من الأدبيات لفكرة أن دلالة المسار الحالي "FCF_{IE}→FV" يتوقف على حالة متغيرات أخرى؛ وهو ما أشارت معه دراسة (Salehi et al., 2022) للملكية المؤسسية واستقلالية مجلس الإدارة كمتغيرين مُنظَّمين له؛ وأشارت دراسة (Chen and Lin, 2013) على عينة ٧٨٩٠ مشاهدة للفترة ١٩٩٢-٢٠٠٩ إلى التفاؤل الإداري كمتغير منظم، لتكون الشركة قليلة الاستثمار مع مدير تنفيذي ذو تفاؤل إداري مرتفع يمكن أن تحسّن من كفاءة الاستثمار، مما يزيد من قيمة الشركة، ومع ذلك، عندما تميل الشركة لفرط الاستثمار، فإنه لا توجد أدلة كافية لإظهار أن الشركة التي لديها مستوى أقل من التفاؤل الإداري ستعمل بشكل فعال على تحسين كفاءة الاستثمار وزيادة القيمة بتقليل درجة الاستثمار المفرط.

في هذا الصدد يرى الباحثون، أنه - واقعيًا - فإن كل المستثمرين لا يمتلكون نفس المعلومات، وهو ما قد يُشوّه كفاءة الاستثمار عن طريق الحد من مقدرة الشركات على جمع التمويل اللازم (Stein 2003)؛ ولطالما أن عمليات استثمار التدفقات الحرة الناجمة عن التجنب قد تكون غير شفافة - بطبيعتها - لمشاركي السوق، لاسيما وأن هذا التعيم قد يكون مطلوبًا لإخفاء هذه الأنشطة عن السلطات حسبما أشار (Balakrishnan et al., 2019; Hope et al., 2013)؛ فإن تلك الممارسات قد تكون غير قابلة للملاحظة تلقائيًا من قبل المساهمين (Desai and Dharmapala, 2009 b)؛ وهو ما يقترح معه الباحثون أن المسار المذكور - كفاءة استثمار التدفق الحر على القيمة - قد يتوقف على التماثلية المعلوماتية، لأن الشركة قد تسمح للسوق بمعلومات، وتتعمد حجب غيرها لاستخدامها في تحقيق عوائد غير طبيعية، أو لاعتقادها بأنها قد تضر بمركزها التنافسي (Ravi and Hong, 2014)؛ ليعني ذلك أن كفاءة الاستثمار هنا مع زيادة التماثلية المعلوماتية قد يُحسن من مقدرة المشاركين على تقييم القرارات الاستثمارية، وبالتالي استجابة قيمة الشركة.

في ضوء التأسيس الفلسفي للمسارات السابقة، يمكن صياغة فرضية البحث الرئيسية الثانية والثالثة، وفرضياتهما الفرعيتين كما يلي:

جدول (٢): الفرضيات من (٢ : ٣)

فرضيتان رئيسيتان:	
نظريا	ف٢: تتوقف استجابة قيمة الشركة لممارسات التجنب الضريبي من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على الانتهازية الإدارية وفرص النمو والتماثلية المعلوماتية
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR_{it}} * MO * GO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it}$
نظريا	ف٣: يتباين توقف استجابة قيمة الشركة لممارسات التجنب من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على الانتهازية الإدارية وفرص النمو والتماثلية المعلوماتية بتباين مراحل دورة حياة الشركة
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR_{it}} * MO * GO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it} \# TA_{\sim BTDCETR_{it+n}} * MO * GO_{it+n} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it+n} \rightarrow FV_{it+n}$
فرضيات فرعية:	
نظريا	ف٢١: تتوقف استجابة قيمة الشركة للفروق الضريبية الدفترية من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على الانتهازية الإدارية وفرص النمو والتماثلية المعلوماتية
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR_{it}} * MO * GO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it}$
نظريا	ف٢٢: يتباين توقف استجابة قيمة الشركة للفروق الضريبية الدفترية من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على الانتهازية الإدارية وفرص النمو والتماثلية المعلوماتية بتباين مراحل دورة حياة الشركة
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR_{it}} * MO * GO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it} \# TA_{\sim BTDCETR_{it+n}} * MO * GO_{it+n} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it+n} \rightarrow FV_{it+n}$
نظريا	ف٣١: تتوقف استجابة قيمة الشركة لمعدل الضريبة الفعلي النقدي من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على الانتهازية الإدارية وفرص النمو والتماثلية المعلوماتية
رياضيا	$TA_{\sim CETR_{it}} * MO * GO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it}$
نظريا	ف٣٢: يتباين توقف استجابة قيمة الشركة لمعدل الضريبة الفعلي النقدي من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على الانتهازية الإدارية وفرص النمو والتماثلية المعلوماتية بتباين مراحل دورة حياة الشركة
رياضيا	$TA_{\sim CETR_{it}} * MO * GO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it} \# TA_{\sim CETR_{it+n}} * MO * GO_{it+n} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it+n} \rightarrow FV_{it+n}$
تعبير "t" عن كل مرحلة من المراحل الخمس، بينما "t+n" عن باقي المراحل بعد أقصى خمس مراحل (n=1→5)	

• اشتقاق الفرضية الثالثة: المسار المباشر: استجابة القيمة للتجنب بمشروطية التماثلية المعلوماتية والسمعة:

$$"TA*IA*REP \rightarrow FV"$$

○ تأصيل تفاعل التجنب مع التماثلية المعلوماتية على قيمة الشركة:

استهدف (Chen et al., 2018) اختبار تأثير تحويل الدخل بدوافع ضريبية - كأحد ممارسات التجنب - على عدم تماثل المعلومات، وذلك على ٢٢٠٩٧ مشاهدة للشركات متعددة الجنسيات بالولايات المتحدة للفترة ١٩٩٥-٢٠١٢، وتوصل لارتباط موجب في هذا الصدد، حيث تحويل الدخل يُخفي المصادر الحقيقية للأرباح، وهو ما يؤثر على تقييمات المستثمرين للأرباح المستقبلية، بالإضافة لتركز التأثير السلبي لتحويل الدخل في الشركات التي توقفت عن الإفصاح عن الأرباح الجغرافية؛ وفي ذات السوق وعلى ٢٣٤٧٥ مشاهدة للفترة ١٩٩٩-٢٠١١، أشار (Chen and Lin, 2017) إلى أن عدم التماثل - مقياساً بتغطية المحللين الماليين - يُوفر فرصة أكبر للإدارة لممارسة التجنب، ليمارس المديرين سلوكاً إنتهازياً قصير الأجل ويتجنبون الضرائب بشكل أكثر قوة مع زيادة عدم التماثل، حيث يكون لديهم المقدرة على تغيير استراتيجيات التجنب بسرعة، أي أن الإدارة تستخدم عدم التماثل كأداة لممارسة التجنب مثل إخفاء أرباحها الفعلية، واستخدام هيكل مالي معقد خاصة في الشركات متعددة الجنسيات مما يجعلها قادرة على ممارسة التجنب، وتوصلت إلى ارتباط عكسي بين تغطية المحللين والتجنب وطردى بين عدم التماثل والتجنب.

وقد اختبرت دراسة (Rezaei and Ghanaeenejad, 2014) على ١٠٠ شركة مسجلة بسوق إيران للفترة ٢٠١٠-٢٠٠٢ تأثير تفاعل غموض التقارير المالية مع التجنب على قيمة الشركة، وتشير النتائج إلى أن الشركات الشفافة التي من المحتمل أن تواجه مشكلات أقل حدة في الوكالة تتجنب المزيد من الضرائب مقارنةً بنظيراتها الغامضة، فبشكل عام، تشير هذه الدراسة إلى أن أنشطة التجنب الضريبي تقلل من قيمة الشركة، خاصة بالنسبة للشركات الأكثر شفافية.

وفي السوق الصينية، اختبر (Chen et al., 2014) علاقة التجنب مقياساً بـ *BTD, ETRs, ETR_D* بالقيمة على ٤١٠٤ مشاهدة للفترة ٢٠٠١-٢٠٠٩، وتوصل إلى أن التجنب يُزيد من تكاليف الوكالة ويقلل من القيمة، مع إيجابية تأثير الشفافية في التقليل من علاقة التجنب بالقيمة، يعني ذلك تفاعل المستثمرين سلباً مع التجنب، مع إمكانية تخفيف ذلك بمزيد من الشفافية.

وفي المملكة المتحدة، توصل (Abdulwahab and Holland, 2012) لسلبية علاقة التجنب بقيمة الشركة في الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٧، مبررةً ذلك بأنه عند وجود عدم تماثل معلومات بين المديرين والمساهمين فيما يتعلق بالتخطيط الضريبي، فإن ذلك يمكن أن يُسهل على المديرين تحقيق مصالحهم الخاصة، وذلك باستخدام تسويات معدل الضريبة الفعلي *ETR* وفقاً للمعيار الدولي رقم ١٢، وأن إدراج تدابير الحوكمة يمكن أن يُخفف من الآثار المحتملة لعدم التماثل.

○ تأصيل تفاعل التجنب مع السمعة على قيمة الشركة:

في ظل ما قد يؤدي إليه التجنب من الإضرار بالسمعة بين أصحاب المصالح نتيجة لتعرضها للدعاوى القضائية (Nafti et al., 2020)، وباستطلاع شركة *"Harris Interactive"* لآراء المستهلكين حول تصوراتهم للعلامات التجارية القِيَمَة، فقد دَعَمَت دراسة (Austin and Wilson, 2017) الفرضية القائلة بأن الشركات ذات العلامات القِيَمَة والأكثر تعرضاً لأضرار السمعة بين المستهلكين ستخترط في قدر أقل من التجنب لتقليل التدقيق غير المرغوب فيه الذي قد يُضعف سمعة الشركة، كما وجدت ارتباطاً إيجابياً بين مقياس السمعة ومعدلات الضرائب الفعلية النقدية - كأحد المقاييس العكسية للتجنب -، وقد تم تفسير ذلك بأنه كلما زاد التعرض للسمعة، انخفض التجنب لأن

وسائل الإعلام والسلطات الضريبية لا ترغب في التدقيق؛ وهو ما تبين من التحليل التجريبي الذي قام به (Dyrenge et al., 2016) من أن تكلفة السمعة والتجنب مرتبطان سلبًا، بسبب عناصر المراقبة العامة لموقع الشركات التابعة في المملكة المتحدة؛ وهو ما تبين من الاستقصاء الذي قامت به دراسة (Graham et al., 2014) حول دلالة إدراك الإدارة للسمعة، حيث تبين أن ٦٩% من المديرين التنفيذيين يدركون دلالة سمعة الشركة؛ وإن كان لا يحتل هذا العامل المرتبة الأولى من حيث الأهمية بين جميع العوامل التي تفسر سبب عدم اعتماد الشركات استراتيجيات محتملة للتخطيط الضريبي.

في هذا الصدد يقترح البحث أن تكون "السمعة" بمثابة إشارة للسوق بممارسات إدارية أخلاقية، ومن ثم إمكانية اعتبارها متغيرًا منظمًا للمسار $TA \rightarrow FV$ ؛ وهو ما يرجع لنظريتين: - أولهما: نظرية الإشارات *Signaling Theory*، والتي تركز على زيادة فرصة الشركة من الحصول على التمويل، بناءً على الثقة التي تكتسبها من نشر تقاريرها الداعمة لسمعتها، مما يولد انطباعًا بتدني مستوى الإدراك بالمخاطر تجاه التمويل؛ ليخلق تمتع الشركة بقيادة اجتماعية جيدة إشارة بسمعة جيدة (Sun and Sari, 2020)؛ ومن ثم بممارسات جيدة للتجنب الضريبي حسبما يقترح البحث.

- ثانيهما: نظرية الموارد *Resource Based Theory* باعتبار الشركة حزمة مُنسقة من الموارد، وتصبح معه السمعة موردًا غير ملموس يُمكنه تحسين التدفقات المتوقعة وتقليل تقلبها حسبما أشار (Robinson et al., 2011).

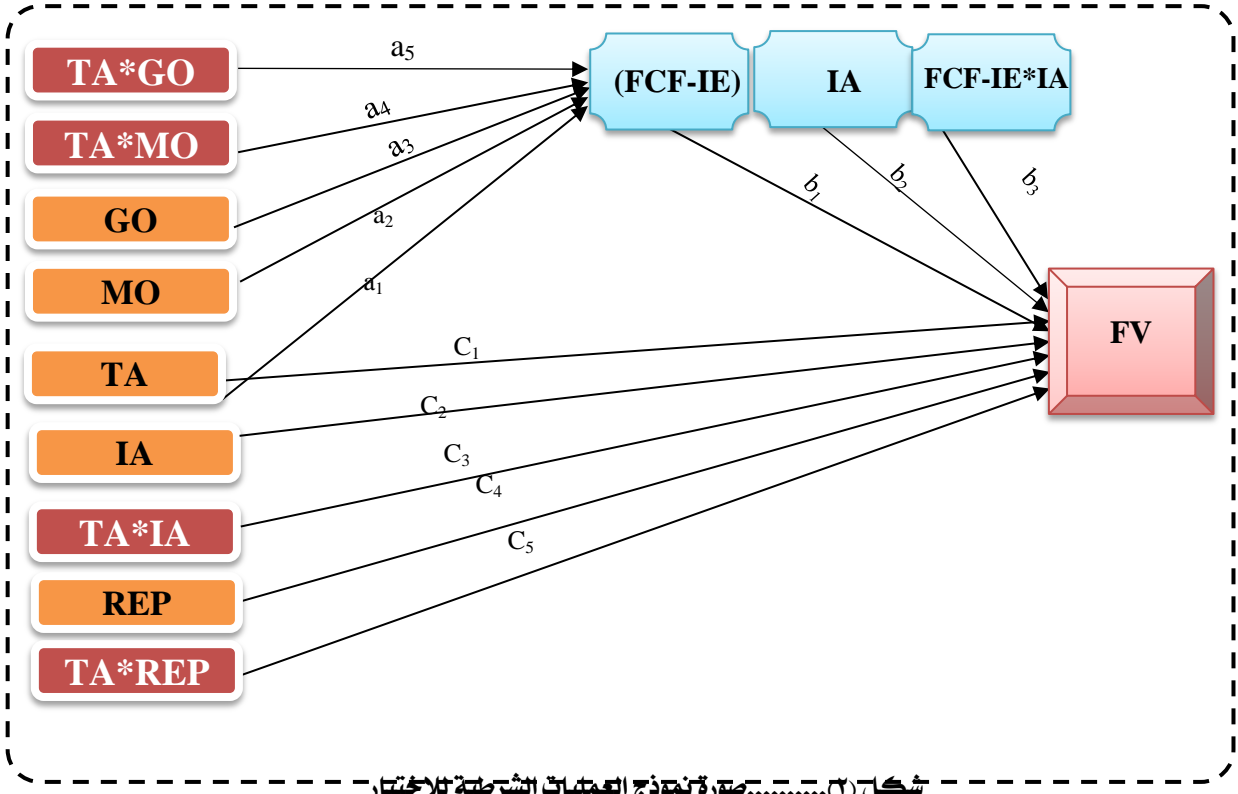
بالاعتماد على ما عرض، يمكن صياغة الفرضيتين الرئيسيتين -الرابعة والخامسة- وفرضياتهما الفرعيتين كما يلي:

جدول (٣): الفرضيات من (٤ : ٥)

فرضيتان رئيسيتان:	
نظريا	ف٤: "من المتوقع وجود تأثير لسمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر لعلاقة التجنب الضريبي بقيمة الشركة"
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR} * IA * REP_{it} \rightarrow FV_{it}$
نظريا	ف٥: "يتباين تأثير سمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر لعلاقة التجنب الضريبي بقيمة الشركة بتباين مراحل دورة حياة الشركة"
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR} * IA * REP_{it} \rightarrow FV_{it} \# TA_{\sim BTDCETR} * IA * REP_{it+n} \rightarrow FV_{it+n}$
فرضيات فرعية:	
نظريا	ف٤/١: "من المتوقع وجود تأثير لسمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر لعلاقة الفروق الضريبية الدفترية بقيمة الشركة"
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR} * IA * REP_{it} \rightarrow FV_{it}$
نظريا	ف٤/٢: "يتباين تأثير سمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر لعلاقة الفروق الضريبية الدفترية بقيمة الشركة بتباين مراحل دورة حياة الشركة"
رياضيا	$TA_{\sim BTDCETR} * IA * REP_{it} \rightarrow FV_{it} \# TA_{\sim BTDCETR} * IA * REP_{it+n} \rightarrow FV_{it+n}$
نظريا	ف٥/١: "من المتوقع وجود تأثير لسمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر لعلاقة معدل الضريبة الفعلي النقدي بقيمة الشركة"
رياضيا	$TA_{\sim CETR} * IA * REP_{it} \rightarrow FV_{it}$
نظريا	ف٥/٢: "يتباين تأثير سمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر لعلاقة معدل الضريبة الفعلي النقدي بقيمة الشركة بتباين مراحل دورة حياة الشركة"
رياضيا	$TA_{\sim CETR} * IA * REP_{it} \rightarrow F_{it} \# TA_{\sim CETR} * IA * REP_{it+n} \rightarrow FV_{it+n}$
تعبير "t" عن كل مرحلة من المراحل الخمس، بينما "t+n" عن باقي المراحل بحد أقصى خمس مراحل (n=1→5)	

▪ صيغة نماذج البحث والقياس الإجرائي لمتغيراته:

يعرض الشكل التالي نموذج العمليات الشرطية لاختبار مسارات البحث الحالي:



المصدر: الباحثون

ويمكن التعبير عن النموذج السابق بشكل رياضي مع قياساتها الإجرائية في الجدول التالي:

جدول (٤) نماذج البحث والقياس الإجرائي لمتغيراتها

الصيغة الرياضية لنماذج البحث									
Hayes and Rockwood, 2019	$FV = i_{FV} + c_1 TA + c_2 IA + c_3 TA * IA + c_4 REP + c_5 TA * REP + b_1 FCV.IE + b_2 IA + b_3 FCV.IE * IA + b_m + e_y$							الأول	
	$= i_{FV} + (c_1 + c_3 TA) IA + c_2 IA + (c_4 + c_5 TA) REP + (b_1 + b_3 IA) FCV.IE + b_2 IA + e_y$							الثاني	
	$FCF.IE = i_{FCV.IE} + A_1 TA + A_2 MO + A_3 TA * MO + A_4 GO + A_5 TA * GO + e_{m1}$							الدلالة	
الأثر غير المباشر المشروط <i>Conditional indirect effect</i> للمتغير المستقل (<i>TA</i>) على المتغير التابع (<i>FV</i>) من خلال المتغير الوسيط (<i>FCF.IE</i>) = $(A_1 + A_3 MO + A_5 GO) (b_1 + b_3 IA)$ ؛ أما الأثر المباشر المشروط <i>Conditional direct effect</i> للمتغير (<i>TA</i>) على المتغير (<i>FV</i>) = القيمة هو $(c_1 + c_3 TA) IA + (c_4 + c_5 TA) .REP + (b_1 + b_3 IA) FCV.IE$									
القياس الإجرائي للمتغيرات									
المتغيرات المنظمة									
المصدر	نوع الإشارة في كل مرحلة							مراحل	دورة حياة الشركة
Dickinson, 2011	التدهور		التذبذب		النضج	النمو	التقديم	متغيرات	
	-	-	+	+	-	+	-	CFO	
	+	+	+	+	-	-	-	CFI	
	-	+	-	+	-	+	+	CFE	
الباحثون	$R_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 EM_{it} + \alpha_2 EPS_{it} + \alpha_3 EM * EBS_{it} + \varepsilon_{it}$							قياس النموذج	الانتهازية الإدارية
	حيث يتم قياس EM بنموذج "Jones" المعدل:								
	$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \beta_0 \left[\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right] + \beta_1 \left[\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right] + \beta_2 \left[\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right] + \varepsilon_{i,t}$							القياس	
	يتمثل حجم الاستحقاقات الاختيارية ($DAC_{i,t}$) بالباقي إحصائياً من تقدير معاملات النموذج (ε_{it})؛ ويتم تقدير (TAC) عن طريق خصم التدفقات التشغيلية من صافي الدخل قبل البنود غير العادية.								
	0 (انتهازية)			1 (عدم انتهازية)			القيمة	الدلالة	
	$\alpha_3 > 0$			$\alpha_3 \leq 0$			التصنيف		
	تم الاعتماد على نسبة النمو في الأرباح؛ عن طريق الفرق بين نصيب السهم من صافي الربح قبل البنود غير العادية والاستثنائية للشركة (i) في السنة (t) ونصيبه في السنة ($t-1$) مقسومة على نصيب السهم من القيمة الدفترية لحقوق الملكية في السنة ($t-1$).							فرص النمو	
	$(EBS_{it} - EBS_{it-1}) / BV$								
	0 (فرص منخفضة)			1 (فرص مرتفعة)			القيمة		
	النسبة > وسيط العينة			النسبة ≤ وسيط العينة			التصنيف		
0			1			القيمة	سمعة الشركة		
عدم الإدراج في المؤشر			الإدراج في مؤشر "EGX"			التصنيف			
(السعر عند أعلى طلب - السعر عند أدنى عرض) / [(السعر عند أعلى طلب + أدنى عرض) / ٢]							المقياس	التمائل المعلوماتي	
نافذة إحدى عشر يوماً، لتمثل التغير في المتوسط للخمسة أيام التالية لنشر التقارير عن سابقتها.							الطريقة		
المتغير التابع									
القيمة السوقية لحقوق الملكية مضافاً إليها القيمة الدفترية للديون / القيمة الدفترية لإجمالي الأصول.							Tobines Q	قيمة الشركة	
المتغير المستقل									
الفرق = (الدخل المحاسبي - الدخل الخاضع للضريبة) / إجمالي الأصول ويقاس الدخل الخاضع للضريبة بنسبة مصروف الضريبة الحالية لمعدل الضريبة الاسمي							الفرق الضريبية الدفترية	ممارسات التجنب الضريبي ^(٨)	
$BTD_{it} = \beta_0 + \beta_1 EM_{it} + \varepsilon_{it}$									
يتم الاعتماد على بواقي النموذج لتتقنية المقياس من التأثيرات الأخرى لإدارة الربح							معدل الضريبة الفعلي	النقدى	
ضريبه الدخل المدفوعة نفداً / الدخل قبل الضريبة (المقياس الرئيسي للتجنب حسبما أشار (Asiri et al., 2020)؛ فالمعدل المنخفض يعني مستوى أعلى من التجنب									

٨- تتسم فترة الدراسة بمعدلات ضريبية مختلفة نتيجة إجراء تعديلات على قانون ٢٠٠٥/٩١؛ لذا فقد اعتمد الباحثون على معدل ٢٠% في عام ٢٠١٠؛ وفي عام ٢٠١١ معدل ٢٠% حتى عشرة ملايين جنيه؛ ومعدل ٢٥% على ما أكثر عن ذلك؛ ومعدل ٢٥% من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٤؛ مع ضريبة إضافية ٥% إذا زادت الأرباح عن مليون جنيه وذلك في عام ٢٠١٤؛ ومعدل ٢٢,٥% بعد ذلك؛ وذلك وفقاً للتعديلات التي أجريت على القانون في هذا الصدد.

