الدور التأثيري لدقة توقعات الأرباح كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم: دليل تطبيقي من البيئة المصرية

إعـــــــداد

د. إبراهيم عبد المجيد على القليطى

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة المنوفية

ibrahimmageed@gmail.com

د. هناء عبد القادر الحبشى

أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة المنوفية

hanaa82@hotmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية

كلية التجارة - جامعة مدينة السادات

المجلد الخامس عشر - العدد الرابع – ديسمبر ٢٠٢٣

التوثيق المقترح وفقًا لنظام APA:

القليطى، إبراهيم عبد المجيد على؛ الحبشى، هناء عبد القادر، (٢٠٢٣)، "الدور التأثيري لدقة توقعات الأرباح كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم: دليل تطبيقي من البيئة المصرية"، **المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية**، كلية التجارة، جامعة مدينة السادات، ١٥ (٤)، ١- ٦٥.

ملخص البحث:

استهدفت الدراسة اختبار الدور التأثيري لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية. ولقد أُجريت الدراسة التطبيقية على عينة مكونة من (70) شركة صناعية مدرجة بالبورصة المصرية بإجمالي 350 مشاهدة سنوية عن الفترة من 2014 إلى 2018 وموزعة على (7) قطاعات رئيسية. واستخدمت الدراسة النموذج الذي قدمته دراسة (Weiss, 2010) لقياس درجة لزوجة التكاليف. واتبعت الدراسة النموذج الذي اقترحته دراسة (Lang & Lundholm, 1996)، لقياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية. واعتمدت الدراسة في قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم على كل من معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، وتزامن حركة أسعار الأسهم (SYNC). ولقد تم تحليل بيانات الدراسة باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية OLS، وأظهرت النتائج وجود تأثير سلبي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، وأن لزوجة التكاليف تؤثر تأثيراً سلبياً معنوياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال كل من معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والتزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، وذلك في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. ومن ناحية أخرى أظهرت النتائج أن تضمين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال كل من معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والتزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، يؤدى إلى تخفيض تأثير لزوجة التكاليف على معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والتزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) وهي مقاييس للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وفى ضوء ذلك تقدم الدراسة دليل تطبيقي على أن أحد المخاطر المحتملة للسلوك اللزج للتكاليف هو التأثير السلبي على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، والتي تؤثر بشكل كبير على أحكام وقرارات المستثمرين وعملية تقييم المعلومات في سوق رأس المال، ومن ثم تؤثر على فعالية سوق رأس المال، وعلى كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال.

وفى ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسة، اقترحت الدراسة مجموعة من التوصيات للحد من الآثار السلبية لقضية لزوجة التكاليف والعمل على تعزيز المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وتحسين فعالية سوق رأس المال، وكفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال.

الكلمات الدالة: لزوجة التكاليف، دقة توقعات المحللين الماليين، المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، معامل استجابة الأرباح المستقبلية، التزامن في حركة أسعار الأسهم.

Abstract:

The study aimed to examine the impact of the accuracy of financial analysts' forecasts for future earnings as a mediating variable in the relationship between cost stickiness and stock price informativeness in the Egyptian business environment. The empirical study was conducted on a sample of (70) industrial companies listed in the Egyptian Stock Exchange, with a total of 350 firm-year observations for the period from 2014 to 2018, distributed among (7) main sectors. The study used the model presented by Weiss (2010) to measure the cost stickiness. The study followed the model proposed by the study (Lang & Lundholm, 1996), to measure the accuracy of financial analysts' forecasts for future earnings. The study relied on both the future earnings response coefficient (FERC) and the stock price synchronicity (SYNC), to measure the stock price informativeness. The study data were analyzed using the ordinary least squares method (OLS), the findings demonstrate a significant negative impact of the cost stickiness on the accuracy of financial analysts' forecasts for future earnings. The stickiness of costs has a significant negative impact on the stock price informativeness, which is measured through both the future earnings response coefficient (FERC) and the stock price synchronicity (SYNC), in companies listed on the Egyptian Stock Exchange. On the other hand, the results showed that including the accuracy of financial analysts' forecasts for future earnings as a mediating variable in the relationship between cost stickiness and stock price informativeness, which is measured through both the future earnings response coefficient (FERC) and the stock price synchronicity (SYNC), leads to reducing the effect of the stickiness of costs on the future earnings response coefficient (FERC) and the synchrony in stock price movement ($SYNC$) which are measures of the stock price informativeness. Based on the findings, the study provides empirical evidence that one of the potential risks of the stickiness cost behavior is the negative impact on the stock price informativeness, which significantly affects the judgments and decisions of investors and the process of evaluating information in the capital market, and thus affects the effectiveness of the capital market, and the efficiency of resource allocation in the capital market. Therefore, the study suggested a set of recommendations to reduce the negative effects of the cost stickiness, enhance the stock price informativeness, improve the effectiveness of the capital market, and the efficiency of allocating resources in the capital market.

Keywords: Cost stickiness, Accuracy of financial analysts' forecasts for future earnings, Stock price informativeness, Future earnings response coefficient, Stock price synchronicity.

أولاً: مقدمة ومشكلة البحث:

يعتبر تعظيم أداء الشركات على المدى القصير والطويل من ضمن الموضوعات البحثية التي تشغل اهتمامات الباحثين وإدارة الشركات؛ وذلك لما لها من تأثير على العوائد المتوقعة لحملة الأسهم والمستثمرين، وعلى القدرة التنافسية والاستمرارية في السوق. ولقد أدت الصدمات والأزمات المالية خلال السنوات الماضية، وتزايد الجهود البحثية لفهم سلوك أسعار الأسهم والعوائد المتوقعة من الأسهم والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم ومن ثم تحديد العوامل المتحكمة فيها، إلى ظهور العديد من النماذج المحاسبية والاقتصادية التي اهتمت بهذه القضية. ولقد حظيت العلاقة بين لزوجة التكاليف Cost Stickiness ودقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باهتمام وإن كان محدود للغاية في السنوات الأخيرة. فلقد قدمت العديد من الدراسات في الأدب المحاسبي (e.g., Anderson et al., 2003; Banker et al., 2013; Kama & Weiss 2013; He et al., 2020) أدلة على أنه عندما ينخفض مستوى النشاط، تنخفض التكاليف بشكل أقل مما يحدث عندما يرتفع مستوى النشاط بنفس المقدار، أي أن التكاليف تكون لزجة. ولقد أكدت دراسة (Banker & Byzalov, 2014; Chen et al., 2015) على أن السلوك اللزج للتكاليف Sticky Cost Behavior يحدث نتيجة للتوقعات الإدارية فيما يتعلق بحجم الطلب المستقبلي ومدى الاستمرارية في الانخفاض على الطلب الحالي وما يترتب على ذلك من قرارات تتعلق وتؤثر بشكل جوهري على تخصيص الموارد بالشركة، مما يعزز من فهم هيكل التكاليف بالشركة والذي بدوره يؤثر على الأرباح، علاوة على أن الأدبيات السابقة (e.g., Weiss, 2010; Ciftci et al., 2016; Huang et al., 2017; Banker et al., 2016; Li & Sun; 2023) توفر أدلة على أن لزوجة التكاليف قد تؤثر على العديد من المتغيرات المالية مثل التحفظ المحاسبي، ودقة توقعات المحللين الماليين، ونمذجة الأرباح المستقبلية، والتي تهم مستخدمي القوائم المالية.

وتركز الدراسة الحالية على تيارين من الأبحاث التي تتناول دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، والتي تأخذ مكاناً هاماً في الأدبيات المحاسبية المالية، علاوة على ذلك، فإن لزوجة التكاليف تحتل مكانة هامة في أدبيات المحاسبة الإدارية. وبالتالي فإن هذه الدراسة تهدف إلى اختبار أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، بالإضافة إلى توضيح الدور التأثيري لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وتبرز أهمية الدراسة حيث تندر الدراسات التي تتناول اختبار العلاقة بين لزوجة التكاليف ودقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، حيث ركزت بعض الدراسات في الأدب المحاسبي على خصائص الشركات والدوافع الإدارية وفقا لنظرية الوكالة كمحددات للسلوك اللزج للتكاليف (Ibrahim, 2018; Özkaya, 2021; Li & Luo, 2021; Xu & Wang, 2022)، في حين قامت دراسات أخرى بتفسير ظاهرة لزوجة التكاليف وفقا لنظرية تكاليف التعديل ونظرية الوكالة وأليات الحوكمة والظروف الاقتصادية والتنظيمية السائدة والمحيطة بالشركة (Chen et al., 2012; Ezat, 2014; Ibrahim, 2015; Magheed, 2016). وبالتالي اهتمت غالبية الدراسات في الأدب المحاسبي بمحددات أو محركات السلوك اللزج للتكاليف، بينما حظيت آثار أو عواقب لزوجة التكاليف باهتمام أقل؛ وخاصة الآثار على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية وردة فعل السوق والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

وفى الفترة الأخيرة تحول اهتمام الجهود البحثية من دراسة الظاهرة نفسها (لزوجة التكاليف) ومسبباتها إلى دراسة علاقة لزوجة التكاليف بمتغيرات وعوامل أخرى، وما هو الأثر الذي تُحدثه لزوجة التكاليف على هذه المتغيرات، فعلى سبيل المثال، وجدت دراسة (Anderson et al., 2003; Yao, 2018) أن لزوجة التكاليف لا تؤثر فقط على الكفاءة التشغيلية والمخاطر التشغيلية، ولكن أيضاً تؤثر تأثيراً معنوياً على سلوك التوقعات لدى المحللين الماليين (Weiss, 2010; Ciftci et al., 2016). وأوضحت دراسة (Warganegara & Tamara, 2014) أن لزوجة التكاليف تعنى عدم قدرة إدارة الشركة على القيام بتعديل التكاليف استجابة لانخفاض المبيعات مما يدل على عدم قدرة الإدارة على الرقابة على التكاليف، وتعنى أيضاً لزوجة التكاليف عدم الكفاءة التشغيلية، وأن الشركة تعاني من مواجهة المنافسين والتكيف مع تغيرات البيئة المحيطة، وأن ارتفاع لزوجة التكاليف يعتبر مؤشراً سلبياً فيما يتعلق بالأرباح المستقبلية للشركة. وفى نفس الاتجاه، أكدت دراسة (Huang et al., 2017) على وجود علاقة عكسية بين لزوجة التكاليف وعوائد الأسهم والأداء التشغيلي للشركة مستقبلاً. وقامت دراسة (Homburg & Nasev, 2008) بدراسة أثر لزوجة التكاليف على التحفظ المشروط، وتوصلت إلى أن لزوجة التكاليف تؤدى إلى زيادة عدم تماثل توقيت الأرباح؛

بمعنى أن لزوجة التكاليف تؤدى إلى زيادة تمثيل الأرباح للأخبار السيئة، وتؤدى إلى خفض تمثيل الأرباح للأخبار الجيدة، وهذا يشير إلى وجود علاقة أقوى بين أرباح الشركة وعائد الأسهم وذلك في حالة الأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة، وهذا ينعكس سلبياً على الأرباح المستقبلية وبالتالي تحقيق عوائد أسهم سلبية.

وتعتبر دراسة (Weiss, 2010) من الدراسات الرائدة في هذا المجال، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية تقل بنسبة 25% في حالة لزوجة التكاليف مقارنة بحالة عدم وجود لزوجة التكلفة، وهذا يرجع إلى أن لزوجة التكاليف التي تنتج عن الاحتفاظ بالموارد غير المستغلة على الرغم من انخفاض مستوى النشاط، قد تؤدى إلى تحقيق وفورات أقل في التكاليف وتراجع كبير في الأرباح وذلك في حالة انخفاض مستوى المبيعات، وهذا يؤدى إلى زيادة تشتت توزيع الأرباح عن السنوات السابقة، ومن ثم يؤدى إلى انخفاض دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، بالإضافة إلى أن ارتفاع لزوجة التكاليف يؤدى إلى قلة الاهتمام أو التغطية من جانب المحللين الماليين، وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن ارتفاع لزوجة التكاليف يؤدى إلى ضعف ردود أفعال السوق تجاه مفاجآت الأرباح Earnings Surprises والتي تتمثل في الفرق بين الأرباح الفعلية وتوقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، وهذا يفسر مدى إدراك المستثمرين لقضية لزوجة التكاليف ومدى تأثيرها بشكل سلبي على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، مما ينتج عنه قلة الاعتماد من جانب المستثمرين على معلومات الأرباح في اتخاذ العديد من القرارات وقد ينظر المستثمرون إلى الشركات ذات المستويات العالية من لزوجة التكاليف على أنها أقل كفاءة وأقل قدرة على التكيف مع ظروف السوق المتغيرة. ونتيجة لذلك، فإن أسعار أسهم هذه الشركات قد لا تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، مما يؤدي إلى انخفاض معلوماتية أسعار الأسهم.

وتوصلت دراسة (Kim & Prather-Kinsey, 2010) إلى أن تجاهل المحللين الماليين أخذ لزوجة التكاليف في الحسبان عند التوقع بالأرباح بسبب صعوبة حصولهم على البيانات الداخلية للتكاليف، يؤدى إلى ارتفاع نسبة الأخطاء في التوقعات بالأرباح المستقبلية، وفى نفس السياق، أظهرت دراسة (Chen, 2013) إلى أن نسبة كبيرة من الأخطاء في توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية أو مفاجآت الأرباح يمكن إرجاعها إلى تجاهل المحللين الماليين المعلومات التي يمكن استنتاجها من السلوك اللزج للتكاليف عند توقعهم للأرباح. ويعتبر أخذ السلوك اللزج للتكاليف في الاعتبار إلى جانب النموذج المتماثل لسلوك التكاليف أمراً بالغ الأهمية لفهم سلوك التكاليف بدقة، على سبيل المثال، إذا أدرك المستثمرون والمحللون أن سلوك التكاليف لا يتخذ دائماً الشكل الخطي كما يفترض نموذج التكاليف المتماثل، فمن المتوقع أن يتم تعزيز دقة توقعات الأرباح خاصة في حالة انخفاض المبيعات. هذا ما توصلت إليه دراسة (Ciftci et al., 2016) حيث أثبتت أن الفهم الصحيح لسلوك التكاليف يؤدي إلى زيادة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية. وناقشت بعض الدراسات (Banker & Chen, 2006; Guenther et al., 2014; Han et al., 2020) قضية تأثير لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، حيث أن المحلل المالي هو بمثابة ممثل عن المستثمر العقلاني وله تأثير كبير على المستثمرين الآخرين (Driskill et al., 2020)، ويصدر المحللون تقارير تحليل التوقعات لمساعدة المستثمرين على تكوين أفكار أكثر دقة حول تأثير الأرباح الحالية على أداء الشركة في المستقبل، وتعزيز محتوى المعلومات لأسعار الأسهم، وتحسين فعالية سوق رأس المال، وكفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال (Yezegel, 2015; Cheng et al., 2016; Huang et al., 2018; Call et al., 2019; Serafeim & Yoon, 2022; Li & Sun; 2023)، وتوصلت هذه الدراسات إلى ضرورة استيعاب المحللين الماليين للسلوك اللزج للتكاليف وأخذه في الحسبان عند التوقع بالأرباح المستقبلية؛ حيث أن ذلك يساهم في زيادة دقة تلك التوقعات، وبالتبعية زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وبما يمكنهم من التقدير الصحيح للقيمة السوقية للشركة واتخاذ القرارات المناسبة.

وبالتالي وثقت الدراسات السابقة أن التكاليف تلعب دوراً رئيسياً في تحديد أرباح الشركات وعوائد الأسهم، حيث تناولت العديد من الدراسات محددات وعواقب القرارات الإدارية للتكاليف (Banker et al., 2018)، وإحدى النتائج الرئيسية التي توصلت إليها هذه المجموعة من الدراسات السابقة هي أن قرارات التكاليف التي يتخذها المديرون تؤدي إلى لزوجة التكلفة؛ أي أن الانخفاض في التكاليف استجابة لانخفاض مستوى النشاط أقل من الزيادة في التكاليف استجابة لزيادات مستوى النشاط بنفس المقدار (Anderson et al., 2003). وتوثق الأدبيات المحاسبية السابقة إلى أن لزوجة التكاليف تدل على تراكم الموارد الراكدة خلال فترات انخفاض الطلب وتكون مفيدة عندما يرتفع الطلب في فترات مستقبلية (Anderson et al., 2003). ومع ذلك، فإن لزوجة التكاليف تنطوي أيضاً على عواقب سلبية، مثل انخفاض القدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية وفقدان المحللين الماليين متابعة الشركات (Weiss, 2010). وفي هذا الصدد، توجد ندرة كبيرة في

الدراسات التي تناولت ما إذا كانت العواقب السلبية المترتبة على لزوجة التكاليف قد تمتد إلى أسواق رأس المال وإلى أي مدى وكيف؟ ولملء هذا الفراغ في الأدبيات المحاسبية، تتوقع الدراسة الحالية أن أحد المخاطر المحتملة للسلوك اللزج للتكاليف هو التأثير على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، والتي تؤثر بشكل كبير على أحكام وقرارات المستثمرين وعملية تقييم المعلومات في سوق رأس المال.

وفى ضوء ما تقدم، يمكن صياغة مشكلة البحث في الأسئلة التالية:

1- هل تؤثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم؟

2- هل يوجد تأثير لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم؟

ثانياً: أهداف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في محاولة العمل على زيادة كفاءة المعلومات في سوق رأس المال، وترشيد أحكام وقرارات المستثمرين في الأسواق المالية، وذلك من خلال دراسة واختبار الدور التأثيري لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية.

ويُشتق من الهدف الرئيسي مجموعة من الأهداف الفرعية تتمثل فيما يلي:

1- اختبار وتحليل أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

2- اختبار وتحليل أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

ثالثاً: أهمية البحث:

تعتبر عوائد وأسعار الأسهم من أهم المتغيرات في سوق الأوراق المالية التي يهتم جميع المستثمرين بمتابعتها لكي يمكن القيام بالتقييم السليم للاستثمارات، ولذاك فإن أهمية الدراسة الحالية تأتى من أنها تسعى إلى اختبار وتحليل أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وهذا يساهم في تنمية المعارف الأكاديمية وترشيد أحكام وقرارات المستثمرين وعملية تقييم المعلومات في سوق رأس المال، وذلك من خلال تحديد العوامل التي تؤثر في دقة التوقعات بالأرباح ومن ثم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، ولذلك تتمثل أهمية الدراسة الحالية في بُعدين هما الأهمية العلمية والعملية على النحو التالي:

1- الأهمية العلمية:

يستمد البحث أهميته العلمية من أنه يقدم دراسة تحليلية تطبيقية لبيئة الأعمال المصرية التي تختلف عن البيئات الأجنبية الأخرى من حيث طبيعة الاقتصاد وسوق الأوراق المالية، حيث أنه لا يمكن تعميم نتائج الدراسات الأخرى في بيئات الأعمال الأجنبية على بيئة الأعمال المصرية، حيث قامت الدراسة الحالية باختبار وتحليل فرضية الآثار السلبية المترتبة على لزوجة التكاليف، والتي قد تمتد إلى أسواق رأس المال بالتطبيق على بيانات الشركات المدرجة في البورصة المصرية، مما قد يساهم في تضييق الفجوة الأكاديمية المتعلقة بأثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الأسواق الناشئة. ولقد ركزت القليل من الدراسات في الأدب المحاسبي على الربط بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم وخاصة في الصين والدول الأوربية والولايات المتحدة الأمريكية. ومع ندرة الدراسات التي تهتم بهذا الموضوع وخاصة الدراسات العربية، تعتبر الدراسة الحالية هي الأولى في بيئة الأعمال المصرية التي تتناول اختبار وتحليل أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية حيث الأسواق الناشئة والتي تتصف بانخفاض مستوى ودرجة الإفصاح المحاسبي مع تزايد فرص عدم الكفاءة الإدارية وصعوبة الوصول إلى المعلومات الداخلية وعدم وجود خبرات ومهارات التوقع بالأرباح المستقبلية لدى المستثمرين، وهذا يزيد من الأهمية العلمية لدراسة اختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الأسواق الناشئة وذلك لترشيد أحكام وقرارات المستثمرين وعملية تقييم المعلومات في سوق رأس المال.

2- الأهمية العملية:

يستمد البحث أهميته العملية من خلال تقديمه العديد من المنافع لكل من الشركة، المحلل المالي، المستثمر، الجهات المنظمة وغيرهم من الأطراف الأخرى في بيئة الأعمال المصرية. فدراسة العلاقة بين لزوجة التكاليف ودقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم تعتبر ذات أهمية كبيرة بالنسبة للعديد من الأطراف. فعلى سبيل المثال، يعتبر المستثمر في سوق رأس المال المصري غير محترف وغير ناضج ويعتمد بشكل كبير على المحلل المالي (المر،٢٠20)، لذلك أصبح اختبار وتحليل أثر لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، ومن ثم زيادة فعالية توقعات المحللين الماليين والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم من الموضوعات الأكثر اهتماماً للمستثمرين والمحللين الماليين. بالإضافة إلى أن هذه الدراسة تقدم دليل تطبيقي على أن لزوجة التكاليف قد يكون لها تأثير كبير على عملية اتخاذ القرار الاستثماري للمستثمرين ومحتوى المعلومات لأسعار الأسهم، مما سيؤثر على كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال. كما أن زيادة وعى المحللين الماليين والمستثمرين بإنفاق الشركات مثل لزوجة التكاليف يمكن أن يحسن من دقة توقعات الأرباح المستقبلية ومن ثم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وهذا لا يكون فقط عندما تنخفض مستويات النشاط. لذلك، من الأهمية بالنسبة للشركات أن تفصح طواعية عن المعلومات ذات الصلة بالسلوك اللزج للتكاليف، مثل المعلومات عن الآلات والمعدات، وعلاقات عقود الموظفين، وما إلى ذلك، أو الإفصاح علناً عن معلومات لزوجة التكاليف، وتعتبر الدراسة الحالية ذات أهمية للمنظمين في تحديد المتطلبات الأساسية للإفصاح الفعال للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

رابعاً: حدود البحث:

تتمثل حدود البحث فيما يلي:

1- يقتصر البحث الحالي على دراسة واختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، ويخرج عن نطاق البحث الحالي العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على هذه العلاقة مثل جودة الأرباح وجودة الإفصاح المحاسبي وحوكمة الشركات.

2- تقتصر الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2014 إلى عام 2018 لدراسة واختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، ويرجع اقتصار الدراسة على الشركات الصناعية فقط للحد من الآثار التي قد تترتب على اختلاف طبيعة نشاط الشركات، وللمساهمة في تجانس مفاهيم التكاليف وزيادة فعالية التحليل ومقارنة النتائج.

3- تعميم نتائج البحث الحالي مشروطة بحدود الدراسة وبضوابط اختيار مجتمع وعينة البحث.

خامساً: منهجية البحث:

من أجل تحقيق أهداف البحث، سوف يتم الاعتماد على المنهج الاستنباطي في مراجعة الأدب المحاسبي فيما يتعلق بموضوع البحث وذلك للتوصل إلى الفروض الخاصة بالبحث، وعلى المنهج الاستقرائي لدراسة وتحليل وتفسير العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية في ضوء دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية وذلك من خلال دراسة تطبيقية تعتمد على أسلوب تحليل المحتوى Content Analysis لفحص وتحليل التقارير المالية السنوية لعينة من الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2014 إلى عام 2018، وذلك لغرض بناء وتطوير نماذج لدراسة وقياس العلاقات بين متغيرات الدراسة واختبار فروض الدراسة.

سادساً: تنظيم البحث:

بعد عرض الإطار العام للبحث في القسم الأول والذي تضمن مقدمة ومشكلة وأهداف وأهمية وحدود ومنهجية البحث، يتم تنظيم باقي البحث على النحو التالي: يستعرض القسم الثاني الإطار النظري للبحث، ويتناول القسم الثالث مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث، ويتناول القسم الرابع تصميم البحث، ويتم تناول تحليل ومناقشة نتائج اختبارات الفروض في القسم الخامس، ثم يعرض القسم السادس والأخير نتائج وتوصيات البحث ومجالات البحث المستقبلية.

القسم الثاني: الإطار النظري للبحث:

أولاً: لزوجة التكاليف: المفهوم ـ الآثار المترتبة ـ طريقة القياس:

تعتبر قرارات التكاليف التي يتخذها المديرون حاسمة بالنسبة لأرباح الشركة لأن الأرباح هي الفرق بين إيرادات المبيعات والتكاليف. وبالتالي فإن دراسة هذه القرارات لها أهمية قصوى في البحوث المحاسبية. ويعتبر الإدراك والفهم الصحيح لسلوك التكاليف ذو أهمية كبيرة بالنسبة لإدارة الشركة والمحللين الماليين والمستثمرين وكافة الأطراف الأخرى التي تتعامل في سوق الأوراق المالية، حيث أن تحديد الأرباح التي يُعتمد عليها لتقييم أداء إدارة الشركة تتوقف على التكاليف (عبد المتعال، 2018؛ محمود، 2021)، كما أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية تتوقف على تحليل والتنبؤ بدقة سلوك التكاليف، بالإضافة إلى أن الأطراف الأخرى مثل الدائنين والمستثمرين قد تعتمد على مدى قدرة إدارة الشركة في إدارة التكاليف وذلك للحكم على أداء الشركة (Reimer, 2019).