المتغير الوسيط			
الباحثون	$FCF_{it} = \beta_0 + \beta_1 Dumy_{i,t-1} + \beta_2 Sal\ Grow_{it-1} + \beta_3 dumy_{i,t-1} * Sal\ Grow_{i,t-1} + e_{i,t}$		
	FCF	صافي التدفقات التشغيلية مطروحاً منها النفقات الرأسمالية والتوزيعات) مقسوماً على إجمالي الأصول	النموذج
	Sal Grow	معدل نمو المبيعات = (مبيعات الفترة t - مبيعات الفترة $t-1$) / مبيعات الفترة $t-1$	
	Dumy	متغير وهمي: (1) إذا كان معدل النمو سالب، (0) لخالف ذلك	
	تعبير البواق عن المستوي الأمثل للاستثمار، فكلما انخفضت قيم الخطأ كلما دل على كفاءة الاستثمار.		
	الدالة	الضمانة	
	١	٢	٣
	إفراط في الاستثمار	كفاءة في الاستثمار	نقص في الاستثمار
التعريف بالمتغيرات			
الرمز	المعنى	الرمز	المعنى
CFO _{it}	صافي التدفقات التشغيلية للشركة I خلال الفترة t.	CFI _{it}	صافي التدفقات الاستثمارية للشركة I خلال الفترة t.
CFF _{it}	صافي التدفقات التمويلية للشركة I خلال الفترة t.	EBS _{it}	ربحية السهم للشركة I خلال الفترة t.
EM _{it}	إدارة الربح للشركة I خلال الفترة t.	IA _{it}	عدم التماثل للشركة I خلال الفترة t.
BV _{it}	القيمة الدفترية للشركة I خلال الفترة t.	Sales _{it}	المبيعات خلال الفترة t.
Sal Grow _{it-1}	معدل نمو المبيعات للشركة I خلال الفترة t-1.	TAC _{it}	اجمالي الاستحقاقات للشركة (I) خلال الفترة t.
DAC _{it}	الاستحقاقات الاختياري للشركة (I) خلال الفترة t.	ΔREC _{it}	التغير في المدينين للشركة (i) خلال الفترة t.
ΔREV _{it}	التغير في إيرادات الشركة (i) خلال الفترة t.	R _{it}	العوائد السوقية
PPE _{it}	اجمالي الآلات والمعدات والتجهيزات للشركة j للفترة t.	β, α a, b, c	معاملات الانحدار
FCF _{it}	التدفقات النقدية الحرة	e	الخطأ العشوائي

ويمكن توضيح تفاصيل بعض القياسات الواردة بالجدول السابق كما يلي:

• مقياس دورة حياة الشركة:

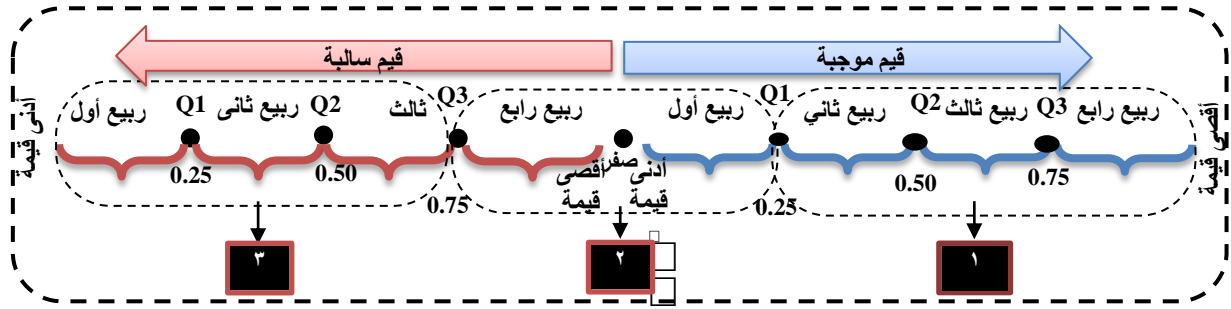
تم الاعتماد على النموذج الذي قدمه "Dickinson" في عام ٢٠١١ للتعبير الكمي عن مراحل دورة حياة الشركة، والذي يدعي أن أنماط التدفق النقدي للشركة توفر وكياً هاماً لمراحل دورة حياتها لأنها تلتقط تطور مجموعة مالية كاملة بدلاً الاعتماد على مقياس واحد - كنمو المبيعات، حجم الشركة، وعمرها - الذي يفترض توزيعاً موحداً عبر المراحل، بينما يُظهر النموذج أن مرحلة دورة حياة الشركة ليست دالة خطية لعمرها (Hasan et al., 2017).

• كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن التجنب ومقاييس التجنب الضريبي:

طُوِّرَ البحث مؤشرين مركبين لقياس مستوى كفاءة الاستثمار هنا والتجنب لسببين:

- أولهما: إمكانية استبعاد المشاهدات الحدية المتقاربة، حيث يسمح المؤشر إلى حد كبير بالتحكم في تباين المتغير؛ وهو ما يُراعيه الباحثون بتطوير مؤشر متصل يعتمد على الربيعيات الإحصائية.
 - ثانيهما: التوصل لقيم معيارية لهما، لعدم تجانس وحدات قياسهما، وهو ما يُراعيه الباحثون باعتماد كلا المؤشرين على نسب مئوية، ومن ثم إمكانية حساب مستويات لكليهما في كل شركة.
- وقد عمل الباحثون على تطوير مؤشر لكفاءة الاستثمار كما يلي:
- استخدام طريقة "OLS" في تقدير معاملات نموذج الكفاءة على مستوى كل شركة؛ لسلسلة زمنية "٢٠١٠ - ٢٠٢٢"، بنافاذة تبدأ من ١٣ عام وتنخفض حتى ٤ أعوام، تحقيقاً لكفاية السلسلة.
 - صنّف الباحثون سمات بواقى النموذج لتصنيفين "بواقى ذات قيم موجبة؛ وأخرى سالبة"
 - احتساب الربيعيات الإحصائية لكل صنف من البواقى، لتُعطي لكل صنف منهما ثلاث قيم (Q_1, Q_2, Q_3) ، وتقسّمها لأربعة فئات متساوية.
 - يتم تقييم كل شركة بمنح ثلاث قيم "١، ٢، ٣" كما هو موضح بجدول (٥)، وبشكل (٣).

٩- "Q₁" هي التي يكون ٢٥% من المفردات أقل منها؛ "Q₂" وهي تمثل قيمة الوسيط وهي التي يكون نصف المفردات أقل منها؛ "Q₃" وهي التي يكون فيها ٧٥% من القيم أقل منها والربع الأخير أكبر منها.



شكل (٣).....قيم مؤشر كفاءة الاستثمار

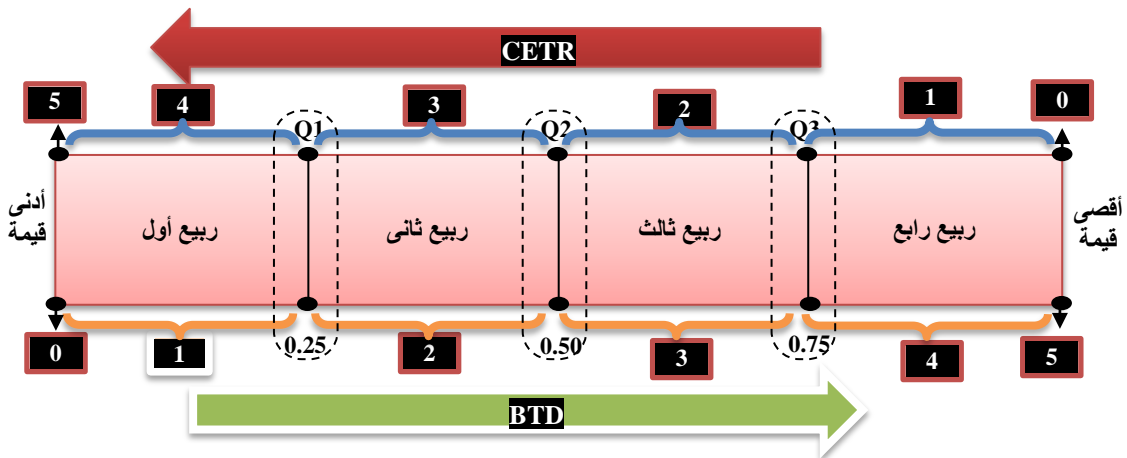
المصدر: الباحثون

كما طور البحث مؤشر مركب لقياس التجنب الضريبي كما يلي:

- صنّف الباحثون بيانات التجنب حسب نتائج المقياسين لتصنيفين، أولهما: بواقى انحدار الفروق الضريبية "BTD" على الاستحقاقات الاختيارية - لتتقيا الفروق من إدارة الربح - والذي يرتبط طردياً بممارسات التجنب؛ ثانيهما: "CETR" والذي يرتبط عكسياً بتلك الممارسات.
- احتساب الربعيات الإحصائية لكل مقياس.
- تقييم كل شركة بمنح كل مقياس قيماً من (٥) (صفر: ٥) كما هو موضح بجدول (٥)، وبشكل (٤).

جدول (٥) تصنيف مؤشري التجنب وكفاءة الاستثمار

مقياس كفاءة استثمار التدفق الحر			مقياس التجنب الضريبي			
			CETR		BTD	
الدرجة	الوصف	التصنيف	الدرجة	التصنيف	الدرجة	التصنيف
٢	كفاءة	القيمة صفر	٥	أدنى قيمة	٠	أدنى قيمة
		أدنى قيمة > القيمة الموجبة $Q1 \geq$	٤	أدنى قيمة > القيمة $Q1 \geq$	١	أدنى قيمة > القيمة $Q1 \geq$
		أقصى قيمة < القيمة السالبة $Q3 <$	٣	$Q2 > Q1$	٢	$Q2 > Q1$
١	افراط	أي قيمة موجبة أخرى	٢	$Q3 > Q2$	٣	$Q3 > Q2$
		أي قيمة موجبة أخرى	١	أقصى قيمة < القيمة $Q3 <$	٤	أقصى قيمة < القيمة $Q3 <$
٣	نقص	أي قيمة سالبة أخرى	٠	أقصى قيمة	٥	أقصى قيمة



شكل (٤).....تصنيف مقياسي التجنب

المصدر: الباحثون

▪ فترة ومشاهدات البحث:

يعتمد البحث على الـ "Panel Data" في تجميع البيانات - الجمع بين "Time Series Data" و "Cross Sectional Data"؛ في اختبار الفرضيات البحثية على الفترة ٢٠١٠: ٢٠٢٢؛ من خلال عينة ميسرة^(١٠) Convenience sample بعدد ١٥٢١ مشاهدة في سوق الأوراق المالية المصرية، موزعة على مختلف القطاعات، مع استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية للطبيعة الخاصة لأنشطتهما وتقاريرهما؛ وسوف يقوم الباحثون في الجزء الإمبريقي بالتحقق - إحصائياً - من مدى كفاية تلك المشاهدات للاختبار من عدمه في كل مرحلة من مراحل الاختبار الخمسة.

▪ مصادر جمع البيانات:

اعتمد الباحثون على المصادر التالية في حصولهم على بيانات الاختبار:

- موقعا "www.egx.com.eg; www.mubasher.Inf.com"؛ للحصول على بعض تقارير مجالس الإدارات السنوية، وتقارير الإفصاح، وشركات مؤشر "EGX"، وبعض أسعار السهم في فترة نشر التقارير.
- برنامج "Meta Stock" للحصول على البعض الآخر لأسعار الأسهم خلال فترة النشر.

ثانياً: النتائج الإحصائية لاختبار فرضيات البحث:

يعرض الباحثون في هذا الجزء مخرجات البرامج الإحصائية المستخدمة (تحديدًا: برنامج "SMART PLS3" كبرنامج لنمذجة المعادلات البنائية باستخدام طريقة المربعات الصغرى الجزئية $PLS^{(11)}$ ، لمرونته في التعامل مع أحجام العينات المختلفة، وبقدرته على التعامل مع جميع أنواع المتغيرات، بخلاف برنامج أموس الذي يتعامل مع الأحجام الكبيرة للعينات (Hair et al., 2021)؛ بالإضافة إلى استخدام الباحثين أيضًا لبرامج (SPSS, V.16; E-VIEWS, V.9; Stata, V. 14) لتكون الإحصاءات الوصفية والتحليلية للمتغيرات كما يلي:

أ. إحصاءات وصفية:

يوضح الجدول التالي خصائص متغيرات البحث على مستوى مشاهدات الاختبار:

١٠- هي التي توافق أغراض الدراسة ومتغيراتها.
١١- تعود إلى Wold في سنوات (1966, 1982, 1985) والتي تعمل على تعظيم التباين المُفسر للمتغيرات الكامنة الداخلية من خلال تقدير العلاقات النموذجية الجزئية وفق تسلسل تكراري لطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS).

جدول (٦) إحصاءات وصفية

قيم الربيعيات الإحصائية لمؤشر التجنب وكفاءة الاستثمار																
الربيع الثالث ٢٥٪					الربيع الثاني (الوسيط) ٥٠٪					الربيع الأول ٢٥٪					ربيعيات المراحل	
الخامسة	الرابعة	الثالثة	الثانية	الأولى	الخامسة	الرابعة	الثالثة	الثانية	الأولى	الخامسة	الرابعة	الثالثة	الثانية	الأولى	المتغيرات	
0.1555	0.024	.009	.0185	.005	-0.0003	.0002	-0.002	.0007	-.012	-0.02	-0.02	-.014	-.009	-.03	BTD	TA
0.27	0.23	0.26	0.22	.226	0.08	0.113	0.12	0.13	.073	0.000	0	.0009	.013	0	CETR	
--	0.24	66.2	0.12	--	--	0.07	0.10	0.06	--	--	0.04	0.032	0.02	--	ε +	FCF
-0.23	-.18	-.28	-0.12	-.26	-0.30	-0.24	-.30	-0.18	-0.30	-0.39	-0.29	-0.32	-.23	-.39	ε -	

سيتم تبين نتائج تطبيق المؤشر على المراحل الخمس في الجزء التحليلي

نتائج مقاييس إحصائية لمتغيرات البحث

شكل توزيع				مقاييس تشتت					نزعة مركزية		المقاييس		
التفرطح		الالتواء		المدى			التباين	الانحراف المعياري	خطا معياري للمتوسط	المتوسط	المتغيرات		
معامل	خطا معياري	معامل	خطا معياري	القيمة	أدنى	أعلى					المركزة	المتوسط	
0.75	1.6	0.38	-0.82	0.220	-0.135	0.085	0.002	0.043	0.007	-0.02	المرحلة ١	BTD	TA
0.333	15.7	0.167	2.018	0.866	-0.384	0.482	0.006	0.078	0.005	0.009	المرحلة ٢		
0.453	5.99	0.228	-1.15	0.2988	-0.1902	0.1086	0.002	0.0405	0.0038	-0.0025	المرحلة ٣		
0.322	13.3	0.162	0.837	0.6903	-0.2496	0.4407	0.004	0.063	0.004	-0.0005	المرحلة ٤		
0.563	10.87	0.285	-2.37	0.5772	-0.4119	0.1653	0.006	0.077	0.009	-0.0113	المرحلة ٥		
0.702	5.6	0.357	2.387	0.800	-0.004	0.796	0.066	0.257	0.038	0.1709	المرحلة ١	CETR	TA
0.376	3.015	0.189	1.382	0.565	-0.0005	0.565	0.019	0.137	0.01	0.14	المرحلة ٢		
0.481	5.5	0.243	1.75	0.710	0	0.710	0.028	0.167	0.0167	0.157	المرحلة ٣		
0.33	4.942	0.166	2.091	0.690	0	0.690	0.046	0.215	0.0146	0.1677	المرحلة ٤		
0.608	2.22	0.309	1.616	0.781	0	0.781	0.065	0.2546	0.0328	0.1925	المرحلة ٥		
0.520	83.9	0.263	9.164	8.0616	0.1084	8.17	2380.7	57.7	3.09	6.4	المرحلة ١	FV	TA
0.236	425.7	0.118	20.6	6.1811	0.0189	6.2	2283.4	47.7	2.3	3.4	المرحلة ٢		
0.322	142.3	0.162	11.4	7.9736	0.0764	8.05	2080.4	99.7	3.07	5.09	المرحلة ٣		
0.233	73.3	0.117	7.12	3.9329	0.0801	4.013	1.909	1.38	0.066	1.267	المرحلة ٤		
0.38	160.83	0.191	12.67	5.793	0.077	5.87	2530.405	44.366	1.06	1.35	المرحلة ٥		
2	4.69	0.913	2.154	1729	0.201	1.930	0.678	0.823	0.368	0.468	المرحلة ١	IA	TA
0.467	66.3	0.236	7.79	95.99	1.01	97	110.1	10.49	1.024	2.53	المرحلة ٢		
0.858	8.625	0.441	3.008	38.8	2.20	41	100.5	10.02	1.89	4.26	المرحلة ٣		
0.59	47.747	0.299	6.73	76	1.01	77.01	104.328	10.214	1.276	2.298	المرحلة ٤		
1.154	-1.411	0.597	0.244	0.8	0.2	1	0.126	0.354	0.094	0.475	المرحلة ٥		

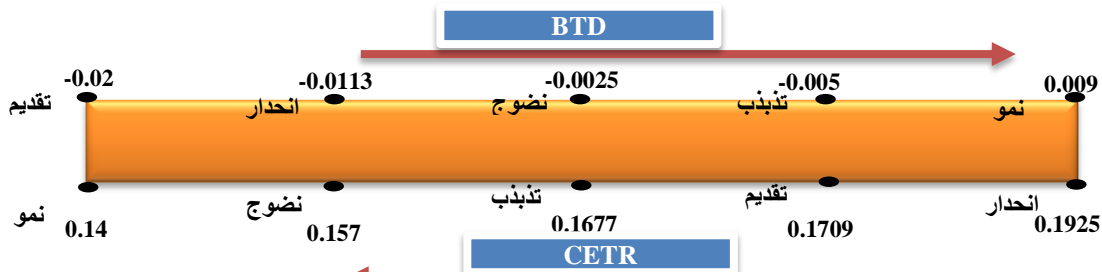
متغيرات منفصلة

مراحل دورة حياة الشركة										التكرارات	
المرحلة الخامسة		المرحلة الرابعة		المرحلة الثالثة		المرحلة الثانية		المرحلة الأولى		المتغيرات	
%	عدد مشاهدات	%	عدد مشاهدات	%	عدد مشاهدات	%	عدد مشاهدات	%	عدد مشاهدات		
75	137	1.6	8	4.8	12	10	50	--	--	1(أفراط)	
25	45	28.8	141	79.3	199	24.8	125	24.2	23	2(كفاءة)	
--	---	69.6	341	15.9	40	65.2	328	75.8	72	3(نقص)	
66.5	121	61.4	301	55.8	140	43.5	219	49.4	47	0(الانتهازية)	
33.5	61	38.6	189	44.2	111	56.5	284	50.6	48	1(نفعية)	
64.8	118	60.2	295	62.5	157	65.8	331	63.1	60	0(منخفضة)	
35.2	64	39.8	195	37.5	94	34.2	172	36.9	35	1(مرتفعة)	
82	149	82.7	405	90.8	228	87.1	438	90.5	86	0(منخفضة)	
18	33	17.3	85	9.1	23	12.9	65	9.5	9	1(مرتفعة)	
100%	182	100%	490	100%	251	100%	503	100%	95	مجموع المشاهدات والنسب	

المصدر: الباحثون استنادا إلى بعض البرامج الإحصائية المستخدمة.

في ضوء أرقام الجدول الموضح أعلاه، يلاحظ ما يلي:

- لطالما ابتعدت العديد من قيم المتغيرات في مراحل الشركة المختلفة عن قيم التمثالية والاعتدالية للتوزيع، - انظر نتائج مقياسي شكل التوزيع "تحديدًا: معاملي التفرطح، والالتواء" حيث ابتعاد معاملات الالتواء عن "الصفري"؛ والتفرطح عن "3" ، باستثناء بعض القيم، وهو ما يحتاج معه الأمر لمعالجات إحصائية لضمان جودة المخرجات الإحصائية؛ وهو ما يؤكد على دلالة استخدام طريقة إعادة المعاينة ^(١٢) "Bootstrapping" لاختبار وساطة المتغير الوسيط (بمشروطة المتغيرات المنظمة)؛ كما سيوضح لاحقًا في الجزء التحليلي (تحديدًا النقطة "ج" في الجزء الإحصائي الحالي).
- انخفاض تشتت متوسطات مشاهدات الاختبار عن متوسط مجتمعها، وذلك وفقًا لتدني قيم الخطأ المعياري للمتوسطات - انحراف متوسط المشاهدات عن مجتمعها - بالإضافة لتباين المشاهدات في المراحل المختلفة، مع وجود مدى إحصائي واسع لقيم المتغيرات، وهو ما يساهم في تحقيق:
 - دقة تقدير معاملات نماذج اختبار الفرضيات البحثية لمشاهدات كل مرحلة.
 - دقة الوسط الحسابي لمشاهدات اختبار كل مرحلة كتقدير لوسط المجتمع.
- تباين مستوى ممارسات الشركات المصرية للتجنب الضريبي - بمقياسي *BTD*; *CETR* - بتباين دورة الحياة - كما هو مبين بالشكل الموضح أدناه "شكل 5" ، لتسجل "مرحلة النمو" أعلى ممارسة بالمقياسين المذكورين، حيث بلغت قيمتهما (0,009 ؛ 0,14)؛ كما سجلت مرحلتنا "التقديم والانحدار" أدنى ممارسة بمقياس *"BTD"*، حيث بلغت قيمته للمرحلتين (0,0113 - 0,02)، وهو ما يتفق إلى حد كبير مع اتجاه الآخر *"CETR"*، حيث بلغت قيمته للمرحلتين (0,1709 ، 0,1925)؛ ليعني ذلك:
 - تدني ميل الشركات المصرية لممارسة التجنب في مراحل النشء والتدهور والمُتَسِمَة بعدم اليقين، بعكس المراحل التي تزيد فيها حجمها وتنمو مبيعاتها؛ وهو ما يتفق إجمالاً - وليس تفصيلاً - مع اتجاه بعض الأدبيات من حيث تباين الممارسات بتباين المراحل، على سبيل المثال: (Gabrielli and Greco, 2023; Mangoting and Onggara, 2019; Abbas et al., 2018; Abbas et al., 2018; Hasan et al., 2017) وإن كان أشارت هذه الأدبيات لمشاركة الشركات في تلك الممارسات بمرحلتنا "التقديم والانحدار"، وعزوفها بشكل كبير في مرحلتنا "النمو والنضج" - وسيعمل البحث في الجزء الأخير منه على توضيح مضامين ذلك.
 - ضرورة الكشف - الإمبريقي طبعًا - عن الاستجابات المختلفة لتباين ممارسات التجنب في المراحل المختلفة، وهو أحد إسهامات البحث الحالي - كما سيوضح تفصيلاً في الجزء التحليلي -، والذي يتسنى من خلاله الكشف عن مدى منفعية تلك الممارسات من عدمه في السوق المصرية، وفقًا لاختبار مدى استجابة قيمة الشركة لها بكل مرحلة - لطالما أن التأصيل الفلسفي أوضح احتمالية تحقق منفعتها -.



شكل (5)..... قيم متوسطات التجنب خلال المراحل

المصدر: الباحثون

١٢ - تعود هذه الطريقة إلى كل من (Hayes, Preacher) وتتميز بعدم اعتمادها على فرضية التوزيع الطبيعي، وأنها مناسبة لأحجام العينات الصغيرة (Wong, 2011)، كما أن لها ميزة على طريقه Sobel حيث يمكن أن تساعد في تحديد تأثير الوساطة بشكل مؤكد.

- تَدْنِي درجة التماثلية المعلوماتية في مرحلة النضوج مقارنة بباقي المراحل، حيث بلغ مدى السعر ٤,٢٦ بفارق ٣,٧٩٢ عن المرحلة التقديم ذات الدرجة الأعلى في تحقيق التماثلية المعلوماتية والتي بلغ فيها مدى السعر ٠,٤٦٨؛ يعني ذلك وجود تباين كبير في درجة التماثلية بين المراحل المختلفة، وهو ما يساعد في تفسير تأثيراته المُنظمة - حسبما تم إدراجه في نموذج البحث -.
- ارتفاع قيمة شركات العينة في جميع مراحل البحث، وإن كان تباينت بتباين دورة حياة الشركة، لتسجل مرحلة التقديم أعلى قيمة مقارنة بباقي المراحل، وهو ما يعد مؤشرًا على ارتفاع القيمة السوقية عن القيمة الاستبدالية وارتفاع العائد على استثمارات الشركة وفرص نمو أفضل في المستقبل.
- تباين نسب كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن ممارسات التجنب بين شركات العينة في جميع مراحل البحث، وتعتبر مرحلة النضوج الأعلى تحقيقًا في الكفاءة هنا مقارنة بباقي المراحل، لتُسَجَل هذه المرحلة كفاءة استثمار بنسبة ٧٩,٣%؛ وهو ما يسعى من خلاله الباحثون - في الجزء التحليلي - لتبَيان أحد احتمالين - حسبما تم تأصيله نظريًا آنفًا :-
 - أولهما: الدور الوسيط لها حسب تباين استجابتها لممارسات التجنب.
 - ثانيهما: حساسية استجابتها لممارسات التجنب في المراحل المختلفة.
- تباين إلى حد ما الانتهازية الإدارية - على مقياس الباحثين حسبما تمت الإشارة إليه سابقًا بجدول "٤" - في استغلال الوفورات الضريبية بتباين المراحل المختلفة للشركة، ليعني الأمر تغيير سلوك المديرين في البيئة المصرية - وما إذا كان يتلاعبون بالأرقام المحاسبية لِقصر نظرهم الإداري في تحقيق أداء أفضل - لتمثل أحد الاستجابات المختلفة لأوضاع الشركة بكل مرحلة، وهو ما يُزيد من دلالة دراستها كأحد المتغيرات الحاكمة في تصنيف ممارسات التجنب - انتهازية أم نفعية - بل أحد المَحَدِّدات المُوَجَّهَة لكفاءة الاستثمارات - حسبما يسعى إليه الباحثون في الجزء التحليلي؛ وهو ما يُظهر احتمالين:
 - أولهما: الاستثمار بدافع تحقيق مكاسب ذاتية مع زيادة الانتهازية؛ ومن ثم احتمالية فرط استثمار التدفق الحر في مشروعات سلبية القيمة الحالية؛ أو نقصها إذا ما تَخَلَّى المديرين عن استثمارات القيمة الإيجابية إذا ما اقتضت الظروف حفاظًا على رفاهيتهم.
 - ثانيهما: انخفاض احتمالية انحراف الشركات عن مستويات الاستثمار الكفاء مع تدني مستويات الانتهازية الإدارية، وذلك في ضوء نفعية التدفق الحر في ظل مراقبة كافية من المساهمين، والتي تمثل جودة الاستحقاقات الأعلى - كمقياس عكسي للانتهازية بمنطق الأمور - أحد أدوات تلك الرقابة حسبما أشار اتجاه بعض الأدبيات (Biddle and Hilary, 2006; Bushman and Smith, 2001) بل واعتمد عليه تأصيل البحث.