وتُميز النظرة التقليدية لسلوك التكاليف بين التكاليف الثابتة والمتغيرة فيما يتعلق بالتغيرات في مستوى نشاط الشركة. وتعتبر التكاليف الثابتة مستقلة عن مستوى النشاط، حيث يفترض أن التكاليف المتغيرة متناسبة مع التغيرات في مستوى النشاط (Noreen 1991). ومع ذلك، وخلافاً لهذه النظرة التقليدية لسلوك التكاليف الخطية والتناسبية، وجدت دراسات مختلفة أدلة تجريبية على سلوك التكاليف غير المتماثل. وبدأ هذا العصر الجديد من سلوك التكاليف غير المتماثل في الأدبيات المحاسبية مع دراسة (Anderson et al., 2003) التي وثقت أن العلاقة بين التكاليف والحجم تعتمد على اتجاه تغيرات النشاط وأن التكاليف تتصرف بطريقة لزجة: فهي تزيد أكثر مما تنقص عند حدوث تغير متساو في مستوى النشاط. حيث قدمت دراسة (Anderson et al., 2003) مصطلح لزوجة التكاليف Cost Stickiness من خلال اختبار سلوك التكاليف الإدارية والعمومية والبيعية باستخدام بيانات 7629 شركة أمريكية خلال الفترة من 1979 إلى 1998، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن التكاليف ترتفع بنسبة 0.55% عندما تزيد المبيعات بنسبة 1%، في حين تنخفض التكاليف بنسبة 0.35% عندما تنخفض المبيعات بنفس النسبة 1%، مما يتعارض مع السلوك المتماثل للتكاليف، وفتحت هذه الدراسة آفاقاً جديدة لإجراء المزيد من الأبحاث المتعلقة بسلوك التكاليف اللزجة ومحدداتها والنتائج المترتبة عليها.

ويتم تصنيف التكاليف التي تُظهر السلوك غير المتماثل الموصوف على أنها "لزجة" Sticky وظاهرة السلوك غير المتماثل للتكاليف Symmetric Cost Behavior على أنها "لزوجة التكاليف" Cost Stickiness (Golden et al., 2020). وعرفت دراسة (Ugurlu et al., 2019) لزوجة التكاليف بأنها الحالة التي فيها التكاليف تستجيب للزيادة في مستوى الأنشطة أكثر من استجابتها للانخفاض المعادل في مستوى الأنشطة، كما عرفتها دراسة (Reynoso et al., 2021) بأنها الاستجابة غير المتماثلة للتكاليف لتغير المبيعات (الإيجابية والسلبية)، وأن لزوجة التكاليف تعنى عدم القدرة من جانب الإدارة على تخفيض التكاليف بفعالية مما يعرض الشركة للعديد من المخاطر المالية وغير المالية (الزكي، 2019؛ سراج، 2022). ولقد أشارت العديد من الدراسات في الأدب المحاسبي على توافر سلوك التكاليف غير المتماثل لفئات التكاليف المختلفة، مثل التكاليف الإدارية والعمومية والبيعية (Anderson et al., 2003)، وتكاليف البضاعة المباعة (Subramanian & Watson, 2016)، وتكاليف التشغيل (Calleja et al., 2006; Kama & Weiss, 2013; Hartlieb et al., 2020)، وتكاليف العمالة (Dierynck et al., 2012). ويعزو الباحثون هذه الظاهرة إلى القرارات المتعمدة التي يتخذها المديرون الذين يتبعون استراتيجيات معقدة لتعديل الموارد، والتي تخضع لقيود وحوافز وتحيزات نفسية مختلفة (Banker et al., 2018).

وتركز الأدبيات المحاسبية (e.g., Chen et al., 2010; Guenther et al., 2014; Banker et al., 2018; Reimer, 2019; Cannon et al., 2020; Agarwal, 2022) على محركين أساسيين للزوجة التكاليف: (1) نظرية تكاليف التعديل و(2) نظرية الوكالة، وتعتمد نظرية تكاليف التعديل على الطبيعة الاقتصادية للتكاليف، ففي حالة انخفاض الطلب على مبيعات الشركة، تقوم إدارة الشركة بالمفاضلة بين تكاليف تعديل الموارد غير المستغلة وبين تكاليف الاحتفاظ بها، فإذا توقعت إدارة الشركة بأن الانخفاض في الطلب على مبيعات الشركة يعتبر انخفاض مؤقت وأنه سيحدث انتعاش في الطلب قريباً، فتقوم إدارة الشركة بالاحتفاظ بالموارد غير المستغلة لأن تكاليف التعديل (تكاليف التخلص من الموارد غير المستغلة حالياً واستعادتها بعد ذلك مستقبلا عند تحسن الطلب مرة أخرى) تزيد عن تكاليف الاحتفاظ بتلك الموارد غير المستغلة مؤقتا؛ وهو ما يدفع إدارة الشركة إلى تفضيل الاحتفاظ بالموارد غير المستغلة رغم انخفاض حجم النشاط وذلك لتجنب

تكاليف التعديل المرتفعة، مما ينتج عنه تباطؤ في خفض التكلفة متسبباً في سلوك لزج للتكاليف أو ما يسمى بلزوجة التكاليف. ونتيجة لذلك، يحدث سلوك التكاليف غير المتماثل عندما يرى المديرون أن تكاليف التعديل تفوق تكاليف الاحتفاظ بالموارد غير المستغلة (Anderson et al., 2003; Guenther et al., 2014; Banker et al., 2018; Reimer, 2019)، وتلعب التوقعات الإدارية أيضاً دوراً حاسماً في نظرية تكاليف التعديل (Banker et al., 2014; Chen et al., 2019; Hartlieb, 2023).

وتعتمد نظرية الوكالة الخاصة بالتكاليف اللزجة على عدم توافق المصالح بين المديرين والمساهمين، فبالإضافة إلى تكاليف التعديل والتوقعات الإدارية، تعتبر الاعتبارات الشخصية للمديرين المهتمين بمصلحتهم الذاتية (أي صراعات الوكالات) سبباً رئيسياً آخر للزوجة التكاليف (e.g., Chen et al., 2012; Costa and Habib, 2021; Agarwal, 2022). وبالتالي تلعب نظرية الوكالة دوراً هاماً في تحديد السلوك اللزج للتكاليف من خلال عدة محركات مثل دوافع بناء الإمبراطورية (Chen et al., 2012; Costa and Habib, 2021)، وتشير نظرية الوكالة إلى أن إدارة الشركة تحقق منافع شخصية من خلال بناء الإمبراطورية عن طريق زيادة اقتناء الموارد خلال فترات ارتفاع الطلب وعدم تقليل الموارد غير المستغلة خلال فترات انخفاض الطلب، مما يؤدي إلى زيادة درجة لزوجة التكاليف، أو دوافع إدارة الأرباح حيث تعمل إدارة الشركة على تأجيل الحصول على الموارد خلال فترات ارتفاع الطلب والتخلص من الموارد غير المستغلة خلال فترات انخفاض الطلب، مما يؤدى إلى انخفاض درجة لزوجة التكاليف، أو الدوافع المتعلقة بالخوف من فقدان الوظيفة، على سبيل المثال، بعد مراجعة قرارات الاستثمار السابقة المفرطة في الطموح، أو الدوافع المتعلقة بالألم الناتج عن فصل الموظفين الأكفاء (Anderson et al., 2003; Guenther et al., 2014; Costa and Habib, 2021). وتتماشى هذه النتائج مع نتائج الدراسات التجريبية التي توصلت إلى أن آليات حوكمة الشركات (Chen et al., 2012; Ezat, 2014; Loy and Hartlieb, 2021) أو قوة الأعراف الاجتماعية وكثافة الشبكات الاجتماعية في البيئة المحيطة بالشركة (Hartlieb et al., 2020) تؤثر على العلاقة بين الانتهازية الإدارية ودرجة لزوجة التكاليف.

ولقد تناولت الدراسات في الأدب المحاسبي العديد من المحددات أو العوامل التي تؤثر على درجة لزوجة التكاليف، وذلك من خلال محاولة هذه الدراسات تحديد وتحليل العوامل التي قد تؤثر على قرار إدارة الشركة بالمفاضلة بين تكاليف تعديل الموارد غير المستغلة وبين تكاليف الاحتفاظ بها في حالة انخفاض الطلب على مبيعات الشركة، حيث ترى مجموعة من هذه الدراسات أن العوامل السلوكية لإدارة الشركة قد تؤثر في درجة لزوجة التكاليف، فعلى سبيل المثال، ترى دراسة (Banker & Byzalov, 2014) أن درجة تفاؤل الإدارة وتوقعها بزيادة رقم المبيعات في المستقبل يؤدى إلى زيادة درجة لزوجة التكاليف. وترى دراسة (Chen et al., 2012) أن زيادة الثقة الإدارية المفرطة والمبالغة في تقدير حجم المبيعات في المستقبل وعدم دقة تقدير حجم الطلب في المستقبل يؤدى إلى زيادة درجة لزوجة التكلفة. وأكدت دراسة (Magheed, 2016) على أنه كلما كانت إدارة الشركة أكثر ميلا للمخاطر كلما زادت لزوجة التكاليف، حيث أن إدارة الشركة تسعى جاهدة بالاحتفاظ بالموارد غير المستغلة في فترات انخفاض مستوى النشاط على أمل أن يرجع مستوى النشاط إلى ما كان عليه أو يزيد، بالإضافة إلى أن دراسة (Anderson et al., 2003; Guenther et al., 2014; Banker et al., 2018) ترى أن إدارة الشركة قد تفضل الاحتفاظ بالموارد غير المستغلة في حالة انخفاض مستوى النشاط لاعتبارات شخصية مثل الخوف من ضياع الوظيفة أو فقدان النفوذ والسلطة أو المكافاة أو ما يسمى عموماً الرغبة أو الدافع لبناء إمبراطورية.

ولقد تناولت مجموعة من الدراسات في الأدب المحاسبي بعض العوامل الداخلية أو خصائص الشركات التي قد تؤثر على درجة لزوجة التكاليف، فعلى سبيل المثال، أوضحت دراسة (Nor et al., 2007) ارتفاع درجة لزوجة التكاليف بالشركات كبيرة الحجم مقارنة بالشركات صغيرة الحجم، وأشارت العديد من الدراسات (e.g., Anderson et al., 2003; Chen et al., 2012; Kama and Weiss, 2013) إلى وجود علاقة إيجابية بين كثافة الأصول وخاصة الأصول الثابتة بالشركة وبين درجة لزوجة التكاليف، في حين وجدت دراسة (Calleja et al., 2006; Sepasi & Hassani, 2015) علاقة سلبية بين كثافة الديون على الشركة ولزوجة التكاليف. وأشارت دراسة (Anderson et al., 2003; Chen et al., 2012; Baumgarten, 2012) إلى أن كثافة العمالة تعتبر من العوامل الهامة التي تؤثر على تكاليف تعديل موارد الشركات، ومن ثم تعتبر من المحركات الأساسية لدرجة لزوجة التكاليف في بعض الشركات. واهتمت دراسة (Cannon, 2014; Chen et al., 2015) بدراسة العلاقة بين مستوى استغلال الطاقة والسلوك غير المتماثل للتكاليف، حيث أوضحت غالبية الدراسات أن لزوجة التكاليف تنتج بسبب تفضيل إدارة الشركة الاحتفاظ بالطاقة غير

المستغلة في فترات انخفاض مستوى النشاط وذلك بسبب ارتفاع تكاليف تعديل الطاقة وأن انخفاض مستوى النشاط عملية مؤقتة. وهدفت بعض الدراسات (e.g., Chen et al., 2012; Ezat, 2014; Xue & Hong 2016; Loy and Hartlieb, 2021) إلى دراسة واختبار تأثير حوكمة الشركات على لزوجة التكاليف، وتوصلت إلى أن التطبيق الفعال لآليات الحوكمة يحد من مشاكل الوكالة ومن ثم من قرارات إدارة الشركة المتعلقة بالاحتفاظ أو تعديل الموارد غير المستغلة عند انخفاض مستوى النشاط، ومن ثم انخفاض درجة لزوجة التكاليف.

ولقد تناولت مجموعة من الدراسات الأخرى في الأدب المحاسبي بعض العوامل الخارجية التي قد تؤثر على لزوجة التكاليف، وهذه العوامل ترتبط بالبيئة التي تعمل بها الشركة أو الظروف الاقتصادية أو السياسية للدولة، فعلى سبيل المثال، توصلت بعض الدراسات (Bugeja et al., 2015; Yong et al., 2015; Prabowo et al., 2018) إلى تفاوت درجة لزوجة التكاليف من صناعة إلى أخرى وذلك لاختلاف محددات لزوجة التكاليف من صناعة إلى أخرى. وأشارت دراسة (Li & Zheng, 2017) إلى أن زيادة درجة المنافسة في السوق قد تدفع إدارة الشركة بالاحتفاظ بموارد غير مستغلة خلال فترات انخفاض حجم النشاط مما يؤدى إلى زيادة درجة لزوجة التكاليف. كما أن الدولة التي بها قوانين صارمة لحماية وضمان حقوق العمالة ترتفع بها تكاليف التعديل وهذا يؤدى إلى زيادة درجة لزوجة التكاليف (Magheed, 2016)، وفى نفس السياق، الشركات التي تعمل في دولة بها نظام قانوني عادل وصارم ترتفع بها تكاليف التعديل وهذا يؤدى إلى زيادة درجة لزوجة التكاليف (Chen et al., 2012)، وتعتبر المسئولية الاجتماعية بمثابة عامل مؤثر في لزوجة التكاليف، حيث أن الشركات قد لا تستغنى عن العمالة في فترات انخفاض المبيعات بدافع المسئولية الاجتماعية مما يزيد من درجة لزوجة التكاليف (Guenther et al., 2014).

وفى الفترة الأخيرة تحول اهتمام الجهود البحثية من دراسة الظاهرة نفسها (لزوجة التكاليف) ومحدداتها إلى دراسة علاقة لزوجة التكاليف بمتغيرات وعوامل أخرى، وما هو الأثر الذي تُحدثه لزوجة التكاليف على هذه المتغيرات، فعلى سبيل المثال، بدأت دراسة (Weiss, 2010) سلسلة الدراسات التي تناولت تأثير لزوجة التكاليف على الشركة وأدائها وعلى قرارات المستثمرين ودقة توقعات المحللين الماليين وعلى سوق رأس المال عامة، وتعتبر هذه الدراسة الأولى التي قدمت مقياساً جديداً لدرجة لزوجة التكاليف، ولقد كشفت هذه الدراسة على أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين لزوجة التكاليف وأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية. وركزت دراسة (Ciftci et al., 2016) على أن أخذ سلوك التكاليف اللزجة في الاعتبار إلى جانب النموذج المتماثل لسلوك التكاليف يعزز من دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية خاصة في حالة انخفاض حجم النشاط. وفى نفس السياق، بحثت دراسة (Bu et al., 2015) في تأثير سلوك التكاليف اللزجة على دقة التوقعات بالأرباح المستقبلية، وخلصت نتائج الدراسة إلى أن التحكم في سلوك التكاليف اللزجة يحسن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، وأن كلاً من التحفظ المشروط ولزوجة التكاليف يؤثران على العلاقة الخطية بين مقاييس الأرباح والأداء.

وتناولت بعض الدراسات (e.g., Ciftci & Salama, 2018; Dai et al. 2018; Han et al., 2020) تأثير سلوك التكاليف اللزجة على قرارات المديرين بإصدار توقعات للأرباح، وتوصلت هذه الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية بين لزوجة التكاليف وميل الشركة إلى إصدار توقعات الإدارة للأرباح كنوع من الإفصاح الطوعي. وفى هذا الاتجاه، حاولت دراسات أخرى (e.g., Banker et al., 2016; Fourati et al., 2020) تناول تأثير لزوجة التكاليف على متغيرات محاسبية مثل التحفظ المحاسبي، وأكدت على أنه من الضروري عند تقدير التحفظ المحاسبي أن نأخذ في الاعتبار لزوجة التكاليف لتجنب التقدير الخاطئ. وتناولت دراسة (Silva et al., 2019) تأثير لزوجة التكاليف على إدارة الأرباح، وأكدت هذه الدراسة على أن لزوجة التكاليف تؤثر تأثيراً إيجابيا على الاستحقاقات الاختيارية التي تعتبر مؤشراً لممارسات إدارة الأرباح، وأشارت النتائج إلى أن نماذج إدارة الأرباح يجب أن تتضمن لزوجة التكاليف كمتغير موثر لتقدير الاستحقاقات الاختيارية بدقة وبالتالي التقدير الصحيح لإدارة الأرباح.

وتناولت دراسة (Warganegara & Tamara, 2014) تأثير لزوجة التكاليف على ربحية الشركات، وأكدت هذه الدراسة على وجود علاقة عكسية بين لزوجة التكاليف وربحية الشركات مستقبلاً والمُقاسة من خلال نسبة ربحية السهم إلى سعر السهم، وهذا يوضح أن لزوجة التكاليف تكشف عدم قدرة إدارة الشركة على مواجهة الظروف المتغيرة في البيئة المحيطة بسبب عدم مرونة هيكل التكاليف الذي لا يتناسب مع التقلبات في حجم النشاط؛ مما يؤدى إلى التأثير السلبي على ربحية الشركات مستقبلا. وفى نفس السياق، أكدت دراسة (Huang et al., 2017) على وجود علاقة عكسية بين لزوجة التكاليف وعوائد الأسهم والأداء التشغيلي

للشركة مستقبلاً. وفي المقابل أظهرت دراسة (Kontesa & Brahmana, 2018) وجود تأثير إيجابي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على أداء الشركات مقاساً بمعدل العائد على الأصول ونسبة Tobin's Q، وأن هذه النتيجة تم تفسيرها في ضوء نظرية الوكالة والفرضية الداخلية للسوق.

وأكدت دراسة (Kim & Prather-Kinsey, 2010; Chen, 2013) على أن عدم أخذ لزوجة التكاليف في الحسبان من جانب المحللين الماليين يؤدى إلى ارتفاع نسبة الأخطاء في توقعات المحللين الماليين للأرباح أو مفاجآت الأرباح. وتوصلت دراسة (Homburg & Nasev, 2008) إلى أن لزوجة التكاليف تؤدى إلى زيادة عدم تماثل توقيت الأرباح؛ بمعنى أن لزوجة التكاليف تؤدى إلى زيادة تمثيل الأرباح للأخبار السيئة، وتؤدى إلى خفض تمثيل الأرباح للأخبار الجيدة، وهذا ينعكس سلبياً على الأرباح المستقبلية وبالتالي تحقيق عوائد أسهم سلبية. ولقد هدفت دراسة (Wahdan et al., 2021) إلى تحديد مدى تأثير سلوك التكاليف اللزجة على جودة الأرباح بالتطبيق على عينة مكونة من 38 شركة مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2004 إلى 2017، وتوصلت هذه الدراسة إلى أن لزوجة التكاليف تؤثر سلبياً على جوة الأرباح، وأنه يجب على المديرين والمستثمرين والمحاسبين الإداريين أن يأخذوا في الاعتبار سلوك التكاليف اللزجة عند اتخاذ قراراتهم.

وأوضحت دراسة (Banker & Chen, 2006) أن لزوجة التكاليف تؤثر على دقة توقعات الأرباح، فلكما زادت درجة الفهم والإدراك لدى المستثمرين أو المحللين الماليين بأنه في حالة زيادة درجة لزوجة التكاليف تكون توقعات الأرباح أقل دقة، كلما انخفضت درجة الاعتماد من جانب المستثمرين أو المحللين الماليين على المعلومات المستمدة من الأرباح في تحديد القيمة السوقية للشركات، وذلك بسبب ضعف القيمة التنبؤية لهذه المعلومات. وأشارت دراسة (Reimer, 2019) إلى أن تجاهل لزوجة التكاليف يؤدى إلى زيادة فجوة التوقعات، وأن النماذج التي تأخذ في الحسبان لزوجة التكاليف يكون لها قدرة تنبؤية أكبر لتحليل الأرباح المستقبلية وإمداد المستثمرين والمحللين الماليين ببيانات أكثر دقة. ولقد تناولت دراسة (Wu & Wilson, 2018) العلاقة بين الاستراتيجية والسلوك غير المتماثل للتكاليف وتوقعات المحللين الماليين، وأوضحت نتائج هذه الدراسة وجود علاقة إيجابية بين لزوجة التكاليف وتفاؤل توقعات المحللين الماليين للأرباح؛ كمؤشر على درجة تحيز المحللين الماليين وانخفاض دقة التوقعات بالأرباح المستقبلية، وأن أخذ المحللين الماليين نوع الاستراتيجية التنافسية في الحسبان عند التوقع بالأرباح المستقبلية في ظل وجود لزوجة التكاليف، فإن ذلك يقلل من درجة تحيز المحللين الماليين في توقعاتهم للأرباح وبالتالي انخفاض أخطاء دقة التوقعات بالأرباح المستقبلية. وتناولت دراسة (Agarwal, 2022) العلاقة بين لزوجة التكاليف وتأخير تعديل سعر السهم، حيث يشير تأخير سعر السهم إلى السرعة التي يتم بها دمج المعلومات الواردة حديثاً إلى السوق في أسعار الأسهم، وأكدت هذه الدراسة على وجود علاقة ارتباط إيجابية بين لزوجة التكاليف وتأخير تعديل سعر السهم، حيث أن لزوجة التكاليف تقلل من قدرة المستثمرين على التنبؤ بالأرباح المستقبلية ومن متابعة المحللين الماليين للشركة وتسبب تأخير أسعار الأسهم.

وتتفق الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه غالبية الدراسات السابقة من ضرورة أخذ المحللين الماليين في الحسبان لزوجة التكاليف عند التوقع بالأرباح المستقبلية؛ مما يُسهم في زيادة دقة تلك التوقعات، وبالتبعية زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم وزيادة نفعية المعلومات المُقدمة للمستثمرين، مما يساعد المستثمرين وغيرهم من الأطراف الأخرى في التحديد السليم للقيمة السوقية للشركة واتخاذ القرارات المناسبة. وتساهم الدراسة الحالية في الأدبيات المتنامية عن العواقب أو الآثار لقرارات التكاليف التي يتخذها المديرون في سوق رأس المال ودور بيئة المعلومات في الحد من الآثار السلبية لهذه القرارات.

ولقياس لزوجة التكاليف، قدمت دراسة (Anderson et al., 2003) مصطلح لزوجة التكاليف وقدمت نموذج كمي لقياس لزوجة التكاليف (نموذج ABJ) والذي يسمح باختبار السلوك غير المتماثل للتكاليف، ويعتمد هذا النموذج الكمي على إقامة علاقة انحدار بين اللوغاريتم الطبيعي لنسبة بند التكلفة المراد قياس سلوكه بين فترتين بوصفه متغير تابع، واللوغاريتم الطبيعي لنسبة إيرادات المبيعات بين فترتين بوصفه متغير مستقل، ولقد لاقى هذا النموذج شهرة كبيرة في التحقق من لزوجة التكاليف، ويأخذ هذا النموذج الشكل التالي:

$$\log\left(Cost_{i.t}/\ Cost_{i.t-1}\right) = \beta_0 + \beta_1 \log\left(Rev_{i.t}/Rev_{i.t-1}\right) + \beta_2 * D_{i.t} * \log\left(Rev_{i.t}/Rev_{i.t-1}\right) + \varepsilon_{i.t}$$

حيث أن:

$\log(Cost_{i.t}/Cost_{i.t-1})$: اللوغاريتم الطبيعي لبند التكلفة المراد قياس سلوكه للشركة (i) في الفترة (t) منسوباً إلى الفترة (t-1).

β_0: ثابت Constant.

β_1: يُمثل نسبة الزيادة في التكاليف عند زيادة إيراد المبيعات بنسبة 1%.

$(Rev_{i.t}/Rev_{i.t-1})$: اللوغاريتم الطبيعي لإيرادات المبيعات للشركة (i) في الفترة (t) منسوباً إلى الفترة (t-1).

β_2: يُمثل الاستجابة المتباينة للتكاليف لانخفاض إيرادات المبيعات مقارنة بالزيادة المماثلة في إيرادات المبيعات.

$D_{i.t}$: متغير وهمى يأخذ القيمة واحد في حالة انخفاض مبيعات الفترة (t) والقيمة صفر في حالة زيادة المبيعات.

$(\beta_1+\beta_2)$ تُمثل نسبة الانخفاض في التكاليف لكل 1% انخفاض في إيرادات المبيعات.

$\varepsilon_{i.t}$: الخطأ العشوائي.

ووفقا لنموذج دراسة (Anderson et al., 2003) والذي يطلق عليه (نموذج ABJ)، تقاس درجة لزوجة التكاليف على النحو التالي:

- تتسم التكاليف باللزوجة عندما يكون المعامل β_2 سالب؛ وبالتالي تكون β_1: نسبة الزيادة في التكاليف عند زيادة إيراد المبيعات بنسبة 1% أكبر من $(\beta_1+\beta_2)$: نسبة الانخفاض في التكاليف لكل 1% انخفاض في إيرادات المبيعات.
- تكون التكاليف مقاومة للزوجة عندما يكون المعامل β_2 موجب؛ وبالتالي تكون β_1: نسبة الزيادة في التكاليف عند زيادة إيراد المبيعات بنسبة 1% أقل من $(\beta_1+\beta_2)$: نسبة الانخفاض في التكاليف لكل 1% انخفاض في إيرادات المبيعات.
- تكون التكاليف متماثلة السلوك عندما يكون المعامل β_2 = صفر.

وعلى الرغم من أن دراسة (Anderson et al., 2003) ركزت على قياس لزوجة التكاليف الإدارية والعمومية والبيعية، إلا أنه يمكن تطبيق هذا النموذج لدراسة لزوجة المكونات المختلفة للتكاليف الإدارية والعمومية والبيعية أو أنواع أخرى من التكاليف. ولقد قامت دراسات أخرى مختلفة بتعديل نموذج دراسة (Anderson et al., 2003) من خلال إدخال محددات إضافية للزوجة التكاليف و/أو دراسة أنواع مختلفة من التكاليف. ويمكن أيضاً تطبيق نموذج (ABJ, 2003) لقياس درجة لزوجة التكاليف على مستوى الشركة باستخدام نموذج انحدار السلاسل الزمنية، وأحد عيوب هذا المدخل هو فقدان البيانات. وقدرت دراسة (Anderson et al., 2003) نماذج السلاسل الزمنية الفردية للشركات التي لديها ما لا يقل عن (10) مشاهدات وثلاثة أو أكثر من انخفاض المبيعات خلال فترة العينة، والعيب الآخر هو أن درجة لزوجة التكاليف للشركة ليست محددة بشكل دوري

وبخلاف نموذج ABJ، قدمت دراسة (Weiss, 2010) نموذجاً لقياس لزوجة التكاليف محدداً للشركة والفترة الزمنية. ولهذا الغرض، تأخذ دراسة (Weiss, 2010) في الاعتبار التكاليف وتغيرات المبيعات في الأرباع الأربعة الأخيرة للشركة، حيث تستند الحسابات إلى بيانات آخر أو أحدث ربع حدث به انخفاض المبيعات وآخر أو أحدث ربع حدث به زيادة المبيعات. وبالنسبة للأرباع المختارة، تبنى دراسة (Weiss, 2010) الفرق بين النسب اللوغاريتمية لتغيرات التكاليف كما يلي:

$$\boldsymbol{Sticky}_{i.t} = \boldsymbol{log}(\Delta \boldsymbol{Costs}/\Delta \boldsymbol{Sales})_{i.\underline{t}} - \boldsymbol{log}(\Delta \boldsymbol{Costs}/\Delta \boldsymbol{Sales})_{i.\bar{t}}$$

حيث أن:

$\boldsymbol{Sticky}_{i.t}$: مستوى لزوجة التكاليف؛ فإذا كانت قيمة Sticky أقل من الصفر، دل ذلك على أن التكاليف تزداد بمعدل أكبر عند زيادة حجم المبيعات من معدل الانخفاض عند انخفاض حجم المبيعات، وهذا يعنى أن سلوك التكاليف أكثر لزوجة والعكس صحيح. وإذا كانت قيمة Sticky تساوى صفر دل ذلك على وجود سلوك متماثل للتكاليف.

$\underline{t}$: آخر أو أحدث ربع حدث به انخفاض المبيعات.

$\bar{t}$: آخر أو أحدث ربع حدث به ارتفاع المبيعات.

$\Delta Costs_{i.t}$: التغير في التكاليف ويُقدر كما يلي:

$$\Delta Costs_{i.t} = (Sales_{i.t} - Earnings_{i.t}) - (Sales_{i.t-1} - Earnings_{i.t-1})$$

$\Delta Sales_{i.t}$: التغير في المبيعات ويُقدر كما يلي:

$$\Delta Sales_{i.t} = (Sales_{i.t} - Sales_{i.t-1})$$

ويشير مفهوم Earnings إلى الدخل قبل العناصر غير العادية عند انخفاض أو زيادة حجم المبيعات أو حجم النشاط. وتمثل درجة لزوجة التكاليف الفرق بين آخر ربع حدث به انخفاض المبيعات وآخر ربع حدث به ارتفاع المبيعات، فإذا كانت التكاليف تزداد بمعدل أكبر عند زيادة حجم المبيعات من معدل الانخفاض عند انخفاض حجم المبيعات، فسوف تكون القيمة سالبة للتكاليف وهذا يعنى أن سلوك التكاليف أكثر لزوجة والعكس صحيح. ويتميز نموذج دراسة (Weiss, 2010) عن النماذج الكمية الأخرى في أنه يقوم بتقدير درجة لزوجة التكاليف من خلال تقدير الفرق بين ميل حالة التكاليف عندما تنخفض المبيعات وميل حالة التكاليف عندما يزيد حجم المبيعات.

ولقد قام نموذج دراسة (Weiss, 2010) بحساب درجة لزوجة التكاليف بناءً على إجمالي التكاليف لسببين. أولاً، لأن هذه الدراسة تختبر تأثير السلوك غير المتماثل للتكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح، والتي تعتمد على تقدير إجمالي التكاليف. ثانيًا، يؤدي تطبيق التكاليف الإجمالية بدلاً من مكونات التكلفة المختلفة إلى القضاء على مشكلة التقدير الإداري فيما يتعلق بتصنيف التكاليف (Banker et al., 2018; Reimer, 2019).

ويؤدي تطبيق نموذج دراسة (Weiss, 2010) لقياس لزوجة التكاليف إلى فقدان بعض المشاهدات في الفترات التي تتحرك فيها المبيعات والأرباح في الاتجاه المعاكس، وذلك بسبب افتراض أن التكاليف تزيد مع زيادة مستوى النشاط، وينشأ فقدان آخر للبيانات عندما تظهر الشركة انخفاضاً صارماً في المبيعات أو زيادات صارمة في المبيعات في أربعة أرباع متتالية. ولتجنب فقدان البيانات هذا، يمكن تمديد نافذة التقدير، على سبيل المثال، إلى ٨ أو ١٢ ربعاً، في حين أن حساب متوسط التكلفة اللزجة على أساس متجدد من شأنه أن يحد من تأثير القيم الإحصائية المتطرفة (Reimer, 2019). وعلى الرغم من بعض القيود، فإن نموذج لزوجة التكاليف الذي وضعه (Weiss, 2010) يقدم نطاقاً واسعاً من التحليل التطبيقي لأنه يساعد على تصنيف الشركات إلى لزجة ومضادة للالتصاق، وبالتالي يساعد على التحليل المنفصل للعينات الفرعية، بالإضافة إلى أنه يسمح بفحص سلوك التكلفة غير المتماثل كمتغير تفسيري على النتائج الأخرى. وبالتالي، فإن كل من نموذج (ABJ, 2003) ونموذج (Weiss, 2010) لهما مزاياهما وعيوبهما، وعليه فإن اختيار نموذج قياس لزوجة التكاليف يعتمد بشكل كبير على أسئلة وأهداف البحث.

ثانياً: المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم: المفهوم - الأهمية - طريقة القياس:

يُعد الإفصاح المحاسبي أمراً أساسياً لبيئة المعلومات لأنه يحدد الحد الأدنى لمجموعة المعلومات العامة المتاحة للمحللين الماليين والمستثمرين وغيرهم من الأطراف الأخرى. ويوفر المستوى الأعلى من الإفصاح المحاسبي للمحللين الماليين والمستثمرين معلومات أكثر عن التوقعات المستقبلية للشركة، مما قد يُحسن من درجة انعكاس المعلومات عن الأرباح المستقبلية في أسعار الأسهم للشركات (Liu et al., 2018; Choi et al., 2019). علاوة على ذلك، فإن الإفصاح الأكثر شمولا فيما يتعلق بالمعاملات والأحكام التي يقوم عليها الأداء الحالي للشركة يمكن أن يسهل أيضاً توقع المحللين الماليين أو المستثمرين لأداء الأرباح في المستقبل. ويشكل نشاط إعداد التقارير المالية الخاص بالشركة بيئة المعلومات العامة ومن المتوقع أن يؤثر على الحصول على المعلومات الخاصة وحوافز التداول للمستثمرين في الأسواق المالية. ولذلك، فإن الإفصاح العام لديه القدرة على تحفيز المعلوماتية عن أسعار الأسهم، وبالتالي قدرة الشركة على التعلم من السوق.

ويشير المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم إلى المدى الذي تعكس فيه الأسعار السوقية للأسهم جميع المعلومات المتاحة عن الأداء المستقبلي المتوقع للشركة، أو بمعنى آخر إلى أي مدى تعكس أسعار الأسهم توقعات المشاركين في السوق بشأن الأرباح المستقبلية (Lyimo & Pradesh, 2014; Lee, 2018; Todea, 2018; Choi et al., 2019; Almasarwah et al., 2020; Rasheed & Kouser, 2020; Abedifar et al., 2021; Li & Sun, 2023; Zhang et al., 2023). ويرتبط هذا المفهوم ارتباطا وثيقا بكفاءة السوق، مما يشير إلى أن أسعار الأسهم تعكس تماماً جميع المعلومات ذات الصلة في أي وقت معين، وتشرح العديد من النظريات والنماذج العلاقة بين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم وكفاءة السوق. وطبقا لفرضية كفاءة السوق، يجب أن تعكس أسعار الأسهم في تحركاتها المعلومات على مستوى الشركة والسوق بالصورة التي تجعل أسعار الأسهم بمثابة مرآة تعكس كافة المعلومات التي تتدفق من القنوات المتعددة بشكل كامل وسريع وبدون فواصل وفترات زمنية متعاقبة (Dasgupta et al., 2010; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Abedifar et al., 2021; Zhang et al., 2023). ومع ذلك، فإن النظريات الحديثة تتحدى هذه الفكرة من خلال اقتراح أن الأسواق يمكن أن تكون أسواق متوسطة الكفاءة أو أسواق ضعيفة الكفاءة بسبب عوامل مختلفة مثل التحيزات السلوكية أو محدودية الوصول إلى المعلومات.

وفى إطار الفكر المحاسبي والمالي المعاصر، يشير المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم إلى ذلك الإطار الذي يؤدى إلى إحداث تغير في أسعار أو عوائد الأسهم الحالية وذلك نتيجة للتغيير الواقع في طبيعة ومضمون المعلومات المتاحة والمنشورة (Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019)؛ أي أن مجموعة المعلومات الجديدة التي يتم الإفصاح عنها توضح التغير المتوقع وغير المتوقع في الأداء الحالي والمستقبلي للشركة، من ناحية، ومن ناحية أخرى، تُمكن مثل هذه المعلومات المحللين الماليين والمستثمرين من التوقع بالأحداث المستقبلية فيما يتعلق بأداء الشركة (Dunham & Grandstaff, 2022). وهذا يجعل المعلومات المحاسبية المفصح عنها بالتقارير المالية غنية بالأحداث المفيدة وذات قيمة اقتصادية كبيرة وتستخدم في العديد من القرارات الاستثمارية، وهذا يتوقف على تعدد وتنوع قنوات تدفق مثل هذه المعلومات، وطبيعتها ونوعيتها، والتي قد تساعد في تحسين توقعات المحللين الماليين بالأحداث المستقبلية فيما يتعلق بأداء الشركة (الحناوي، 2019).

وتتفق الدراسات السابقة (e.g., Todea, 2018; Choi et al., 2019; Almasarwah et al., 2020; Abedifar et al., 2021; Zhang et al., 2023) في الأدب المحاسبي والتمويلي عموماً على أنه في الأسواق التي تتسم بالكفاءة، تتغير أسعار الأسهم لتعكس المعلومات المتاحة، سواء الخاصة بالشركة أو على مستوى السوق. وتُعد التغييرات الحالية في أسعار الأسهم أكثر إفادة عندما تحتوي على المزيد من المعلومات عن تغييرات الأرباح المستقبلية. لذلك، يجب على الشركات التي تزيد من إفصاحاتها أن ينعكس المزيد من أخبار الأرباح المستقبلية في عوائد الأسهم الحالية، والعكس صحيح بالنسبة للشركات التي تقلل من إفصاحاتها (Haw et al., 2012; Lee, 2018; Choi et al., 2019). ويتم قياس حجم هذا الانعكاس باستخدام معامل استجابة الأرباح المستقبلية future earnings response coefficient (FERC)، والذي يسلط الضوء على رسملة المحللين الماليين أو المستثمرين للأرباح المستقبلية المتوقعة في أسعار الأسهم الحالية. والعلاقة بين عوائد الأسهم الحالية والأرباح المستقبلية (وهو مقياس للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم) مشتقة من فكرة أن أسعار الأسهم الحالية تعكس توقعات السوق عن أداء الشركة في المستقبل وأن أسعار الأسهم تكون أكثر إفادة عندما تتوقع بشكل أفضل تحقق الأرباح المستقبلية (Collins et al., 1994; Gelb & Zarowin, 2002; Lundholm & Myers, 2002; Lee, 2018; Choi et al., 2019;

(Istianingsih et al., 2020. وتوفر الدراسات السابقة دليلاً على أن الإفصاحات الأكثر إفادة تعكس الأداء المستقبلي للشركة، مما يتيح لعوائد الأسهم الحالية أن تعكس المزيد من أخبار الأرباح المستقبلية، وبالتالي فإن جودة الإفصاح المحاسبي ترتبط إيجابيا مع معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC). وعلاوة على ذلك، يمثل المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم معامل انحدار عائدات الأسهم على الأرباح الحالية والمستقبلية بعد التحكم في الأرباح السابقة وعائدات الأسهم المستقبلية (Collins et al., 1994; Lundholm & Myers, 2002; Haw et al., 2012; Agnes Cheng & Li, 2014; Choi et al., 2019).

ولقد بحثت العديد من الدراسات قضية المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم؛ إلى أي مدى تعكس أسعار الأسهم توقعات المشاركين في السوق بشأن الأرباح المستقبلية (Collins et al., 1994; Lundholm & Myers, 2002; Orpurt & Zang, 2009; Agnes Cheng & Li, 2014; Liu et al., 2018; Lee, 2018; Choi et al., 2019; Li & Sun, 2023; Zhang et al., 2023). وتؤكد الدراسات المتعلقة بمعامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) على فائدة الإفصاحات (أي جودة الإفصاح، وبيئة المعلومات، والخيارات المحاسبية) في تفسير التباين المقطعي في المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية. وكشف نموذج دراسة (Collins et al., 1994) للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام (FERC) عن وجود معامل إيجابي معنوي للتحول في الأرباح المستقبلية، ويتضمن هذا النموذج توقعات المشاركين في السوق للأرباح المستقبلية في العلاقة بين العائد والأرباح حيث تتراجع العوائد الحالية بسبب التغيرات في الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية. ولقد أظهرت دراسة (Collins et al., 1994; Orpurt & Zang, 2009) أيضاً نتائج إيجابية بشكل ملحوظ، ففي الواقع، أظهرت نتائج هذه الدراسات أن القوة التفسيرية في نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية future earnings response coefficient (FERC) أكبر بثلاث إلى ستة أضعاف من نموذج معامل استجابة الأرباح earnings response coefficient (ERC).

وتؤيد دراسة (Lundholm & Myers 2002; Haw et al., 2012; Lin et al., 2014; Lee, 2018; Choi et al., 2019; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023) نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) كمقياس تطبيقي يعكس تأثير العائد الحالي على الأرباح المستقبلية. وبالتالي، فإن معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) يشير إلى المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية. وتؤيد الدراسة الحالية الأدبيات الموجودة، والتي تشير إلى أن الإفصاحات الأكثر معلوماتية تُمكن عوائد الأسهم من أن تعكس الأرباح المستقبلية بشكل أفضل، وتركز الدراسة الحالية على اختبار أثر لزوجة التكاليف على (FERC) كأحد مقاييس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وتناولت بعض الدراسات في الأدب المحاسبي العديد من العوامل التي تساهم في الارتباط بين عوائد الأسهم الحالية والأرباح المستقبلية (FERC) مثل إصدار الإدارة توقعات للأرباح، دقة توقعات المحليين الماليين للأرباح المستقبلية، زيادة الملكية المؤسسية، الإفصاح الطوعي، السلوك الغير متماثل للتكاليف (e.g., Tucker & Zarowin, 2006; Choi & Jung, 2008; Haw et al., 2012; Zuo, 2016; Lee, 2018; Choi et al., 2019; Istianingsih et al., 2020; Li & Sun, 2023). وأظهرت دراسات أخرى (e.g., Lee & Swaminathan, 2000; Jiang et al., 2005; Ang et al., 2006; Berkman et al., 2009) أن تشتت توقعات المحللين الماليين، وتقلب الأرباح، وتقلب عوائد الأسهم، وحجم التداول، وعمر الشركة تُظهر أن ارتفاع عدم تماثل المعلومات يرتبط بانخفاض عوائد الأسهم المستقبلية.

ولقد تناولت بعض الدراسات (Cheong & Zurbruegg, 2016; Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2020; Li & Sun, 2023) موضوع الكفاءة المعلوماتية لأسعار الأسهم (المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم) باستخدام مقاييس التزامن في حركة أسعار الأسهم synchronicity measures مثل مقياس (R-squared) أو مقياس (نموذج السوق R^2) لاختبار مدى انعكاس المعلومات الخاصة بالشركات في عوائد الأسهم أو أسعار الأسهم، ويعنى مفهوم تزامن حركة أسعار الأسهم stock price synchronicity أو الحركة المشتركة co-movement ميل الأسعار السوقية للأسهم للحركة بنفس الاتجاه صعوداً وهبوطاً في فترة زمنية معينة (Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Li & Sun, 2023)، ووفقا لمقياس (R-squared) الأكثر شيوعا لقياس التزامن في حركة أسعار الأسهم، فإن ارتفاع (R^2) يدل على وجود درجة عالية من تزامن حركة الأسعار والعكس بالعكس، والفرضية الكامنة وراء استخدام (R^2) هي أنه كلما ارتفعت قيمة (R^2) فإن هذا يدل على أن عوائد الأسهم تعكس معلومات أكثر على مستوى السوق بينما يشير انخفاض قيمة (R^2) إلى أن هناك

انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة بالشركات في عوائد أو أسعار الأسهم، وعندما تعكس عوائد الأسهم معلومات على مستوى السوق أكبر من المعلومات الخاصة بالشركات، فإن ذلك يعنى أن أسعار الأسهم لا تستوعب الكثير من المعلومات الخاصة بالشركات، وبالتالي فإن أسعار الأسهم أقل كفاءة من الناحية المعلوماتية "أي انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم".

وتتوافق الأدلة من التطبيق العملي فيما يتعلق بالمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم مع الرأي القائل بأن البيئات الأكثر شفافية، مع حماية أفضل للمستثمرين وانخفاض تكلفة المعلومات الخاصة، توفر أسعار أسهم أكثر إفادة من الناحية المعلوماتية، وتشير إلى انخفاض تزامن حركة أسعار الأسهم؛ أي انخفاض قيمة (R^2)، وتصبح أسعار الأسهم أكثر كفاءة من الناحية المعلوماتية (Cheong & Zurbruegg, 2016; Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2020; Li & Sun, 2023).

وتعرف دراسة (Piotroski & Roulstone, 2004) تزامن أسعار أو عوائد الأسهم بأنه المدى الذي تفسر فيه عوائد السوق والصناعة التباين في عوائد الأسهم على مستوى الشركة، وأشارت هذه الدراسة إلى أن الشركات التي تظهر انخفاض في تزامن حركة أسعار أو عوائد الأسهم، مع ثبات باقي العوامل، يكون لديها كمية أكبر نسبياً من المعلومات الخاصة بالشركة والتي تنعكس في أسعار أسهمها. وتقدم هذه الدراسة دليلاً على أن التباين المرتفع في عوائد الأسهم على مستوى الشركة (عدم تزامن حركة أسعار الأسهم) يرتبط بأسعار أسهم أكثر إفادة من الناحية المعلوماتية.

ولقد أشارت بعض الدراسات (Castro & Santana, 2018; Choi et al., 2019; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2020; Zhang et al., 2023) إلى أن هناك علاقة إيجابية بين نقص الإفصاح المحاسبي والشفافية وبين تزامن حركة أسعار الأسهم (المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم)، حيث أن انخفاض مستوى الإفصاح المحاسبي والشفافية لا يساعد المحللين الماليين والمستثمرين من التمييز بين الشركات ذات الأداء الأفضل والشركات ذات الأداء الأضعف، مما يجعلهم مضطرين تحت ضغوط ضعف مستوى الإفصاح المحاسبي والشفافية إلى اللجوء بتداول معظم الأسهم في السوق لأن المعلومات العامة (معلومات السوق) هي المهيمنة على حركة الأسعار في ظل انخفاض المعلومات الخاصة بالشركات بسبب ضعف الإفصاح المحاسبي والشفافية، وبالتالي فإن سعر السهم سوف يستجيب بشكل أكبر للمعلومات على مستوى السوق والتي تترك تأثيراً كبيراً على كل الشركات، ويؤدى ذلك إلى حركة أسعار الأسهم بشكل متزامن وفى نفس الاتجاه.

ولقد أشارت دراسة (Gassen et al. 2020; Lassak, 2022) إلى أن الشركات الأكثر شفافية في الإفصاح المحاسبي تفصح عن المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة للجمهور وتسمح بدمج المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار الأسهم، وأن القيام بذلك يزيد من المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وتناولت العديد من الدراسات في الأدب المحاسبي دراسة العلاقة بين الإفصاح المحاسبي والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم على نطاق واسع (e.g., Tan et al., 2017; Ng & Rezaee, 2020; Guo et al., 2022; Lassak, 2022)، وقدمت الدراسات التجريبية أدلة متسقة على أن المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم يزداد مع وجود تقارير مالية أقل غموضًا (Hutton & Stocken, 2021) وتقارير مالية عالية الجودة (Tiron-Tudor & Achim, 2019)، وعندما تقدم الشركات إفصاحات عالية الجودة، فإن عوائد الأسهم الحالية تتضمن مزيداً من المعلومات عن الأرباح المستقبلية (Gelb & Zarowin, 2002; Lundholm & Myers, 2002; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Choi et al., 2019). واقترحت دراسة (Piotroski & Roulstone, 2004; Gassen et al. 2020; Lassak, 2022) أن عوائد الأسهم الحالية للشركات التي تتمتع ببيئات معلومات أفضل تتضمن المزيد من المعلومات عن المستقبل.

ويعتبر المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم أحد الجوانب الهامة في الأسواق المالية. ويشير إلى المدى الذي تعكس فيه أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة حول الأداء المالي للشركة وآفاقها المستقبلية. ويُعد المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم أحد المحددات الرئيسية لكفاءة السوق ويلعب دوراً حيوياً في عملية صنع القرار للمستثمرين والمشاركين في السوق (Gassen et al. 2020; Lassak, 2022; Phan & Rangkakulnuwat, 2022). وتكمن أهمية المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في القدرة على تقديم رؤى قيّمة حول المقومات الأساسية للشركة، فعندما تكون أسعار الأسهم أكثر إفادة، فإنها تعكس القيمة الحقيقية لأصول الشركة والتزاماتها وتدفقاتها النقدية المستقبلية، ويتيح ذلك للمستثمرين اتخاذ قرارات مستنيرة بشأن شراء أو بيع الأسهم، بناءً على تقييمهم للصحة المالية للشركة وإمكانات النمو (Gassen et al. 2020; Lassak, 2022; Phan & Rangkakulnuwat, 2022).

ويساهم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم أيضاً في كفاءة السوق من خلال ضمان أن أسعار الأسهم تعكس بدقة جميع المعلومات المتاحة (Cheong & Zurbruegg, 2016; Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019)، حيث يتميز السوق المالي الكفء بالدمج السريع والدقيق للمعلومات الجديدة في أسعار الأسهم، فعندما تكون أسعار الأسهم غنية بالمعلومات، يمكن للمستثمرين الاعتماد عليها كمؤشر موثوق لقيمة الشركة، مما يقلل من احتمالية سوء التسعير وخلق فرص للمراجحة (De Cesari & Huang-Meier, 2015; Tiron-Tudor & Achim, 2019). علاوة على ذلك، تعتبر المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم ضرورية لعمل أسواق رأس المال، فهي تسهل تخصيص رأس المال لاستخداماته الأكثر إنتاجية من خلال توجيه الاستثمار نحو الشركات التي تتمتع بآفاق نمو قوية وبعيداً عن الشركات ذات الأداء الضعيف، وهذا يعزز الكفاءة الاقتصادية ويعزز الابتكار والنمو (Mathers et al., 2017; Ouyang & Szewczyk, 2018). وتمتد أهمية المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم إلى ما هو أبعد من المستثمرين الأفراد، حيث أنه يؤثر على عملية صنع القرار والحوكمة في الشركات (Ferreira et al., 2011)، حيث يوفر المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم معياراً يمكن للمديرين من خلاله تقييم أدائهم واتخاذ القرارات الاستراتيجية. كما تعتبر المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم بمثابة آلية لتحقيق المواءمة بين مصالح الإدارة والمساهمين. ويوثر المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم على المدخرات النقدية للشركات، حيث أن المدخرات النقدية تكون أكثر حساسية لأسعار الأسهم عندما تعكس أسعار الأسهم المزيد من المعلومات الجديدة (Frésard, 2012). كما أن المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم يقلل من عدم الكفاءة الإدارية من خلال الإفصاح عن معلومات جديدة لتوجيه قرارات المديرين وتعزيز آليات حوكمة الشركات التي تحفز المديرين على اتخاذ قرارات تعظيم القيمة (Xu, 2021).