بـ مصفوفات الارتباطات الثنائية:

يُبين جدول (٧) مصفوفات الارتباط *Correlation Matrix* على المستوى الإجمالي لمشاهدات البحث، وعلى مستوى المراحل المختلفة لدورة حياة الشركات المصرية، مبينةً معاملات بيرسون للارتباط الثنائية بين جميع متغيرات البحث، مع مستويات دلالتها.

جدول (٧) مصفوفات الارتباطات

المراحل		FCF	FV	CET*GO	CET*MO	CET*Rep	CET*IA	BTD*GO	BTD*MO	BTD*Re	BTD*IA	FCF*IA	المراحل	FCF	FV	CET*GO	CET*MO	CET*Rep	CET*IA	BTD*GO	BTD*MO	BTD*Re	BTD*IA	FCF*IA	المراحل	FCF	FV	CET*GO	CET*MO	CET*Rep	CET*IA	BTD*GO	BTD*MO	BTD*Re	BTD*IA	FCF*IA																					
		الإجمالي											المرحلة الأولى											المرحلة الثانية											المرحلة الخامسة																						
FCF	PC	1												FCF	PC	1												FCF	PC	1													FCF	PC	1												
FV	PC	.076	1											FV	PC	.15	1											FV	PC	.133	1											FV	PC	.02	1												
CET*GO	PC	.03		1									CET*GO	PC	.4		1										CET*GO	PC	.060	.279	1										CET*GO	PC	.712	.091		1											
CET*MO	PC	-.08	.32	1								CET*MO	PC	.25	-.01	1											CET*MO	PC	.060	.279	1										CET*MO	PC	.149	-.01	-.06	1											
CET*Rep	PC	.09	0.00		1							CET*Rep	PC	.3	.9		1									CET*Rep	PC	.49	.001			1								CET*Rep	PC	.003	.206	-.11	-.11	1											
CET*IA	PC	-.05	-.001	.35	1							CET*Rep	PC	-.37	.02	.22		1								CET*Rep	PC	-.007	-.03	.554			1							CET*Rep	PC	.990	.443	.674	.674		1										
BTD*GO	PC	.44	.99	.00		1						CET*Rep	PC	.406	.962	.634			1							CET*Rep	PC	.950	.759	.000				1						CET*Rep	PC	.500	.496	0.07	1												
BTD*MO	PC	-.107	.197	.170	.336	1						CET*Rep	PC	-.028	-.046	0.03	0.18	1								CET*Rep	PC	-.028	-.046	0.03	0.18	1							CET*Rep	PC	.097	.977	.000	.780	.6												
BTD*Re	PC	.144	.08	.019	.000		1					CET*Rep	PC	.806	.684	.775	.099		1							CET*Rep	PC	.806	.684	.775	.099		1						CET*Rep	PC	.289	.944	.806	.944	.6	.944	.8										
BTD*IA	PC	.044	.057	.594	-.02	-.02	1					CET*Rep	PC	.044	.057	.094	-.02	.02	1							CET*Rep	PC	-.024	.077	.183	.134	-.04		1						CET*Rep	PC	.1	.64	.867	.867	.8	.667	.92	.00								
BTD*IA	PC	.65	.561	.000	.840	.8		1				CET*Rep	PC	0.65	.561	.521	.840	.8		1						CET*Rep	PC	.854	.562	.164	.311	.74			1					CET*Rep	PC	.042	0.07	-.155	-.121	.13	-.073			1							
BTD*IA	PC	-.047	.102	-.032	-.10	.04	-.02	1				CET*Rep	PC	.003	.236	-.006	-.381	-2	.09	1					CET*Rep	PC	.745	.326	.121	.284	.24	.582				1			CET*Rep	PC	.095	0.82	.952	.601	.75	.965	.63										
BTD*IA	PC	.340	.036	.608	.140	.54	.78	.09	1			CET*Rep	PC	.99	.34	.98	.399	.3	.1		1				CET*Rep	PC	.002	-.002	-.05	-.13	.18	-.054	.31	.07	1				CET*Rep	PC	.985	.985	.642	.245	.09	.2	.6	.43		1							
BTD*IA	PC	-.128	-.007	.002	.042	.07	-.03	.09	.1	1		CET*Rep	PC	.002	-.002	-.05	-.13	.18	.1	.05	.07	1				CET*Rep	PC	.985	.985	.642	.245	.09	.2	.6	.43			1		CET*Rep	PC	.002	-.002	-.05	-.13	.18	-.054	.31	.07	1							
BTD*IA	PC	.031	.908	.979	.562	.3	.97	.12			1	CET*Rep	PC	-.73	-.88	0.10	0.06	.1	.02	.06	.73	.1	1			CET*Rep	PC	-.22	-.05	-.13	-.08	.13	-.57	.431	.23	.16	1			CET*Rep	PC	.047	0.66	.311	.536	.3	.000	.000	.01	.14		1					
BTD*IA	PC	-.07	.018	-.02	-.05	.147	-.03	.29	.12	1		CET*Rep	PC	.471	.311	0.31	0.49	.2	.8	.64	.4	.4			1	CET*Rep	PC	.010	0.06	0.06	0.02	-.06	.884	-.05	.00	-.03	-.7	1		CET*Rep	PC	.010	0.06	0.06	0.02	-.06	.884	-.05	.00	-.03	-.7	1					
BTD*IA	PC	.240	.08	.735	.458	.04	.7	.00	.03		1	CET*Rep	PC	.718	.142	0.06	0.02	.06	.1	.1	-.6	.1	.1	1		CET*Rep	PC	.031	0.49	.606	.882	.64	.000	.66	.9	.7	0	1		CET*Rep	PC	.031	0.49	.606	.882	.64	.000	.66	.9	.7	0	1					
BTD*IA	PC	-.126	.12	.065	-.001	.039	.04	.3	.2	.1	1	CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1					
BTD*IA	PC	.009	.08	.505	.989	.69	.63	.00	.02	.19	1	CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1					
BTD*IA	PC	.103	.43	.341	-.007	-.06	.7	-.05	-.03	-.00	1	CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1					
BTD*IA	PC	.13	0.09	.000	0.94	0.5	.00	.51	0.9	.65	1	CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1					
BTD*IA	PC	.009	.08	.505	.989	.69	.63	.00	.02	.19	1	CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1					
BTD*IA	PC	.103	.43	.341	-.007	-.06	.7	-.05	-.03	-.00	1	CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1					
BTD*IA	PC	.13	0.09	.000	0.94	0.5	.00	.51	0.9	.65	1	CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1		CET*Rep	PC	.017	.820	.606	.882	.64	.4	.4	.5	.3	.9	1					

باستقراء مصفوفات الارتباط السابقة والتي تم تكوينها عبر المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، وبالنظر للمصفوفة على المستوى الإجمالي لمشاهدات الاختبار، فقد رصد الباحثون دلالة ارتباط متغيري $"CET*GO, FV"$ عند مستوى معنوية 1%، حيث بلغت قيمة ودلالة الارتباط $(r_{CET*GO,FV} = 0.32; P-Value= 0.000)$ مع دلالة ذات الارتباط في ثلاث مراحل "تحديداً: النمو، والنضوج، والتذبذب"، عند ذات مستوى المعنوية، حيث بلغت قيمة ودلالة الارتباط في هذه المراحل على الترتيب $(r_{CET*GO,FV} = 0.279, 0.553, 0.390; P-Value= 0.001, 0.000, 0.000)$ مع عدم دلالة ارتباط متغيري $"CET*MO, FV"$ على المستوى الإجمالي للمشاهدات لدى جميع مستويات المعنوية، حيث $(P-Value= 0.99)$ مع دلالة ذات الارتباط في مرحلة "النضوج" عند مستوى معنوية 1% $(r_{CET*GO,FV} = -0.47; P-Value= 0.01)$ ؛ وعند مستوى معنوية 5% بلغ قيمة ودلالة ارتباط متغيري $"BTD*GO, FV"$ $(r_{BTD*GO,FV} = 0.102; P-Value= 0.036)$ مع دلالة ذات الارتباط بمرحلة التذبذب عند مستوى معنوية 10%، حيث $(r_{BTD*GO,FV} = 0.14; P-Value= 0.07)$ مع عدم دلالة الارتباط $"BTD*MO, FV"$ عند جميع مستويات المعنوية بجميع المراحل؛ كما رصد الباحثون دلالة ارتباط متغيري $"CET*REP, FV"$ بالإضافة لدلالة الارتباط $"BTD*REP, FV"$ عند المستوى الإجمالي، حيث $(r_{CET*REP,FV} = 0.197; P-Value= 0.08; r_{BTD*REP,FV} = 0.18, P-Value= 0.006; P-Value= 0.08)$ بالإضافة لدلالة الارتباط $"BTD*IA, FV"$ عند المستوى الإجمالي، حيث $(r_{BTD*IA,FV} = 0.12; P-Value= 0.08)$.

كما رصد الباحثون دلالة ارتباط متغيري $"CET*GO, FCF"$ على المستوى الإجمالي عند مستوى معنوية 10% $(r_{CET*GO,fcf} = -0.08; P-Value= 0.09)$ مع دلالة ذات الارتباط في مرحلة التذبذب، حيث $(r_{CET*GO,fcf} = -0.13; P-Value= 0.09)$ مع دلالة ارتباط متغيري $"CET*MO, fcf"$ في مرحلة التذبذب عند مستوى معنوية 5%، حيث $(r_{CET*GO,fcf} = -0.26; P-Value= 0.03)$ ؛ إضافة لدلالة ارتباط $"FCF*IA, FV"$ عند مستوى معنوية 10% على المستوى الإجمالي $(r_{FCF_{IV}*FV} = 0.43; P-Value= 0.09)$ مع دلالة ذات الارتباط في مرحلة النضوج، حيث $(r_{FCF_{IV}*FV} = 0.295; P-Value= 0.09)$ ؛ ليعطي ذلك مؤشراً مبدئياً للباحثين باحتمالية وساطة متغير التدفقات الحرة الناتجة عن التجنب - مقيساً بـ CET - في التأثير على قيمة الشركة.

في ضوء ما سبق، يرى الباحثون:

- وجود مؤشر مبدئي بتباين دلالة التفاعلات السابقة بتباين مراحل دورة حياة الشركة، وهو ما يوحي باحتمالية تفاعل ممارسات التجنب - زيادة دلالة مقياس CET مقارنة بالآخر - مع الانتهازية الإدارية وفرص النمو والتمائلية والسمعة في بعض المراحل في التأثير على قيمة الشركة، ليبرر ذلك إدراج هذه المتغيرات كمتغيرات منظمة في النموذج بالجزء التحليلي.
- في ضوء عدم دلالة التفاعلات $"CET*GO, FV & CET*MO, FV & CET*REP, FV"$ في مرحلتي التقديم الانحدار، وهو ما يمثل مؤشراً مبدئياً بعدم معنوية المسارات التفاعلية في هاتين المرحلتين؛ فإن الباحثين يُفصرون التحليل الإحصائي للمسارات على باقي المراحل.
- يمكن للتحليل الإحصائي أن يكشف عن مدى دلالة الوساطة الشرطية لمتغير "كفاءة استثمار التدفق الحر" من عدمه في نماذج البحث الحالي.

في ضوء ما سبق، يمكن للباحثين إجراء التحليل الإحصائي على ثلاث مراحل فقط كما يلي بالنقطة التالية.

جـ- الإحصاءات التحليلية:

لضمان سلامة المخرجات الإحصائية، تم التحقق أولاً من بعض الضوابط، كما يلي:

١- التحقق من مدى كفاية مشاهدات الاختبار:

استخدم الباحثون اختباري "*KMO and Bartlett's Test*" للتأكد من مدى كفاية مشاهدات الاختبار لإجراء الاختبارات الإحصائية عليها، سواء على المستوى الإجمالي للمشاهدات أو على مستوى كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة - الثلاث مراحل المُحدَّدة سابقاً لاستكمال التحليل عليها -؛ حيث تبين أن " $KMO > 0.5$ "، مع دلالة اختبار "*Bartlett's Test of Sphericity*" لجميع حقول الاختبار؛ كما هو موضح بجدول (٨)، ليعدُّ دليلاً على كفاية المشاهدات لإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة عليها.

جدول (٨) KMO and Bartlett's Test

الاختبار	المراحل	مراحل دورة حياة الشركة			
		التذبذب	النضوج	النمو	الإجمالي
Bartlett's Test of Sphericity	Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.	0.721	0.531	0.647	0.647
	Approx. Chi-Square	699.854	690.108	548.99	548.99
	df	66	66	66	66
	Sig.	.000	.000	.000	.000

المصدر: برنامج SPSS, V. 16.

٢- التحقق من استقرار السلسلة الزمنية:

تحقق الباحثون من مدى ثبات متوسط السلسلة الزمنية للمشاهدات خلال فترة الاختبار "*Stationary Time Series*" من عدمه - تحديداً الفترة ٢٠١٠: ٢٠٢٢ - وبالتالي الحكم على مدى توافر سمة الاستقرار لها^(١٣)؛ لتكون السلسلة ذات الجذر المساوي للوحدة "*Unit Root*" سلسلة ذات السير العشوائي "*Random Walk Time Series*"; وقد استخدم الباحثون اختباري "*PP- Test*"^(١٤) و"*ADF Test*"^(١٥)؛ من اختبارات جذر الوحدة "*Unit Root Test*" واللذين في ضوء نتائجهما يمكن الحكم على مدى تحقق ذلك من عدمه لسلسلة البحث الحالي؛ من خلال اختبار الفرضيتين التاليتين:

H ₀	لا يتحقق الاستقرار لمتوسط السلسلة الزمنية لمشاهدات الاختبار للفترة ٢٠١٠-٢٠٢٢ (وجود جزر مساو للوحدة)
H ₁	يتحقق الاستقرار لمتوسط السلسلة الزمنية لمشاهدات الاختبار للفترة ٢٠١٠-٢٠٢٢ (عدم وجود جزر مساو للوحدة)

ويوضح الجدول التالي نتائج اختبار الفرضيتين السابقتين:^(١٦)

- ١٣- على النقيض من السلسلة الزمنية غير المُستقرّة والتي يتغير متوسطها باستمرار سواء نحو الزيادة أو النقصان.
- ١٤- نسبة إلى الباحثين "*Phillips and Perron*" وهو اختبار غير مَعْلَمي أُكتشف في عام ١٩٨٨، ويعتمد على التباين الشرطي للأخطاء، ويسمح بإلغاء التحيزات الناتجة عن التذبذبات العشوائية.
- ١٥- تم تطويره في عام ١٩٨٠ من قبل الباحثين "*Dickey and Fuller*"، ليصبح "*Augmented Dickey- Fuller (ADF)*" بدلا من اختبار "*DF*" البسيط
- ١٦- تم الاكتفاء بعرض النتائج على مقياس *Winsorizing* ٥ والتي اتفقت إلى حد ما مع نتائج مقياس *Winsorizing* ١

جدول (٩) نتائج اختباري استقرار السلسلة الزمنية

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)														
Null Hypothesis: the variable has a unit root														
At Level		CETR	BTD	FV	IA	MO*BTD	MO*CEIR	IA*BTD	IA*CETR	IA*fcf	GO*BTD	GO*CETR	Rep*BTD	Rep*CETR
		With Constant	t-Statistic	0.0031	0.0438	0.9832	0.1815	0.0401	0.0401	0	0.0816	0.0102	0.1128	0.3034
	Prob.	0.4469	0.1092	0.1132	0.2151	NA	NA	0.114	0.4688	0.0253	0.0481	0.1101	NA	NA
With Constant & Trend	t-Statistic	0.0175	0.0061	0.5411	0.1088	0.0974	0.0974	0.0001	0.8006	0.2161	0.0808	0.1828	NA	NA
	Prob.	0.3145	0.274	0.3312	0.0143	NA	NA	0.0015	0.1112	0.0594	0.1225	0.3182	NA	NA
Without Constant & Trend	t-Statistic	0.6276	0.0103	0.9712	0.0088	0.0048	0.0048	0.0001	0.0013	0.0001	0.2108	0.6436	NA	NA
	Prob.	0.326	0.0348	0.1687	0.1548	NA	NA	0.017	0.0386	0.0033	0.0024	0.0558	NA	NA
At First Difference		d(CETR)	d(BTD)	d(FV)	d(IA)	d(MO*BTD)	d(MO*CEIR)	d(IA*BTD)	d(IA*CETR)	d(IA*fcf)	d(GO*BTD)	d(GO*CETR)	d(Rep*BTD)	d(Rep*CETR)
		t-Statistic	0.0195	0.0003	0.6952	0.0097	0.0043	0.0043	0	0.3472	0.5152	0.0048	0.0005	NA
With Constant	Prob.	0.0025	0.0069	0.2238	0.0066	NA	NA	0.0001	0.0009	0.0023	0.0246	0.0082	NA	NA
With Constant & Trend	t-Statistic	0.0758	0.0006	0.93	0.0059	0.0225	0.0225	0.0001	0.1977	0.8823	0.0262	0.0024	NA	NA
	Prob.	0.0087	0.0309	0.5532	0.0668	NA	NA	0.001	0.0042	0.0971	0.0938	0.0398	NA	NA
Without Constant & Trend	t-Statistic	0.0009	0.0001	0.3991	0.184	0.0002	0.0002	0.0001	0.0762	0.0523	0.0002	0	NA	NA
	Prob.	0.0001	0.0003	0.0436	0.0005	NA	NA	0	0.0001	0.0001	0.0015	0.0004	NA	NA
UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (PP)														
Null Hypothesis: the variable has a unit root														
At Level		CETR	BTD	FV	IA	MO*BTD	MO*CEIR	IA*BTD	IA*CETR	IA*fcf	GO*BTD	GO*CETR	Rep*BTD	Rep*CETR
		With Constant	t-Statistic	0.002	0.0933	0.0056	0.0001	0.0395	0.0395	0.0057	0.0006	0.0001	0.1249	0.0886
	Prob.	0.4104	0.1092	0.5727	0.1991	NA	NA	0.128	0.2564	0.0245	0.0778	0.1101	NA	NA
With Constant & Trend	t-Statistic	0.0154	0.0137	0.9999	0.0068	0.0044	0.0044	0.0031	0.6915	0.0001	0.0026	0.1856	NA	NA
	Prob.	0.319	0.2904	0.7468	0.0001	NA	NA	0.0544	0.1112	0.001	0.0168	0.3182	NA	NA
Without Constant & Trend	t-Statistic	0.2547	0.0103	0.1769	0.0001	0.0048	0.0048	0.0006	0	0.0001	0.2108	0.2544	NA	NA
	Prob.	0.3568	0.0362	0.1712	0.1548	NA	NA	0.0183	0.0278	0.0033	0.0051	0.0642	NA	NA
At First Difference		d(CETR)	d(BTD)	d(FV)	d(IA)	d(MO*BTD)	d(MO*CEIR)	d(IA*BTD)	d(IA*CETR)	d(IA*fcf)	d(GO*BTD)	d(GO*CETR)	d(Rep*BTD)	d(Rep*CETR)
		t-Statistic	0	0.0001	0.9664	0.0165	NA	NA	0	0.4198	0.0002	0	0.0005	NA
With Constant	Prob.	0.0029	0.0075	0.2238	0	NA	NA	0.0071	0.0001	0	0.0001	0.0082	NA	NA
With Constant & Trend	t-Statistic	0.0001	0.0002	0.997	0.0001	0.0002	0.0002	0.0001	0.2675	0.0003	0.0001	0.0024	NA	NA
	Prob.	0.0074	0.0344	0.4734	0.0014	NA	NA	0.0419	0.0001	0.0001	0.0015	0.0398	NA	NA
Without Constant & Trend	t-Statistic	0.0001	0.0001	0.813	0.001	NA	NA	0	0.1067	0	0.0001	0	NA	NA
	Prob.	0.0001	0.0003	0.0341	0.0003	NA	NA	0.0002	0.0001	0.0001	0.0001	0.0004	NA	NA

المصدر: الباحثون استناداً لمخرجات برنامج *E-Views, V.9*

في ضوء النتائج الموضحة بالجدول السابق، يتضح ما يلي:

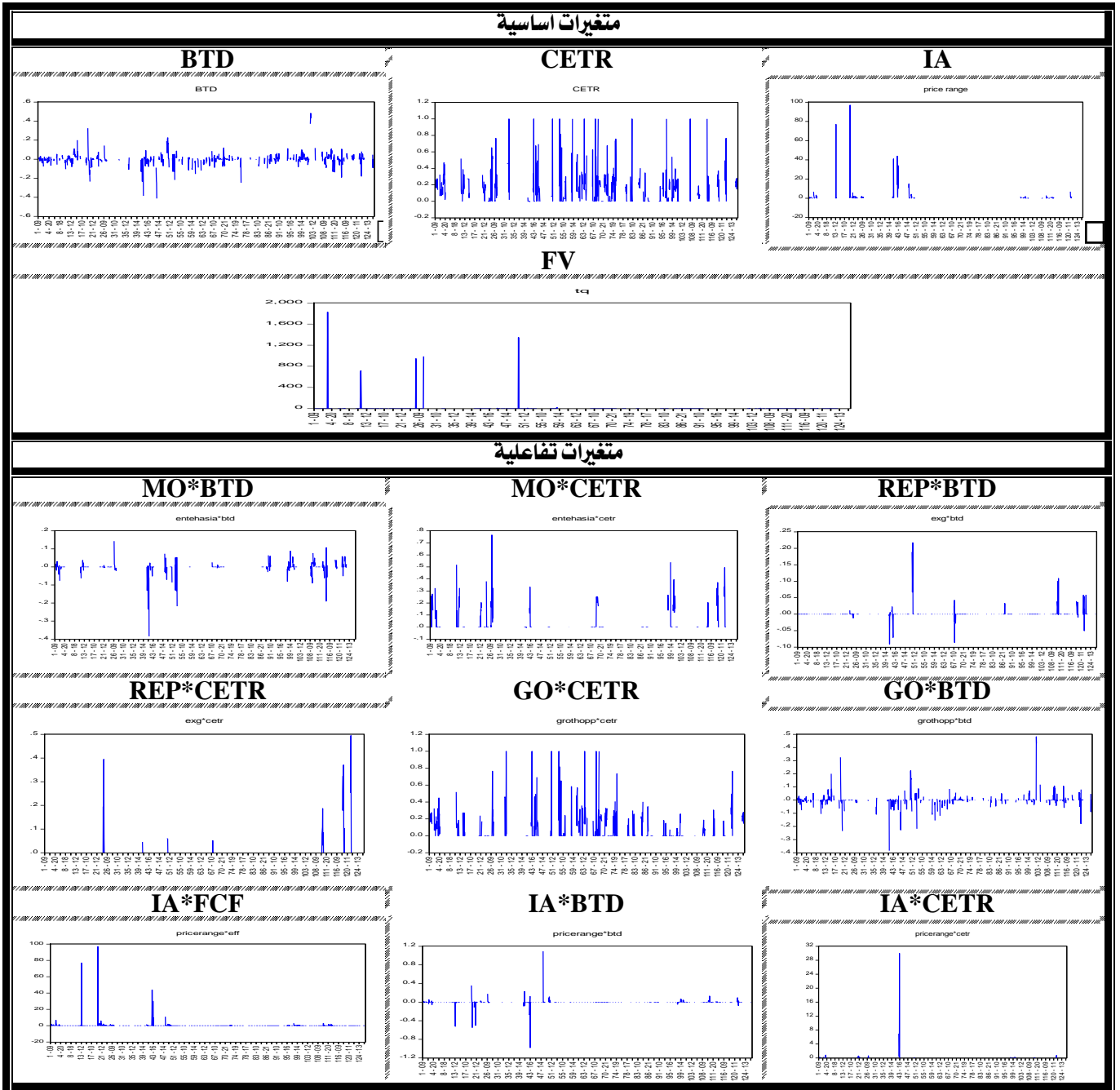
- تحققت سمة الاستقرار للسلسلة الزمنية للمتغيرات لدى المستوى الأصلي "At level"، حيث ($P-Value \leq 0.05$) في الاختبارين "ADF-Test, PP-Test"، باستثناء متغيري "CETR, FV"، واللذين اتسما بعدم الاستقرار عند مستويات المعنوية المختلفة في كلا الاختبارين، حيث ($P-Value \geq 0.05$) عند كل المستويات.
- في ضوء النقطة السابقة، فإن الأمر يعني عدم أخذ *At First Difference* للتخلص من جذر الوحدة للمتغيرات، باستثناء المتغيرين المذكورين "CETR, FV"، حيث ضرورة أخذ *At First Difference* للتخلص من جذر الوحدة. كأحد مسببات عدم الاستقرار، لهما ليحقق ذلك المعنوية لهما، حيث:
 - معنوية متغير *CETR* بمستوى معنوية 1%، عند الثلاث مستويات "With Constant; With Constant & Trend; Without Constant & Trend" حيث بلغت القيمة الاحتمالية ($P-Value = 0.0025; 0.0087; 0.0001$) في اختبار "ADF Test" على الترتيب؛ وكانت ($P-Value = 0.0029; 0.0074; 0.0001$) في الاختبار الآخر (*PP-Test*) على الترتيب.