وفى ضوء ما سبق، فإن المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم لها أهمية قصوى في الأسواق المالي، فهي توفر رؤى قيمة حول الأداء المالي للشركة وآفاقها المستقبلية، وتساهم في كفاءة السوق، وتسهل تخصيص رأس المال، وتؤثر على عملية صنع القرار في الشركة. وعلى هذا النحو، فإن الجهود الرامية إلى تعزيز المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم ينبغي أن تكون ذات أولوية بالنسبة للجهات التنظيمية، والمشاركين في السوق، والمحللين الماليين والمستثمرين على حد سواء.

وفيما يتعلق بقياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، يُعد نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية future earnings response coefficient (FERC)، ومقاييس التزامن في حركة أسعار الأسهم synchronicity measures مثل مقياس (R-squared) أو (نموذج السوق R^2)، من المقاييس الأكثر شيوعا في الدراسات المحاسبية والتمويلية، وتعتبر هذه المقاييس مكملة لبعضها البعض (Lee, 2018; Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Choi et al., 2019; Gassen et al., 2020; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023). **فبالنسبة لنموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)** ، يعتبر معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) أحد المقاييس لقياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وهو يشير إلى المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية؛ أو بمعنى آخر إلى أي مدى تعكس عوائد أو أسعار الأسهم توقعات المحللين الماليين والمستثمرين بشأن الأرباح المستقبلية، والعلاقة بين عوائد الأسهم الحالية والأرباح المستقبلية انبثقت من فكرة أن أسعار الأسهم الحالية تعكس توقعات المشاركين في السوق عن أداء الشركة في المستقبل، والتي تظهر معلوماتية سعر السهم، وأن أسعار الأسهم تكون أكثر نفعاً عندما تتوقع بشكل أفضل تحقق الأرباح المستقبلية (Collins et al., 1994; Gelb & Zarowin, 2002; Lundholm & Myers, 2002; Lee, 2018; Choi et al., 2019; Istianingsih et al., 2020). وغالباً ما يستخدم معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) كمقياس لقياس محتوى معلومات أسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية. ولقد تم تطوير نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) بواسطة (Collins et al., 1994) وتم تطبيقه في العديد من الدراسات مثل دراسة (Lundholm & Myers 2002; Haw et al., 2012; Lin et al., 2014; Lee, 2018; Choi et al., 2019; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023)، ويأخذ النموذج الأساسي لمعامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) وفقاً (Collins et al., 1994) الصورة التالية:

$$R_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i.t-1} + \beta_2 EPS_{i.t} + \beta_3 EPS_{i.t+1} + \beta_4 RET_{i.t+1} + CONTROLS + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

حيث أن:
$R_{i.t}$: إجمالي عوائد الأسهم السنوية للشركة (i) في الفترة (t).
$EPS_{i.t-1}$: ربحية السهم للشركة (i) في الفترة (t-1).
$EPS_{i.t}$: ربحية السهم للشركة (i) في الفترة (t).
$EPS_{i.t+1}$: ربحية السهم للشركة (i) في الفترة (t+1).
$RET_{i.t+1}$: إجمالي عوائد الأسهم السنوية للشركة (i) في الفترة (t+1).
$\varepsilon_{i.t}$: الخطأ العشوائي.

والحدس الأساسي لنموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية FERC هو أن عائد السهم الحالي يعتمد على الأرباح غير المتوقعة في الفترة [$UnexpEPS_{i.t} = EPS_{i.t} - EPS_{i.t-1}$ ($EPS_{i.t}$)]، والتغيرات المتوقعة في الأرباح المستقبلية [$\Delta EPS_{i.t}$ ($EPS_{i.t+1}$)] ، والضوضاء العشوائية random noise . ولأن الأرباح غير المتوقعة لا يمكن ملاحظتها، فوفقا لدراسة (Lundholm & Myers 2002) تم تضمين نموذج FERC مستويات كل من الأرباح السابقة ($EPS_{i.t-1}$) والأرباح الحالية ($EPS_{i.t}$). وهذا يجعلنا نتجنب وضع افتراضات حول ما إذا كانت عملية حركة أسعار الأسهم أو العوائد تتبع عمليات نظرية السير العشوائي random walk والضوضاء البيضاء. وللتعبير عن التغيرات في التوقعات بشأن الأرباح المستقبلية، يتم تضمين نموذج FERC مستوى الأرباح المستقبلية المحققة ($EPS_{i.t+1}$) والعوائد المستقبلية ($RET_{i.t+1}$). والسبب الرئيسي لإدراج العوائد المستقبلية ($RET_{i.t+1}$) هو التحكم في الأحداث التي يمكن أن تؤثر على الأرباح المستقبلية ($EPS_{i.t+1}$) ولكن لا يمكن التنبؤ بها في نهاية العام (t) (Collins et al. 1994; Lundholm & Myers, 2002). ويتيح تضمين نموذج FERC مستوى الأرباح المستقبلية المحققة ($EPS_{i.t+1}$) والعوائد المستقبلية ($RET_{i.t+1}$)، فصل الجزء المتوقع من الأرباح المستقبلية. ويوضح المعامل (β_2) معامل استجابة الأرباح (ERC)، والذي يوضح العلاقة المتزامنة بين العوائد الحالية والأرباح، والمعامل (β_3) معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، والذي يوضح المحتوى المعلوماتي لعوائد أو أسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية. وبناءً على نتائج الدراسات السابقة (Lundholm & Myers 2002; Lee, 2018; Choi et al., 2019; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023)، نتوقع أن يكون المعامل (β_2) والمعامل (β_3) إيجابياً، والمعامل (β_1) والمعامل (β_4) سلبياً.

ومن أجل حل مشكلة تأثر معامل استجابة الأرباح (ERC)، ومعامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، بالخصائص المتعددة للشركات، بما في ذلك جودة بيئة المعلومات ومخاطر الشركة والنمو وعدم اليقين (Ayers & Freeman, 2003; Piotroski & Roulstone, 2004)، يتم إضافة المتغيرات الرقابية التي تؤثر على معامل استجابة الأرباح (ERC)، ومعامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، بالإضافة إلى تأثير متغير الصناعة ومتغير السنة كمتغيرات رقابية لرقابة العوامل الغير قابلة للمشاهدة أو الملاحظة، ووفقا لدراسة (Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Choi et al., 2019; Istianingsih et al., 2020; Gassen et al., 2020; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023) تتمثل أهم المتغيرات الرقابية التي يتم إضافتها إلى النموذج في المتغيرات التالية: حجم الشركة (Size)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB)، وتقلبات الأرباح (ERVOL)، وتقلب عوائد الأسهم (REVOL)، وتغطية المحللين الماليين (ANCO)، بالإضافة إلى متغير الصناعة ومتغير السنة كمتغيرات رقابية.

وسوف يتم توسيع هذه النموذج السابق عند تناول الدراسة التطبيقية لاختبار تأثير لزوجة التكاليف على معامل استجابة الأرباح، ومعامل استجابة الأرباح المستقبلية، كمقياس للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية، والتحقق ما إذا كان المحللون الماليون والمستثمرون يأخذون في الاعتبار مشكلة لزوجة التكاليف في الحسبان عند توقع الأرباح المستقبلية، واتخاذ العديد من القرارات.

واختيار نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) لقياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم له ثلاثة مزايا (Collins et al., 1994; Lundholm & Myers, 2002; Choi et al., 2019; Istianingsih et al., 2020; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023) أولا: يمكن لمعامل استجابة الأرباح (ERC) قياس قدرة المحللين الماليين والمستثمرين على التنبؤ للأرباح المستقبلية للشركات على أساس الأرباح الحالية (EPSit) أو التغيرات في الأرباح (Choi et al., 2019; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023)، ويمكن أن تعكس بشكل شامل درجة ثقة المحللين الماليين والمستثمرين واعتمادهم على معلومات الأرباح التي تفصح عنها الشركات المدرجة في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. ثانيا: يمكن لمعامل استجابة الأرباح أن يعكس بعمق ما إذا كانت عوائد الأسهم الحالية يمكن أن تستجيب بدقة للأرباح

الحالية والمستقبلية استناداً إلى وجهات نظر قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وتعكس بشكل كامل أهمية القيمة بين الأرباح الحالية والأرباح المستقبلية، ومن ثم تعكس التغيير في كفاءة تسعير الأسهم (Lundholm & Myers, 2002; Choi et al., 2019; Istianingsih et al., 2020; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023). ثالثاً: يمكن لمعامل استجابة الأرباح أن يعبر بشكل أكثر دقة عن محتوى المعلومات لأسعار الأسهم، حتى في حالة حدوث المزيد من الضوضاء في السوق والمزيد من الضوضاء في تداول أسعار الأسهم، واستخدام تقلبات عدم تجانس أسعار الأسهم لقياس كفاءة تسعير الأسهم قد يزعجه العديد من العوامل. ويعكس معامل استجابة الأرباح العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم (Choi et al., 2019). وفى الدراسة الحالية، فإن اختبار تأثير لزوجة التكاليف على العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم يمكن أن يوفر مقياساً لتأثير لزوجة التكاليف على محتوى معلومات أسعار الأسهم، وكذلك التحقق من تأثير لزوجة التكاليف على كفاءة المعلومات في سوق رأس المال.

وبالنسبة لمقياس تزامن حركة أسعار الأسهم stock price synchronicity، بعد دراسة (Roll, 1988) ودراسة (Morck et al., 2000)، تناولت العديد من الدراسات موضوع الكفاءة المعلوماتية للأسعار (أي المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم) باستخدام مقاييس التزامن (نموذج السوق R^2) لاختبار مدى انعكاس المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار الأسهم. ويشير مفهوم تزامن حركة أسعار الأسهم stock price synchronicity إلى ميل الأسعار السوقية للأسهم للحركة بنفس الاتجاه صعوداً وهبوطاً في فترة زمنية معينة (Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Li & Sun, 2023)، وفى ضوء مفهوم كفاءة السوق الذى يشير إلى أن أسعار الأسهم يجب أن تعكس المعلومات المتاحة على مستوى الشركة والسوق، يعبر تزامن أسعار الأسهم عن المدى الذى تعكس فيه أسعار الأسهم المعلومات على مستوى الشركة ومستوى السوق، وأن التزامن الأقل يعنى انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم.

وقد دعمت نتائج العديد من الجهود البحثية (Cheong & Zurbruegg, 2016; Castro & Santana, 2018; Choi et al., 2019; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2020; Li & Sun, 2023) استخدام تزامن حركة أسعار الأسهم كمقياس للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وطبقا لدراسة (Morck et al., 2000; Piotroski & Roulstone, 2004) يتم قياس تزامن حركة أسعار الأسهم على النحو التالي:

$$R_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m.t} + \beta_2 R_{I.t} + \varepsilon_{i.t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن:

$R_{i.t}$: عائد السهم للشركة (i) في الأسبوع (t).

$R_{m.t}$: عائد السوق في الأسبوع (t).

$R_{I.t}$: عائد الصناعة في الأسبوع (t).

β_2-β_1-β_0 : معلمات التقدير

εit: الخطأ العشوائي أو العائد المتبقي الذى لا يمكن تفسيره من خلال معلومات السوق.

وترى دراسة (Piotroski & Roulstone, 2004; Chan & Hameed, 2006 Cheong & Zurbruegg, 2016) أن العائدات الأسبوعية تعتمد على استخدام أسعار إغلاق يوم بعيد عن بداية الأسبوع لتجنب أي تأثيرات نهاية الأسبوع، وأنه يتم حساب عائد الصناعة $R_{I.t}$ للأسبوع (t) باستخدام جميع شركات القطاع الذي تنتمي إليه، ويتم تقدير نموذج الانحدار لكل شركة في كل سنة من سنوات عينة الدراسة باستخدام المشاهدات الأسبوعية على مدى 40 أسبوعاً على الأقل في كل عام. وفى دراسة (Roll, 1988; Piotroski & Roulstone, 2004) لتحليل الأسهم الأمريكية، تم إدراج عوائد الأسهم على مستوى الصناعة لتفسير عوائد الأسهم للشركات في نموذج الانحدار. ومع ذلك، فإن إدراج عوائد الأسهم على مستوى الصناعة كعامل إضافي في بعض الأسواق الناشئة قد يعتبر مشكلة لأنه في بعض الأسواق يهيمن عدد قليل من الصناعات على الاقتصاد، وبالتالي يصعب فصل تأثير الصناعة عن تأثير السوق. علاوة على ذلك، من الشائع أن تشتمل الصناعة في الاقتصادات الناشئة على عدد قليل من الشركات فقط. وبالتالي، عندما يتم حساب عوائد الأسهم على مستوى الصناعة باستخدام عدد قليل من الشركات في الصناعة، فإنها تعكس الأخبار الخاصة بالشركة بدلاً من أخبار الصناعة.

ونظرا لأنه لا يمكن استخدام قيمة (R-squared) التي تم الحصول عليها من نموذج الانحدار أعلاه كمتغير تابع نظراً لكونها مقيدة بين الواحد والصفر وكونها شديدة الانحراف، فإن هذا البحث يتبع دراسة (Morck et al., 2000; Piotroski & Roulstone, 2004)، للتغلب على هذه المشكلة من خلال التحويل اللوغاريتمي لـ (R^2) حتى يمكن حساب تزامن حركة أسعار الأسهم (SYNC) لكل شركة في كل سنة من سنوات عينة الدراسة على النحو التالي:

$$\mathbf{SYNC_{i.t} = Log(R^2_{i.t}/1 - R^2_{i.t}) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)}$$

حيث أن:

$R^2_{i.t}$: معامل التحديد حيث تم تقديره بناءً على المعادلة رقم (1) للشركة (i) في السنة (t).

$SYNC_{i.t}$: تشير إلى تزامن حركة أسعار الأسهم للشركة (i) في السنة (t).

ويتم قياس ($SYNC$) لكل شركة خلال كل سنة من سنوات عينة الدراسة بناءً على مشاهدات العوائد الأسبوعية للسنة بشرط أن يكون هناك ما لا يقل عن 40 مشاهدة أسبوعية في السنة. ويشير ارتفاع قيمة ($SYNC$) إلى أن عوائد الأسهم على مستوى الشركات تميل إلى التحرك بشكل وثيق مع السوق و/أو عائدات الصناعة؛ وبالتالي، فإن هناك انخفاض في تباين عوائد الأسهم على مستوى الشركات. وهذا يعني أن ارتفاع قيمة ($SYNC$) تؤدي إلى تفسير حركة أسعار الأسهم إلى حد كبير من خلال عائد السوق والصناعة، مما يعني انعكاس أقل للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم مقارنة بالمعلومات المشتركة في السوق و/أو الصناعة؛ وبالتالي، يعتبر سعر السهم أقل إفادة فيما يتعلق بالقيمة الأساسية للشركات.

ثالثاً: دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح: المفهوم ـ الأهمية ـ طريقة القياس:

لقد ركزت الدراسات السابقة (e.g., Lin et al., 2014; Cheong & Zurbruegg, 2016; Castro & Santana, 2018; Choi et al., 2019; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2021; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023) التي تناولت الاختبارات المتعلقة بقياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والأثر على سلوك المستثمرين والمحللين الماليين، على اختبار العلاقة بين الأرباح المستقبلية وأسعار أسهم الشركات، أو العلاقة بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية وأسعار أسهم الشركات. ويرتبط المستوى الأعلى من المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم بالمزيد من المعلومات عن أرباح الشركات المستقبلية المتضمنة في أسعار الأسهم الحالية، بالإضافة إلى أنه يرتبط أيضاً بدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، ويدعم ذلك دراسة (Li & Sun, 2023) حيث أشارت إلى أن هناك علاقة إيجابية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، بالإضافة إلى دراسة (Chan & Hameed, 2006; Cheong & Zurbruegg, 2016) والتي أشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، حيث أن دقة توقعات المحللين الماليين تساهم في الحد من قضية عدم تماثل المعلومات ومن ثم زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار السهم. ولذا يعتبر تحقيق توقعات المحللين الماليين ودقة هذه التوقعات من العوامل الهامة التي قد توثر على القيمة السوقية للشركات وتجنب الشركات العديد من الأثار السلبية المرتبطة بأسعار الأسهم والتي قد تقع في حالة عدم دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (Maztoul, 2014).

ويساهم الإفصاح الأكثر شمولا فيما يتعلق بالمعاملات والأحكام التي يقوم عليها الأداء الحالي للشركات في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات، ومن ثم الحد من ظروف عدم التأكد، والمساهمة في زيادة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (Lassak, 2022)، وتُعرف دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية بأنها الفرق بين توقعات المحللين الماليين للأرباح والأرباح الفعلية أوهي بمثابة النسبة المكملة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح، حيث تستخدم الدراسات في الأدب المحاسبي درجة أخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح كمقياس عكسي لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح (Castro & Santana, 2018; Choi et al., 2019; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2021; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023). ودقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية يكون لديها القدرة على تحريك أسعار الأسهم والتأثير على تزامن حركة أسعار الأسهم (المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم)، فكلما زادت دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كلما كان هناك انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم (Chan & Hameed, 2006; Cheong & Zurbruegg, 2016).

وتُعد توقعات المحللين الماليين للأرباح ودقتها نقطة بداية القرارات الاستثمارية، حيث تعتمد الشركات والمستثمرون والدائنون وغيرهم من الأطراف الأخرى على توقعات المحللين الماليين للأرباح في اتخاذ العديد من القرارات الاقتصادية المختلفة (المر، 2022). ويزداد اعتماد المستثمرين على المحللين الماليين في تجميع المعلومات من المصادر المختلفة ومعالجتها للتوقع بالأرباح وتقديم التوصيات بالأسهم والتي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ العديد من القرارات الاستثمارية، وخاصة في الأسواق التي تنخفض فيها مقدرة المستثمرين على تجميع وتحليل وتفسير المعلومات الواردة بالتقارير المالية أو أية مصادر أخرى. وتتمثل أهمية دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح في أنها لها العديد من الآثار الإيجابية على العديد من المتغيرات، فعلى سبيل المثال، دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح تساهم في قرارات تخصيص رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك لتأثيرها على حركة الأسهم والسندات (Cheong & Zurbruegg, 2016)، كما أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح تُزيد من درجة اعتماد المستخدمين على التقارير المالية لأنه في الغالب ما يهتم المحللين الماليين بتغطية الشركات ذات التقارير المالية التي تتمتع بدرجة كبيرة من المصداقية والجودة (Chan & Hameed, 2006; Wu & Wilson, 2018)، وتساعد دقة توقعات المحللين الماليين في العمل على الحد من التقلبات في أسعار الأسهم (Call et al., 2019). وأشارت دراسة (Huang et al., 2018; Call et al., 2019; Serafeim & Yoon, 2022; Li & Sun; 2023) إلى أن إصدار المحلل المالي تقرير التوقعات بالأرباح أو الأداء المستقبلي للشركة، يساعد المستثمرين على تكوين أفكار أكثر دقة حول تأثير الأرباح الحالية والمستقبلية على أسعار أو عوائد الأسهم، وهذا يُعزز المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، ويُحسن من فعالية سوق رأس المال وكفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال. وتتفق دراسة (Abernathy et al., 2013; Wang et al., 2015) على أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح

المستقبلية للشركات تساهم في الحد من حالات عدم اليقين المتعلقة بالتوقعات والخطط المستقبلية، بالإضافة إلى أنها تحد من قضية عدم تماثل المعلومات بين المشاركين في السوق.

واستمراراً للدراسات الداعم لأهمية دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح، ترى دراسة (Murg et al., 2016; Suliga, 2016) أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح تؤثر بشكل إيجابي على عوائد الأسهم. وعلى نحو آخر، أشارت دراسة (Degeorge et al., 2013) إلى أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح والأداء المستقبلي للشركات قد تحد من ممارسات إدارة الأرباح، حيث أنه في هذه الحالة تزداد متابعة أو تغطية المحللين الماليين لهذه الشركات والاطلاع على ظروف وأحوال هذه الشركات، ومن ثم يمثل ذلك بمثابة أداة رقابية على الإدارة قد تحد من الممارسات والدوافع الانتهازية للقيام بإدارة الأرباح. وأشارت دراسة (Derrien et al., 2016) إلى أن توقعات المحللين الماليين ودقتها تساهم بشكل كبير في تخفيض تكلفة رأس المال للشركات. وفى السنوات الأخيرة، تزايدت أهمية توقعات المحللين الماليين للأرباح والأداء المستقبلي للشركات في دراسة وتقييم مدى قدرة هذه الشركات على المنافسة والبقاء في السوق، وذلك من أجل تقييم القيمة السوقية لهذه الشركات، وتوفير العديد من المعلومات للمستثمرين لمساعدتهم في اتخاذ العديد من القرارات الاستثمارية الصحيحة وزيادة تنشيط وكفاءة الأسواق المالية وبصفة خاصة الأسواق التي لا يمتلك فيها المستثمر القدرة على تجميع وتحليل وتفسير المعلومات من المصادر المختلفة.

وهناك العديد من العوامل التي تساهم في إحداث تأثيرات إيجابية وسلبية على توقعات المحللين الماليين ومن ثم دقة هذه التوقعات، وهذه العوامل منها ما يرتبط بالمحلل المالي نفسه ومنها ما يرتبط بالعميل أو الشركة الخاضعة للتقييم والتحليل. فبالنسبة للعوامل المرتبطة بالمحلل المالي والتي تؤثر على دقة توقعات المحللين الماليين، فترى عدة دراسات في الأدب المحاسبي أن هناك عدة خصائص أو عوامل مرتبطة بالمحلل المالي تساهم بشكل إيجابي في دقة توقعات المحللين الماليين، وبصفة خاصة تمتع المحلل المالي بخبرة فنية متراكمة في تحليل الشركات وحصوله على التأهيل العلمي الكافي (Rahman et al., 2019; Jeong, 2020)، والمتابعة أو التغطية المستمرة للشركات (Degeorge et al., 2013; Ahmed & Boutheina, 2017)، وحجم شركة التحليل المالي التي يعمل بها، وقصر الفترة التي يقضيها في التوقع، والجهد المبذول من المحلل في عملية التوصل إلى التوقعات (Rahman et al., 2019)، كل هذه العوامل السابقة لها تأثير إيجابي على تخفيض أخطاء توقعات المحللين الماليين.

ولقد ساهمت مجموعة من العوامل المرتبطة بالشركة محل التحليل والتي تؤثر بشكل إيجابي على دقة توقعات المحللين الماليين، مثل جودة الإفصاح المحاسبي (Nam, 2019; Hu et al., 2021)، جودة الأرباح المحاسبية (Salerno, 2014)، زيادة مستوى الشفافية في التقارير المالية (Schiemann & Tietmeyer, 2022)، الحد من عدم تماثل المعلومات بين مستخدمي التقارير المالية (Salerno, 2014; Hu et al., 2022; Schiemann & Tietmeyer, 2022)، تبنى معايير IFRS (Cotter et al., 2012; Masoud, 2017)، الحد من ممارسات إدارة الأرباح (Nam, 2019; Hu et al., 2021)، زيادة مستوى تطبيق حوكمة الشركات ودرجة دعم الإدارة للمحللين الماليين (Bouteska, 2018; Bouteska & Mili, 2022)، انخفاض تقلب الأرباح السنوية للشركات (Nguyet, 2017).

وتجدر الإشارة إلى أن هناك بعض الدراسات (Banker & Chen, 2006; Kim & Prather-Kinsey, 2010; Weiss, 2010; Ciftci et al., 2016; Serafeim & Yoon, 2022; Li & Sun; 2023) قد أكدت على أن من أهم العوامل التي تؤثر على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية هو مستوى الإفصاح الاختياري وشفافية التقارير المالية للشركات فيما يتعلق بقضية لزوجة التكاليف، فكلما زاد مستوى الإفصاح الاختياري وشفافية التقارير المالية فيما يتعلق بقضية لزوجة التكاليف، كلما زادت دقة توقعات المحليين الماليين للأرباح والأداء المستقبلي للشركات، حيث أن لزوجة التكاليف تشكل تحديات للمحللين الماليين الذين يحاولون التوقع بدقة بالأرباح المستقبلية. وبما أن التكاليف اللزجة لا تتكيف على الفور مع التغيرات في مستويات النشاط، فإن التوقع بالأرباح المستقبلية يصبح معقدا وغير مؤكد (Banker & Chen, 2006; Kim & Prather-Kinsey, 2010). وقد يواجه المحللون الماليون صعوبة في التوقع بمدى التقلبات في التكاليف بناءً على التغيرات في حجم المبيعات أو التدابير الأخرى ذات الصلة، ويمكن أن تؤدي التوقعات غير الدقيقة بالتكاليف إلى أخطاء في توقعات الأرباح المستقبلية، مما يؤدي إلى أخطاء مالية محتملة أو معلومات مضللة لأصحاب المصلحة مثل المستثمرين أو المقرضين (Serafeim & Yoon, 2022; Li & Sun; 2023). وهذا بدوره يمكن أن يؤثر على قرارات الاستثمار وتصورات السوق الشاملة لأداء الشركة.

وأشارت دراسة (Weiss, 2010) إلى أن لزوجة التكاليف تؤدى إلى زيادة تشتت توزيع الأرباح عن السنوات السابقة، ومن ثم تؤدى إلى انخفاض دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، بالإضافة إلى أن ارتفاع لزوجة التكاليف يؤدى إلى قلة المتابعة أو التغطية من جانب المحللين الماليين بسبب عدم تماثل المعلومات أو غموض التقارير المالية للشركات، وبالتالي تزيد من أخطاء التوقعات للأرباح المستقبلية، وفى نفس السياق، ترى دراسة (Kim & Prather-Kinsey, 2010) إلى أن تجاهل المحللين الماليين أخذ لزوجة التكاليف في الحسبان عند التوقع بالأرباح بسبب صعوبة حصولهم على البيانات الداخلية للتكاليف، يؤدى إلى ارتفاع نسبة الأخطاء في التوقعات بالأرباح المستقبلية، وأظهرت دراسة (Chen, 2013) إلى أن نسبة كبيرة من الأخطاء في توقعات المحللين الماليين للأرباح أو مفاجآت الأرباح يمكن إرجاعها إلى تجاهل المحللين الماليين المعلومات التي يمكن استنتاجها من السلوك اللزج للتكاليف عند توقعهم للأرباح. ووفقاً لما سبق، يمكن القول أن درجة لزوجة التكاليف هي أحد العوامل الرئيسية التي يمكن أن تؤثر على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح، وإذا فشل المحللون الماليون والمديرون في مراعاة درجة لزوجة التكاليف في توقعاتهم، فقد يكون لديهم المزيد من الأخطاء في التوقع بالأرباح.

وبالنسبة لقياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح، تستخدم الدراسات في الأدب المحاسبي درجة أخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح كمقياس عكسي لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح (Castro & Santana, 2018; Choi et al., 2019; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2020; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023). واستناداً إلى الدراسات السابقة، فإنه يمكن قياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح وفقا للنموذج الذي اقترحته دراسة (Lang & Lundholm, 1996)، حيث يمكن قياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح من خلال القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح، ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$\mathbf{AVFE_{i.t} = (EPS_{i.t} - AF_{i.t})/ P_{i.t-1}}$$

حيث تشير ($AVFE_{i.t}$) إلى القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح كمقياس عكسي لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح للشركة (i) في السنة (t)، وتشير ($EPS_{i.t}$) إلى الأرباح الفعلية للسهم للشركة (i) عن السنة (t)، وتشير ($AF_{i.t}$) إلى توقعات المحللين الماليين لربحية السهم للشركة (i) عن السنة (t)، وتشير ($P_{i.t-1}$) إلى السعر السوقي لسهم لشركة (i) في نهاية السنة (t-1). وبالتالي يعتمد هذا النموذج في قياسه لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح على القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح، وكلما اقتربت القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح ($AVFE_{i.t}$) من الصفر دل ذلك على انخفاض الفرق بين الأرباح الفعلية للسهم وتوقعات المحللين الماليين لربحية السهم، وهذا يعنى زيادة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والعكس صحيح، ولقد اعتمدت غالبية الدراسات السابقة على هذا النموذج لقياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية.

القسم الثالث: مراجعة الدراسات السابقة وتطوير فروض البحث:

إن فهم كيفية دمج المستثمرين أو المحللين الماليين للمعلومات المتاحة في تشكيل توقعات الأرباح المستقبلية وتحديد أسعار الأسهم هي من أهم جوانب دراسات سوق رأس المال، وبالتركيز على سلوك التكاليف للشركات، استهدفت دراسة (Banker et al., 2014) اختبار العلاقة بين سلوك التكاليف وتوقعات المستثمرين والمحللين الماليين للأرباح المستقبلية ومدى انعكاس ذلك على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وذلك من خلال تطوير نموذج لكيفية تأثير لزوجة التكاليف على توقعات المستثمرين والمحللين الماليين للأرباح المستقبلية وانعكاس ذلك على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، والتحقق من ما إذا كان المستثمرون أو المحللون الماليون يدركون لزوجة التكاليف في تشكيل توقعات الأرباح وتحديد أسعار الأسهم، وعلى الرغم من أن دراسة (Weiss, 2010) أشارت إلى محدودية فهم المستثمرين لقضية لزوجة التكاليف، فإن دراسة (Banker et al., 2014) وبالتطبيق على عينة مكونة من 121280 مشاهدة ربع سنوية للشركات والتي تمتد من عام 1979 حتى عام 2009، توصلت إلى أن المستثمرين يدمجون جزئياً فقط المعلومات المتاحة عن لزوجة التكاليف في تشكيل توقعات الأرباح المستقبلية وتحديد أسعار الأسهم، وهذا يؤثر على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وعلى وجه التحديد، وجدت الدراسة أن استجابة السوق الفورية لإعلانات الأرباح، في المتوسط، أكبر بمقدار 1.43% للشركات الأقل لزوجة للتكاليف مقارنة بالشركات الأعلى لزوجة للتكاليف. وبشكل عام، توصلت الدراسة إلى أن لزوجة التكاليف تؤدي إلى إبطاء دمج المعلومات الجديدة في تشكيل توقعات الأرباح المستقبلية في أسعار الأسهم بشكل كبير، بالإضافة إلى أن لزوجة التكاليف تؤثر إيجابيا على أخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، ومن ثم انخفاض المعلوماتية عن أسعار الأسهم.

وفى نفس السياق، هدفت دراسة (Shirzad et al., 2020) إلى تقديم منهجية جديدة لتحديد مصادر لزوجة التكاليف ودراسة تأثيرها على دقة توقعات الأرباح، وترى هذه الدراسة أن هناك عوامل مختلفة تؤثر على لزوجة التكاليف، وهذه العوامل متجذرة في الصناعة والخصائص الخاصة بالشركة أو أحداث محددة والتي قد تحدث كل عام على المستويات الوطنية أو الدولية. ولقد سعت هذه الدراسة إلى تحديد مدى تأثير كل مصدر من مصادر لزوجة التكاليف على دقة توقعات الأرباح، وبالتطبيق على عينة مكونة من 1080 مشاهدة من الشركات المدرجة في بورصة طهران في الفترة من 2014 إلى 2018، أشارت النتائج إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية بين إجمالي لزوجة التكاليف ودقة توقعات الأرباح؛ وعلى وجه التحديد، أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين كل من لزوجة التكاليف على مستوى الشركة ولزوجة التكاليف على مستوى الأحداث التي تقع كل عام ودقة توقعات الأرباح، ولكن لم يتم العثور على علاقة ذات دلالة إحصائية بين لزوجة التكاليف على مستوى الصناعة ودقة توقعات الأرباح. وتشير النتائج أيضاً إلى أن الأحداث التي تقع كل عام والأحداث داخل كل شركة لها تأثير أكبر على لزوجة التكاليف، ومن ثم، فمن الضروري للمديرين والمحللين الماليين أن يأخذوا في الاعتبار كل مصدر من مصادر لزوجة التكاليف، وخاصة الأحداث الخاصة بالسنة والخصائص الخاصة بالشركة، والنظر في آثارها على توقعات الأرباح لتحسين دقة توقعات أرباحهم والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

ووفقا لدراسة (Weiss, 2010; Cifitci et al., 2016; Cifitci & Salama, 2018) هناك مجموعة متنوعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر على دقة توقعات الأرباح، ويُعد السلوك اللزج للتكاليف أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر على دقة توقعات الأرباح ومن ثم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، فتؤكد دراسة (Weiss, 2010) على أن هناك علاقة سلبية بين لزوجة التكاليف ودقة توقعات الأرباح، وأن الشركات ذات المستويات المرتفعة من لزوجة التكاليف تميل إلى التنبؤ بأرباح مستقبلية منخفضة، وهو ما يفسر الأخطاء الكبيرة في توقع الأرباح المستقبلية، مما يؤدى إلى انخفاض دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، وتؤكد دراسة (Weiss, 2010) على أن ارتفاع درجة لزوجة التكاليف تؤدى إلى قلة التغطية من جانب المحللين الماليين، وإلى ضعف ردود أفعال السوق تجاه مفاجآت الأرباح، مما يُحد من درجة اعتماد المستثمرين والمحللين الماليين على معلومات الأرباح في القيام بالعديد من القرارات الاستثمارية، حيث يُنظر إلى الشركات ذات المستويات العالية من درجة لزوجة التكاليف على أنها أقل كفاءة وأقل قدرة على التكيف مع ظروف السوق المتغيرة، وعلى ذلك، قد لا تعكس أسعار الأسهم بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، وهذا يؤدى إلى انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم

وترى دراسة (Cifitci et al., 2016) أنه إذا تمكن المحللون الماليون من فهم السلوك اللزج للتكاليف بشكل كامل، فلن يتم ملاحظة أي علاقة منهجية بين سلوك التكاليف ودقة توقعات الأرباح. ومن ناحية أخرى، إذا فشل المحللون الماليون في أخذ لزوجة التكاليف بعين الاعتبار في توقعاتهم، فإن درجة دقة توقعات الأرباح

ستكون مختلفة بشكل كبير في وقت انخفاض مستوى النشاط وارتفاعه. وبالتالي فإن عدم الدمج أو الدمج غير المناسب للمعلومات المتاحة عن لزوجة التكاليف في توقعات الأرباح من جانب المحللين الماليين يؤدى إلى سيناريوهات غير مواتية؛ فهذا يعنى ضمنياً أن الأداء المالي للشركة لا ينعكس بشكل كامل في أرباحها الحالية والمستقبلية. ونتيجة لذلك، قد يكون لدى المستثمرين أو المحللين الماليين قدرة محدودة على الوصول إلى معلومات دقيقة حول ربحية الشركة، مما يؤدي إلى انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار أسهمها.

وعلى الرغم من أن الدراسات السابقة تشير إلى أن الأرباح تكون أكثر تقلباً بالنسبة للشركات التي يكون بها درجة لزوجة التكاليف مرتفعة، وهذا يؤدي إلى زيادة أخطاء التنبؤ بالأرباح، ويؤدي ذلك إلى انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، فقد تؤدي أخطاء التنبؤ الكبيرة إلى زيادة طلب المستثمرين على المعلومات وحث المديرين على إصدار توقعات الأرباح. وبدلاً من ذلك، قد يمتنع المديرون عن إصدار توقعات الأرباح للشركات ذات التكاليف اللزجة لأن الأخطاء الأكبر في التنبؤ قد تضر بمصداقية المديرين وتؤثر سلباً على أمنهم الوظيفي، فإن دراسة (Cifitci & Salama, 2018) ترى أن لزوجة التكاليف ترتبط بشكل إيجابي بإصدار توقعات أرباح الإدارة، مما يشير إلى أن الفوائد تفوق التكاليف، وعلى الرغم من أن الدراسات السابقة تشير أيضاً إلى أن لزوجة التكاليف لها آثار سلبية على الأرباح، فلقد وجدت هذه الدراسة علاقة إيجابية بين لزوجة التكاليف وأخطاء توقعات أرباح الإدارة، مما يشير إلى أن المديرين لا يدمجون بشكل كامل الآثار السلبية للسلوك اللزج للتكاليف في توقعاتهم، وأخيراً وجدت هذه الدراسة أن أخطاء توقعات المحللين الماليين للشركات التي يكون بها درجة لزوجة التكاليف مرتفعة أكبر من أخطاء المديرين.

وهناك بعض الدراسات التي توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية ومستوى المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم، فلقد أشارت دراسة (Cheong & Zurbruegg, 2016) إلى وجود علاقة إيجابية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، حيث أن دقة توقعات المحللين الماليين تساهم في الحد من قضية عدم تماثل المعلومات ومن ثم زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار السهم. وأكدت دراسة (Chan & Hameed, 2006) على أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية تعتبر مسالة بالغة الأهمية للمستثمرين والمحللين الماليين لأنها توفر معلومات قيّمة حول الأداء المستقبلي المتوقع للشركة، ويستخدم المستثمرون هذه التوقعات لتقييم ما إذا كان سهم معين يمثل فرصة استثمارية جيدة أم لا، ويعتمد المحللون الماليون على التوقعات الدقيقة لتقديم توصيات لعملائهم، ويمكن أن تؤدي التوقعات غير الدقيقة إلى اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة، مما قد يؤدي إلى خسائر مالية. وأشارت دراسة (Li & Sun, 2023) إلى أن هناك علاقة إيجابية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وترى دراسة (Maztoul, 2014) أن تحقيق توقعات المحللين الماليين ودقة هذه التوقعات تعتبر من العوامل الهامة التي قد توثر على القيمة السوقية للشركات وتجنب الشركات العديد من الأثار السلبية المرتبطة بأسعار الأسهم والتي قد تقع في حالة عدم تحقق دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية. وتؤكد هذه الدراسات السابقة على أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية تؤثر بشكل كبير على قرارات الاستثمار وأسعار الأسهم، فعندما تنحرف الأرباح الفعلية للشركة عن توقعات السوق، فإنها غالبا ما تؤدي إلى ردود فعل في أسعار الأسهم حيث يقوم المستثمرون بتعديل نماذج التقييم الخاصة بهم، فتميل مفاجآت الأرباح الإيجابية إلى رفع أسعار الأسهم، في حين أن المفاجآت السلبية غالبا ما تؤدي إلى انخفاضها. ولذلك، فإن التوقعات الدقيقة للأرباح تساهم في إثراء أسعار الأسهم بالمعلومات من خلال توفير معلومات قيّمة للمستثمرين.

وتناولت دراسة (Abdullah, 2021) تأثير لزوجة التكاليف على ربحية الشركات في مختلف القطاعات الصناعية في المملكة العربية السعودية، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 102 شركة مدرجة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2009 إلى 2018، ووجدت الدراسة أن هناك علاقة سلبية ومعنوية بين لزوجة التكاليف وربحية الشركات السعودية، مما يشير إلى عدم قدرة الشركات على التحكم في تكاليف البيع والتكاليف العامة والإدارية، مما يؤدي في النهاية إلى التأثير سلبياً على العوائد المتوقعة لأسهم الشركات والقيمة السوقية داخل السوق، ومن ثم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وهدفت دراسة (Costa & Habib, 2023) إلى استكشاف العلاقة بين لزوجة التكاليف وقيمة الشركة، وباستخدام عينة كبيرة من الشركات الأمريكية المدرجة خلال الفترة من 1982 إلى 2016، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية بين لزوجة التكاليف وقيمة الشركة، ولقد وجدت الدراسة أن كل من تكاليف حقوق الملكية والتدفق النقدي الحر تتوسط العلاقة بين لزوجة التكاليف وقيمة الشركة، وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن الآثار السلبية للتكاليف اللزجة على قيمة الشركة تكون أقوى في ظل وجود عدم تماثل كبير في المعلومات، مما ينعكس على

معلوماتية أسعار الأسهم. ووثقت دراسة (Hartlieb & Loy, 2022) أن لزوجة التكاليف تؤثر تأثيراً سلبياً ومعنوياً على ممارسات تمهيد الدخل الانتهازية وذلك بالنسبة للشركات التي لديها تكاليف التعديل مرتفعة وفي أوقات النمو الاقتصادي المرتفع، وأن مثل هذه الممارسات تنال بشكل كبير من جودة الأرباح والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وأن هذه العلاقة تعتمد على عوامل مثل مستوى تكاليف تعديل موارد الشركة وحالة السوق. وتدعم دراسة (Abdullah, 2021; Hartlieb & Loy, 2022; Costa & Habib, 2023) العلاقة بين لزوجة التكاليف ومعلوماتية أسعار الأسهم، حيث تشير هذه الدراسات إلى أن المديرين يتلاعبون بشكل استراتيجي بالتكاليف لخلق وهم الاستقرار من أجل الحفاظ على ثقة المستثمرين أو تحقيق أهداف الأرباح، ويمكن أن يؤدي هذا التلاعب إلى تصورات مشوهة عن الصحة المالية للشركة وانخفاض المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم.

وتشير دراسة (Han et al., 2020) إلى أن تقدير الإدارة لتعديل الموارد استجابة للتغيرات في مستوى النشاط يمكن أن يخلق سلوك تكاليف غير متماثل، وأن دوافع الإدارة لتحريك أسعار الأسهم ومن ثم التأثير على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، يمكن أن يرتبط بقرارها بإصدار توقعات للأرباح، واستهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين درجة لزوجة التكاليف بالشركة وميل إدارة الشركة إلى إصدار توقعات للأرباح، وترى دراسة (Han et al., 2020) أن كلاً من توقعات الإدارة للأرباح ولزوجة التكاليف يتأثران بالخيارات الاستراتيجية للإدارة ويقدمان تفسيرين محتملين إلى جانب الأدلة الداعمة، أولا: عندما تكون الإدارة متفائلة بشأن الأداء المستقبلي، فإنها تميل إلى زيادة لزوجة التكاليف وترغب في الإفصاح عن التوقعات المتفائلة من خلال توقعات الإدارة للأرباح. ثانياً: تؤدي لزوجة التكاليف إلى زيادة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، وبالتالي تميل الإدارة إلى إصدار توقعات الأرباح للتخفيف من عدم تماثل المعلومات الملحوظ ولتحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وتوصلت الدراسة إلى أن لزوجة التكاليف على مستوى الشركة ترتبط بشكل إيجابي بميل الشركة إلى إصدار توقعات الإدارة للأرباح وتكرار توقعات الإدارة للأرباح، علاوة على ذلك، وجدت الدراسة أن مستوى لزوجة التكاليف يرتبط بأخبار الأرباح الأكثر إيجابية التي تتنبأ بها الإدارة. وتشير النتائج أيضا إلى أن عدم تماثل المعلومات والتفاؤل الإداري قد يفسران العلاقة بين لزوجة التكاليف وتوقعات الإدارة للأرباح، وأن الارتباط بين لزوجة التكاليف وسلوكيات توقعات الإدارة للأرباح يكون أكثر وضوحاً عندما تكون تكاليف تعديل الموارد مرتفعة وعندما تكون كفاءة الشركة مرتفعة.

وهدفت دراسة (Habib & Costa, 2022) إلى اختبار وتحليل العلاقة بين لزوجة التكاليف وخطر انهيار أسعار الأسهم، والذي يُعرَّف بأنه عدم التماثل في توزيع عوائد الأسهم الأسبوعية. وباستخدام عينة من الشركات الأمريكية مكونة من 90648 مشاهدة خلال الفترة من عام 1975 إلى عام 2018، وجدت الدراسة ارتباطاً إيجابياً بين لزوجة التكاليف ومخاطر انهيار الأسهم المستقبلية، حيث أن لزوجة التكاليف الناجمة عن قرارات إدارة الشركة المتعمدة لتعديل الموارد تؤدى إلى بيئة معلوماتية مبهمة، وتقلل من دقة توقعات أرباح المحللين الماليين، مما يؤدي إلى انخفاض في متابعة المحللين الماليين للشركة، ويؤدي انخفاض متابعة المحللين الماليين للشركة إلى إضعاف دور المراقبة الذي يقوم به المحللون الماليون، وبالتالي يوفر فرصة للمديرين لتخزين الأخبار السيئة لفترة طويلة والتأثير على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والتي تعتبر مقدمة لانهيار الأسعار. وبما أن الإدارة الفعالة للتكاليف هي مفتاح تعظيم الربح، فإن دراسة الآثار المترتبة على لزوجة التكاليف تقدم مساهمة قيمة للمستثمرين والمحللين الماليين والشركات.

وتتناول دراسة (Agarwal, 2022) تأثير لزوجة التكاليف على تأخير تعديل أسعار الأسهم وفقًا للمعلومات الواردة حديثاً ومدى انعكاس المعلومات الواردة حديثاً في أسعار الأسهم، حيث يشير تأخير سعر السهم إلى السرعة التي يتم بها دمج المعلومات الواردة حديثاً إلى السوق في أسعار الأسهم، وباستخدام عينة من الشركات الأمريكية في الفترة من 1984 إلى 2019، وجدت هذه الدراسة أن لزوجة التكاليف البيعية والعمومية والإدارية ترتبط بشكل إيجابي بتأخير انعكاس المعلومات الواردة حديثاً إلى السوق في أسعار الأسهم، وتتوافق هذه النتيجة مع فكرة أن لزوجة التكاليف تؤثر سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وتقلل من جودة المعلومات المتاحة للمستثمرين وتسبب تأخير أسعار الأسهم (القناة المباشرة). وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن لزوجة التكاليف تقلل من متابعة المحللين الماليين للشركة، وتؤثر على معلوماتية أسعار الأسهم، وبالتالي تزيد من تأخير سعر السهم (القناة غير المباشرة). وكشفت التحليلات المقطعية أن تأثير لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم ومن ثم تأخير أسعار الأسهم يكون قوياً في الشركات التي تتميز مسبقاً ببيئة معلومات أكثر غموضاً، وفي الوقت نفسه، يكون التأثير ضعيفاً بالنسبة للشركات التي يديرها مديرون يستخدمون كلمات أقل غموضاً وأكثر إيجابية في حالة الإفصاح الاختياري. وبالتالي فإن هذه

الدراسة تؤكد على العواقب السلبية لقرارات التكاليف التي يتخذها المديرون في سوق رأس المال ودور بيئة المعلومات في التخفيف من هذه الآثار السلبية.

في حين ترى دراسة (Cifitci & Salama, 2018) أن لزوجة التكاليف قد لا ترتبط بشكل كبير (أو حتى سلبي) بتأخير سعر السهم. فترى هذه الدراسة أن مديري الشركات التي تعاني من عدم تماثل أعلى في التكاليف يدركون زيادة الاحتكاك المتزايد بين الشركة ومستثمريها مما يقلل من جودة مجموعة المعلومات الموجودة مسبقاً لدى المستثمرين، وبالتالي يزيدون من وتيرة التنبؤات الطوعية للتخفيف من عدم تماثل التكلفة. ونظراً لأن التنبؤات الإدارية تقلل من عدم تماثل المعلومات (Coller & Yohn, 1997) ومخاطر التقدير بالنسبة للمستثمرين (Barry & Brown, 1985)، فإن زيادة الإفصاحات الطوعية الصادرة عن المديرين استجابة لدرجة أعلى من عدم تماثل التكاليف يمكن أن تقلل من عدم اليقين بشأن التنبؤ بالتدفق النقدي المستقبلي. وبالتالي، يمكن أن تؤدى لزوجة التكاليف إلى عدم حدوث تأخير في سعر السهم (أو حتى تخفيضه). ومن ثم، فمن غير الواضح ما إذا كانت لزوجة التكاليف ترتبط بتأخير أسعار الأسهم وإلى أي مدى ترتبط بدرجة معلوماتية أسعار الأسهم.

وتناولت دراسة (He et al., 2020) تأثير لزوجة التكاليف على أرباح الأسهم الحالية والمستقبلية للشركة في ضوء مدى انعكاس المعلومات الخاصة بالشركة في أسعار الأسهم. ونظراً لنفور المستثمرين من تخفيض أرباح الأسهم، فترى هذه الدراسة أن الشركات ذات تكاليف تعديل الموارد المرتفعة ولزوجة التكاليف الأكبر تدفع أرباحاً أقل من نظيراتها لأنها أقل قدرة على الحفاظ على أي مستوى أعلى من توزيعات الأرباح في المستقبل، لذلك، فإن الاحتفاظ بالموارد الراكدة أثناء انخفاض الطلب يقلل من القيمة الحالية للمبيعات، ويزيد من تكاليف الفرصة البديلة للاحتفاظ بالموارد غير المستخدمة، ويقلل من ربحية الشركة، ويقلل من قدرة الشركة على الاستمرار في دفع مستوى مستدام من الأرباح وبالتالي يؤثر سلبا على قيمة الشركة.