○ معنوية متغير "FV" حيث بلغت القيمة الاحتمالية له عند مستوى "Without Constant & Trend" ($P\text{-Value} = 0.0436$) في اختبار "ADF Test"؛ وكانت ($P\text{-Value} = 0.0341$) لدى ذات المستوى في الاختبار الآخر.

● في ضوء ما سبق، وفي ضوء الأشكال الموضحة أدناه، فإن الأمر يعني:

○ استقرار السلسلة لمتغيرات البحث عند المستوى الأصلي، وبالتالي متكاملة عند " $I(0)$ "، باستثناء متغيري " $CETR, FV$ "، واللذان تحققا لهما التكامل عند " $I(1)$ "، بعد التخلص من جذر الوحدة بأخذ *At First Difference* للمتغيرين المذكورين، لتصبح مشاهدات السلسلة الزمنية للمتغيرات متذبذبة بصورة عشوائية حول متوسط وتباين ثابتين.

○ يمكن للباحثين قبول الفرضية البديلة " H_1 " والقائلة بوجود استقرار للسلسلة الزمنية لمشاهدات البحث الحالي في الفترة ٢٠١٠-٢٠٢٢، وهو ما يعني عدم وجود جزر مساو للوحدة.



أشكال (٦) استقرار وتكامل المتغيرات

٣- ضمان فعالية اختبار المتغيرات المنظمة:

في ضوء اعتبار "الانتهازية"، وفرص النمو "متغيرين مُنظِّمين للمسار " $TA_{it} \rightarrow FCF_{it}$ "، واعتبار التماثلية المعلوماتية كمتغير منظم للمسار " $FCF_{it} \rightarrow FV_{it}$ "، وسمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر " $TA_{it} \rightarrow FV_{it}$ "، فإنه تم التأكد من عدم دلالة الارتباطات بين تلك المتغيرات والمتغير المستقل في فترة البحث الإجمالية والمراحل المختلفة - كشرط مُنهجي لاختبار الأثر المُنظِّم لتلك المتغيرات - كما هو مُبين بمصفوفات الارتباطات التالية:

جدول (١٠) مصفوفة ارتباط بيرسون Pearson correlations

Variable	الفترة الإجمالية							مرحلة النمو						
	BTD	CETR	MO	GO	FCF	REP	IA	BTD	CETR	MO	GO	FCF	REP	IA
BTD	1							1						
CETR	-0.056 (0.37)	1						-0.175 (0.08)	1					
MO	-0.11 (0.09)	0.130 (0.08)	1					-0.181 (0.09)	0.237 (0.09)	1				
GO	0.026 (0.58)	0.145 (0.09)	-0.07 (0.137)	1				0.03 (0.68)	0.02 (0.08)	-0.112 (0.17)	1			
FCF	-0.045 (0.35)	0.049 (0.37)	-0.108 (0.03)	-0.087 (0.02)	1			0.018 (0.82)	0.103 (0.24)	-0.15 (0.07)	-0.09 (0.09)	1		
REP	0.123 (0.09)	-0.09 (0.213)	0.037 (0.49)	0.07 (0.2)	-0.07 (0.184)	1		0.215 (0.29)	-0.106 (0.35)	0.06 (0.49)	0.135 (0.132)	-0.09 (.28)	1	
IA	-0.04 (0.6)	0.123 (0.29)	-0.037 (0.59)	0.183 (0.007)	-0.015 (0.83)	-0.01 (0.88)	1	-0.04 (0.69)	-0.009 (0.94)	-0.05 (0.6)	0.209 (0.04)	.028 (.78)	-0.06 (.55)	1
	النضوج							التدبير						
BTD	1							1						
CETR	-0.057 (0.76)	1						0.018 (0.86)	1					
MO	0.013 (0.93)	-0.215 (0.303)	1					0.016 (0.87)	0.206 (0.105)	1				
GO	-0.06 (0.66)	0.367 (0.09)	-0.130 (0.346)	1				-0.004 (0.95)	0.165 (0.09)	-0.025 (0.77)	1			
FCF	-0.26 (0.07)	-0.132 (0.45)	0.09 (0.51)	-0.08 (0.37)	1			-0.265 (0.001)	-0.07 (0.45)	-0.161 (0.06)	-0.102 (0.106)	1		
REP	0.126 (0.43)	-0.254 (0.221)	0.159 (0.286)	-0.148 (0.319)	-0.209 (0.159)	1		0.057 (0.57)	-0.123 (.338)	0.156 (0.08)	0.176 (0.06)	.249 (.06)	1	
IA	0.019 (0.93)	-0.446 (0.126)	0.105 (0.59)	0.263 (0.177)	-0.264 (0.174)	0.729 (0.000)	1	-0.04 (0.74)	0.226 (0.08)	-0.110 (0.386)	0.198 (0.117)	.107 (0.4)	-0.07 (.56)	1

بعد مناقشة مدى صلاحية البيانات لإجراء الاختبارات الإحصائية عليها - تحديداً: النقاط من ١ إلى ٣ - فإنه يمكن عرض نتائج اختبار نموذج الوساطة الشرطية، كما يلي وفقاً لبرنامج "SMART PLS3":

جدول (١١) نتائج اختبارات الوساطة الشرطية

النماذج	أعلى المستوى الإجمالي للبيئة								على مستوى مراحل دورة حياة الشركة																
	مرحلة التقديم				مرحلة النمو				مرحلة النضوج				مرحلة التذبذب				مرحلة الانحدار								
	TA~BTD		TA~CETR		TA~BTD		TA~CETR		TA~BTD		TA~CETR		TA~BTD		TA~CETR		TA~BTD		TA~CETR						
	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF	FV	FCF					
Adjusted R2	0.11	0.05	0.11	0.07	0.006	0.056	0.006	0.049	0.03	0.018	0.03	0.017	0.156	0.038	0.155	0.027	0.003	0.023	0.002	0.018	0.004	0.012	0.029	0.04	
المسارات	TA-BTD												TA-CETR												
المراحل	المستوى الإجمالي للملاحظات			مرحلة النمو			مرحلة النضوج			مرحلة التذبذب			المستوى الإجمالي للملاحظات			مرحلة النمو			مرحلة النضوج			مرحلة التذبذب			
	Coffi	T	P Value	Coffi	T	P Value	Coffi	T	P Value	Coffi	T	P Value	Coffi	T	P Value	Coff	T	P Value	Coff	T	P Value	Coff	T	P Value	
مسارات مباشرة وغير مباشرة																									
TA → FV	ش	-0.02	1.372	0.17	-0.026	0.41	.682	-0.024	.289	0.772	-0.041	1.148	0.251	0.002	0.069	0.94	0.015	.363	.717	-0.043	0.910	.363	-0.017	0.222	0.824
	غ	-0.007	1.67	0.085	-0.008	.389	.697	0.014	0.14	0.88	-0.002	0.433	0.665	0.012	1.65	0.099	-0.005	0.47	0.634	-0.054	0.863	.388	0.000	0.04	0.964
	ك	-0.027	1.77	0.07	-0.034	.515	.607	-0.011	.110	0.912	-0.043	1.19	0.234	0.014	0.429	0.66	0.01	0.25	0.803	-0.097	1.59	.10	-0.017	0.087	0.931
مسارات مباشرة																									
Rep → FV		0.035	1.79	0.064	.022	.179	0.66	0.469	.729	0.466	0.069	0.611	0.541	0.04	1.54	.079	0.022	.117	.907	0.378	0.726	0.468	0.14	1.125	0.261
TA → FCF		-0.07	1.128	0.259	-0.77	0.44	0.66	0.033	.153	0.879	-0.092	1.67	0.243	0.11	1.97	.048	-0.49	.575	.565	-0.133	0.948	0.343	0.008	0.087	0.931
FCF → FV		0.104	3.79	.000	.106	2.17	0.03	0.406	3.29	0.001	0.02	0.582	0.56	0.104	3.79	.000	0.103	2.24	.025	0.405	3.27	0.001	0.023	0.654	0.513
MO → fcf		-0.161	1.78	0.075	-2.39	1.77	0.076	0.105	0.42	0.668	-0.286	1.716	0.086	-0.17	1.88	0.059	-0.242	1.77	0.076	0.16	0.641	0.52	-0.225	1.347	0.178
GO → fcf		-0.071	1.296	0.195	-1.14	1.109	0.268	-0.041	0.306	0.76	-0.05	0.525	0.6	-0.073	1.34	0.18	0.127	1.23	0.219	-0.019	0.136	0.89	-0.059	0.621	0.535
IA*TA → FV		-0.013	.504	.614	-0.46	0.181	0.856	-0.014	0.272	0.785	-0.098	1.894	0.071	-0.004	0.172	0.863	0.038	0.29	0.77	-0.039	0.794	.427	0.002	0.016	0.987
IA → fv		-0.002	0.13	0.896	-0.23	0.212	0.832	0.096	1.22	0.223	-0.059	0.622	0.534	0.000	0.019	0.958	-0.12	.197	0.844	0.065	0.809	0.41	-0.062	0.503	0.615
GO*TA → fcf		0.045	0.64	0.52	0.13	0.83	0.40	0.07	0.30	0.762	-0.118	1.168	0.243	-0.04	0.77	0.43	0.016	0.17	0.86	-0.111	0.887	0.37	0.143	1.528	0.127
MO*TA → Fcf		0.053	0.59	0.55	0.08	0.41	0.68	-0.277	1.3	0.193	0.065	0.416	0.677	-0.148	1.65	0.09	0.149	1.48	0.13	0.321	1.32	0.18	-0.348	1.457	0.145
IA*fcf → FV		0.008	0.33	0.73	0.03	0.28	0.77	0.197	1.65	0.072	0.081	0.658	0.511	0.009	0.379	0.70	0.044	0.31	0.75	0.216	1.715	0.06	0.104	0.830	0.407
Rep*TA → FV		-0.004	0.22	0.82	-	0.14	0.88	-0.168	0.12	0.897	0.139	1.755	0.084	0.037	1.18	0.23	0.012	0.08	0.93	0.195	0.405	0.68	0.128	1.610	0.083
مسارات غير مباشرة																									
GO → fv		-0.007	1.219	0.223	-0.12	0.943	0.34	-0.017	0.294	0.769	-0.001	0.246	0.806	-0.008	1.26	0.207	-0.013	1.03	0.303	-0.008	0.132	0.89	-0.001	0.314	0.753
MO*TA → fv		0.006	1.568	0.08	0.009	0.367	0.713	-0.112	1.37	0.084	0.001	0.2	0.842	-0.015	1.75	0.087	0.015	1.07	0.283	0.130	1.44	0.07	-0.008	0.499	0.618
MO → fv		-0.017	1.677	0.085	-0.25	1.46	0.064	0.043	0.397	0.691	-0.006	0.468	0.64	-0.018	1.65	0.098	-0.025	1.466	0.09	0.065	0.58	0.55	-0.005	0.471	0.638
GO*TA → fv		0.005	0.62	0.53	.015	0.69	0.48	0.028	0.28	0.77	-0.002	0.409	0.682	-0.004	0.71	0.47	-0.002	.152	0.87	-0.045	0.796	0.42	0.003	0.502	0.615

المصدر: الباحثون استناداً لبرنامج "SMART PLS3"

^{١٧} تم عرض قيم نتائج الاختبار "T-Test" بالقيم المطلقة.

بتمحيص النظر في الجدولين - السابق رقم ١١- والموضح أدناه رقم ١٢- يمكن إجراء المناقشات التالية:

أولاً: مناقشة تحليلية إحصائية (ممارسات التجنب خلال مراحل دورة حياة الشركة):

يناقش الباحثون إحصائياً في هذا الجزء مدى تحقق - بل وتباين - ممارسات التجنب الضريبي في السوق المصرية من خلال المقاييس الإجرائية والمبينة آنفاً بجدول (٤)، وذلك في المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، وهو ما يترتب عليه مدى قبول أو رفض الفرضية البحثية الرئيسية الأولى (ف١) القائلة "بتباين ممارسات التجنب في البيئة المصرية بتباين دورة حياة الشركة"، وفرضيتها الفرعيتين (ف١،١، ف١،٢) والقائلتان بـ "بتباين كل من الفروق الضريبية الدفترية - ومعدل الضريبة الفعلي النقدي في الفرضية ف١،٢ - بتباين دورة حياة الشركة"؛ وهو ما عمل معه الباحثون على تقسيم المراحل المختلفة حسب نموذج "Dickinson, 2011" لخمس مراحل (تقديم، نمو، نضوج، نذبذب، وانحدار)؛ ويوضح الجدول المبين أدناه نتيجة تطبيق المؤشر المُجمَع - السابق تطويره بجدول ٥، وشكلي ٣، ٤ - في البحث الحالي على المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة.

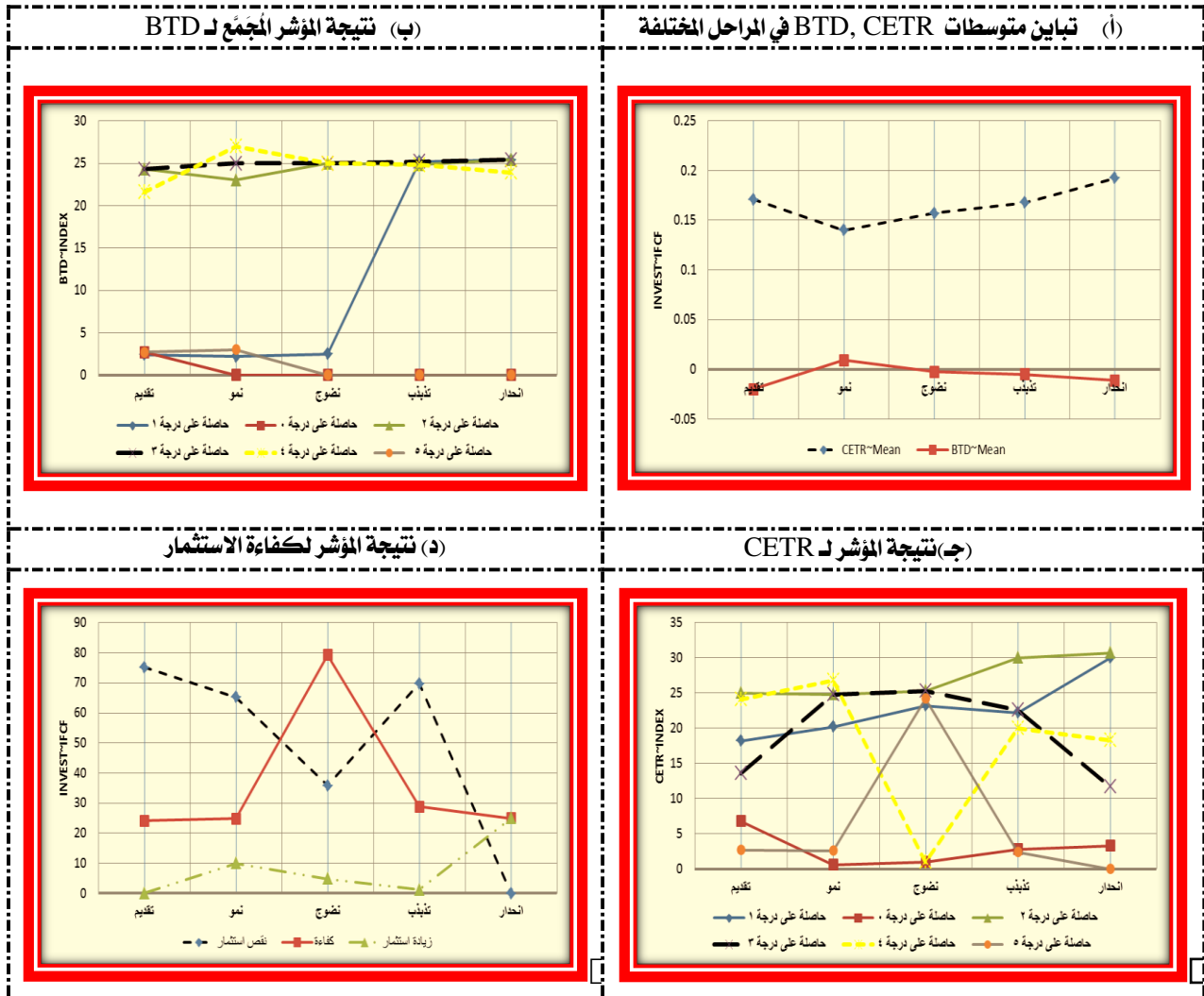
جدول (١٢) نتيجة تطبيق مؤشر بعض المتغيرات على مراحل دورة حياة الشركة

حساسية التدفق الجر للتجنب "β"	نسب مئوية لمؤشر التجنب على المراحل المختلفة																التجنب المراحل				
	FV	نسب كفاءة استثمار FCF			CETR-Index					BTD-Index					المراحل						
		CETR	BTD	1→3	0→5					0→5											
			زيادة	نقص	كفاءة	5	4	3	2	1	0	5	4	3	2	1	0				
-0.27	0.3	6.4	-	75.8	24.2	2.7	24.1	13.6	25	18.2	6.8	2.7	21.6	24.3	24.3	24.3	2.7	تقديم			
-0.2	0.3	3.4	10	65.2	24.8	2.6	26.8	24.8	24.8	20.2	0.6	3	27	25	23	22	0	نمو			
-0.305	0.3	5.09	4.9	15.8	79.3	24.2	1	25.3	25.3	23.2	1	0	25	25	25	25	0	نضوج			
-0.26	0.15	1.267	1.7	69.6	28.8	2.4	20	22.6	30	22.2	2.8	0	24.8	25.2	24.8	25.2	0	تذبذب			
-0.2	0.2	1.35	75	-	25	0	18.3	11.7	36.7	30	3.3	-	23.9	25.4	25.4	25.4	0	انحدار			
ملحوظات																					
التغير		القيم	الدلالة		المتغير	CETR ~ Mean					المتغير	BTD ~ Mean					سمات المراحل				
التجنيبي	0→5	0	لا يوجد ممارسة تجنب			المتغير	0.1709	0.14	0.157	0.1677		0.1925	المتغير	- 0.02	0.009	-0.0025		-0.0005	-0.0113	0	تقديم
		1→4	درجات متباينة																		نمو
		5	أقصى درجة للتجنب																		نضوج
الاستثمار	1→3	1	كفاءة			المتغير	0.157	0.1677	0.1677	0.1677		0.1677	المتغير	-0.0025	-0.0005	-0.0005		-0.0005	0	تذبذب	
		2	افراط		انحدار																
		3	نقص																		

- كما هو مبين أدناه من أشكال رقم (٧) - تحديداً أشكال "أ، ب، ج" - لاحظ الباحثون تباين الممارسات الفعلية للتجنب الضريبي بتباين مراحل دورة حياة الشركة في السوق المصرية؛ ليعني الأمر زيادة دوافع ممارسة الشركات المصرية لممارسات التجنب في بعض المراحل عن غيرها نتيجة تباين العديد من المتغيرات - كما سيتم تبينه في الجزء الخاص بمضامين النتائج -، حيث:
 - يتضح بشكل مُجْمَل توافق - إلى حد كبير - اتجاه متوسطي مقياسي "BTD; CETR" خلال المراحل المختلفة، لتكون المرحلة الثانية - مرحلة النمو - هي أكثر المراحل التي مارست فيها الشركات المصرية للتجنب؛ فقد سجلت "BTD" أعلى قيمة (٠,٠٠٩) بينما سجل فيها المقياس الآخر أدنى نسبة (٠,١٤)؛ وتعتبر مرحلتنا "التقديم والانحدار" الأكثر انخفاضاً في تلك الممارسات، واللتين سجلتا قيمًا مُخَفِضَةً لـ "BTD"، ومرتفعة للآخر؛ فقد بلغت قيم الأولى (- ٠,٠٢ - ٠,٠١١٣) للمرحلتين على الترتيب؛ وبلغت (٠,١٧٠٩، ٠,١٩٢٥) للآخر لذات المرحلتين على الترتيب.

- تقارب إلى حد كبير في اتجاه مستويات ممارسات التجنب في الأربع مراحل الأخرى لمرحلة النمو؛ فقد ارتفعت ممارسات التجنب في مرحلة النمو مقارنة بسابقتها بنسبتي (١٤٥%؛ ١٨,٠٨%) على مقياسي "BTD; CETR"؛ في حين انخفضت الممارسات في كل مرحلة من مراحل "النضوج والتذبذب والانحدار" عن سابقتها بنسب (١٢,١%، ٦,٨%، ١٤,٧%) وذلك على مقياس "CETR"؛ في حين كانت نسب الانخفاض على المقياس الآخر (١٢٧%، ٨٠%، ٢١,٦%) بين كل مرحلة وسابقتها على الترتيب؛ لتكون مرحلة النمو هي الأكثر ممارسة مقارنة بباقي المراحل - انظر الشكل "أ" في أشكال رقم ٧؛ ليعني الأمر:
- اتفاق إلى حد كبير بين اتجاه تحركات مقياسي التجنب "BTD; CETR" خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة.
- تدني نسب انخفاض ممارسات التجنب وفقاً للمقياسين المذكورين مع مرور كل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة عن سابقتها.
- بشكل أكثر عمقاً وتحليلاً - ولطالما تباينت متوسطات مقياسي التجنب بين المراحل المختلفة - ومن خلال مقياس مَجْمَع - للباحثين - على ست درجات (5→0)، تمثل فيه القيمة (٠) انعدام ممارسة الشركات المصرية للتجنب، بينما تمثل القيمة (٥) أقصى ممارسة، فقد لوحظ - كما هو مبين بشكلي "ب، ج" في أشكال رقم ٧- ما يلي:
- ممارسة جميع الشركات المصرية للتجنب الضريبي في كل المراحل بنسب متباينة، كما هو مبين من انخفاض نسب الشركات الحاصلة على درجة صفر في المراحل المختلفة - انظر جدول ١٢ -
- تقارب إلى حد كبير بين مستويات ممارسات التجنب في الأربع مراحل الأخرى لمرحلة النمو.
- اتفاق إلى حد كبير لنسب ممارسة شركات العينة للتجنب - على المقياسين معاً - على مؤشر الباحثين "BTD~Index, CETR~Index" مع تحركات متوسطاتهما "Index~Mean" خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، فقد زادت نسب ممارسة شركات العينة للتجنب في مرحلة النمو مقارنة بباقي المراحل، حيث بلغت نسبة تجاوز شركات العينة لقيمة الربع الأعلى "Q₃" (القيمة القصوى) نسبة المؤشر (Q₃) ما يعادل ٢٧%، ٢٦,٨% لكلا المقياسين على الترتيب؛ كما بلغت نسبنا حصول الشركات على القيمة القصوى للمؤشر ٣%، ٢,٦% على الترتيب.
- على النقيض مما سبق، فقد تدنت تلك الممارسات في باقي المراحل؛ فقد بلغت نسبة تجاوز شركات العينة لقيمة الربع الأعلى "Q₃" (القيمة القصوى) نسبة المؤشر (Q₃) ما يعادل ٢١,٦%، ٢٥%، ٢٤,٨%، ٢٣,٩% لمقياس "BTD" لباقي المراحل على الترتيب؛ في حين بلغت ٢٤,١%، ٢٠%، ١٨,٣% لذات المراحل للمقياس الآخر.
- في ضوء النقاط السابقة، لاحظ الباحثون زيادة مستوى ممارسات التجنب "TA~Index" على المؤشر المَجْمَع في السوق المصرية في مرحلة النمو مقارنة بباقي المراحل؛ وهو ما تحقق على مستوى الدرجات الفرعية، باستثناء مرحلة النضوج والتي شهدت ارتفاعاً مقارنة بغيرها، وهو ما سيتم تحليله لاحقاً في الجزء المتعلق بمضامين النتائج؛ الأمر الذي يعني أمرين:
- أولهما: ضرورة دراسة الاستجابات الناتجة عن التباين السابق، وهو ما يعتبر محل اهتمام باقي الجزء الإحصائي - المتعلق بمسارات البحث المختلفة -
- ثانيهما: ضرورة دراسة مدى نفعية تلك الممارسات في البيئة المصرية بل والأدوات التي من شأنها المساهمة في زيادة منفعيتها في المراحل المختلفة؛ ولعل ذلك ما سعى إليه البحث الحالي بإدراج متغيرات "فرص النمو، وانتهازية الإدارة، وسمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية" كأحد الاقتراحات التي سيتم اختبارها في نموذج الاختبار.