وتناولت دراسة (Homburg et al., 2016) تأثير لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم ومدى انعكاس ذلك على مخاطر الائتمان أو الوفاء بالالتزامات التعاقدية، فترى هذه الدراسة أن الاحتفاظ بالموارد الفائضة عندما تنخفض مستويات النشاط الحالية وتكون مستويات النشاط المستقبلية غير مؤكدة يمكن اعتباره استثماراً في مشروع محفوف بالمخاطر، وأن ذلك يزيد من لزوجة التكاليف ومن ثم زيادة تقلبات الأرباح وارتفاع تقلب الأصول وانخفاض معلوماتية أسعار الأسهم، مما يزيد من احتمالية التخلف عن السداد. وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن لزوجة التكاليف تؤثر سلبياً على دقة المعلومات المحاسبية مما يؤدى إلى زيادة تقلب الأرباح، والحد من استمرارية الأرباح، وهذا من شأنه يؤدى إلى انخفاض جودة الأرباح، ومن ثم التأثير على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، والذي يؤدى إلى زيادة الشروط الائتمانية على الشركة، حيث أن الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من الدقة والشفافية المحاسبية تستطيع الحصول على شروط ائتمانية أقل. وأكدت الدراسة على أن الافتقار إلى المعرفة الدقيقة بقيمة أصول الشركة والدقة في مدى تضمين أسعار الأسهم معلومات عن الأداء المستقبلي للشركة يزيد من مخاطر التخلف عن السداد وبالتالي شروط الائتمان.

وهدفت دراسة (Dai et al., 2018) إلى اختبار تأثير سلوك التكاليف غير المتماثل للشركات على قرار المديرين بإصدار توقعات الأرباح، وتعكس لزوجة التكاليف قرارات المديرين المتعمدة لتعديل الموارد وتزيد من عدم تماثل المعلومات بين المديرين والأطراف الخارجية في الشركة. ولذلك، مع زيادة لزوجة التكلفة، من المرجح أن ينقل المديرون معلوماتهم الخاصة إلى الأطراف الخارجية من خلال توقعات الأرباح لتقليل عدم تماثل المعلومات. ولقد توصلت هذه الدراسة إلى وجود ارتباط إيجابي بين لزوجة التكاليف وميل المديرين إلى إصدار توقعات الأرباح، ويكون هذا الارتباط الإيجابي أكثر وضوحاً بالنسبة للتنبؤات طويلة الأفق مقارنة بالتنبؤات قصيرة الأفق. وهذه الدراسة تدعم نتائج الدراسات الأخرى التي تظهر أن الإفصاح الطوعي الموسع يحد من قضية عدم تماثل المعلومات، والتي تُقاس من خلال أخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح.

وفى هذا السياق، ترى دراسة (Haggard et al., 2008) أن الإفصاح بمثابة آلية فعالة لنقل المعلومات الخاصة بالشركة إلى المستثمرين الخارجيين، وبالتالي تحسين المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم، وهدفت هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كان الإفصاح يؤدي إلى انخفاض حركة أسعار الأسهم. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن الإفصاح الاختياري يقلل من تكاليف الحصول على المعلومات الخاصة ويؤدي إلى انخفاض مستوى حركة أسعار الأسهم، كما أن انخفاض مستوى الغموض في التقارير المالية يؤدى إلى تقاسم المخاطر حيث ستتحمل الأطراف الخارجية المزيد من المخاطر الخاصة بالشركة. وتؤكد هذه الدراسة على أن زيادة وتحسن الإفصاح الاختياري يؤدي إلى التنبؤ بمزيد من المعلومات الخاصة بالشركة (معلومات أقل عن السوق

والصناعة) في عوائد أسهم الشركة، وتظهر أيضا هذه الدراسة أن الإفصاح الطوعي الموسع يقلل بشكل فعال من حركة أسعار الأسهم ويقلل من حدوث انهيارات أسعار الأسهم. وهدفت دراسة (Zhang et al., 2023) إلى دراسة مدى تأثير الشفافية على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، ووجدت هذه الدراسة أن زيادة الشفافية الناشئة عن الإفصاحات التفصيلية للشركة فيما يتعلق باستغلالها للموارد المتاحة تعزز بشكل كبير المحتوى المعلوماتي لأسعار أسهمها، ويكون هذا التأثير أقوى بالنسبة للشركات التي لديها قدر أكبر من عدم تماثل المعلومات والشركات التي لديها افصاحات أكثر تفصيلاً.

وهدفت دراسة (Choi et al., 2019) إلى اختبار أثر قابلية القوائم المالية للمقارنة على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية. ولاختبار أثر قابلية القوائم المالية للمقارنة على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية، قامت الدراسة بقياس قدرة عوائد الأسهم في الفترة الحالية على عكس الأرباح المستقبلية، ومن ثم قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) الذي يربط عوائد الأسهم الحالية بأرباح العام المقبل، والعلاقة بين عوائد الأسهم الحالية (أو التغيرات في أسعار الأسهم) والأرباح المستقبلية كمقياس للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم مستمدة من فكرة أن أسعار الأسهم الحالية تعكس توقعات السوق بشأن أداء الشركة في المستقبل، وأن أسعار الأسهم تكون أكثر إفادة عندما تتوقع بشكل أفضل تحقيق الأرباح المستقبلية. واستخدمت الدراسة أيضا مقياس آخر لقياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم وهو تزامن حركة أسعار الأسهم، حيث يجب أن تعكس أسعار الأسهم في تحركاتها المعلومات على مستوى الشركة والسوق/الصناعة، بالطريقة التي تجعل أسعار الأسهم بمثابة المرآة التي تعكس كافة المعلومات المتاحة ويتجسد هذا الانعكاس على حركة أسعار الأسهم في السوق. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) يكون أعلى بالنسبة للشركات التي تكون قوائمها المالية أكثر قابلية للمقارنة مع نظيراتها في الصناعة، مما يشير إلى أن القابلية للمقارنة تعمل على تحسين معلومات أسعار الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، تشير نتائج الدراسة إلى أنه يمكن للمستثمرين توقع أخبار الأرباح المستقبلية الخاصة بكل شركة بشكل أفضل بالنسبة للشركات التي تكون قوائمها المالية أكثر قابلية للمقارنة، مما يسمح لهذه المعلومات أن تنعكس في أسعار الأسهم الحالية. وفي المقابل، توصلت الدراسة على أن قابلية القوائم المالية للمقارنة لا تؤثر على مدى انعكاس الأرباح المستقبلية على مستوى الصناعة في أسعار الأسهم. علاوة على ذلك، وجدت الدراسة أن قابلية القوائم المالية للمقارنة ترتبط سلبياً بتزامن حركة أسعار الأسهم، وهذا يدل على أن قابلية القوائم المالية للمقارنة تسمح لأسعار الأسهم بأن تعكس معلومات أكثر تحديدا نسبيا عن الشركات ومعلومات أقل نسبيا على مستوى السوق/الصناعة. وأخيرا، يلعب المحللون الماليون دوراً هاماً في تحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم من خلال إنتاج المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة عندما تكون إمكانية قابلية القوائم المالية للمقارنة عالية.

وهدفت دراسة (Mahdavinia & Zolfaghari, 2017) إلى اختبار العلاقة بين لزوجة التكاليف وتقلب أسعار الأسهم ودور التحفظ المحاسبي في هذه العلاقة، بالتطبيق على عينة مكونة من 93 شركة من الشركات المدرجة في بورصة طهران خلال الفترة من 2009 إلى 2015 ، وأشارت هذه الدراسة إلى أنه من المتوقع في الشركات ذات لزوجة التكاليف المرتفعة (أي التي تزيد تكاليفها أثناء فترات زيادة الدخل، ولكن لا تقل تكلفتها في فترات انخفاض الدخل) أن يكون لديها تقلبات أعلى في أسعار الأسهم، وبما أن التكاليف مرتفعة نسبياً في فترات انخفاض الدخل، فإن الشركات تواجه انخفاض أسعار الأسهم. إلا أن نتائج هذه الدراسة جاءت عكس ذلك، وتوصلت هذه الدراسة إلى أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين لزوجة التكاليف وتقلب أسعار الأسهم، وأن التحفظ المحاسبي يعتبر أحد العوامل الفعالة في تعزيز العلاقة بين لزوجة التكاليف وتقلب الأسعار؛ وبعبارة أخرى، توصلت هذه الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين لزوجة التكاليف وتقلب أسعار الأسهم في ظل وجود التحفظ المحاسبي.

ولقد أكدت دراسة (Li & Sun, 2023) من خلال التطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة ومكونة من 15976 مشاهدة خلال الفترة من 2009 إلى 2021، على أن لزوجة التكاليف تقلل من دقة توقعات الأرباح، ومن ثم تؤثر بشكل كبير على معامل استجابة الأرباح لأسعار الأسهم، حيث أن انخفاض درجة لزوجة التكاليف تعمل على تحسين قدرة العوائد الحالية على عكس الأرباح المستقبلية في أسعار الأسهم، وهو ما يتجلى في ارتفاع معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)؛ بمعنى تحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وفى نفس الوقت، أكدت الدراسة على أن انخفاض درجة لزوجة التكاليف لا تساهم في ارتفاع معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) في الشركات المملوكة للدولة، مما يعنى أن هيكل الملكية له تأثير في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وتؤكد الدراسة على أن لزوجة التكاليف

لها تأثير كبير على عملية اتخاذ القرار الاستثماري للمستثمرين والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، مما سيؤثر على كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال.

وبحثت دراسة (Almasarwah et al., 2020) في طبيعة الارتباط بين تحذيرات الأرباح والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات الأردنية؛ وتحذيرات الأرباح هي إعلانات تصدرها الشركات المدرجة في البورصة قبل تقديم قوائمها المالية الرسمية، ويكون الهدف هو تحذير المساهمين من أن أرباحهم ستكون مختلفة عن المستويات المتوقعة سابقاً. وبالتالي، هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين تحذيرات الأرباح وتزامن أسعار الأسهم في الشركات الأردنية خلال الفترة من عام 2005 إلى عام 2016، وأظهرت نتائج الدراسة إلى أن تحذيرات الأرباح الصادرة عن الشركات الأردنية ترتبط سلبياً بتزامن أسعار الأسهم، مما يدعم الرأي القائل بأن زيادة الشفافية تشجع مستثمري الشركات والمحللين الماليين على جمع ومعالجة المزيد من المعلومات الخاصة بالشركة، مما يؤدي إلى دمج هذه المعلومات في أسعار الأسهم، وبالتالي يُحسن من المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. بالإضافة إلى ذلك، تتماشى هذه النتائج مع الرأي القائل بأن تزامن أسعار الأسهم هو مقياس عكسي جيد للمعلوماتية عن أسعار الأسهم، حيث تحتوي إعلانات الأرباح على محتوى معلوماتي عن طريق تقليل تزامن أسعار الأسهم stock price synchronicity وزيادة تقلبات العوائد الخاصة Idiosyncratic volatility.

وهدفت دراسة (الزمر، 2023) إلى قياس مدى تأثير مستويات عدم تماثل سلوك التكلفة على دقة قياس قيمة ملاءمة المعلومات المحاسبية، ومحاولة الكشف عن مدى اختلاف هذا التأثير باختلاف مراحل دورة حياة الشركة. وبالتطبيق على عينة مكونة من 61 شركة صناعية مدرجة بالبورصة المصرية، والتي تتوفر عنها بيانات ربع سنوية كاملة خلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2022، بإجمالي 1983 مشاهدة، توصلت الدراسة إلى أن إضافة متغير التكلفة اللزجة إلى نموذج ملاءمة القيمة له مساهمات عديدة في زيادة القدرة التفسيرية لمعلومات الربحية والتغير في هذه الربحية، خاصة في الفترات التي تحقق فيها الشركة عوائد سلبية، كما كشفت هذه الدراسة إلى أن نتائج اختبار نموذج ملاءمة القيمة المعدلة بمستويات التكلفة اللزجة خلال مراحل دورة حياة الشركة تشير إلى وجود اختلافات في القدرة التفسيرية لمعلومات الربحية والتغير في هذه الربحية ومستويات التكلفة اللزجة والتفاعل فيما بينهم خلال مراحل دورة حياة الشركة.

ويتضح من مراجعة الجهود البحثية السابقة والتي تناولت العلاقة بين لزوجة التكاليف، ودقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم ما يلي: **أولا:** أن معظم الدراسات السابقة (Weiss, 2010; Banker et al., 2014; Cifitci et al., 2016; Shirzad et al., 2020) والتي تناولت العلاقة بين لزوجة التكاليف ودقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، أكدت على وجود علاقة سلبية بين لزوجة التكاليف ودقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية؛ حيث أن زيادة درجة لزوجة التكاليف تؤدى إلى ارتفاع درجة تقلبات الأرباح للشركات، وهذا يؤدي إلى زيادة أخطاء التنبؤ بالأرباح، كما أن لزوجة التكاليف تؤدي إلى إبطاء دمج المعلومات الجديدة في تشكيل توقعات الأرباح المستقبلية في أسعار الأسهم بشكل كبير، مما يجعل لزوجة التكاليف تؤثر بشكل إيجابي على أخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية. **ثانيا:** أن معظم الدراسات السابقة (Chan & Hameed, 2006; Maztoul, 2014; Cheong & Zurbruegg, 2016; Li & Sun, 2023) والتي تناولت العلاقة بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، أكدت على وجود علاقة إيجابية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية ومستوى المعلوماتية المتعلقة بأسعار الأسهم، حيث أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية تعنى انخفاض عدم تماثل المعلومات ومن ثم زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار السهم، وأن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية تؤثر بشكل كبير على قرارات الاستثمار وأسعار الأسهم، وأن التوقعات الدقيقة للأرباح المستقبلية تساهم في إثراء أسعار الأسهم بالمعلومات من خلال توفير معلومات قيّمة للمستثمرين. **ثالثا:** يتضح من خلال نتائج الدراسات السابقة (Homburg et al., 2016; Habib & Costa, 2022; Agarwal, 2022; Li & Sun, 2023) في الأدب المحاسبي والتي تناولت العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، إلى أن الاتجاه العام لنتائج هذه الدراسات هو أن لزوجة التكاليف تكون ذات تأثير سلبي على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وفي ضوء النتائج السابقة، ومن خلال التطبيق على بيانات الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، تتوقع الدراسة الحالية أن لزوجة التكاليف الناجمة عن قرارات إدارة الشركة المتعمدة لتعديل الموارد تؤدى إلى بيئة معلوماتية مبهمة، وزيادة تقلبات الأرباح وارتفاع تقلب الأصول، وتقلل من دقة توقعات أرباح المحللين الماليين، ومن ثم انخفاض معلوماتية أسعار الأسهم.

وعليه، يمكن **صياغة الفرض الأول للدراسة**، والخاص بأثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، على النحو التالي:

الفرض الأول: تؤثر لزوجة التكاليف تأثيراً سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

وصياغة الفرض الثاني للدراسة، والخاص بأثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، على النحو التالي:

الفرض الثاني: تؤثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية

القسم الرابع: تصميم البحث:

أولاً: مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع البحث في الشركات الصناعية المدرجة بالبورصة المصرية موزعة على (7) قطاعات رئيسية خلال الفترة من عام 2014 إلى عام 2018 لدراسة واختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، ويرجع هذا الاختيار إلى ما يلي:

- اقتصرت الدراسة على الشركات الصناعية فقط للحد من الآثار التي قد تترتب من اختلاف طبيعة نشاط الشركات على نتائج البحث، وللمساهمة في تجانس مفاهيم التكاليف وزيادة فعالية التحليل ومقارنة النتائج.
- تتميز الشركات الصناعية عن الشركات في القطاعات الأخرى في أنها تعمل في أسواق تنافسية، مما يخفف جزئياً من خطأ القياس بسبب تأثير التسعير المحتمل، وليس بسبب تأثير الحجم.
- اقتصرت فترة الدراسة على الفترة من العام 2014 إلى العام 2018، وذلك لتجنب تأثير الأزمة الاقتصادية العالمية في عام 2008، وكذلك فترة عدم الاستقرار السياسي في مصر في عام 2011، على سلوك التنبؤ بالأرباح وخصائص أسعار الأسهم، ومن ثم تجنب التأثير على العلاقة بين لزوجة التكاليف ودقة التوقع بالأرباح والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، مما يجعل نتائج البحث غير مشوشة.
- أن الفترة من العام 2014 إلى العام 2018 قد شهدت بعض الأحداث الهامة الداخلية في مصر مثل تعويم سعر الصرف للجنيه المصري والانتخابات الرئاسية، وهذه الأحداث قد أثرت على قرارات إدارة الشركات المختلفة في السوق المصري بالمفاضلة بين تكاليف تعديل الموارد غير المستغلة وبين تكاليف الاحتفاظ بها في حالة انخفاض الطلب على مبيعات الشركة، وبالتبعية على درجة لزوجة التكاليف في هذه الشركات، وهذه الأحداث تمثل مناخ مناسب لظهور السلوك الغير متماثل للتكاليف.

ولقد تمثلت العينة النهائية في 70 شركة صناعية مدرجة ومستمرة في مزاولة نشاطها خلال فترة الدراسة بعد استبعاد المشاهدات الخاصة بالشركات التي لا تتوافر لها تقارير مالية منشورة خلال فترة الدراسة، والشركات ذات البيانات الناقصة وغير المفصح عنها واللازمة لقياس متغيرات الدراسة، والشركات التي أوقفت أسهمها عن التداول خلال فترة الدراسة، والشركات التي تعرضت للشطب أو الاندماج خلال فترة الدراسة، والشركات التي لم تحقق مبيعات خلال إحدى سنوات فترة الدراسة. وبالتالي تتضمن العينة النهائية للدراسة 350 مشاهدة، ويوضح الجدول رقم (1) تبويب شركات عينة البحث وفقاً لطبيعة النشاط الصناعي.

جدول رقم (1) تبويب شركات عينة البحث وفقاً لطبيعة النشاط الصناعي

القطاع الصناعي	عدد المشاهدات	النسبة المئوية %
الأغذية والمشروبات	80	22.9
التشييد ومواد البناء	75	21.4
خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	40	11.4
الكيماويات	35	10.0
المنتجات الشخصية والمنزلية	30	8.6
الموارد الأساسية	45	12.9
الرعاية الصحية والأدوية	45	12.9
الإجمالي	350	100.0

ثانياً: مصادر الحصول على بيانات البحث:

تم الحصول على كافة البيانات المتعلقة بمتغيرات البحث واختبار الفروض خلال الفترة من العام 2014 إلى العام 2018 عن طريق التقارير والقوائم المالية للشركات عينة الدراسة، والتي تم الوصول إليها من خلال المواقع الإليكترونية على شبكة الإنترنت ذات الصلة مثل: موقع البورصة المصرية، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات، وموقع معلومات مباشر، وموقع Investing، بالإضافة إلى الدخول إلى قواعد البيانات بالمواقع الإليكترونية للشركات عينة الدراسة.

ثالثاً: متغيرات البحث وطرق قياسها:

- **المتغير المستقل: لزوجة التكاليف (Sticky):**

ولقد اعتمدت الدراسة الحالية في قياس درجة لزوجة التكاليف على النموذج الذي قدمته دراسة (Weiss, 2010) لقياس درجة لزوجة التكاليف، ويأخذ الصورة التالية:

$$Sticky_{i.t} = log(\Delta Costs/\Delta Sales)_{i.\underline{t}} - log(\Delta Costs/\Delta Sales)_{i.\bar{t}}$$

حيث أن:

$Sticky_{i.t}$: مستوى لزوجة التكاليف؛ فإذا كانت قيمة Sticky أقل من الصفر، دل ذلك على أن التكاليف تزداد بمعدل أكبر عند زيادة حجم المبيعات من معدل الانخفاض عند انخفاض حجم المبيعات، وهذا يعنى أن سلوك التكاليف أكثر لزوجة والعكس صحيح. وإذا كانت قيمة Sticky تساوى صفر دل ذلك على وجود سلوك متماثل للتكاليف.

$\underline{t}$: آخر أو أحدث ربع حدث به انخفاض المبيعات.

$\bar{t}$: آخر أو أحدث ريع حدث به ارتفاع المبيعات.

$\Delta Costs_{i.t}$: التغير في التكاليف ويُقدر كما يلي:

$$\Delta Costs_{i.t} = (Sales_{i.t} - Earnings_{i.t}) - (Sales_{i.t-1} - Earnings_{i.t-1})$$

$\Delta Sales_{i.t}$: التغير في المبيعات ويُقدر كما يلي:

$$\Delta Sales_{i.t} = (Sales_{i.t} - Sales_{i.t-1})$$

ويشير مفهوم Earnings إلى الدخل قبل العناصر غير العادية عند انخفاض أو زيادة حجم المبيعات أو حجم النشاط. ويتميز نموذج دراسة (Weiss, 2010) عن النماذج الكمية الأخرى في أنه يقوم بتقدير درجة لزوجة التكاليف من خلال تقدير الفرق بين ميل حالة التكاليف عندما تنخفض المبيعات وميل حالة التكاليف عندما يزيد حجم المبيعات. وفى الدراسة الحالية ووفقا لنموذج دراسة (Weiss, 2010) يتم حساب درجة لزوجة التكاليف بناءً على إجمالي التكاليف، وذلك لأن الدراسة الحالية تسعى إلى اختبار أثر توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، والتي تعتمد على تقدير إجمالي التكاليف، بالإضافة إلى أن تطبيق التكاليف الإجمالية بدلاً من مكونات التكلفة المختلفة يؤدى إلى القضاء على مشكلة التقدير الإداري فيما يتعلق بتصنيف التكاليف (Banker et al., 2018; Reimer, 2019).

- **المتغير التابع: المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم:**

تعتمد الدراسة الحالية في قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم على كل من نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية future earnings response coefficient (FERC)، ونموذج السوق (R^2) كأحد مقاييس التزامن في حركة أسعار الأسهم synchronicity measures، وتعتبر هذه النماذج الأكثر شيوعا في الدراسات المحاسبية والتمويلية لقياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وفيما يلي الصورة العامة لكل نموذج:

1- قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC):

تعتمد الدراسة الحالية في قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم على نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والذي تم تطويره بواسطة (Collins et al., 1994)، ويأخذ النموذج الأساسي لمعامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) وفقاً (Collins et al., 1994) الصورة التالية:

$$R_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i.t-1} + \beta_2 EPS_{i.t} + \beta_3 EPS_{i.t+1} + \beta_4 RET_{i.t+1} + CONTROLS + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

حيث أن:

$R_{i.t}$: إجمالي عوائد الأسهم السنوية للشركة (i) في الفترة (t).

$EPS_{i.t-1}$: ربحية السهم للشركة (i) في الفترة (t-1).

$EPS_{i.t}$: ربحية السهم للشركة (i) في الفترة (t).

$EPS_{i.t+1}$: ربحية السهم للشركة (i) في الفترة (t+1).

$RET_{i.t+1}$: إجمالي عوائد الأسهم السنوية للشركة (i) في الفترة (t+1).

CONTROLS: المتغيرات الرقابية التي تؤثر في نتائج النموذج وتتمثل أهم هذه المتغيرات في حجم الشركة (Size)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB)، وتقلبات الأرباح (ERVOL)، وتقلب عوائد الأسهم (REVOL)، وتغطية المحللين الماليين (ANCO)، بالإضافة إلى متغير الصناعة ومتغير السنة كمتغيرات رقابية.

$\varepsilon_{i.t}$: الخطأ العشوائي.

ويوضح المعامل (β_2) معامل استجابة الأرباح (ERC)، والذي يوضح العلاقة المتزامنة بين العوائد الحالية والأرباح، والمعامل (β_3) معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، والذي يوضح المحتوى المعلوماتي لعوائد أو أسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية. وبناءً على نتائج الدراسات السابقة (Lundholm & Myers 2002; Lee, 2018; Choi et al., 2019; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023)، تتوقع الدراسة الحالية أن يكون المعامل (β_2) والمعامل (β_3) إيجابياً، والمعامل (β_1) والمعامل (β_4) سلبياً.

2- قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج السوق (R^2) كأحد مقاييس التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$):

استخدمت العديد من الدراسات (Cheong & Zurbruegg, 2016; Castro & Santana, 2018; Choi et al., 2019; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Gassen et al., 2020; Li & Sun, 2023) تزامن حركة أسعار الأسهم كمقياس للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وعليه تعتمد الدراسة الحالية على هذا النموذج لقياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وطبقا لدراسة (Morck et al., 2000; Piotroski & Roulstone, 2004) يتم قياس تزامن حركة أسعار الأسهم على النحو التالي:

$$R_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 R_{m.t} + \beta_2 R_{I.t} + \varepsilon_{i.t} \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (1)$$

حيث أن:

$R_{i.t}$: عائد السهم للشركة (i) في الأسبوع (t).

$R_{m.t}$: عائد السوق في الأسبوع (t).

$R_{I.t}$: عائد الصناعة في الأسبوع (t).

β_2-β_1-β_0 : معلمات التقدير

εit: الخطأ العشوائي أو العائد المتبقي الذى لا يمكن تفسيره من خلال معلومات السوق.

ونظرا لأنه لا يمكن استخدام قيمة (R-squared) التي تم الحصول عليها من نموذج الانحدار أعلاه كمتغير تابع نظراً لكونها مقيدة بين الواحد والصفر وكونها شديدة الانحراف، فإن الدراسة الحالية تتبع دراسة (Morck et al., 2000; Piotroski & Roulstone, 2004)، للتغلب على هذه المشكلة وقياس التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) من خلال التحويل اللوغاريتمي لـ (R^2) لنموذج السوق (بيانات عوائد الأسهم الأسبوعية)، وبذلك يمكن حساب تزامن حركة أسعار الأسهم (SYNC) لكل شركة في كل سنة من سنوات عينة الدراسة على النحو التالي:

$$SYNC_{i.t} = Log(R^2_{i.t}/1 - R^2_{i.t}) \dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots\dots (2)$$

حيث أن:

$R^2_{i.t}$: معامل التحديد حيث تم تقديره بناءً على المعادلة رقم (1) للشركة (i) في السنة (t).

$SYNC_{i.t}$: تشير إلى تزامن حركة أسعار الأسهم للشركة (i) في السنة (t).

ويتم قياس $(SYNC)$ لكل شركة خلال كل سنة من سنوات عينة الدراسة بناءً على مشاهدات العائد الأسبوعية للسنة بشرط أن يكون هناك ما لا يقل عن 40 مشاهدة أسبوعية في السنة. ويشير انخفاض قيمة $(SYNC)$ إلى زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، مما يعني انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم مقارنة بالمعلومات المشتركة في السوق و/أو الصناعة؛ وبالتالي، يعتبر سعر السهم أكثر إفادة فيما يتعلق بالقيمة الأساسية للشركات، والعكس صحيح.

- **المتغير الوسيط: دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE):**

تعتمد الدراسة الحالية في قياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية على النموذج الذي اقترحته دراسة (Lang & Lundholm, 1996)، حيث يمكن قياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية من خلال القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$AVFE_{i.t} = (EPS_{i.t} - AF_{i.t})/ P_{i.t-1}$$

حيث تشير $(AVFE_{i.t})$ إلى القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمقياس عكسي لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية للشركة (i) في السنة (t)، وتشير $(EPS_{i.t})$ إلى الأرباح الفعلية للسهم للشركة (i) عن السنة (t)، وتشير $(AF_{i.t})$ إلى توقعات المحللين الماليين لربحية السهم للشركة (i) عن السنة (t)، وتشير $(P_{i.t-1})$ إلى السعر السوقي لسهم لشركة (i) في نهاية السنة (t-1). وكلما اقتربت القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية $(AVFE_{i.t})$ من الصفر دل ذلك على انخفاض الفرق بين الأرباح الفعلية للسهم وتوقعات المحللين الماليين لربحية السهم، وهذا يعنى زيادة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية والعكس صحيح، ولقد اعتمدت غالبية الدراسات السابقة على هذا النموذج لقياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية.

- **المتغيرات الحاكمة:**

حتى يمكن أن تكون نتائج الدراسة واقعية؛ حرصت الدراسة الحالية على التحكم في الأثر المحتمل سواء الإيجابي أو السلبي لبعض المتغيرات الأخرى على العلاقات بين المتغيرات المستقلة والوسيطة والتابعة، من خلال إدخال بعض المتغيرات ضمن نماذج اختبارات الفروض، وفى ضوء ما جاء بمعظم الدراسات السابقة (Weiss, 2010; Banker et al., 2014; Cifitci et al., 2016; Cheong & Zurbruegg, 2016; Castro & Santana, 2018; Choi et al., 2019; Gassen et al., 2020; Shirzad et al., 2020; Habib & Costa, 2022; Agarwal, 2022; Li & Sun, 2023) تتمثل أهم المتغيرات الحاكمة فيما يلي:

- حجم الشركة (Size): ويتم قياسه من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في نهاية الفترة
- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MB): تشير إلى النسبة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة في نهاية الفترة.
- معدل العائد على الأصول (ROA): ويتم قياسه بنسبة صافي ربح العام الحالي إلى إجمالي الأصول في نهاية العام
- الرافعة المالية (LEV): ويتم التعبير عنها بقسمة إجمالي التزامات الشركة على إجمالي الأصول.
- تغطية المحللين الماليين (ANCO): تُقاس من خلال اللوغاريتم الطبيعي لعدد المحليين الماليين المتابعين للشركة بعد إضافة (1) إلى عدد المحللين الماليين.
- تقلبات عوائد الأسهم (REVOL): تُقاس من خلال الانحراف المعياري لعوائد السهم خلال الـ ١٢ شهراً الماضية.
- تقلبات الأرباح (ERVOL): ويُقاس من خلال الانحراف المعياري للعائد على الأصول في السنوات الثلاث السابقة.

- الملكية المؤسسية (IOWN): نسبة ما تمتلكه الشركات أو المؤسسات في أسهم الشركة.
- نسبة المصروفات البيعية والإدارية (SMR): وتُقاس من خلال قسمة المصروفات البيعية والإدارية للشركة على الإيرادات التشغيلية، وتستخدم هذه النسبة لقياس مشكلة الوكالة.
- تقلب الدخل التشغيلي الربع سنوي (QOIV): ويشير إلى الانحراف المعياري لإيرادات التشغيل للشركة في الأرباع الأربعة من كل عام.
- توزيعات أرباح الأسهم النقدية (DPS): تشير إلى نسبة الأرباح النقدية الموزعة إلى عدد الأسهم المكتتب فيها.
- معدل دوران الأسهم (STR): تُحسب بقسمة قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة على رأس المال السوقي لجميع الأسهم المقيدة بالبورصة خلال نفس الفترة.
- درجة غموض التقارير المالية (OPAQUE): وتُقاس من خلال القيمة المطلقة للاستحقاقات الاختيارية التي يمكن التحكم فيها والتي يتم الحصول عليه من نموذج جونز المعدل (Hutton et al., 2009)، كما يلي:

$$OPAQUE = \mathbf{AbsV}(DiscAcc_{t-1}) + \mathbf{AbsV}(DiscAcc_{t-2}) + \mathbf{AbsV}(DiscAcc_{t-3})$$

- تقلب مستوى النشاط (VSALE): ويمثل معامل تباين حجم النشاط أو المبيعات على مدى أربعة أرباع من الفترة t-3 إلى الفترة t.
- نسبة الرافعة التشغيلية (OPLEV): وهى تمثل النسبة بين (المبيعات ـ تكلفة البضاعة المباعة) والمبيعات؛ والقيم الأقل من الصفر أو أكبر من الواحد الصحيح يتم معالجتها باستخدام طريقة الوسط الحسابي التعويضي Winsorized Mean.
- السنة ∑Year: متغير وهمي للتحكم في تأثير السنة أو الفترة على دقة توقعات المحللين الماليين والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- الصناعة ∑Industry: متغير وهمي للتحكم في تأثير الصناعة على دقة توقعات المحللين الماليين والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

رابعاً: صياغة نماذج اختبارات فروض البحث:

النموذج الأول: في حالة اعتماد الدراسة في قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم على نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC):

يختص النموذج الأول باختبار أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم (الذي يقاس من خلال نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (يختص النموذج الأول باختبار الفرض الأول ويساهم في اختبار الفرض الثاني للدراسة)، ويتم صياغة النموذج الأول على مرحلتين؛ تعتمد المرحلة الأولى على قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم اعتماداً على نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) وفقاً (Collins et al., 1994) وذلك على النحو التالي:

$$\mathbf{R_{i.t}} = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{EPS_{i.t-1}} + \beta_2 \mathbf{EPS_{i.t}} + \beta_3 \mathbf{EPS_{i.t+1}} + \beta_4 \mathbf{RET_{i.t+1}} + \mathbf{CONTROLS} + \sum \mathbf{Year} + \sum \mathbf{Industry} + \varepsilon_{i.t}$$

وتعتمد المرحلة الثانية على توسيع النموذج السابق بإدخال متغير لزوجة التكاليف (Sticky) إلى النموذج السابق لاختبار تأثير لزوجة التكاليف على معامل استجابة الأرباح، ومعامل استجابة الأرباح المستقبلية، كمقياس للمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية، والتحقق ما إذا كان المحللون الماليون والمستثمرون يأخذون في الاعتبار مشكلة لزوجة التكاليف في الحسبان عند توقع الأرباح المستقبلية، واتخاذ العديد من القرارات. **وبذلك يأخذ النموذج الأول للدراسة الصورة التالية:**

$$\mathbf{R_{i.t}} = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{EPS_{i.t-1}} + \beta_2 \mathbf{EPS_{i.t}} + \beta_3 \mathbf{EPS_{i.t+1}} + \beta_4 \mathbf{RET_{i.t+1}} + \beta_5 \mathbf{Sticky_{i.t}} + \beta_6 \mathbf{Sticky_{i.t}} * \mathbf{EPS_{i.t-1}} + \beta_7 \mathbf{Sticky_{i.t}} * \mathbf{EPS_{i.t}} + \beta_8 \mathbf{Sticky_{i.t}} * \mathbf{EPS_{i.t+1}} + \beta_9 \mathbf{Sticky_{i.t}} * \mathbf{RET_{i.t+1}} + \beta_{10} \mathbf{Size_{i.t}} + \beta_{11} \mathbf{MB_{i.t}} + \beta_{12} \mathbf{ROA_{i.t}} + \beta_{13} \mathbf{LEV_{i.t}} + \beta_{14} \mathbf{ANCO_{i.t}} + \beta_{15} \mathbf{REVOL_{i.t}} + \beta_{16} \mathbf{ERVOL_{i.t}} + \sum \mathbf{Year} + \sum \mathbf{Industry} + \varepsilon_{i.t}$$

حيث أن:

$\beta_5 Sticky_{i.t}$: مستوى لزوجة التكاليف.

$\beta_6 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t-1}$: العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح في الفترة الماضية.

$\beta_7 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t}$: العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح في الفترة الحالية.

$\beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$: العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية.

$\beta_9 Sticky_{i.t} * RET_{i.t+1}$: العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف وعوائد الأسهم السنوية المستقبلية.

وتتوقع الدراسة في حالة انخفاض مستوى لزوجة التكاليف ($Sticky_{i.t}$) وإضافاتها إلى معامل استجابة الأرباح المستقبلية والتي تكون العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($\beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) أن يؤدى ذلك إلى تحسن قدرة سوق رأس المال على التنبؤ بالأرباح المستقبلية، وأن ينعكس ذلك في عوائد الأسهم بشكل أفضل مما يزيد من المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وعليه تتوقع الدراسة الحالية أن يكون معامل متغير التفاعل بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية (β_8) في النموذج الأول إيجابياً وأنه في حالة انخفاض مستوى لزوجة التكاليف يؤدى ذلك إلى زيادة انعكاس الأرباح المستقبلية في عوائد الأسهم مما يزيد من المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم . وتختبر الدراسة أيضاً تأثير التفاعل بين لزوجة التكاليف والأرباح الحالية للتحقق من تأثير لزوجة التكاليف على مدى انعكاس الأرباح الحالية (ERC) في عوائد الأسهم، وتتوقع الدراسة حالة انخفاض مستوى لزوجة التكاليف ($Sticky_{i.t}$) ويؤدى ذلك إلى تحسن قدرة سوق رأس المال على التنبؤ بالأرباح المستقبلية (FERC)، وينعكس في عوائد الأسهم بشكل أفضل ويزيد من المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، ففي هذه الحالة يصبح الدور التأثيري للأرباح الحالية (ERC) على عوائد الأسهم أقل أهمية، وفى هذه الحالة يكون معامل متغير التفاعل بين لزوجة التكاليف والأرباح الحالية (β_7) سالباً.

ومن ناحية أخرى، ترى الدراسة الحالية أنه يمكن دمج المعلومات عن الأرباح المستقبلية في عوائد الأسهم دون التقليل من أهمية الدور التأثيري للأرباح الحالية (بمعنى أن معامل متغير التفاعل بين لزوجة التكاليف والأرباح الحالية (β_7) غير معنوي)، أو أن الأرباح الحالية قد تكون ذات قيمة في حالة انخفاض لزوجة التكاليف، وبالتالي فإن انخفاض مستوى لزوجة التكاليف من شأنه أن يعزز العلاقة بين الأرباح الحالية (ERC) وعوائد الأسهم ومن ثم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وفى هذه الحالة قد يكون معامل متغير التفاعل بين لزوجة التكاليف والأرباح الحالية (β_7) موجباً. بالإضافة إلى ذلك، تختبر الدراسة تأثير لزوجة التكاليف على مدى الأهمية النسبية للأرباح في الفترة الماضية بالنسبة لعوائد الأسهم ومدى تأثيرها على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وذلك من خلال معامل متغير التفاعل بين لزوجة التكاليف والأرباح الماضية (β_6)، وتتوقع الدراسة أن يكون معامل متغير التفاعل بين لزوجة التكاليف والأرباح الماضية (β_6) سالباً، ومعامل متغير التفاعل بين لزوجة التكاليف وعوائد الأسهم السنوية المستقبلية (β_9) سالباً.

النموذج الثاني: في حالة اعتماد الدراسة في قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم على نموذج السوق (R^2) كأحد مقاييس التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$):

يختص النموذج الثاني باختبار أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم (الذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم $SYNC$) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (يختص النموذج الثاني باختبار الفرض الأول ويساهم في اختبار الفرض الثاني للدراسة)، ويتم صياغة النموذج الثاني على مرحلتين؛ تعتمد المرحلة الأولى على قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم اعتماداً على نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) من خلال التحويل اللوغاريتمي لـ (R^2) لنموذج السوق (بيانات عوائد الأسهم الأسبوعية)، وبذلك يمكن حساب تزامن حركة أسعار الأسهم (SYNC) لكل شركة في كل سنة من سنوات عينة الدراسة على النحو التالي:

$$SYNC_{i.t} = Log(R^2_{i.t}/1 - R^2_{i.t})$$

وتعتمد المرحلة الثانية على **صياغة النموذج الثاني** لاختبار أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم (الذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم $SYNC$) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، مع إدخال مجموعة من المتغيرات الحاكمة إلى النموذج وفقا للدراسات السابقة وذلك للسيطرة على المتغيرات الأخرى التي قد تؤثر على النتائج، **وبذلك يأخذ النموذج الثاني للدراسة الصورة التالية:**

$$SYNC_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Sticky_{i.t} + \beta_2 Size_{i.t} + \beta_3 MB_{i.t} + \beta_4 ROA_{i.t} + \beta_5 LEV_{i.t} + \beta_6 ANCO_{i.t} + \beta_7 REVOL_{i.t} + \beta_8 STR_{i.t} + \beta_9 IOWN_{i.t} + \beta_{10} QOIV_{i.t} + \beta_{11} OPAQUE_{i.t} + \beta_{12} SMR_{i.t} + \beta_{13} DPS_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

في النموذج الثاني للدراسة، يتم قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم اعتماداً على نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم $(SYNC)$، واختبار أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، ويتم التركيز على معامل مستوى لزوجة التكاليف (β_1) في النموذج الثاني، وتتوقع الدراسة أن يكون معامل مستوى لزوجة التكاليف (β_1) موجباً في النموذج الثاني، وذلك تمشياً مع نتائج الدراسات السابقة والتي تؤكد بأن انخفاض مستوى لزوجة التكاليف يؤدى إلى زيادة كمية المعلومات الخاصة بالشركة المدمجة في أسعار الأسهم مقارنة بالمعلومات الخاصة بالسوق والصناعة، مما يؤدى انخفاض التزامن في حركة الأسهم (SYNC)، ولذا تتوقع الدراسة وجود علاقة إيجابية بين لزوجة التكاليف والتزامن في حركة الأسهم (SYNC)؛ بمعنى آخر تتوقع وجود علاقة عكسية بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. أي أن انخفاض لزوجة التكاليف تؤدى إلى انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم مقارنة بالمعلومات المشتركة في السوق و/أو الصناعة؛ وهذا يعنى انخفاض التزامن في حركة أسعار الأسهم $(SYNC)$، ويعنى أيضاً زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

النموذج الثالث: يختص النموذج الثالث باختبار أثر لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (يختص النموذج الثالث باختبار الفرض الثاني للدراسة):

يتم صياغة النموذج الثالث على مرحلتين؛ تعتمد المرحلة الأولى على قياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية اعتماداً على النموذج الذي اقترحته دراسة (Lang & Lundholm, 1996)، ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية:

$$AVFE_{i.t} = (EPS_{i.t} - AF_{i.t}) / P_{i.t-1}$$

وتعتمد المرحلة الثانية على **صياغة النموذج الثالث** للدراسة لاختبار تأثير لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، مع إحكام الرقابة على جودة بيئة المعلومات من خلال إضافة مجموعة من المتغيرات الحاكمة، **وبذلك يأخذ النموذج الثالث للدراسة الصورة التالية:**

$$AVFE_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Sticky_{i.t} + \beta_2 Size_{i.t} + \beta_3 MB_{i.t} + \beta_4 ROA_{i.t} + \beta_5 LEV_{i.t} + \beta_6 ANCO_{i.t} + \beta_7 REVOL_{i.t} + \beta_8 ERVOL_{i.t} + \beta_9 IOWN_{i.t} + +\beta_{10} QOIV_{i.t} + \beta_{11} OPAQUE_{i.t} + \beta_{12} OPLEV_{i.t} + \beta_{13} VSALE_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

وحيث يتم قياس دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية من خلال القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE)، واختبار تأثير مستوى لزوجة التكاليف $(Sticky_{i.t})$ على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE)، فيتم التركيز على معامل مستوى لزوجة التكاليف (β_1) في النموذج الثالث، وتتوقع الدراسة بشكل عام أن يكون معامل مستوى لزوجة التكاليف (β_1) موجباً في النموذج الثالث، وذلك تمشياً مع نتائج الدراسات السابقة والتي تؤيد الفكرة القائلة بأن ارتفاع مستوى لزوجة التكاليف يؤدى إلى زيادة متوسط أخطاء التوقع بالأرباح المستقبلية من جانب المحللين الماليين؛ وهذا يعنى أن زيادة لزوجة التكاليف تقلل من دقة توقعات المحليين الماليين للأرباح المستقبلية.

النموذج الرابع: يختص النموذج الرابع باختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC):

يختص النموذج الرابع باختبار الفرض الثاني للدراسة، ويتم صياغة **النموذج الرابع للدراسة** من خلال توسيع النموذج الأول للدراسة بإدخال متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، وذلك على النحو التالي:

$$R_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i.t-1} + \beta_2 EPS_{i.t} + \beta_3 EPS_{i.t+1} + \beta_4 RET_{i.t+1} + \beta_5 Sticky_{i.t} + \beta_6 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t-1} + \beta_7 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t} + \beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1} + \beta_9 Sticky_{i.t} * RET_{i.t+1} + \beta_{10} AVFE_{i.t} + \beta_{11} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t-1} + \beta_{12} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t} + \beta_{13} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t+1} + \beta_{14} AVFE_{i.t} * RET_{i.t+1} + \beta_{15} Size_{i.t} + \beta_{16} MB_{i.t} + \beta_{17} ROA_{i.t} + \beta_{18} LEV_{i.t} + \beta_{19} ANCO_{i.t} + \beta_{20} REVOL_{i.t} + \beta_{21} ERVOL_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

حيث أن:

$\beta_{10} AVFE_{i.t}$: دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية.

$\beta_{11} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t-1}$: العلاقة التفاعلية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح وربحية السهم في الفترة الماضية.

$\beta_{12} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t}$: العلاقة التفاعلية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح وربحية السهم في الفترة الحالية.

$\beta_{13} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t+1}$: العلاقة التفاعلية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح وربحية السهم في الفترة القادمة.

$\beta_{14} AVFE_{i.t} * RET_{i.t+1}$: العلاقة التفاعلية بين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح وعوائد الأسهم السنوية المستقبلية.

وحتى يمكن اختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، نتبع الخطوات التالية:

- إذا ثبت التحقق من معنوية معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($\beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الأول قبل إضافة متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة، وبالتالي يكون لمتغير لزوجة التكاليف تأثير مباشر على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC).
- إذا ثبت التحقق من معنوية معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($\beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الرابع للدراسة، ومعنوية معامل العلاقة التفاعلية بين دقة توقعات المحللين الماليين والأرباح المستقبلية ($\beta_{13} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الرابع للدراسة، فإن دقة توقعات المحللين الماليين يكون لها أثر كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- إذا ثبت التحقق من أن معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($\beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الرابع للدراسة أقل في القيمة ودرجة المعنوية من معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($\beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الأول للدراسة، فإن وساطة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة تكون بمثابة وساطة جزئية.

النموذج الخامس: يختص النموذج الخامس باختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$):

يختص النموذج الخامس باختبار الفرض الثاني للدراسة، ويتم صياغة **النموذج الخامس للدراسة** من خلال توسيع النموذج الثاني للدراسة بإدخال متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، وذلك على النحو التالي:

$$SYNC_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Sticky_{i.t} + \beta_2 AVFE_{i.t} + \beta_3 Size_{i.t} + \beta_4 MB_{i.t} + \beta_5 ROA_{i.t} + \beta_6 LEV_{i.t} + \beta_7 ANCO_{i.t} + \beta_8 REVOL_{i.t} + \beta_9 STR_{i.t} + \beta_{10} IOWN_{i.t} + \beta_{11} QOIV_{i.t} + \beta_{12} OPAQUE_{i.t} + \beta_{13} SMR_{i.t} + \beta_{14} DPS_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

وحتى يمكن اختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم $(SYNC)$، نتبع الخطوات التالية:

- إذا ثبت التحقق من معنوية معامل متغير لزوجة التكاليف ($\beta_1 Sticky_{i.t}$) في النموذج الثاني قبل إضافة متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة، وبالتالي يكون لمتغير لزوجة التكاليف تأثير مباشر على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم $(SYNC)$.
- إذا ثبت التحقق من معنوية معامل متغير لزوجة التكاليف ($\beta_1 Sticky_{i.t}$) في النموذج الخامس للدراسة، ومعنوية معامل متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية ($\beta_2 AVFE_{i.t}$) في النموذج الخامس للدراسة، فإن دقة توقعات المحللين الماليين يكون لها أثر كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم $(SYNC)$، في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- إذا ثبت التحقق من أن معامل متغير لزوجة التكاليف ($\beta_1 Sticky_{i.t}$) في النموذج الخامس للدراسة أقل في القيمة ودرجة المعنوية من معامل متغير لزوجة التكاليف ($\beta_1 Sticky_{i.t}$) في النموذج الثاني للدراسة، فإن وساطة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة تكون بمثابة وساطة جزئية.

القسم الخامس: تحليل ومناقشة نتائج اختبارات الفروض:

أولاً: الإحصائيات الوصفية:

بعد الحصول على البيانات اللازمة للدراسة التطبيقية، وحتى يمكن القيام باختبار فروض الدراسة وتحقيق أهدافها، اعتمدت الدراسة على مجموعة من الأساليب الإحصائية لمعالجة بيانات الدراسة، فلقد تضمنت بيانات الدراسة على بعض القيم الشاذة outliers، وتمت معالجتها من خلال استخدام طريقة المتوسط المقطوع trimmed mean، فهي تُعد من أفضل الطرق في معالجة القيم المتطرفة (Aggarwal, 2015). وتعتمد الدراسة في التحليل الإحصائي للبيانات اللازمة لاختبار الفروض على حزمة البرامج الإحصائية الاجتماعية SPSS حيث تستخدم الدراسة نماذج الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرى العادية Ordinary Least Squares (OLS) لتقدير معالم نماذج الانحدار الخطية المتعددة، ومن خلال هذه النماذج تم الحصول على الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، حيث يوضح الجدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، وهي تشمل كل من الوسط الحسابي (Mean)، والانحراف المعياري (Std. Dev.)، بالإضافة إلى الحد الأدنى (Min) والحد الأقصى (Max) لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (2) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Max	Min	Std. Dev.	Mean	Obs	Variables
0.496	-0.369	0.321	0.167	350	R
0.931	0.101	0.109	0.341	350	SYNC
0.864	0.001	0.130	0.116	350	AVFE
0.751	-0.764	1.287	-0.312	350	Sticky
28.095	15.954	1.091	22.321	350	Size
4.218	-1.257	1.788	2.091	350	MB
0.382	-0.291	1.065	0.072	350	ROA
0.727	0.018	0.198	0.471	350	LEV
2.079	0.000	0.632	1.322	350	ANCO
0.039	0.007	1.005	0.030	350	REVOL
0.042	0.005	0.268	0.027	350	ERVOL
3.985	0.469	1.033	1.998	350	STR
0.480	0.070	0.307	0.198	350	IOWN
0.029	0.007	0.035	0.019	350	QOIV
0.039	0.009	0.046	0.025	350	OPAQUE
0.298	0.071	0.213	0.136	350	SMR
0.571	0.098	0.301	0.327	350	DPS
0.491	0.120	0.181	0.368	350	OPLEV
0.235	0.061	0.147	0.148	350	VSALE

ويتضح من الجدول رقم (2) الخاص بالإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، أنه بالنسبة لدرجة لزوجة التكاليف (Sticky) أن قيمة المتوسط الحسابي (0.312-)، حيث كانت أقل قيمة لدرجة لزوجة التكاليف هي (0.764-)، وأقصى قيمة (0.751)، ويلاحظ أن الانحراف المعياري لدرجة لزوجة التكاليف والبالغ (1.287) أكبر من قيمة المتوسط الحسابي لدرجة لزوجة التكاليف مما يشير أن هناك فجوة أو تشتت بين مفردات عينة الدراسة. وبالنسبة لعوائد الأسهم السنوية (R)، بلغت قيمة المتوسط الحسابي (0.167)، وهذا يشير إلى أن متوسط قيمة عائد السهم خلال فترة العينة بلغ 16.7%، بينما كانت أقل قيمة لعوائد الأسهم السنوية (0.369-)، وأقصى قيمة (0.496)، ويلاحظ أن الانحراف المعياري لعوائد الأسهم السنوية والبالغ (0.321) أكبر من قيمة المتوسط الحسابي لعوائد الأسهم السنوية مما يشير أن هناك فجوة أو تشتت كبير بين الشركات فيما يتعلق بعوائد الأسهم السنوية.