- في ضوء قيم "β" بجدول "١٢" والدالة على استجابة التدفق الحر لممارسات لتجنب - وكما هو مُبين من شكل "ج" في أشكال "٧" - فقد لاحظ الباحثون زيادة مستوى كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن ممارسات التجنب في مرحلة النضوج في السوق المصرية مقارنة بباقي المراحل، حيث بلغت نسبة الشركات في هذه المرحلة ٧٩,٣%، والتي حققت أيضاً مستوى مرتفعاً إلى حد كبير لقيمة الشركة والتي بلغت ٥,٠٩؛ في حين كانت أدنى نسبة كفاءة في مرحلة التقديم، حيث بلغت النسبة ٢٤,٢%، وإن كان حققت أعلى قيمة للشركة في مرحلة التقديم، والتي بلغت "٦,٤".



شكل (٧)..... تباين بعض المتغيرات بتباين المراحل

المصدر: الباحثون بالاستعانة بنتائج البرامج الإحصائية

- في ضوء ما سبق، يمكن للباحثين قبول الفرضية البحثية الأولى "ف١" والقائلة بـ "تباين ممارسات التجنب الضريبي في البيئة المصرية بتباين مراحل دورة حياة الشركة $TA \sim BTDR, CETR_t$ " وفرضياتها الفرعيتين (ف١١، ف١٢)، والمصاغة آنفاً - راجع جدول رقم ١ -.

ثانياً: مناقشات خاصة بنموذج البحث:

باستخدام برنامج "SMART PLS3" كبرنامج لنمذجة المعادلات البنائية باستخدام طريقة المربعات الصغرى الجزئية "PLS" والتي تعمل على تعظيم التباين المفسر للمتغيرات الكامنة الداخلية من خلال تقدير العلاقات النموذجية الجزئية وفق تسلسل تكراري لطريقة "OLS"؛ ومع استخدام طريقة "GLS" في تقدير معالم نموذج كفاءة استثمار التدفق الحر، وتقدير معالم نموذج الانتهازية الإدارية بطريقة "OLS" عبر المراحل المختلفة؛ فإنه يمكن إجراء المناقشات التالية:

• مناقشة جودة توفيق نماذج البحث في مراحل دورة حياة الشركة:

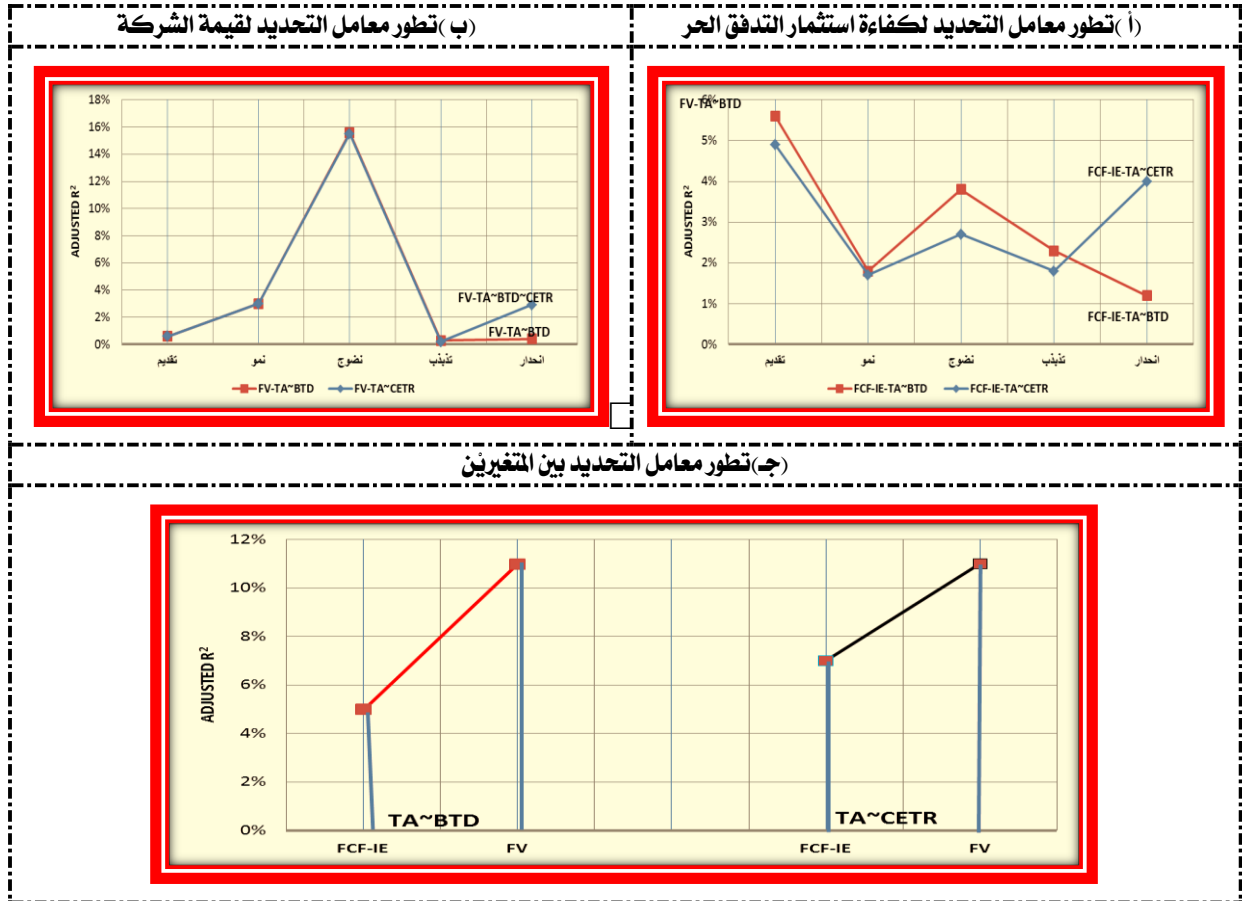
كما هو مبين بالأشكال الموضحة أدناه - أشكال رقم ٨ -، أظهرت نتائج تطبيق نموذج "Hayes" المعنى بتحديد السلسلة السببية لمتغيرات البحث بشكل متكامل والتي تنقل بها ممارسات التجنب الضريبي - بمقاييسها المحددين سابقاً - التأثير على قيمة الشركة في السوق المالية المصرية؛ فقد أظهر تأصيل النموذج - نظرياً طبعاً - على وجود متغيرين تابعين لعدة متغيرات مفسرة:

- أولهما: متغير قيمة الشركة "FV"، وهو المتغير محل التفسير في البحث الحالي.
- ثانيهما: متغير كفاءة استثمار التدفق الحر "FCF_IE"، وهو المتغير الوسيط محل الاختبار، والذي يُمثل في ذات الوقت متغيراً تابعاً لمتغيرات أخرى.

وكما هو مبين - بجدول ١١ - وأشكال ٨ -، فقد أظهر تطبيق النموذج في السوق المصرية ما يلي:

- وجود تقارب كبير لدى المقياسين "TA~BTD; TA~CETR" في تفسير التباينات في المتغير التابع والتي يمكن أن تغزو للتباينات في المتغيرات المفسرة؛ حيث:
 - على المستوى الإجمالي للملاحظات - دون التمييز بين مرحلة وأخرى من مراحل دورة حياة الشركة - فقد فسرت متغيرات النموذج - المحددة نظرياً مسبقاً - ١١% من التغير في قيمة الشركة لدى مقياسي التجنب^(١٨) ($Adjusted R^2 = 0.11, 0.11$)، ليعني ذلك أن المتغيرات المفسرة - المستقلة والوسيلة والمنظمة - تفسر ١١% من التغيرات في القيمة؛ في حين فسرت نموذج كفاءة استثمار التدفق الحر - المتغير الوسيط للنموذج - ما يعادل ٥%، ٧% لكلا المقياسين على الترتيب ($Adjusted R^2 = 0.05, 0.07$).
 - مثلت مرحلة النضوج من مراحل دورة حياة الشركة الأعلى في المقدرة التفسيرية عن باقي المراحل؛ يليها مرحلة النمو؛ حيث فسرت متغيرات النموذج ما يعادل ١٥,٦%، ١٥,٥% من التغير في القيمة لدى مقياسي التجنب "TA~BTD; TA~CETR" على الترتيب في مرحلة النضوج ($Adjusted R^2 = 0.156, 0.155$)، كما بلغت المقدرة التفسيرية لمرحلة النمو ما يعادل ٣% ($Adjusted R^2 = 0.03, 0.03$)، في حين فسرت نموذج كفاءة استثمار التدفق الحر - المتغير الوسيط للنموذج - ما يعادل ٣,٨%، ٢,٧% لكلا المقياسين على الترتيب ($Adjusted R^2 = 0.038, 0.027$)، وبلغت ١,٨%، ١,٧% للمتغير الوسيط ($Adjusted R^2 = 0.018, 0.017$).
- رغم تقارب كلا المقياسين في تفسير التباينات في قيمة الشركة، والتي يمكن أن تغزو إلى التباينات في المتغيرات المفسرة في المراحل المختلفة في نموذج البحث، إلا أنهما شهدا انخفاضاً ملحوظاً في تفسير التغير في القيمة في مراحل التقديم والتذبذب والانحدار على حد سواء - كما هو موضح في أشكال رقم ٨ - حيث بلغت الـ " $Adjusted R^2$ " لمتغير "BTD" (٠,٦%، ٠,٣%، ٠,٤%) في هذه المراحل على الترتيب، مقارنة بـ (٠,٦%، ٠,٢%، ٢,٩%) لنموذج المقياس الآخر.

^{١٨} - هي مقاييس للمقدرة التفسيرية للمتغيرات وجودة توفيق النماذج.



شكل (٨) تطور معامل التحديد لنموذج البحث

المصدر: الباحثون بالاستعانة بنتائج البرامج الإحصائية

• مناقشة إحصائية لمسارات نموذج الوساطة الشرطية:

يناقش الباحثون إحصائياً في هذا الجزء مدى استجابة - إمبريقياً طبعاً - قيمة الشركات في السوق المصرية بممارسات التجنب، من خلال المسار غير المباشر الذي تنقل من خلاله تلك الممارسات آثارها إلى القيمة بوساطة متغير "كفاءة استثمار التدفق الحر" بمشروطة (فرص النمو، والانتهازية الإدارية والتمثيلية المعلوماتية)، أو من خلال المسار المباشر بمشروطة السمعة والتمثيلية المعلوماتية، وبالتالي تحديد السلسلة السببية - بشكل متكامل -، ومن ثم مدى قبول أو رفض الفرضيات البحثية الأخرى (تحديداً: ف_١، ف_٢) بفرضياتها الفرعية والمُحددة آنفاً بجدولي "٣، ٢".

وجدير بالذكر، وكما تم توضيحه آنفاً من عدم دلالة ارتباطات التفاعلات مع قيمة الشركة في مرحلتي "التقديم والانحدار" - انظر جدول (٧) والخاص بمصفوفات الارتباطات -، فإن الباحثين يقتصرون على إجراء التفسيرات الإحصائية اللاحقة على مراحل "النمو، التضوج والتذبذب" فحسب، ليرتبط على ذلك رفض الفرضيات الفرعية الخاصة بمسارات النموذج المتعلقة بمرحلتي التقديم والانحدار (تحديداً: فرضي "ف_١، ف_٢" بفرضياتهما؛ وفرضي "ف_٣، ف_٤" بفرضياتهما).

ويمكن توضيح التفسيرات الإحصائية لنتائج المسارات المختلفة كما يلي:

◀ مناقشة إحصائية للمسار $(TA_{it} \sim BTD, CETR * GO_{it} * MO_{it} \rightarrow FCF_{it} * IA \rightarrow FV)$

يعبر هذا المسار عن تأثير ممارسات التجنب الضريبي على قيمة الشركة من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن التجنب بمشروطة "فرص النمو والانتهازية والتماثلية المعلوماتية"؛ وفي ضوء المخرجات الإحصائية لتطبيق نموذج الوساطة الشرطية، لاحظ الباحثون ما يلي:

- تبين دلالة المسار غير المباشر بمشروطة الانتهازية الإدارية والتماثلية المعلوماتية فحسب - دون فرص النمو - بتباين المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، وهو ما يتضح من النقاط التالية:
- معنوية المسار غير المباشر - التجنب على القيمة من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر بمشروطة الانتهازية وفرص النمو والتماثلية المعلوماتية - بنموذجي " $BTD, CETR$ "، على المستوى الإجمالي للملاحظات عند مستوى معنوية ١٠%؛ فقد بلغت قيمة ودلالة الاختبار للنموذجين على الترتيب ($T-Value = -1.57; 1.65; P-Value = 0.08, 0.09$)؛ في حين لم تتحقق الدلالة لذات المسار - بكل متغيراته - بذات النموذجين في مراحل دورة الحياة عند جميع مستويات المعنوية؛ وإن كان هناك تحسناً ملحوظاً في معنوية المسار الكلي (المباشر + غير المباشر) بمرحلة النضج عن باقي المراحل لدى نموذج " $CETR$ "، حيث ($T-Value = 1.59; P-Value = 0.10$) للمسار الكلي.
- بالنظر لقيم " $Path Coefficient$ " على المستوى الإجمالي للملاحظات، يتضح أن قيمتي معاملي المسار غير المباشر - بكل متغيراته - للنموذجين هما " $0.07, 0.12$ "؛ ليعني الأمر إحصائياً انخفاض قيمة الشركة - تحديداً بنسبتي ٧%، ١٢% - مع كل زيادة في ممارسات التجنب مشروطة بمتغيرات النموذج - لكلا المقياسين على الترتيب - وذلك دون تمييز بين مراحل دورة حياة الشركة.
- في ضوء النقاط السابقة، يمكن تحليل - بل إسناد - الأثر غير المباشر إحصائياً إلى ما يلي:

○ معنوية المسار غير المباشر " $TA_{it} \sim BTD, CETR * MO_{it} \rightarrow FCF_{it} * IA \rightarrow FV$ " والمتعلق بأثر تفاعل الانتهازية مع التجنب على القيمة بواسطة "تفاعل كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن التجنب مع التماثلية المعلوماتية" عند مستوى معنوية ١٠%؛ على بعض مراحل الاختبار؛ حيث:

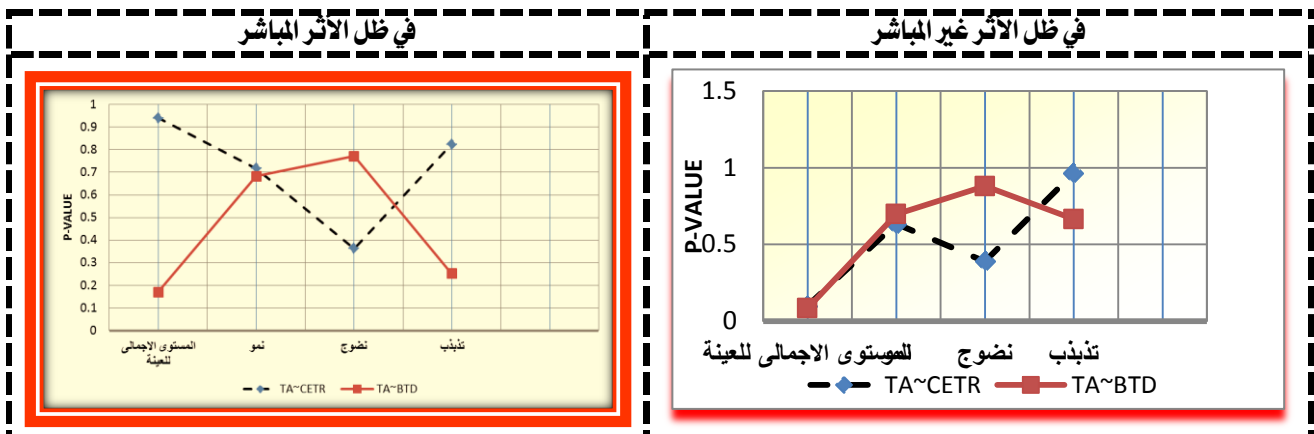
- على المستوى الإجمالي للملاحظات، فقد بلغت قيمة ودلالة الاختبار في نموذجي " $CETR, BTD$ " على الترتيب ($T-Value = 1.75, 1.56; P-Value = 0.087, 0.09$).
- على مستوى مراحل دورة حياة الشركة، لاحظ الباحثون:

❖ تحقق معنوية المسار المذكور في مرحلة النضج لكلا النموذجين ($T-Value = 1.37, 1.44; P-Value = 0.084, 0.07$)؛ وعدم تحققها لباقي المراحل؛ حيث ($T-Value = 0.367, 0.2; P-Value = 0.713, 0.842$)؛ كما كانت قيم الاختبار ودلالته ($T-Value = 1.07, 0.499; P-Value = 0.283, 0.618$) للنموذجين في ذات المرحلتين.

❖ بالنظر لقيم " $Path Coefficient$ " بمرحلة النضج - لظالما هي المرحلة المتحقق لديها المعنوية - يتضح أن قيمتي معاملي المسار المذكور بمقياسي التجنب هما " $0.13, 0.12$ "؛ ليعني الأمر انخفاض القيمة بنسبتي ١١,٢%، ١٣% إذا - وفقط إذا - ما اتسمت الإدارة بالانتهازية، وذلك مع كل زيادة في التجنب من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر والمشروط بالتماثلية المعلوماتية.

○ معنوية المسار غير المباشر " $MO_{it} \rightarrow FCF_{it} * IA \rightarrow FV$ " والمتعلق بأثر الانتهازية الإدارية على القيمة من خلال تفاعل كفاءة استثمار التدفق الحر والتماثلية المعلوماتية وذلك على المستوى الإجمالي للملاحظات، ومرحلة النضج؛ فقد بلغت قيمة الاختبار ودلالته بنموذجي " $BTD, CETR$ " على الترتيب ($T-Value = 1.56; 1.75; P-Value = 0.08, 0.087$) على المستوى الإجمالي للملاحظات؛ كما بلغت قيمة الاختبار ودلالته للنموذجين في مرحلة النضج ($T-Value = 1.37; 1.44; P-Value = 0.084, 0.07$).

- في ضوء النقاط السابقة، وكما هو موضح بشكلي رقم (٩)، يتضح مساهمة النموذج بتكوينه الإجمالي - الوسيط مع المتغيرات المنظمة - في إضفاء تحسناً واضحاً على معنوية المسار $TA_{it} \sim BTD, "TA_{it} \sim BTD, CETR \rightarrow FV"$ ؛ فقد كُشِفَ نموذج الوساطة الشرطية عن تباين واضح بين المسار المذكور، والمسار المباشر $TA_{it} \sim BTD, CETR \rightarrow FV$ - بدون المتغير الوسيط والمتغيرات المنظمة -، ليعني الأمر فعالية - بناءً على النتائج الإمبريقية طبعاً - إدراج متغير كفاءة استثمار التدفق الحر كمتغير وسيط ومشروطة المتغيرات المنظمة في النموذج، حيث:
 - على المستوى الإجمالي للمشاهدات، بلغت قيمة ودلالة الاختبار $(T-Value = 1.372, P-Value = 0.17, 0.94)$ للمسارين $TA_{it} \sim BTD \rightarrow FV; TA_{it} \sim CETR \rightarrow FV$ ؛ وهو ما يعني إحصائياً عدم دلالة سلبية معلمي المسار المباشر للنموذجين في التأثير على القيمة؛ وهو ما يتباين تماماً مع قيم دلالة المسار غير المباشر والمشار إليه آنفاً - راجع قيم ودلالات الاختبار للمسار غير المباشر -.
 - على مستوى مراحل دورة الحياة، بلغت قيمة ودلالة الاختبار $(T-Value = 0.41, 0.289, P-Value = 0.682, 0.772, 0.251)$ للمسار $TA_{it} \sim BTD \rightarrow FV$ ؛ كما بلغت $(T-Value = 0.363, 0.910, 0.222; P-Value = 0.717, 0.363, 0.824)$ للمسار $TA_{it} \sim CETR \rightarrow FV$ وذلك على الثلاث مراحل محل الاهتمام الإمبريقي على الترتيب؛ وهو ما يتباين أيضاً مع قيم دلالة المسار غير المباشر - راجع دلالات الاختبار للمسار غير المباشر -.
 - في ضوء ما سبق، وكما هو مبين بالشكلين التاليين - شكلي رقم "٩" -، وبشكل أكثر تحليلاً، فقد ساهم نموذج البحث بمتغيره الوسيط ومتغيراته المنظمة - وبشكل واضح - في تحسين القيمة الاحتمالية لتأثير التجنب على القيمة على المستوى الإجمالي للمشاهدات؛ فقد تحسنت المعنوية من $(٠,٠١٧, ٠,٠٩٤)$ لكلا المقياسين إلى $(٠,٠٠٨, ٠,٠٩٩)$ ؛ وهو ما يعني:
 - مَقْدَرَة النموذج بكل مكوناته في تحسين معنوية استجابة قيمة الشركة لممارسات التجنب.
 - توقف المسار غير المباشر للتجنب على القيمة - بدون فرص النمو - على دورة حياة الشركة.
- ويوضح الشكلان التاليان مقدار التحسن في القيم الاحتمالية عند تكوين النموذج:



شكل (٩) التغيرات في القيم الاحتمالية للأثرين المباشر وغير المباشر

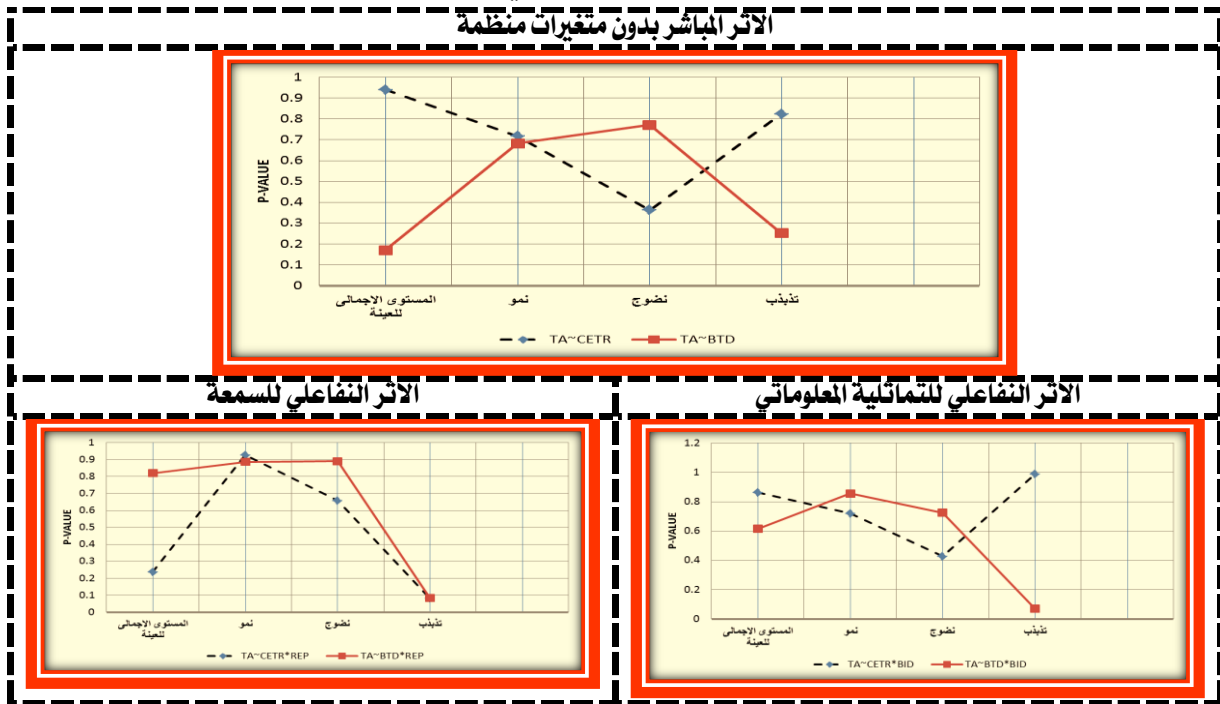
- في ضوء النقاط السابقة والدالة على معنوية المسار $TA_{it} \sim BTD, CETR * GO_{it} * MO_{it} \rightarrow FCF_{it} * IA_{it} \rightarrow FV_{it}$ مع معنوية المسار $TA_{it} \sim BTD, CETR * MO_{it} \rightarrow FCF_{it} * IA_{it} \rightarrow FV_{it}$ والمتعلق باستجابة قيمة الشركة للتجنب بمشروطة الانتهازية - دون فرص النمو - من خلال كفاءة الاستثمار بمشروطة التماثلية المعلوماتية على المستوى الإجمالي وبمرحلة النضج؛ فإنه يمكن للباحثين الاستنتاج بما يلي:
 - استجابة السوق المصرية بشكل إيجابي لممارسات التجنب - تحديداً بمراحل نضجها - إذا ما اتسمت الإدارة بعدم الانتهازية من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر بمشروطة التماثلية المعلوماتية، وهو ما يعني نفعية تلك الممارسات - المنظور الإيجابي للتجنب كما تمت الإشارة إليه آنفاً - في إحداث الأثر الإيجابي على قيمة الشركة في فترات نضجها - سيوضح الباحثون لاحقاً مضامين ذلك -.
 - توقف استجابة قيمة الشركة وفقاً لتباين ممارسات التجنب من خلال المتغير الوسيط والمتغيرات المنظمة - دون فرص النمو - على دورة الحياة - لطالما تحققت المعنوية بمرحلة النضج دون غيرها -.
 - قبول جزئي للفرضيتين البحثيتين الرئيسيتين الثانية والثالثة بفرعيتيهما، كما يلي:
 - قبول الفرضية الثانية القائلة "بتوقف استجابة قيمة الشركة للتجنب من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر على الانتهازية الإدارية - دون فرص النمو وفقاً للنتائج وليس صياغة الفرضية - والتماثلية المعلوماتية"، مع فرضيتيها الفرعيتين (ف_{٢/١}، ف_{٣/١}) ليعني الأمر تحديداً:

$$TA_{it} \sim BTD, CETR * MO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it}$$
 قبول الفرضية الثالثة القائلة "بتباين توقف استجابة القيمة للتجنب من خلال كفاءة الاستثمار على الانتهازية - دون فرص النمو - والتماثلية المعلوماتية بتباين مراحل دورة الحياة" بفرضيتيها الفرعيتين (ف_{٢/٢}، ف_{٣/٢})؛ تحديداً قبول الصيغة $TA_{it} \sim BTD, CETR * MO_{it} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it} \rightarrow FV_{it}$

$$\# TA_{it+n} \sim BTD, CETR * MO_{it+n} \rightarrow FCF_{IE} * IA_{it+n} \rightarrow FV_{it+n}$$
- ◀ مناقشة إحصائية للمسارين:
- $(TA_{it} \sim BTD, CETR * Rep_{it} \rightarrow FV) \dots (TA_{it} \sim BTD, CETR * IA_{it} \rightarrow FV)$
- توضح نتائج هذين المسارين التأثير المباشر لممارسات التجنب على قيمة الشركة بمشروطة سمعة الشركة "Rep_{it}"، والتماثل المعلوماتي "IA_{it}"؛ وفي ضوء المخرجات الإحصائية لتطبيق نموذج الوساطة الشرطية، لاحظ الباحثون تباين دلالة المسارين بتباين مراحل دورة حياة الشركة، حيث:
- اتفاق المسارين المذكورين في تحقق المعنوية لهما في نموذجي "BTD, CETR"، في مرحلة التذبذب عند مستوى معنوية ١٠%، وعدم تحققها في باقي المراحل؛ حيث:
 - معنوية المسار $TA_{it} \sim BTD, CETR * Rep_{it} \rightarrow FV$ بمرحلة التذبذب دون مرحلتي النمو والنضج، فقد بلغت قيمة ودلالة الاختبار (T-Value= 1.755; 1.6; P-Value= 0.084, 0.083)؛ ليعني الأمر توقف المسار المباشر على السمعة بمرحلة التذبذب دون غيرها؛ كما بلغت قيمتي معاملي المسار (٠,١٣٩، ٠,١٢٨)؛ ليعني ذلك استجابة القيمة بنسبتي ١٣,٩%، ١٢,٨% لكل زيادة في ممارسات التجنب بمقياسيها على الترتيب إذا ما اتسمت شركات التجنب بسمعة جيدة.
 - معنوية المسار $TA_{it} \sim CETR * IA_{it} \rightarrow FV$ في مرحلة التذبذب أيضاً، حيث (T-Value= 1.89; P-Value= 0.07) وإن كان أنتفت المعنوية لدى المقياس الآخر؛ ليعني الأمر أن المسار المباشر - مقياساً بـ "CETR" - يتوقف على التماثلية المعلوماتية بمرحلة التذبذب، كما بلغت قيمة معامل المسار (-٠,٠٩٨)؛ ليعني الأمر استجابة القيمة إيجابياً للتجنب - فالإشارة السلبية هنا تعني إيجابية الاستجابة "انظر تأصيل المقياس سابقاً" - بنسبة ٩,٨% في ظل تحقيق التماثلية المعلوماتية.

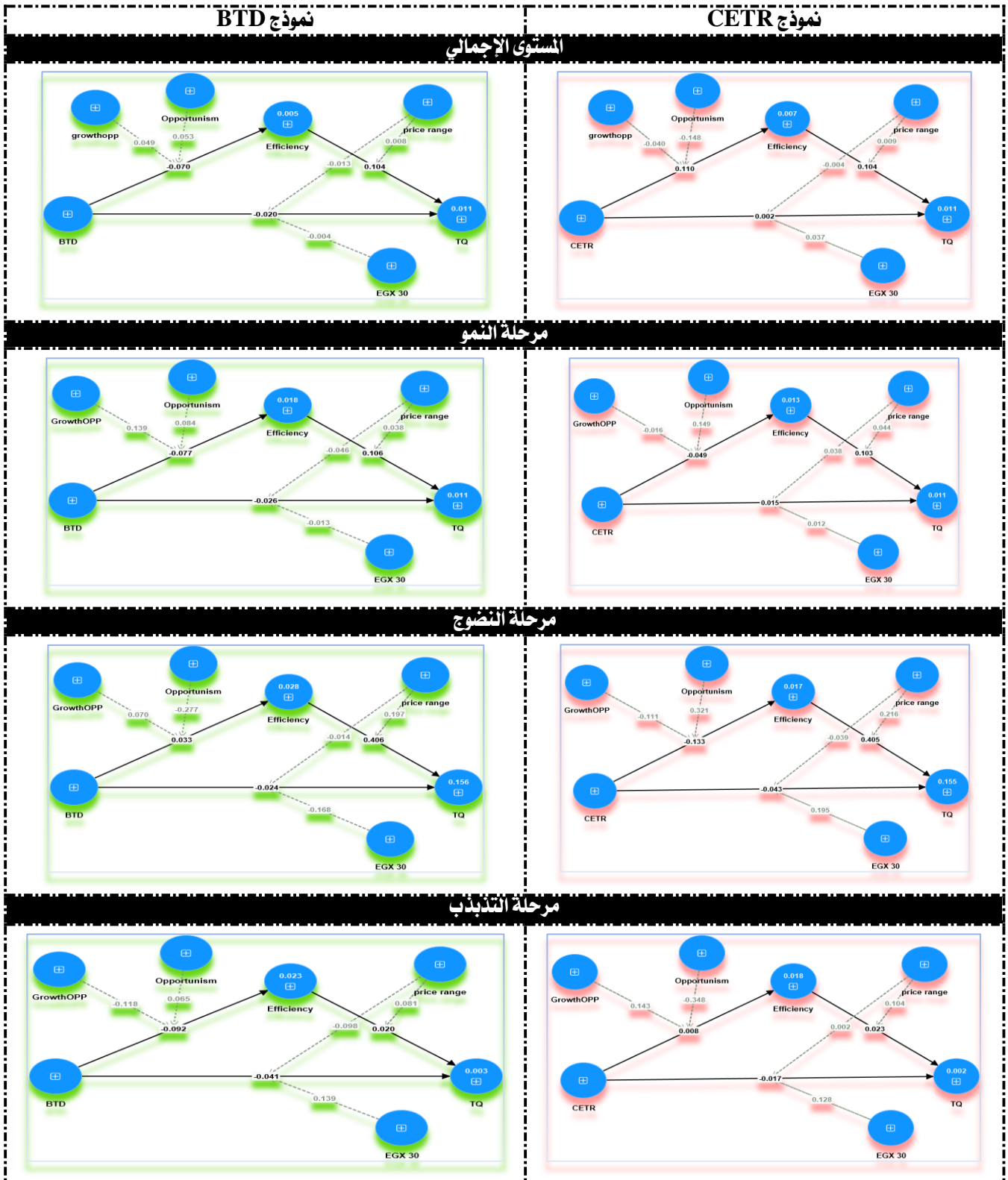
- لظالما أكتشِفَ عدم معنوية للمسارين المذكورين في بعض المراحل، فإن الأمر يعني ضرورة الرجوع لبعض المسارات الفرعية المكوّنة لهما في المراحل المُتَسِمَة بعدم المعنوية، (تحديدًا: $Rep_{it} \rightarrow FV_{it}$ للمسار الأول، بينما $IA_{it} \rightarrow FV_{it}$ للثاني) حيث اتضح بالرجوع لهما ما يلي:
 - معنوية المسار $Rep_{it} \rightarrow FV$ على المستوى الإجمالي للمشاهدات، عند مستوى معنوية ١٠%؛ مع عدم تحقق المعنوية في المراحل المختلفة؛ فقد بلغت قيمة ومعنوية الاختبار على المستوى الإجمالي ($T-Value = 1.79$; $P-Value = 0.064$)، كما تحققت المعنوية لذات المسار في النموذج الثاني عند مستوى معنوية ١٠%، حيث ($T-Value = 1.54$; $P-Value = 0.079$)؛ كما بلغ معاملي المسارين (٠,٠٣٥، ٠,٠٠٤)؛ ليعني ذلك استجابة قيمة الشركة بشكل أساسي - دون وجود متغيرات مُنظمة - مع كل تحسن في مستويات سمعة الشركة.
 - عدم معنوية المسار المباشر $TA_{it} \sim BTD, CETR \rightarrow FV$ والمعني بدراسة أثر التجنب على القيمة بدون المتغير الوسيط و المتغيرات المنظمة، فقد بلغت قيمة ومعنوية الاختبار في نموذجي $BTD, CETR$ على الترتيب ($T-Value = 1.372$; 0.069 ; $P-Value = 0.17, 0.94$)؛ وهو ما يُعطي دلالة للمسار غير المباشر والمشار إليه آنفًا - راجع دلالات الاختبار للمسار غير المباشر -.
 - عدم معنوية المسار $IA \rightarrow FV$ عند جميع مستويات المعنوية في كل مراحل دورة حياة الشركة.
- في ضوء النقاط السابقة والدالة على معنوية المسار المذكور في مرحلة التذبذب، يمكن للباحثين قبول الفرضية الرابعة القائلة "بوجود تأثير للسمعة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر"، مع فرضيتيهما الفرعيتين (ف_١، ف_٢)؛ (تحديدًا: قبول الصيغة الرياضية $TA_{it} \sim BTD, CETR * IA * REP_{it}$ $TA_{it} \rightarrow FV_{it}$) وذلك في مرحلة التذبذب؛ وهو ما يعني بالتبعية قبول الفرضية الخامسة القائلة "بتباين تأثير السمعة والتماثلية المعلوماتية على المسار المباشر بتباين مراحل دورة حياة الشركة" بفرضيتيهما الفرعيتين (ف_١، ف_٢)؛ (تحديدًا: قبول الصيغة الرياضية $TA_{it} \sim BTD, CETR * IA * REP_{it}$ $TA_{it} \rightarrow FV_{it}$)

وتوضيح الأشكال التالية مساهمة المتغيرين المنظمين في إحداث الأثر للمسار المباشر:



أشكال (١٠)..... مساهمة المتغيرين المنظمين في تحسين معنويات المسار المباشر

وتوضيح الأشكال التالية مخرجات البرنامج "SMART PLS3" للمسارات المختلفة:



أشكال (11).....مسارات نموذج الوساطة الشرطية

المصدر: نتائج برنامج "SMART PLS3"

في ضوء النتائج الإحصائية السابقة يتسنى للباحثين مناقشة مضامينها كما هو موضح في النقطة التالية.

مضامين النتائج

يجمل الباحثون المناقشة الإحصائية للنتائج السابقة في الجدول التالي:

جدول (١٢) ملخص نتائج البحث

تقييم ممارسات التجنب الضريبي في المراحل المختلفة								
تباين المتغيرات بتباين مراحل دورة الحياة	مراحل دورة حياة الشركة					المراحل		
	الانحدار	التذبذب	النضوج	النمو	التقديم	BTD	التجنب	
	-0.0113	-0.0005	-0.0025	0.009	- 0.02			
	0.1925	0.1677	0.157	0.14	0.1709	CETR		
	25	28.8	79.3	24.8	24.2	كفاءة	كفاءة استثمار التدفق الحر	
	75	1.7	4.9	10	---	فرط		
	---	69.6	15.8	65.2	75.8	نقص		
	1.35	1.267	5.09	3.4	6.4	قيمة الشركة		
تقييم مسارات الأتمتة								
المسارات محل الاهتمام	CETR			BTD			مقاييس التجنب	
	التذبذب	النضوج	النمو	التذبذب	النضوج	النمو	المراحل	المسارات
	غير معنوي	معنوي	معنوي	غير معنوي	معنوي	معنوي	$TA*MO \rightarrow$ $FCF*IA \rightarrow FV$	$TA*GO*MO \rightarrow$ $FCF*IA \rightarrow FV$
	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي	$TA*GO \rightarrow$ $FCF*IA \rightarrow FV$	
	معنوي	غير معنوي	غير معنوي	معنوي	غير معنوي	غير معنوي	$TA*Rep \rightarrow FV$	
	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي	معنوي	معنوي	غير معنوي	$TA*IA \rightarrow FV$	

تفسير تباين ممارسات التجنب بتباين مراحل دورة الحياة:

في ضوء النتائج الإحصائية السابق مناقشتها، وباستخدام نموذج "Dickinson, 2011" والمعني بقياس مراحل دورة حياة الشركة، بناءً على الاختلافات في أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل جنباً إلى جنب مع الأنماط المتغيرة للتدفقات النقدية المتعلقة بهذه الأنشطة؛ وباستخدام مقياسي "BTD; CETR" والمعنيين بقياس ممارسات التجنب في البحث الحالي، وبالاعتماد على الفترة ٢٠١٠-٢٠٢٢، توصل الباحثون لتباين تلك الممارسات بتباين مراحل دورة حياة الشركة؛ وهو ما يتفق إجمالاً - وليس تفصيلاً - مع اتجاه العديد من الأدبيات، على سبيل المثال: (Gabrielli and Greco, 2023; Mangoting and Onggara, 2019; Abbas et al., 2018; Abbas et al., 2017; Hasan et al., 2018)؛ ليعني الأمر إجمالاً:

- تأثر حوافز الشركات المصرية في ممارسة التجنب بمدى استقرار تدفق الأرباح بها ومدى رغبتها الإدارية في تحمل المخاطر وبدرجات عدم التأكد.
- يعتمد التفسير الأساسي لمدى تباين تلك الممارسات بتباين مراحل دورة حياة الشركة على نظرية الموارد "RBT" - فالتغير في موارد الشركات يدفعها لممارسات متباينة عبر تلك المراحل ؛ وكذلك نظرية الوكالة - حيث احتمالية استثمار الوفورات الضريبية لتعظيم الأرباح وزيادة مكافآت الوكيل -

وبشكل أكثر تحليلاً، فقد اتضح - إمبيريقياً - توافق - إلى حد كبير - اتجاه متوسطات مقياسي "BTD; CETR" خلال المراحل المختلفة، لتمثل مرحلة النمو أكثر المراحل التي مارست فيها الشركات المصرية للتجنب؛ بينما تَدُنَّت تلك الممارسات بشكل واضح بمرحلتي "التقديم والانحدار"، واللتيْن سجلتا قيمةً مُخَفَّضَةً لـ "BTD"، ومرتفعةً لآخر؛ ليعتارض ذلك مع النتائج التفصيلية للأدبيات المُشار إليها سابقاً، والتي أشارت في مُجْمَلها لزيادة مشاركة الشركات لتلك الممارسات في مرحلتي التقديم والتراجع، وعزوفها في مرحلتي "النمو والنضج".

وفي هذا الصدد تجدر الإشارة إلى النقاط التالية:

- تمارس الشركات المصرية التجنب في كل مراحلها لكن بنسب متباينة، كما هو مُبين من انخفاض نسب الشركات ذات الدرجة "صفر" - على المؤشر المُطوّر من الباحثين - في كل المراحل - انظر جدول ١٢ -.
- اتفاق إلى حد كبير بين اتجاه تحركات مقياسي التجنب "BTD;CETR" خلال مراحل دورة حياة الشركة، مع تَدني نسب انخفاض ممارسات التجنب وفقاً للمقياسين المذكورين مع مرور كل مرحلة عن سابقتها؛ وهو ما قد يوحي بفعالية كلا المقياسين - كبديلين - لمتابعة حالات التجنب في السوق المصرية من قِبَل صنّاع القرار، لاسيما في الحالات التي تستوجب دراسة مدى انتهازية الإدارة من عدمه.
- زيادة دوافع ممارسة الشركات المصرية للتجنب في بعض المراحل عن غيرها، حيث:
 - تُولي الشركات المصرية مزيداً من الاهتمام بممارسات التجنب في أوقات النمو - وذلك وفقاً للمؤشر المُجمَع - وهو ما تحقّق أيضاً على مستوى الدرجات الفرعية للمؤشر، باستثناء مرحلة النضوج والتي شهدت ارتفاعاً مقارنةً بغيرها؛ بينما يتدنى اهتمام تلك الشركات بممارسات التجنب في مرحلتي التقديم والانحدار؛ وهو ما يفسره الباحثون بالنقاط التالية:
 - تستطيع الشركات المصرية مع زيادة مواردها - تحديداً بمرحلة النمو حسبما تم تأصيله آنفاً من زيادة الموارد بها - استغلال الفروق الضريبية، وهو ما يتفق مع رؤية دراستي (Saragih et al., 2021; Kraft, 2014)؛ ليعني ذلك أن خصائص الشركات تعتبر عوامل بديلة للتخطيط الضريبي؛ لتكون وفورات الحجم *Economies of Scale* أحد المحددات الهامة في هذا الشأن، وهو ما يتفق مع دراسة (Rego, 2003) والتي أشارت إلى أن العلاقة السلبية بين معدلات الضرائب الفعلية - كمؤشر التجنب - والدخل قبل الضريبة تتوافق مع الشركات ذات الدخل الأكبر والتي لديها المزيد من الموارد للمشاركة في التخطيط الضريبي.
 - الشركات المصرية ليس لديها الشجاعة لاتباع تلك الممارسات في مرحلتي التقديم والانحدار، لمخاطر العقوبات المُحتملة، وهو ما يتفق مع (Evana, 2019)؛ ليتفق ذلك - فلسفياً - أيضاً مع وَصْف تلك الممارسات بأنها قضية أخلاقية *Moral Story-Telling*.
 - في ضوء النقطة السابقة، فإن الأمر قد يعني زيادة قناعة الشركات المصرية بالعواقب السلبية لتلك الممارسات في المراحل المتدهورة، لاسيما مع مقدرة السوق على التمييز بين انتهازية ونفعية تلك الممارسات، ليعني ذلك احتمالية اتباع الشركات للنهج النفعي في مرحلة النمو، مع عدم اتباع تلك الممارسات التي قد تؤدي إلى انخفاض القيمة في المراحل الأخرى.
 - تتم تلك الممارسات في سياق نظرية الوكالة، فقد تستثمر الشركة الوفورات الضريبية لتعظيم قيمة المساهمين؛ وزيادة مكافآت الوكيل، وفي الوقت ذاته، فإن الأمر يعني احتمال فرض غرامات وانخفاض سعر السهم إذا ما اتسمت تلك الممارسات بالعدوانية، وهو ما يتفق مع رؤية البعض مثل (Khan and Nuryanah, 2023; Suyanto and Supramono, 2012).
- في ضوء النقاط السابقة فإن ذلك عني للباحثين أمرين:
 - أولهما: دلالة دراسة الاستجابات المختلفة الناتجة عن تباين ممارسات التجنب وفقاً لتباين المراحل، وهو ما كان محل اهتمام إمبريقي سابق، وسيرد تبيانه لاحقاً بمضامين المسارات.
 - ثانيهما: ضرورة دراسة مدى نفعية تلك الممارسات في البيئة المصرية بل والأدوات التي من شأنها المساهمة في زيادة منفعيتها في المرحل المختلفة؛ ولعل ذلك ما سعى إليه البحث الحالي بإدراج متغيرات "فرص النمو، وانتهازية الإدارة، وسمعة الشركة والتماثلية المعلوماتية" كأحد الاقتراحات التي سيرد تبيانه أيضاً بمضامين المسارات.

■ تفسير بعض مسارات نموذج الوساطة الشرطية:

• تفسير المسار $(TA*GO*MO \rightarrow FCF_IE*IA \rightarrow FV)$:

حيث في ضوء التعامل مع كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن ممارسات التجنب كمتغير بسيط للمسار $"TA \rightarrow FV"$ ، ومع الانتهازية الإدارية وفرص النمو كمتغيرين مُنظَّمين على المسار $"TA \rightarrow FCF_IE"$ ؛ والتمثيلية المعلوماتية على المسار $"FCF_IE \rightarrow FV"$ ؛ ومن خلال استخدام نموذج الوساطة الشرطية على المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، تبيّن معنوية المسار بشكله المتكامل على المستوى الإجمالي لمشاهدات البحث؛ وعدم معنويته خلال مراحل دورة الحياة؛ وتحليل المسار لمكوناته، تبيّن معنوية المسار $"TA*MO \rightarrow FCF_IE*IA \rightarrow FV"$ على المستوى الإجمالي للمشاهدات وفي مرحلة النضج، وعدم معنويته في باقي المراحل؛ ليتفق ذلك إلى حد كبير مع التأصيل الفلسفي للبحث من استجابة قيمة الشركة - إيجابياً - لممارسات التجنب مشروطة بانخفاض الانتهازية الإدارية من خلال "كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عن تلك الممارسات" والمشروطة بـ "التمثيلية المعلوماتية"؛ مع عدم دلالة ذلك في ظل التعامل مع متغير "فرص النمو" كمتغير منظم، ليعني ذلك:

- استجابة قيمة الشركات المصرية - إيجابياً - لممارسات التجنب الضريبي في ظل الإدارة الأفضل في الأوقات المُتَسِمَة باستقرار تدفق أرباحها، وبانخفاض درجات عدم التأكد.
- تنقل ممارسات التجنب الثروة للمساهمين بشكل غير المباشر - الأثر غير المباشر - من خلال كفاءة استثمار التدفق الحر الناتج عنها، بشروط ثلاثة، أولها، عدم انتهازية الإدارات؛ تحقيق التمثيلية المعلوماتية بين المشاركين في السوق كشرط ثاني؛ واستقرار الشركة كشرط ثالث.
- يمكن أن تؤدي ممارسات التجنب لزيادة التدفق الحر من خلال تخفيض الالتزام الضريبي، وبالتالي زيادة الموارد الداخلية المتاحة للاستثمار؛ ليعني ذلك أحد احتمالين؛ أولهما، نزعة الإدارة لتحقيق مصالحها، ومن ثم فَرط الاستثمار حتى لو في شركات سلبية القيمة الحالية؛ مع احتمالية عزوفها عن الاستثمار في مشروعات موجبة القيمة الحالية - لظالما أنها لم تحقق مصالحها أو لأنها محفوفة بالمخاطر بالنسبة للإدارات المُتَجَنِّبَة للمخاطر - مما يترتب عليه ثنائي الاحتمالين - نقص الاستثمار؛ وهو ما يتفق مع رؤية دراستي (Asiri et al., 2020; Mayberry, 2012).
- فعالية السلوك الإداري - انتهازي أم معلوماتي - كأحد المتغيرات الحاكمة في تصنيف ممارسات التجنب - انتهازية أم غير ذلك - من ناحية، بل أحد المُحَدِّدَات الموجهة لكفاءة الاستثمارات من ناحية أخرى؛ وهو ما يتفق مع نظرية الإشارات في هذا الشأن، لُترسل هذه الممارسات - في ظل عدم الانتهازية وفي ظل استقرار تدفق أرباح الشركة - إشارات إضافية للمستثمرين بمعلومات معينة، مما يدعم توقعاتهم للأرباح وللمخاطر المحيطة بالشركة، وينعكس الأمر على تحديدهم لقيمة الشركة بل يُزيد من مَقْدَرَة السوق على توقع التغييرات المحتملة بأسعارها؛ ويُخفف من حالة عدم التأكد، ويُزيد من شفافية الشركة لدى المستثمرين، ومن ثم فهمهم لاستراتيجيتها.

• مناقشة إحصائية للمسار $(TA_{it} \sim_{BTD, CETR} *IA_{it} \rightarrow FV)$

حيث في ضوء التعامل مع متغير التمثيلية المعلوماتية كمتغير منظم للمسار المباشر $"TA \rightarrow FV"$ ؛ ومن خلال نموذج الوساطة الشرطية على المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، تبيّن تباین دلالة المسار بتباين المراحل المختلفة، حيث معنوية المسار المذكور في مرحلة التذبذب، وعدم تحققها في باقي المراحل؛ ليعني الأمر:

- حدوث استجابة مباشرة من جانب السوق المصرية لشركات التجنب الضريبي إذا ماتسمت معلوماتها بالتمثالية بين مشاركي السوق وذلك في المراحل المتسبمة بالتدهور.
- يؤثر التجنب - بشكل مباشر وإيجابياً - على تقييمات المستثمرين في ظل التمثالية المعلوماتية؛ ليوفر ذلك فرصة أكبر للإدارة لممارسة التجنب بشكل أكثر قوة مع انخفاض التمثالية المعلوماتية، حيث يكون لديهم المقدرة على تغيير استراتيجياتهم، واستخدام عدم التماثل كأداة لممارسة التجنب مثل إدارة أرباحها، واستخدام هياكل مالية معقدة.
- الشركات المصرية ذات الشفافية المرتفعة والتي من المحتمل أن تواجه مشكلات أقل حدة في الوكالة تتجنب الضرائب بشكل أقل مقارنةً بنظيراتها الغامضة.
- إمكانية تخفيف التأثير السلبي للتجنب على قيمة الشركات المصرية بمزيد من الشفافية.
- يُمكن لانخفاض التمثالية المعلوماتية بين المديرين والمساهمين فيما يتعلق بالتخطيط الضريبي أن يُسهل على المديرين تحقيق مصالحهم الذاتية.

● مناقشة إحصائية للمسار $(TA_{it} \sim BTD, CETR * Rep_{it} \rightarrow FV)$

في ضوء التعامل مع متغير سمعة الشركة كمتغير منظم للمسار المباشر $TA \rightarrow FV$ ؛ ومن خلال نموذج الوساطة الشرطية على المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، تبيّن تبين دلالة المسار بتباين المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة، حيث معنوية المسار المذكور في مرحلة التذبذب أيضاً، وعدم تحققها في باقي المراحل، ليعني ذلك بعض الأمور:

- تُعد السمعة الجيدة للشركات المصرية في مراحل تدهورها بديلاً هاماً لأنظمة الرقابة الداخلية لتحقيق الضمان للسوق فيما يتعلق بجودة الضوابط الداخلية، وهو ما يزيد من معاملات استجابة السوق للممارسات التجنب باعتبارها ممارسات غير انتهازية في ظل السمعة الجيدة.
- تُحقق السمعة الجيدة للشركات المصرية المصادقية للسوق تجاه الممارسات الإدارية في أوقات تدهور أداء شركاتها، كأحد الاستدلالات الهامة من قبل السوق على عدم انتهازية ممارسات التجنب.
- تُعد سمعة الشركات المصرية في مراحل تدهورها أحد الموارد غير الملموسة، والتي يترتب عليها زيادة إدراكات السوق المصرية نحوها في هذه المرحلة، لتمثل السمعة الجيدة مؤشراً بفعالية الممارسات الإدارية وضمن جودة استثمار التدفقات المستقبلية وانخفاض تقلباتها، مما يؤثر على استجابة السوق للممارسات الإدارية الداخلية.
- يمكن للسمعة الجيدة أن تساهم في الحد من حالة عدم اليقين والتي تسود السوق في مرحلة تدهور شركاتها، باعتبارها - السمعة - إشارة ببعض المعلومات الداخلية، والتي يصعب الحصول عليها في مثل هذه المراحل، مما يحقق تقييم أعلى من قبل السوق، مقارنةً بنظيراتها.

وفي نهاية البحث يمكن للباحث الإشارة لبعض الفجوات البحثية والتي قد تستدعي الدراسة:

- تحليل ممارسات التجنب الضريبي في البيئة المصرية خلال فترات الصدمات الداخلية - كالأزمات المالية - والصدمات الخارجية - كالأزمات السياسية والأوبئة -.
- تأثير ممارسات التجنب الضريبي على اشتراطات منح الائتمان المصرفي.
- تأثير المقدرة الإدارية والحوكمة على علاقة ممارسات التجنب الضريبي بقيمة الشركة.
- استخدام نموذج الوساطة الشرطية لتفسير التأثيرات المختلفة لممارسات التجنب الضريبي على:
 - سلوك المحللين الماليين.
 - مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع:

- Abbas, N., Seemab, K., Waheed, A. and Hussain, S. 2018. The Impact of Firm Life Cycle on the Corporate Tax Avoidance Strategies. *Foundation University Journal of Business & Economics* 3(2). <https://doi.org/10.33897/fujbe.v3i2.331> .
- Abdelfattah, T. and Aboud, A. 2020. Tax avoidance, Corporate Governance, and Corporate Social Responsibility: The Case of the Egyptian Capital Market. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 38: 101-123. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2020.100304>.
- Abdul Wahab, N.S. and Holland, K. 2012. Tax Planning, Corporate Governance and Equity Value. *The British Accounting Review* 44(2): 111-124.
- Addison, S. and Mueller, F. 2015. The Dark Side of Professions: The Big Four and Tax Avoidance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. 28(8): 1236-1290.
- Aggarwal, R. and A. Samwick. 2006. Empire-Builders and Shirkers: Investment, Firm Performance, and Managerial Incentives. *Journal of Corporate Finance* 12 (3): 489–515.
- Ahmed, K. and Jinan, M. 2011. The Association Between Research and Development Expenditure and Firm Performance: Testing A Life Cycle Hypothesis. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 7(4): 267–286.
- Akbari, F., Salehi, M. and Bagherpour Vlashani, M.A. 2019. The Relationship Between Tax Avoidance and Firm Value With Income Smoothing: A Comparison Between Classical and Bayesian Econometric in Multilevel Models. *International Journal of Organizational Analysis* 27(1): 125-148.
- Akhtar, S. 2012. Capital Structure and Business Cycles. *Accounting and Finance* 52(s1): 25–48, <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00425.x>.
- Almeida, H. and M. Campello. 2007. Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *Review of Financial Studies* 20 (5):1429-1460.
- Alonso, P. D. A., Iturriaga, F. J. L. and Sanz, J. A. R. 2005. Financial Decisions and Growth Opportunities: A Spanish Firms Panel Data Analysis. *Applied Financial Economics* 15 (6): 391–407.
- Alsmady, A.A. 2022. Accounting Information Quality and Tax Avoidance Effect on Investment Opportunities Evidence from Gulf Cooperation Council GCC. *Cogent Business & Management* 9(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2143020>.
- Annuar, H.A., Salihu, I.A. and Obid, S.N.S. 2014. Corporate Ownership, Governance and Tax Avoidance: An Interactive Effects. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 164:150-160.
- Ariff, A., Ismail, W.A.A., Kamarudin, K.A. and Suffian, M.T.M. 2023. Financial Distress and Tax Avoidance: the moderating Effect of the COVID-19 Pandemic. *Asian Journal of Accounting Research* 8(3): 279-292.

- Armstrong, C., Blouin, J. L., Jagolinzer, A. D. and Larcker, D. F. 2015. Corporate Governance, Incentives, and Tax Avoidance. *Journal of Accounting and Economics* 60(1): 1–17.
- Asiri, M., Al-Hadi, A., Taylor, G. and Duong, L. 2020. Is Corporate Tax Avoidance Associated with Investment Efficiency? *The North American Journal of Economics and Finance* 52(c)., <https://doi.org/10.1016/j.najef.2020.101143>.
- Austin, C.R. and Wilson, R. J. 2017. An Examination of Reputational Costs and Tax Avoidance: Evidence from Firms with Valuable Consumer Brands. *Journal of the American Taxation Association*, 39(1): 67–93. <https://doi.org/10.2308/atax-51634> .
- Ayers, B.C., Laplante, S.K., Mcguire, S.T., 2010. Credit Ratings and Taxes: The Effect of Book-Tax Differences on Ratings Changes. *Contemporary Accounting Research* 27(2): 359–402. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01011.x>.
- Badertscher, B.A., Collins, D.W. and Lys, T.Z. 2012. Discretionary Accounting Choices Earnings Management and the Predictive Ability of Accruals with Respect to Future Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics* 53(1-2):330-352.
- Bailing, J.J. and Rui, J. 2018. The Impact of Tax Avoidance on Enterprise Investment Efficiency. *Journal of Discrete Mathematical Science and Cryptography* 21(6): 1293-1298.
- Baker, M., Stein, J. C. and Wurgler, J. 2003. When does the Market Matter? Stock Prices and the Investment of Equity-Dependent Firms. *Quarterly Journal of Economics* 118(3): 969-1005.
- Balakrishnan, K., Blouin, J. and Guay, W.R. 2019. Tax Aggressiveness and Corporate Transparency. *The Accounting Review* 94 (1): 45–69.
- Barclay, M. and Smith, C. 2005. The Capital Structure Puzzle: The Evidence Revisited. *Journal of Applied Corporate Finance* 17(1): 8-17.
- Beer, S., De Mooij, R. and Liu, L. 2020. International Corporate Tax Avoidance: A Review of the Channels, Magnitudes, and Blind Spots. *Journal of Economic Surveys* 34 (3): 660- 688.
- Bhabra, G.S. , Kaur, P. and Seoungpil, A. 2018. Corporate Governance and the Sensitivity of Investments to Cash Flows. *Accounting and Finance* 58 (2): 367–396.
- Biddle, G. C. and Hilary. G. 2006. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review* 81 (5): 963-982.
- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. 2009. How does financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2/3): 112-131.
- Black, E. 1998. Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *Journal of Financial Statement Analysis* 4: 40–56.

- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F. and Shleifer, A. 1994. What do Firms do with Cash Windfalls? *Journal of Financial Economics* 36 (3): 337-360.
- Blaufus, K., Mohlmann, A., Schwabe, A., 2016. Corporate Tax Minimization and Stock Price Reactions. *Arqus Discussion Papers in Quantitative Tax Research* 204, *arqus – Arbeitskreis Quantitative Steuerlehre*.
- Blaylock, B. S. 2016. Is Tax Avoidance Associated with Economically Significant Rent Extraction Among Us Firms? *Contemporary Accounting Research* 33(3): 1013-1043.
- Blaylock, B., B. P. Lawson and M. A. Mayberry. 2020, Taxable Income, Future Profitability, and Stock Returns. *Journal of Business Finance and Accounting* 47(7-8), 858-881.
- Bradshaw, M., Liao, G. and Ma, M. 2013. Ownership Structure and Tax Avoidance: Evidence From Agency Costs of State Ownership in China. Available at www.ssrn.com, Active in 20/11/2023.
- Brondolo, J. 2009. Collecting Taxes during an Economic Crisis: Challenges and Policy Options. *IMF Staff Position Note (SPN/09/17): 1-38*. Retrieved from www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0917.pdf.
- Brooks, L.L., Cheng, C.S. and Sun, P.Y. 2012. Audit Tenure, Tax Avoidance, and Firm Valuation . Available at: [www. Ssrn.com](http://www.Ssrn.com), Active in 1/9/2023.
- Bukit, R. and Iskandar, T. M. 2009. Surplus Free Cash Flow, Earnings Management and Audit Committee. *International Journal of Economics and Management* 3 (1): 204-223.
- Bundy, J. and Pfarrer, M. D. 2015. A Burden of Responsibility: The Role of Social Approval at the Onset of a Crisis. *Academy of Management Review* 40(3): 345-369.
- Bushman, R.M. and Smith, A.J. 2001. Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1/3): 237-333.
- Cai, H. and Liu, Q. 2009. Competition and Corporate Tax Avoidance: Evidence from Chinese Industrial Firms. *The Economic Journal* 119(537): 764-795.
- Cao, Y., Feng, Z. and Lu, M. and Shan, Y. 2021. Tax Avoidance and Firm Risk: Evidence from China. *Accounting and Finance* 61(3): 4967-5000.
- Chen, C.W., Hepfer, B.F., Quinn, P.J. and Wilson, R.J. 2018. The Effect of Tax-Motivated Income Shifting on Information Asymmetry. <https://ssrn.com/abstract=2509546> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2509546>.
- Chen, H. J. and Lin, S.H. 2013. Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation. *Multinational Finance Journal* 17(3/4): 295-340.
- Chen, N., Sung, H. C. and Yang, J. 2017. Ownership Structure, Corporate Governance and Investment Efficiency of Chinese Listed Firms. *Pacific Accounting Review* 29(3): 266-282.
- Chen, T. and Lin, C . 2017. Does Information Asymmetry Affect Corporate Tax Aggressiveness? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 52(5):2053-2081.

- Chen, X., Hu, N., Wang, X. and Tang, X. 2014. Tax Avoidance and Firm Value: Evidence from China. *Nankai Business Review International* 5(1): 25-42. <https://doi.org/10.1108/NBRI-10-2013-0037>.
- Cheng, M., Dhaliwal, D. and Zhang, Y. 2013. Does Investment Efficiency Improve After the Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting? *Journal of Accounting and Economics* 56(1): 1-18. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2013.03.001>.
- Choi, T.H. 2012. Do Ethical Companies Have Lower Implied Cost of Equity Capital? Evidence from the Korean Stock Market. *Asian Business & Management* 11: 219–246.
- Chouaibi, J. and Ibrahim, N. B. 2015. Type of Earnings Management Against Managerial Entrenchment and Corporate Governance Mechanisms. *International Journal of Behavioural Accounting and Finance* 5 (2): 136–153.
- Chung, R., Firth, M. and Kim J. B. 2005 a. Earnings Management, Surplus Free Cash Flow, and External Monitoring. *Journal of Business Research* 58 (6): 766–776.
- Chung, R., Firth, M. and Kim, J. B. 2005 b. FCF Agency Costs, Earnings Management and Investor Monitoring. *Corporate Ownership and Control* 2(4): 51–61.
- Chytis, E., Tasiou, S., Georgopoulos, I. and Hortis, Z. 2019. The Relationship Between Tax Avoidance, Company Characteristics and Corporate Governance: Evidence from Greece. *Corporate Ownership and Control* 16 (4): 77-86.
- Connelly, B.L., Certo, S.T., Ireland, R.D. and Reutzel, C.R. 2011. Signaling Theory: A Review and Assessment. *Journal of Management* 37(1): 39-67.
- Crabtree, A. and Maher, J.J., 2009. The Influence of Differences in Taxable Income and Book Income on the Bond Credit Market. *Journal of the American Taxation Association* 31(1): 75–99. <https://doi.org/10.2308/jata.2009.31.1.75>.
- De Miguel, A. and Pindado, J. 2001. Determinants of Capital Structure: New Evidence from Spanish Panel Data. *Journal of Corporate Finance* 7 (1): 77–99, [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00020-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1).
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Stulz, R. 2006. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of the Life-Cycle Theory. *Journal of Financial Economics* 81(2): 227-254.
- Desai, M.A. and Dharmapala, D. 2006. Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives. *Journal of Financial Economics* 79(1): 145-179.
- Desai, M.A. and Dharmapala, D. 2009 b. Earnings Management, Corporate Tax Shelters, and Book-Tax Alignment. *National Tax Journal* 62(1):169–186.
- Desai, M.A. and Dharmapala, D., 2009 a. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *Review of Economics and Statistics* 91(3): 537–546.
- Dhawan, A., Ma, L. and Kim, M.H. 2020. Effect of Corporate Tax Avoidance Activities on Firm Bankruptcy Risk. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 16 (2): 1-57.

- Dickinson, V. 2011. Cash Flow Patterns as A Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review* 86(6): 1969–1994.
- Ding, 2019, Research on the Impact of Corporate Tax Avoidance on Invest-Ment Efficiency, *The 2nd international Conference of Finan-cial Management, Educationnad Social Science papers (FM- ESS 2019)*, 311-319.
- Doukas, J. A., Kim, C. and Pantzalis. C. 2000. Security Analysis, Agency Costs, and Company Characteristics. *Financial Analysts Journal* 56 (6): 54–63.
- Drake, K. 2012. Does Firm Life Cycle Explain the Relation Between Book-Tax Differences and Earnings Persistence? *A Dissertation Presented in Partial Fulfillment of the Requirements for the Degree Doctor of Philosophy, Arizona State Univers.*
- Drake, K.D., Lusch, S.J. and Stekelberg, J. 2019. Does Tax Risk Affect Investor Valuation of Tax Avoidance? *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 34(1): 151-176.
- Drobetz, W., Halling, M. and Schröder, H. 2015. Corporate Life-Cycle Dynamics of Cash Holdings. *Working Paper. Swedish House of Finance Research Paper No. 15-07, 28th Australasian Finance and Banking Conference. <https://ssrn.com/abstract=2578315> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2578315>.*
- Dyreg, S., Hoopes, J. L. and Wilde, J. 2016. Public Pressure and Corporate Tax Behavior. *Journal of Account Research* 54(1): 147–186. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12101>.
- Edwards, A. Schwab, C. and Shevlin, T. 2016. Financial Constraints and Cash Tax Savings. *The Accounting Review* 91(3): 859-881.
- Evana, E. 2019. The Effect of State Ownership Structure, Investment Decision, and Fiscal Tax Loss Compensation Toward Tax Avoidance on Manufacturing Companies Listed on IDX in 2015. *Review of Integrative Business and Economics Research* 8(1):202-216.
- Fairfield, P.M. and Yohn, T. L. 2001. Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability. *Review of Accounting Studies* 6(4): 371–385.
- Fazzari, S., Hubbard, G. and Petersen, B. 2000. Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Useful: A Comment on Kaplan and Zingales. *Quarterly Journal of Economics* 115, 695-705.
- Filatotchev, I., Toms, S. and Wright, M. 2006. The Firm’s Strategic Dynamics and Corporate Governance Life-Cycle. *International Journal of Managerial Finance* 2(4): 256–279.
- Frank, M.M., Lynch, L.J. and Rego, S.O. 2009. Tax Reporting Aggressiveness and Its Relation to Aggressive Financial Reporting. *Accounting Review* 84(2):467–496. <https://ssrn.com/abstract=647604> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.647604>.

- Ftouhi, K. and Dabboussi, M. 2019. The Moderating Effect of The Board of Directors on Firm Value and Tax Planning: Evidence From European Listed Firms. *Borsa Istanbul Review* 19(4): 331-343.
- Gabrielli, A. and Greco, G. 2023. Tax Planning and Financial Default: Role of Corporate Life Cycle. *Management Decision* 61(13): 321-355. <https://doi.org/10.1108/MD-07-2022-0928>.
- Goh, B.W., Lee, J., Lim, C.Y. and Shevlin, T. 2016. The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Equity. *Accounting Review* 91 (6): 1647-1670. https://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/1511.
- Graham J.R., Hanlon, M., Shevlin, T. and Shroff, N. 2014. Incentives for Tax Planning and Avoidance: Evidence from the Field. *The Accounting Review* 89(3): 991–1023.
- Green, D. H. and Kerr, J. N. 2022. How Do Firms Use Cash Tax Savings: A Cross-Country Analysis. *Journal of the American Taxation Association* 44 (1): 93–121.
- Gregory, A. and Wang, Y-H. 2013. Cash Acquirers: Can Free Cash Flow, Debt and Institutional Ownership Explain Long--Run Performance? *Review of Behavioral Finance* 5 (1): 35–57. <https://doi.org/10.1108/RBF-02-2013-0010>.
- Guedrib, M. and Marouani, G. 2023. The Interactive Impact of Tax Avoidance and Tax Risk on the Firm Value: New Evidence in the Tunisian Context. *Asian Review of Accounting* 31(2): 203-226. <https://doi.org/10.1108/ARA-03-2022-0052>.
- Guenther, D. A., Njoroge, K. and Williams, B. 2017 a. Use of Increased Operating Cash Flow by Firms that Avoid Taxes, <https://ssrn.com/abstract=3013215> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3013215>.
- Guenther, D.A., Matsunaga, S.R. and Williams, B.M. 2017 b . Is Tax Avoidance Related to Firm Risk? *The Accounting Review* 92(1): 115–136. <https://doi.org/10.2308/accr-51408>.
- Ha, J. and Feng, M. 2020. Tax Avoidance and Over-Investment: The Role of Information Environment. *Journal of Corporate Accounting and Finance* 32(2): 48-77.
- Habib A. and Hasan, M. 2019. Corporate Life Cycle Research in Accounting, Finance And Corporate Governance: A Survey, and Directions for Future. *International Review of Financial Analysis* 61(C): 188-201, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>.
- Habib, A. and Hasan, M. 2015. Firm Life Cycle, Corporate Risk-Taking and Investor Sentiment. *Accounting and Finance* 57(2): 465- 497.
- Hair Jr, J. F., Hult, G. T. M., Ringle, C. M. and Sarstedt, M. 2021. *A primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Sage publications.
- Hamers, L. 2017. The Role of Firm Life Cycle in The Functioning of Capital Markets. *Ph.D. Thesis* .Universitaire Pers Maastrich. <https://doi.org/10.26481/dis.20170203lh>.

- Hanlon, M. and Heitzman, S. 2010. A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics* 50(2-3): 127–178.
- Hanlon, M. and Slemrod, J. 2009. What Does Tax Aggressiveness Signal? Evidence from Stock Price Reactions to News about Tax Shelter Involvement. *Journal of Public Economics* 93(1-2): 126–141.
- Harvey, C.R., Lins, K.V. and Roper, A.H., 2004. The Effect of Capital Structure when Expected Agency Costs Are Extreme. *Journal of Financial Economics* 74(1): 3-30.
- Hasan, I., Hoi, C.K., Wu, Q., Zhang, H., 2014. Beauty is in the Eye of the Beholder: The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Bank Loans. *Journal of financial economic* 113(1): 109–130. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.03.004>.
- Hasan, M.M., Al-Hadi, A., Taylor, G. and Richardson, G. 2017. Does a Firm's Life Cycle Explain Its Propensity to Engage in Corporate Tax Avoidance? *European Accounting Review* 26(3): 469-501.
- Hasan, M.M., Hossain, M., Cheung, A. and Habib, A. 2015. Corporate Life Cycle and Cost of Equity Capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics* 11(1): 46–60.
- Hayes, A. F. 2017. *Introduction to mediation, moderation, and conditional process analysis: A regression-based approach*. Guilford publications.
- Hayes, A. F. and Rockwood, N.J. 2019. Conditional Process Analysis: Concepts, Computation, and Advances in the Modeling of the Contingencies of Mechanisms. *American Behavioral Scientist* 64(1): 19-54.
- Helfat, C.E. and Peteraf, M.A. 2003. The Dynamic Resource-Based View: Capabilities Life Cycles. *Strategic Management Journal* 24(10): 997–1010. <https://doi.org/10.1002/smj.332>.
- Higgin's , D., Omer, T. and Phillips, J. 2015. The Influence of a Firm's Business Strategy on its Tax Aggressiveness. *Contemporary Accounting Research* 32(2): 674–702.
- Hope, O., Ma, M. and Thomas, W. 2013. Tax Avoidance and Geographic Earnings Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 56(2): 170-189.
- Hope, O.-K. and Thomas, W. 2008. Managerial Empire Building and Firm Disclosure. *Journal of Accounting Research* 46(3): 591–626.
- Huang, P. and Zhang, Y. 2012. Does Enhanced Disclosure Really Reduce Agency Costs? Evidence from the Diversion of Corporate Resources. *The Accounting Review* 87(1): 199-229. <https://doi.org/10.2308/accr-10160>.
- Huang, X. J. and Yan, H. 2012. Shareholding Structure, Investment Efficiency and Firm Value: Evidence from the Chinese Securities Market. *Advances in Intelligent and Soft Computing* 136:549-555.
- Hussainey, K. and Salama, A. 2010. The Importance of Corporate Environmental Reputation to Investors. *Journal of Applied Accounting Research* 11(3): 229–241.

- Hutchens, M., Rego, S.O. and Williams, B. 2019. Tax Avoidance, Uncertainty, and Firm Risk. Available at: www.Ssrn.com, Active in 2/6/2023.
- Irawan, F. and Afif, A.R. 2020. Does Firms' Life Cycle Influence Tax Avoidance? Evidence from Indonesia. *International Journal of Innovation, Creativity and Change* 14(1): 1211-1229.
- Jacob, M. and Schütt, H.H. 2020. Firm Valuation and the Uncertainty of Future Tax Avoidance. *European Accounting Review* 29(3): 409-435.
- Jaggi, B. and Gul, F. A. 2006. Evidence of Accruals Management: A Test of the Free Cash Flow and Debt Monitoring Hypotheses. *working paper*, <http://ssrn.com/abstract=2699>.
- Jenkins, D., Kane, G. and Velury, U. 2004. The Impact of the Corporate Life-Cycle on the Value-Relevance of Disaggregated Earnings Components. *Review of Accounting and Finance* 3(4): 5-20. <https://doi.org/10.1108/eb043411>.
- Jensen, M. C. and Murphy, K. J. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98(2): 225-264.
- Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S. and Kim, Y. S. 2008. Is Earnings Management Opportunistic or Beneficial? An Agency Theory Perspective. *International Review of Financial Analysis* 17(3): 622-634.
- Kaplan, S. and Zingales, L. 2000. Investment-Cash Flow Sensitivities Are Not Valid Measures of Financing Constraints. *Quarterly Journal of Economics* 115: 707-712.
- Khan, M., Srinivasan, S. and Tan, L. 2017. Institutional Ownership and Corporate Tax Avoidance: New Evidence. *The Accounting Review* 92(2):101-122.
- Khan, M.A. and Nuryanah, S. 2023. Combating Tax Aggressiveness: Evidence from Indonesia's Tax Amnesty Program. *Cogent Economics & Finance* 11(2). <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2229177>.
- Khurana, I. K., Moser, W. J. and Raman, K. 2018. Tax Avoidance, Managerial Ability, and Investment Efficiency. *Abacus* 54(4): 547-575. <https://doi.org/10.1111/abac.12142>.
- Kim, I., Kim, J. and Kang, J. 2020. Company Reputation, Implied Cost of Capital and Tax Avoidance: Evidence from Korea. *Sustainability* 12(23), <https://doi.org/10.3390/su12239997>.
- Kim, 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. <https://ssrn.com/abstract=1649679>.
- Kim, J.H. and Im, C.C. 2017. The Study on the Effect and Determinants of Small and Medium- Sized Entities Conducting Tax Avoidance. *The Journal of Applied Business Research* 33 (2): 375- 390.
- Koester, A., Shevlin, T. and Wangerin, D. 2014. Does Operational Efficiency Spill Over onto the Tax Return? Available at: www.Ssrn.com, Active in 9/5/2023.

- Kraft, A. 2014. What Really Affects German Firms' Effective Tax Rate? *International Journal of Financial Research* 5 (3): 1-19.
- Kuang, W. 2022. Real Earnings Smoothing and Crash Risk: Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management and Accounting* 33(1):154–187, <https://doi.org/10.1111/jifm.12143>.
- Lange, D., Lee, P. M. and Dai, Y. 2011. Organizational reputation: A review. *Journal of Management* 37(1): 153–184.
- Le, T.T.H. 2018. The Link between Information Transparency and Investment Efficiency: A Literature Review. *Business and Economic Research* 8(4):71-79.
- Leuz, C., Nanda D. and Wysocki, P. D. 2003. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics* 69 (3): 505–527.
- Lev, B. and Nissim, D. 2004. Taxable Income, Future Earnings, and Equity Values. *The Accounting Review* 79(4):1039–1074.
- Louis, H. and Robinson, D. 2005. Do Managers Credibly Use Accruals to Signal Private Information? Evidence from the Pricing of Discretionary Accruals Around Stock Splits. *Journal of Accounting and Economics* 39(2): 361-380. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.07.004>.
- Mangoting, Y. and Onggara, C.T. 2019. The Firm Life Cycle Dynamics of Tax Avoidance. *Advances in Economics, Business and Management Research* 69, 3rd International Conference on Tourism, Economics, Accounting, Management, and Social Science. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.
- Mashayekhi, B., Faraji, O. and Tahriri, A. 2013. Accounting Disclosure, Value Relevance and Firm Life Cycle: Evidence from Iran. *International Journal of Economic Behavior and Organization* 1(6):69-77.
- Mayberry, M. 2012. Tax Avoidance and Investment: Distinguishing the Effects of Capital Rationing and Overinvestment. *Ph.D., Texas A&M University*.
- McClure, R., Lanis, R., Wells, P. and Govendir, B. 2018. The Impact of Dividend Imputation on Corporate Tax Avoidance: The Case of Shareholder Value. *Journal of Corporate Finance* 48(C): 492-514.
- McGuire, S.T, Omer, T.C. and Wilde, J.H.. 2014. Investment Opportunity Sets, Operating Uncertainty, and Capital Market Pressure: Determinants of Investments in Tax Shelters. *Journal of the American Taxation Association* 36 (1): 1–26.
- McKnight, P. J. and Weir. C. 2009. Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance* 49 (2): 139-158.
- Mills, L., Erickson M. and Maydew, E. 1998. Investments in Tax Planning. *Journal of the American Taxation Association* 20 (1): 1–20.

- Myers, S. and Majluf, N. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13(2): 187-221.
- Nafti, O., Kateb, I. and Masghouni, O. 2020. Tax Evasion, Firm's Value and Governance: Evidence from Tunisian Stock Exchange. *Journal of Financial Crime* 27(3): 781-799. <https://doi.org/10.1108/JFC-02-2020-0023>.
- Nekhili, M. and Cherif, M. 2011. Related Parties' Transactions and Firm's Market Value: The French Case. *Review of Accounting and Finance* 10 (3): 291-315.
- Nekhili, M., Ben Ama, I.F. and Lakhali, F. 2016. Free Cash Flow and Earnings Management: The Moderating Role of Governance and Ownership. *The Journal of Applied Business Research* 32(1):225-268.
- Nugroho, W.C. and Agustia, D., 2017. Corporate Governance, Tax Avoidance, and Firm Value. *AFEBI Accounting Review* 2(2): 15-29.
- Opler, T. and Titman, S.1993. The Determinants of Leveraged Buyout Activity: Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance* 48 (5): 1985-1999.
- Park, J., Ko, C.Y., Jung, H. and Lee, Y.S. 2015. Managerial Ability and Tax Avoidance: Evidence from Korea. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* 23(4): 449-477. <https://doi.org/10.1080/16081625.2015.1017590>.
- Payne, D. M. and Raiborn, C.A. 2018. Aggressive Tax Avoidance: A Conundrum for Stakeholders, Governments, and Morality. *Journal of Business Ethics* 147(3): 469-487.
- Pfarrer, M. D., Pollock, T. G. and Rindova, V. P. 2010. A Tale of Two Assets: The Effects of Corporation Reputation and Celebrity on Earnings Surprises and Investors' Reactions. *Academy of Management Journal* 53(5):1131-1152.
- Pindado, J. and De la Torre, C. 2009. Effect of Ownership Structure on Underinvestment and Overinvestment: Empirical Evidence from Spain. *Accounting and Finance* 49 (2): 363-383.
- Poterba, J.M., Rao, N. and Seidman, J. 2011. Deferred Tax Positions and Incentives for Corporate Behavior around Corporate Tax Changes. *National Tax Journal* 64(1): 27-58.
- Rahimi, A. and Forughi, A. 2020. Investing the Impact of Tax Avoidance on Investment Efficiency. *Journal of Accounting Knowledge* 11(2): 239-264.
- Ramaswamy, V., Ueng, J.C. and Carl, L. 2007. Corporate Governance Characteristics of Growth Companies: An Empirical Study. *Academy of Strategic Management Journal* 7 : 21-33.
- Ramchander, S., Schwebach, R. and Staking, K. 2012. The Informational Relevance of Corporate Social Responsibility: Evidence from Ds400 Index Reconstitutions. *Strategic Management Journal* 33(3): 303-314.

- Ravi, R. and Hong, Y. 2014. Opacity of a Firm and Information Asymmetry in the Financial Market. *Journal of Empirical Finance* 25: 83-94. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2013.11.007>.
- Rego, S. O. 2003. Tax Avoidance Activities of U.S Multinational Corporations. *Contemporary Accounting Research* 20(4): 805-833. <https://doi.org/10.1506/VANN-B7UB-GMFA-9E6W>.
- Rego, S. O. and R. Wilson, 2012. Equity Risk Incentives and Corporate Tax Aggressiveness. *Journal of Accounting Research* 50(3): 775–810.
- Rezaei, F. and Ghanaeenejad, M. 2014. A Review on Transparency in Financial Reporting and Its Effects on Tax Avoidance and Firm Value. *Journal of Commerce and Accounting Research* 3 (2): 43- 61.
- Rhee, M. and Haunschild, P. R. 2006. The Liability of Good Reputation: A Study of Product Recalls in the U.S. Auto-Mobile Industry. *Organization Science* 17(1): 101-117.
- Rhee, M. and Valdez, M. E. 2009. Contextual Factors Surrounding Reputation Damage with Potential Implications for Reputation Repair. *Academy of Management Review* 34(1): 146 -168.
- Richardson, G., Lanis, R. and Taylor, G. 2015. Financial Distress, Outside Directors and Corporate Tax Aggressiveness Spanning the Global Financial Crisis: An Empirical Analysis. *Journal of Banking and Finance* 52: 112–129, <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.11.013>.
- Richardson, S.A. 2006. Over-Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies* 11 (2): 159–189. <https://ssrn.com/abstract=884229>.
- Rindova, V. P., Williamson, I. O., Petkova, A. P. and Sever, J. M. 2005. Being Good or Being Known: An Empirical Examination of the Dimensions, Antecedents, and Consequences of Organizational Reputation. *Academy of Management Journal* 48(6): 1033–1049.
- Roberts, P. W. and Dowling, G. R. 2002. Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. *Strategic Management Journal* 23: 1077–1093.
- Robinson, J., Xue, Y. and Zhang, M.H. 2012. Tax Planning and Financial Expertise in the Audit Committee, <https://ssrn.com/abstract=2146003> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2146003>.
- Robinson, J., Sikes, S.A. and Weaver, C.D. 2010. Performance Measurement of Corporate Tax Departments. *The Accounting Review* 85(3): 1035–1064.
- Robinson, M., Kleffner, A. and Bertels, S. 2011. Signaling Sustainability Leadership: Empirical Evidence of the Value of DJSI Membership. *Journal of Business Ethics* 101: 493–505.
- Rusmin, R., Astami, E. W. and Hartadi, B. 2014. The Impact of Surplus Free Cash Flow and Audit Quality on Earnings Management: The Case of Growth Triangle Countries. *Asian Review of Accounting* 22 (3) 217–232. <https://doi.org/10.1108/ARA-10-2013-0062>.

- Saavedra, D. 2019. Is Tax Volatility Priced By Lenders in the Syndicated Loan Market? *European Accounting Review* 28 (4), 767-789.
- Salehi, M., Zimon, G., Arianpoor, A. and Gholezoo, F.E. 2022. The Impact of Investment Efficiency on Firm Value and Moderating Role of Institutional Ownership and Board Independence. *Journal of Risk Financial Management* 15(4): 1-13. <https://doi.org/10.3390/jrfm15040170>.
- Santa, S.L.L. and Rezende, A.J., 2016. Corporate Tax Avoidance and Firm Value: from Brazil. *Revista Contemporânea de Contabilidade* 13(30): 114-133.
- Saragih, A.H. 2017. Analysis of Tax Avoidance Effect on Firm Value (A Study on Firms Listed on Indonesia Stock Exchange). *the 2nd International Conference on Business Administration and Policy (ICBAP 2017)*. Atlantis Press, <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.
- Saragih, A.H., Raya, M.N. and Hendrawan, A. 2021. The Moderating Role of Firm Size on the Association Between Managerial Ability and Tax Avoidance. *Journal Aset (Akuntansi Riset)* 13 (1): 39- 49.
- Setiawan, A. and Hermawan, A.A. 2018. The Effect of Earnings Management Practice on Corporate Borrowing Capacity through Corporate Reputation. *Advances in Economics, Business and Management Research (AEBMR)* 55. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.
- Shahzad, F., Fareed, Z., Wang, Z., and Shah, S. 2020. Do Idiosyncratic Risk, Market Risk, and Total Risk Matter During Different Firm Life Cycle Stages? *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications* 537(1): 1-18.
- Shevlin, T.J., Urcan, O. and Vasvari, F.P., 2013. Corporate Tax Avoidance and Public Debt Costs. <https://ssrn.com/abstract=2228601> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2228601>.
- Stein, J. C. 2003. *Agency, Information and Corporate Investment*. In *Handbook of the Economics of Finance*. Edited by George M. Constantinides, Milton Harris and René M. Stulz. Amsterdam: Elsevier, pp. 111–165, [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01006-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01006-9).
- Suhadak, S., Kurniaty, K., Handayani, S.R. and Rahayu, S.M. 2019. Stock Return And Financial Performance As Moderation Variables in Influence of Good Corporate Governance Towards Corporate Value. *Asian Journal of Accounting Research* 4(1): 18–34.
- Sun, K., 2014. The Relationship Between Ownership Structure and Investment Efficiency in China- Focusing on Soes and Foreign Owned Enterprises. *Master Thesis, Faculty of the Graduate School of Arts and Sciences, Georgetown University*. https://repository.library.georgetown.edu/bitstream/handle/10822/709902/SUN_georgetown_00766M_12603.pdf?sequence=1.
- Sun, Y. and Sari, N. 2020. The Value Relevance of Sustainability Reputation: Evidence from Indonesia. *Palarch's Journal of Archaeology of Egypt/ Egyptology* 17(7): 2262-2271.

- Suyanto, K. D. and Supramono, S. 2012. Likuiditas, Leverage, Komisaris Independen, Dan Manajemen Laba Terhadap Agresivitas Pajak Perusahaan (Liquidity, Leverage, Independent Commissioner, and Profit Management on Corporate Tax Aggressiveness). *Jurnal Keuangan dan Perbankan (Journal of Finance and Banking)* 16(2). <https://www.jurnal.unmer.ac.id/index.php/jkdp/article/view/1057>.
- Tang, T.Y.H. 2019. The Value Implications of Tax Avoidance Across Countries. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 34 (4): 615-638.
- Tian, L., Han, L. and Zhang, S. 2015. Business Life Cycle and Capital Structure: Evidence from Chinese Manufacturing Firms. *China and World Economy* 23(2): 22-39.
- Toumeh, A.A., Yahya, S. and Amran, A. 2020. Surplus Free Cash Flow, Stock Market Segmentations and Earnings Management: The Moderating Role of Independent Audit Committee. *Global Business Review*. <https://doi.org/10.1177/0972150920934069>.
- Tulcanaza-Prieto, A.B. and Lee, Y. 2022. Real Earnings Management, Firm Value, and Corporate Governance: Evidence from the Korean Market. *International Journal of Financial Studies* 10(1). <https://doi.org/10.3390/ijfs10010019>.
- Weber, D.P 2009. Do Analysts and Investors Fully Appreciate the Implications of Book-Tax Differences for Future Earnings? *Contemporary Accounting Research* 26(4):1175–1206. <https://ssrn.com/abstract=1357693>.
- Wei, J., Ouyang, Z. and Chen, H. 2017. Well-Known or Well-Liked? The Effects of Corporate Reputation on Firm Value at the Onset of a Corporate Crisis. *Strategic Management Journal* 38: 2103– 2120.
- Wilson, R.J. 2009. An Examination of Corporate Tax Shelter Participants. *The Accounting Review* 84(3): 969-999.
- Yee, C.S., Sapiei, N.S. and Abdullah, M. 2018. Tax Avoidance, Corporate Governance and Firm Value in the Digital Era. *Journal of Accounting and Investment* 19(2): 160-175.
- Yoo, J., Lee, S. and Park, S. 2019. The Effect of Firm Life Cycle on the Relationship between R&D Expenditures and Future Performance, Earnings Uncertainty, and Sustainable Growth. *Sustainability* 11(8): 1-19.
- Zhang, C., Cheong, K.C. and Rasiah, R. 2017. Corporate Tax Avoidance and Performance: Evidence from China's Listed Companies. *Institutions and Economies* 8(3): 61-83.
- Zheng, M., 2019. Tax Avoidance Activities and Investment Efficiency. *Advances in Social Science ,Education and Humanities Research, Proceedings of the 4th International Conference on Humanities Science, Management and Education Technology (HSMET 2019)*. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/>.

ملحق البحث رقم (١)
قائمة اختصارات وتعريفات

بعض رموز مسارات نموذج الاختبار		
رمز المسار	المسار	
TA→FV	المسار المباشر لتجنب الضريبي على القيمة بدون متغيرات منظمة	
TA*GO*MO→FCF_IE*IS→FV	المسار غير المباشر للتجنب على القيمة بشروطية فرص النمو والانتهازية من خلال تفاعل كفاءة استثمار التدفق الحر مع التماثل المعلوماتي	
TA*Rep→FV	المسار المباشر لتفاعل التجنب مع السمعة على القيمة	
TA*IA→FV	المسار المباشر لتفاعل التجنب مع التماثلية المعلوماتية على القيمة	
بعض الاختصارات		
Terminology	الاختصار	المصطلح
firm life cycle	FLC	دورة حياة الشركة
Free Cash Flow	FCF	التدفقات النقدية الحرة
Managerial opportunism	MO	الانتهازية الإدارية
Growth opportunities	GO	فرص النمو
Cash Effective Tax Rat	CETR	معدل الضريبة الفعلية النقدي
Book tax Differences	BTD	الفروق الضريبية الدفترية
Resource Based Theor	RBT	نظرية الموارد
Structural Equation Modeling	SEM	نماذج المعادلات الهيكلية
بعض التعريفات		
<p>هي إحدى نظريات العالم الروسي "ايفان بافلوف"، والتي أوضح فيها وجود تفاعل بين المثير المحايد والمثير الأصلي، بحيث أصبح المثير المحايد قادر على استدعاء الاستجابة الأصلية، لذا سُمي المثير المحايد بالمثير الشرطي، وسُميت الاستجابة الأصلية بالاستجابة الشرطية؛ بمعنى أن المثير الشرطي أصبح مشروطاً بمصاحبة المثير الأصلي حتى يستطيع استدعاء الاستجابة الأصلية؛ والاستجابة الشرطية أصبحت مشروطة بمصاحبة المثيرين المحايد والأصلي حتى تستطيع الاتيان مع المثير المحايد، فهي توضح عملية اقتران بين مثير شرطي وغير شرطي ليتمكن المثير الشرطي (الذي كان مثير محايد) من انتزاع استجابة المثير غير الشرطي.</p>		<p>النظرية الشرطية أو الموقفية <i>Contingency Theory</i></p>
<ul style="list-style-type: none"> يُقصد بالمتغير المنظم بالمتغير الذي يؤثر على علاقة المستقل بالتابع، ليعني أن تأثير أحدهما (أو أحدهم في حالة أكثر من متغيرين) يتوقف على حالة الآخر (أو المتغيرات الأخرى)؛ وينتج عنه أثرين: <ul style="list-style-type: none"> الأول: الأثر الأساسي، وهو معني بمعرفة استجابة المتغير التابع وفقاً لتباين المستقل فقط. الثاني: التأثير التفاعلي، وهو معني باختبار مدى توقف أحد المتغيرات على حالة الآخر؛ ويُعبّر عنه إحصائياً بضرب متغيرين (أو أكثر) في النموذج الإحصائي للاختبار. يُقصد بالمتغيرات الوسيطة بالمتداخلة <i>Intervening Variable</i> والتي تُستخدم في تفسير العلاقة بين متغير تابع وآخر مستقل، وهي التي ينقل من خلالها المتغير المستقل أثره للتابع. 		<p>المتغير الوسيط والمنظم</p>
<p>نظرية تفسر الموارد الاستراتيجية التي يمكن للشركة استثمارها لتحقيق الميزة التنافسية المستدامة؛ ويُشار إلى مقالة "Barney" التي نُشرت عام ١٩٩١ بعنوان "موارد الشركة والميزة التنافسية المستدامة" على أنها عمل محوري في ظهور الرؤية القائمة على الموارد.</p>		<p>نظرية "RBT"</p>
<p>يمثل ترجمة لمصطلح "Empirical"؛ كإحدى المناهج المتعارف عليها في محيط العلوم الاجتماعية، والتي تهدف لفهم وتفسير واقع علاقات بعض المتغيرات من واقع مشاهدات فعلية؛ والتحقق من مدى صدق - من عدمه - أي مزاعم نظرية يتم تطويرها من قبل الباحث.</p>		<p>المنهج الإمبريقي: <i>Empirical Methodology</i></p>

ملحق البحث رقم (٢) جزء من مخرجات برنامج "SMART PLS3"

SmartPLS Export

Bootstrapping

Graphical output

Final results

Path coefficients

Intercepts

Total indirect effects

Specific indirect effects

Total effects

Outer loadings

Outer weights

Quality criteria

R-square

R-square adjusted

F-square

Average variance extracted (AVE)

Composite reliability (rho_c)

Composite reliability (rho_a)

Cronbach's alpha

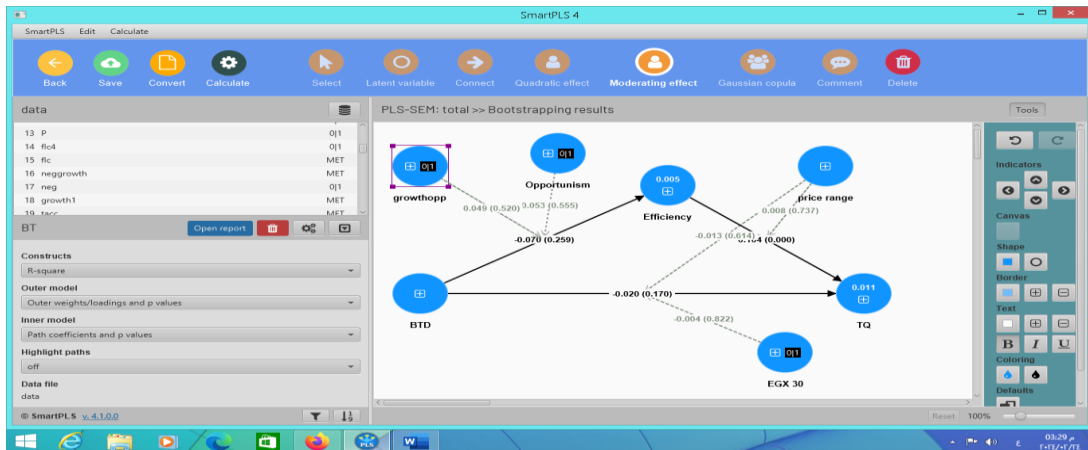
Heterotrait-monotrait ratio (HTMT)

Latent variable correlations

SmartPLS v. 4.1.0.0

Path coefficients - Mean, STDEV, T values, p values

	Original sample (O)	Sample mean (M)	Standard deviation (STDEV)	T statistics (O/STDEV)	P values
BTD → Efficiency	-0.070	-0.064	0.062	1.128	0.259
BTD → TO	-0.020	-0.021	0.015	1.372	0.170
EGX 30 → TO	0.035	0.036	0.025	1.391	0.164
Efficiency → TO	0.104	0.104	0.027	3.790	0.000
Opportunism → Efficiency	-0.161	-0.160	0.090	1.782	0.075
growthpp → Efficiency	-0.071	-0.071	0.054	1.295	0.195
price range → TO	-0.002	-0.002	0.014	0.130	0.896
price range x Efficiency → TO	0.008	0.017	0.023	0.336	0.737
Opportunism x BTD → Efficiency	0.053	0.043	0.090	0.590	0.555
EGX 30 x BTD → TO	-0.004	-0.003	0.019	0.224	0.822
price range x BTD → TO	-0.013	-0.015	0.025	0.504	0.614
growthpp x BTD → Efficiency	0.049	0.042	0.076	0.644	0.520



SmartPLS Export

Bootstrapping

Graphical output

Final results

Path coefficients

Intercepts

Total indirect effects

Specific indirect effects

Total effects

Outer loadings

Outer weights

Quality criteria

R-square

R-square adjusted

F-square

Average variance extracted (AVE)

Composite reliability (rho_c)

Composite reliability (rho_a)

Cronbach's alpha

Heterotrait-monotrait ratio (HTMT)

Latent variable correlations

SmartPLS v. 4.1.0.0

Path coefficients - Mean, STDEV, T values, p values

	Original sample (O)	Sample mean (M)	Standard deviation (STDEV)	T statistics (O/STDEV)	P values
CETR → Efficiency	0.110	0.110	0.056	1.976	0.048
CETR → TO	0.002	0.003	0.030	0.069	0.945
EGX 30 → TO	0.040	0.044	0.030	1.343	0.179
Efficiency → TO	0.104	0.105	0.028	3.791	0.000
Opportunism → Efficiency	-0.170	-0.169	0.090	1.889	0.059
growthpp → Efficiency	-0.073	-0.073	0.055	1.341	0.180
price range → TO	0.000	-0.001	0.017	0.019	0.985
price range x Efficiency → TO	0.009	0.024	0.024	0.379	0.704
price range x CETR → TO	-0.004	-0.014	0.024	0.172	0.863
Opportunism x CETR → Efficiency	-0.148	-0.146	0.090	1.650	0.099
EGX 30 x CETR → TO	0.037	0.042	0.032	1.184	0.236
growthpp x CETR → Efficiency	-0.040	-0.041	0.051	0.777	0.437