وبالنسبة لمتغير التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، يوضح الجدول رقم (2) أن قيمة المتوسط الحسابي بلغ (0.341)، وكانت أقل قيمة للتزامن في حركة أسعار الأسهم (0.101)، وأقصى قيمة (0.931)، ويلاحظ أن الانحراف المعياري للتزامن في حركة أسعار الأسهم (0.109) أقل من قيمة المتوسط الحسابي للتزامن في حركة أسعار الأسهم مما يشير إلى عدم تشتت بين الشركات فيما يتعلق بالتزامن في حركة أسعار الأسهم، ويلاحظ ارتفاع التزامن في حركة أسعار الأسهم للشركات المدرجة بالبورصة المصرية مقارنة بنتائج الدراسات التي طبقت في الدول الأجنبية وخاصة في الصين والدول الأوربية والولايات المتحدة الأمريكية حيث كفاءة الأسواق المالية. وبالنسبة لمتغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE)، يوضح الجدول رقم (2) أن قيمة المتوسط الحسابي بلغ (0.116)، وهذا يشير إلى متوسط القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية خلال فترة العينة، وكانت أقل قيمة لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (0.001)، وأقصى قيمة (0.864)، ويلاحظ أن الانحراف المعياري لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (0.130) أكبر من قيمة المتوسط الحسابي للقيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية مما يشير إلى وجود فروق بين الشركات فيما يتعلق بدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية.

ثانياً: اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة:

يُستخدم اختبار التوزيع الطبيعي Test of Normality لمتغيرات الدراسة للتحقق من تبعية هذه المتغيرات للتوزيع الطبيعي واختبار صالحية بيانات الدراسة للتحليل الإحصائي، وهناك العديد من الطرق والاختبارات الإحصائية التي تستخدم في معرفة ذلك، وتعتمد الدراسة على أهم هذه الاختبارات وهما اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk، ووفقا لهذين الاختبارين، فإن متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي إذا كانت قيمة معنوية الاختبار (Sig.) أكبر من 0.05 (George & Mallery, 2019)، والجدول رقم (3) يوضح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (3) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة

Shapiro-Wilk		Kolmogorov-Smirnov		Variables
Sig,	Statistic	Sig.	Statistic	
0.000	0.321	0.000	0.201	R
0.000	0.671	0.000	0.340	SYNC
0.000	0.517	0.000	0.231	AVFE
0.000	0.438	0.000	0.241	Sticky
0.000	0.191	0.000	0.071	Size
0.000	0.788	0.000	0.321	MB
0.000	0.567	0.000	0.145	ROA
0.000	0.654	0.000	0.198	LEV
0.000	0.401	0.000	0.321	ANCO
0.000	0.145	0.000	0.016	REVOL
0.000	0.245	0.000	0.120	ERVOL
0.000	0.125	0.000	0.021	STR
0.000	0.543	0.000	0.265	IOWN
0.000	0.765	0.000	0.456	QOIV
0.000	0.358	0.000	0.324	OPAQUE
0.000	0.321	0.000	0.238	SMR
0.000	0.123	0.000	0.073	DPS
0.000	0.421	0.000	0.423	OPLEV
0.000	0.167	0.000	0.125	VSALE

وتوضح نتائج الجدول رقم (3) أن قيمة المعنوية (Sig.) لكل من اختبار Kolmogorov-Smirnov، واختبار Shapiro-Wilk أقل من 0.05 مما يشير إلى أن متغيرات الدارسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، ولكن حجم العينة محل الدراسة أكبر من 30 مفردة حيث بلغت عدد المشاهدات السنوية 350 مشاهدة، وبالتالي فلا يوجد تأثير لعدم تبعية متغيرات الدراسة للتوزيع الطبيعي على دقة نتائج نماذج الدراسة (Gujarati, 2004)، ويمكن التغاضي عن هذه المشكلة نظراً لكبر حجم مشاهدات عينة الدراسة المتاحة للتحليل الإحصائي.

ثالثاً: نتائج التحليل الإحصائي لاختبارات فروض البحث:

1- نتائج التحليل الإحصائي الخاصة باختبار فروض البحث في حالة قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC):

يهدف هذا القسم إلى بيان نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الأول والثالث والرابع واختبار فروض البحث:

الفرض الأول: تؤثر لزوجة التكاليف تأثيراً سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

الفرض الثاني: تؤثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية

وحتى يمكن اختبار صحة الفرض الأول والفرض الثاني للبحث تم صياغة النماذج الثلاثة التالية التي توضح العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في ضوء وجود دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في هذه العلاقة:

النموذج الأول: يختص النموذج الأول باختبار أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم (الذى يُقاس من خلال نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية FERC) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (يختص النموذج الأول باختبار الفرض الأول ويساهم في اختبار الفرض الثاني للدراسة)، ويأخذ الصورة التالية:

$$R_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i.t-1} + \beta_2 EPS_{i.t} + \beta_3 EPS_{i.t+1} + \beta_4 RET_{i.t+1} + \beta_5 Sticky_{i.t} + \beta_6 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t-1} + \beta_7 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t} + \beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1} + \beta_9 Sticky_{i.t} * RET_{i.t+1} + \beta_{10} Size_{i.t} + \beta_{11} MB_{i.t} + \beta_{12} ROA_{i.t} + \beta_{13} LEV_{i.t} + \beta_{14} ANCO_{i.t} + \beta_{15} REVOL_{i.t} + \beta_{16} ERVOL_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

النموذج الثالث: يختص النموذج الثالث باختبار أثر لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) (يختص النموذج الثالث باختبار الفرض الثاني للدراسة)، ويأخذ الصورة التالية:

$$AVFE_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Sticky_{i.t} + \beta_2 Size_{i.t} + \beta_3 MB_{i.t} + \beta_4 ROA_{i.t} + \beta_5 LEV_{i.t} + \beta_6 ANCO_{i.t} + \beta_7 REVOL_{i.t} + \beta_8 ERVOL_{i.t} + \beta_9 IOWN_{i.t} + +\beta_{10} QOIV_{i.t} + \beta_{11} OPAQUE_{i.t} + \beta_{12} OPLEV_{i.t} + \beta_{13} VSALE_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

النموذج الرابع: يختص النموذج الرابع باختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) (الفرض الثانى للدراسة)، ويأخذ الصورة التالية:

$$R_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i.t-1} + \beta_2 EPS_{i.t} + \beta_3 EPS_{i.t+1} + \beta_4 RET_{i.t+1} + \beta_5 Sticky_{i.t} + \beta_6 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t-1} + \beta_7 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t} + \beta_8 Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1} + \beta_9 Sticky_{i.t} * RET_{i.t+1} + \beta_{10} AVFE_{i.t} + \beta_{11} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t-1} + \beta_{12} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t} + \beta_{13} AVFE_{i.t} * EPS_{i.t+1} + \beta_{14} AVFE_{i.t} * RET_{i.t+1} + \beta_{15} Size_{i.t} + \beta_{16} MB_{i.t} + \beta_{17} ROA_{i.t} + \beta_{18} LEV_{i.t} + \beta_{19} ANCO_{i.t} + \beta_{20} REVOL_{i.t} + \beta_{21} ERVOL_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

ونظراً لعدم وجود مشاكل تتعلق بالشروط اللازمة لتطبيق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية OLS بالنسبة للنموذج الأول والثالث والرابع، وذلك كما هو موضح بالجداول أرقام (4, 5, 6) والتي توضح عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي المتعدد Multicollinearity، ومشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي Auto-Correlation، ومشكلة عدم تجانس تباينات الأخطاء العشوائية Heteroscedasticity، سوف يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية OLS بالنسبة للنموذج الأول والثالث والرابع. **وكانت نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الأول والثالث والرابع واختبار الفروض للبحث على النحو التالي:**

1/1 اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي Auto-Correlation Test:

من أهم شروط تطبيق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية Ordinary Least Squares (OLS) لتقدير معالم نموذج الانحدار الخطى المتعدد هي الاستقلال الذاتي للبواقي؛ وتعنى ضرورة عدم وجود ارتباط ذاتي أو تسلسلي بين الأخطاء العشوائية Residuals ، حيث أن وجود ارتباط ذاتي بين المشاهدات المتجاورة في النموذج قد يؤدى إلى التأثير على دقة نتائج نماذج الانحدار الخطى المتعدد للدراسة، وقد ينتج عنه أثر كبير وغير حقيقي للمتغيرات المستقلة على المتغير التابع في نموذج الانحدار، وتعتمد الدراسة الحالية على اختبار Durbin Watson للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، ويوضح الجدول رقم (4) نتائج اختبار Durbin Watson:

جدول رقم (4) نتائج اختبار Durbin-Watson

Model 4	Model 3	Model 1	Model
1.991	1.821	2.006	Durbin- Watson

ويتضح من الجدول رقم (4) من خلال نتائج اختبار Durbin Watson أن قيمة (DW) لجميع نماذج الدراسة المقترحة تقع بين (1.5، 2.5) وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بنماذج الدراسة قد تؤثر على دقة نتائج نماذج الدراسة.

2/1 اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) Heteroscedasticity Test:

من الافتراضات الرئيسية التي تستند عليها نماذج الانحدار الخطية وطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية Ordinary Least Squares (OLS) هي ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) Heteroscedasticity، فوجود مشكلة عدم تجانس تباينات الأخطاء في نموذج الانحدار يترتب عليها نفس الآثار المترتبة في حالة وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية (البواقي)، حيث تكون الأخطاء المعيارية مقدرة بأقل من قيمتها الحقيقية، وبالتالي تصبح هذه التقديرات متحيزة، الأمر الذي يجعل نتائج الاستدلال الإحصائي مشكوك في صحتها. وللتأكد من عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) تعتمد الدارسة على اختبار White Test، حيث إذا كانت القيمة الاحتمالية p-value لاختبار chi^2 لكل نموذج من النماذج المقترحة للدراسة أكبر من 5%، فإن ذلك يشير إلى ثبات تباينات أخطاء التقدير العشوائية (البواقي) لتلك النماذج، ويوضح الجدول رقم (5) نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية باستخدام اختبار White Test:

جدول رقم (5) نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية

p-value	chi^2	Models
0.687	27.038	Model 1
0.173	29.795	Model 3
0.443	21.391	Model 4

ويتضح من الجدول (5) أن القيمة الاحتمالية p-value لاختبار chi^2 لكل نموذج من النماذج المقترحة للدراسة أكبر من 5%، وهذا يشير إلى ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) لتلك النماذج، وأن تلك النماذج لا تعاني من مشكلة اختلاف تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي).

3/1 اختبار الازدواج الخطي المتعدد Multicollinearity Test:

لتحديد جودة وصلاحية النماذج المقترحة للدراسة، تم إجراء العديد من اختبارات الصلاحية ومن هذه الاختبارات؛ اختبار التحقق من مشكلة الازدواج الخطي المتعدد. ويوضح الجدول رقم (6) نتائج اختبار التحقق من مشكلة الازدواج الخطي المتعدد لمتغيرات النموذج الأول والثالث والرابع، ويتم إجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics، حيث تم الاعتماد على معامل تضخم التباين (VIF) والتباين المسموح به Tolerance للتأكد من عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى المتعدد.

جدول رقم (6) نتائج اختبار الازدواج الخطي المتعدد

Model 4		Model 3		Model 1		Explained variable
R		AVFE		R		
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	Explanatory variable
2.012	0.456			1.201	0.821	$EPS_{i.t-1}$
1.345	0.490			2.021	0.765	$EPS_{i.t}$
1.567	0.894			1.950	0.701	$EPS_{i.t+1}$
2.014	0.971			1.987	0.816	$RET_{i.t+1}$
1.890	0.765	2.701	0.786	1.798	0.932	Sticky
3.101	0.543			2.123	0.671	$Sticky_{i.t} * EPS_{i.t-1}$
2.304	0.890			1.567	0.702	$Sticky_{i.t} * EPS_{i.t}$
1.998	0.897			1.760	0.771	$Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$
2.011	0971			2.076	0.881	$Sticky_{i.t} * RET_{i.t+1}$
3.345	0.675					AVFE
2.801	0.432					$AVFE_{i.t} * EPS_{i.t-1}$
1.341	0.701					$AVFE_{i.t} * EPS_{i.t}$
3.676	0.832					$AVFE_{i.t} * EPS_{i.t+1}$
2.011	0.981					$AVFE_{i.t} * RET_{i.t+1}$
1.109	0.567	2.776	0.457	2.380	0.484	Size
1.237	0.990	1.543	0.891	1.801	0.901	MB
1.778	0.489	2.781	0.564	2.431	0.654	ROA
1.551	0.762	1.890	0.901	1.803	0.480	LEV
2.211	0.456	1.456	0.601	1.781	0.701	ANCO
3.389	0.983	2.431	0.996	2.214	0.810	REVOL
4.003	0.601	2.021	0.876	1.189	0.917	ERVOL
		2.015	0.845			IOWN
		1.764	0.912			QOIV
		1.897	0.570			OPAQUE
		1.671	0.911			OPLEV
		2.123	0.873			VSALE

وبفحص نتائج الجدول رقم (6) يتضح أن جميع قيم معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة والوسيطة والرقابية أقل من (10)، وأن قيمة التباين المسموح به Tolerance للمتغيرات المستقلة والوسيطة والرقابية أكبر من (0.05)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة التداخل الخطى، ويشير أيضا إلى قوة النماذج المقترحة في تفسير الأثر على المتغير التابع وعدم تأثير مشكلة الازدواج الخطى المتعدد على صحة هذه النماذج.

4/1 نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد لاختبار فروض الدراســة في حالة قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC):

يوضح الجدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لنماذج الدراســة الأول والثالث والرابع، لاختبار فروض الدراســة في حالة قياس أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأســعار الأســهم والذي يُقاس باســتخدام نموذج معامل اســتجابة الأرباح المســتقبلية (FERC) في ضــوء دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المســتقبلية (AVFE). وتتمثل الإحصــائيات الواردة في الجدول رقم (7) في التالي: (β) تمثل معاملات الانحدار، وقيم (t) المحسوبة، ومستوى المعنوية (Sig.) للنموذج، **وفيما يلي نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد لنماذج الدراسة الأول والثالث والرابع:**

جدول رقم (7) نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد لنماذج الدراسة الأول والثالث والرابع

Model 4		Model 3		Model 1		Explained variable
R		AVFE		R		
t	β	t	β	t	β	Explanatory variable
0.325	0.563*	2.809	0.125	-8.012	-1.320***	Constant
-6.021	-0.687**			-5.585	-0.812***	$EPS_{i,t-1}$
5.621	1.221***			6.925	1.433***	$EPS_{i,t}$
4.901	0.613***			6.104	0.687***	$EPS_{i,t+1}$
-5.001	-0.020**			-7.332	-0.082***	$RET_{i,t+1}$
-0.235	-0.044	3.012	0.632**	0.401	0.123	Sticky
-1.311	-0.161			-1.460	-0.233*	$Sticky_{i,t} * EPS_{i,t-1}$
2.544	0.278**			3.670	0.351***	$Sticky_{i,t} * EPS_{i,t}$
1.997	0.183**			2.997	0.299***	$Sticky_{i,t} * EPS_{i,t+1}$
1.321	0.078			1.466	0.015	$Sticky_{i,t} * RET_{i,t+1}$
-1.422	-0.001					AVFE
-1.789	-0.007					$AVFE_{i,t} * EPS_{i,t-1}$
-1.813	-0.024*					$AVFE_{i,t} * EPS_{i,t}$
-1.921	-0.026**					$AVFE_{i,t} * EPS_{i,t+1}$
1.872	0.001					$AVFE_{i,t} * RET_{i,t+1}$
0.887	0.003	2.012	0.720**	-0.680	-0.023	Size
4.001	0.067**	-0.543	-0.002	2.576	0.041**	MB
-0.899	-0.021	-2.704	-0.532*	0.043	0.231	ROA
1.876	0.032**	3.021	2.987**	3.211	0.012***	LEV
-4.121	-0.034**	-1.987	-1.101	-3.001	-0.021**	ANCO
4.012	0.023***	-0.785	-0.083	5.992	0.006***	REVOL
-1.270	-0.019	-2.011	-0.065	-2.011	-0.003	ERVOL
		-0.813	-0.021			IOWN
		4.201	1.987**			QOIV
		3.098	2.013**			OPAQUE
		5.098	3.863**			OPLEV
		-3.011	-0.083*			VSALE
Included		Included		Included		Year
Included		Included		Included		Industry
17.736		13.635		16.291		F-test
0.000		0.000		0.000		Prob > F
0.751		0.489		0.782		R^2
0.699		0.410		0.638		Adjusted R^2
350		350		350		Observations
***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.						

يتضح من الجدول رقم (7) أن قيمة (F) المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين (AVOVA)، قد بلغت للنموذج الأول (16.291)، وبلغت للنموذج الثالث (13.635)، وبلغت للنموذج الرابع (17.736)، عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهذا يبين معنوية هذه النماذج الثلاثة ويثبت أن النماذج ككل ملائمة لدراسة العلاقة بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع.

وأظهرت نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد بالجدول رقم (7) أن قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 المحسوبة للنموذج الأول بلغت (0.638)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر 63.8% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 36.2% ترجع إلى لعوامل أو متغيرات أخرى، وهذا يعنى أن النموذج الأول يتمتع بقدرة تفسيرية عالية إلى حد ما. في حين بلغت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 المحسوبة للنموذج الثالث (0.410)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر 41% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 59% ترجع إلى لعوامل أو متغيرات أخرى، وهذا يعنى أن النموذج الثالث يتمتع بقدرة تفسيرية متوسطة إلى حد ما. وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 المحسوبة للنموذج الرابع (0.699)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر 69.9% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 30.1% ترجع إلى لعوامل أو متغيرات أخرى، وهذا يعنى أن النموذج الرابع يتمتع بقدرة تفسيرية عالية إلى حد ما. ويتبين من نتائج الجدول رقم (7) أن القدرة التفسيرية لنماذج الدراسة مرتفعة، بالإضافة إلى تقارب قيمة معامل التحديد R^2 مع قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 للنماذج الثلاثة، مما يشير إلى أن حجم العينة مناسب للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها، بالإضافة إلى دقة النماذج الثلاثة واستقلالية العوامل المؤثرة على المتغير التابع وارتفاع الملاءمة القيمية لكل نموذج.

وبالنسبة للنموذج الأول: تشير إحصاءات نتائج نموذج الانحدار رقم (1) بالجدول رقم (7) والخاص بالعلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، إلى أن إضافة متغير لزوجة التكاليف إلى نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) ليس له تأثير معنوي على عوائد الأسهم السنوية للشركات المدرجة في البورصة المصرية، حيث بلغ معامل لزوجة التكاليف (Sticky) (0.123) بمستوى معنوية أكبر من ٥٪. بينما تشير النتائج إلى أن معامل استجابة الأرباح (ERC) والذي يوضح العلاقة المتزامنة بين العوائد الحالية السنوية للسهم والأرباح الحالية والمتمثل في معامل المتغير $EPS_{i.t}$ له تأثير إيجابياً على عوائد الأسهم السنوية، حيث بلغ معامل تأثير هذه المتغير (1.433) عند مستوى معنوية 1%، وتشير النتائج أيضاً إلى أن معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، والذي يوضح المحتوى المعلوماتي لعوائد أو أسعار الأسهم عن الأرباح المستقبلية والمتمثل في معامل المتغير $EPS_{i.t+1}$ له تأثير إيجابياً على عوائد الأسهم السنوية، حيث بلغ معامل تأثير هذه المتغير (0.687) عند مستوى معنوية 1%، ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Lee, 2018; Choi et al., 2019; Clarke et al., 2021; Li & Sun, 2023)، وهذا يدل على أن زيادة معامل استجابة الأرباح الحالية (ERC) وكذلك زيادة معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) تؤدى إلى زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

في حين تشير النتائج الخاصة بالنموذج رقم (1) بالجدول رقم (7)، إلى أن معامل استجابة الأرباح (ERC) والمتمثل في معامل المتغير $EPS_{i.t}$ بلغت قيمته (1.433) عند مستوى معنوية 1%، وبعد إضافة لزوجة التكاليف (Sticky) إلى النموذج، تبين أن معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح الحالية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t}$) قد بلغ (0.351) وله تأثير إيجابياً عند مستوى معنوية 1% على العوائد السنوية للأسهم، وهذا يعنى أن إضافة لزوجة التكاليف (Sticky) إلى النموذج أدت إلى انخفاض معامل استجابة الأرباح للفترة الحالية مما يترتب عليه انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وتشير أيضاً النتائج الخاصة بالنموذج رقم (1) بالجدول رقم (7) إلى أن معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والمتمثل في معامل المتغير $EPS_{i.t+1}$ بلغت قيمته (0.687) عند مستوى معنوية 1%، وبعد إضافة لزوجة التكاليف (Sticky) إلى النموذج، تبين أن معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) قد بلغ (0.299) وله تأثير إيجابياً عند مستوى معنوية 1% على العوائد السنوية للأسهم، وهذا يعنى أن إضافة لزوجة التكاليف (Sticky) إلى نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) أدت إلى انخفاض معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) مما يترتب عليه انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. **واستناداً إلى النتائج السابقة يتبين أن لزوجة التكاليف تؤثر تأثيراً سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) وذلك في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، وتدعم هذه النتيجة صحة الفرض الأول للدراسة وهو: تؤثر لزوجة التكاليف تأثيراً سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.** ومعنى ذلك أن لزوجة التكاليف الناجمة عن قرارات إدارة الشركة المتعمدة لتعديل الموارد تؤدى إلى بيئة معلوماتية مبهمة، وزيادة تقلبات الأرباح وارتفاع تقلب الأصول، ومن ثم تؤثر بشكل كبير على معامل

استجابة الأرباح لأسعار الأسهم، حيث أن انخفاض درجة لزوجة التكاليف تعمل على تحسين قدرة العوائد الحالية على عكس الأرباح المستقبلية في أسعار الأسهم، وهو ما يتجلى في ارتفاع معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والذي يعنى تحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Homburg et al., 2016; Habib & Costa, 2022; Agarwal, 2022; Li & Sun, 2023)، بينما تختلف هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Mahdavinia & Zolfaghari, 2017) حيث توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وأن التحفظ المحاسبي يعتبر أحد العوامل الفعالة في تعزيز العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

وبالنسبة للنموذج الثالث: تشير إحصاءات نتائج نموذج الانحدار رقم (3) بالجدول رقم (7) والخاص باختبار أثر لزوجة التكاليف (Sticky) على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE)، إلى أن قيمة معامل لزوجة التكاليف (Sticky) تبلغ (0.632) وهي قيمة موجبة عن مستوى معنوية ٥٪، وهذا يدل على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية؛ بمعنى آخر وجود تأثير سلبى ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE). وهذا يعنى أن ارتفاع مستوى لزوجة التكاليف يؤدى إلى زيادة متوسط أخطاء التوقع بالأرباح المستقبلية من جانب المحللين الماليين؛ وهذا يعنى أن زيادة لزوجة التكاليف تقلل من دقة توقعات المحليين الماليين للأرباح المستقبلية. ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Banker & Chen, 2006; Kim & Prather-Kinsey, 2010; Weiss, 2010; Ciftci et al., 2016; Serafeim & Yoon, 2022; Li & Sun; 2023)، والتي أكدت على أن زيادة درجة لزوجة التكاليف تؤدى إلى ارتفاع درجة تقلبات الأرباح للشركات، ومن ثم تؤدى إلى انخفاض دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، كما أن ارتفاع لزوجة التكاليف يؤدى إلى قلة المتابعة أو التغطية من جانب المحللين الماليين بسبب غموض التقارير المالية للشركات، وبالتالي تزيد من أخطاء التوقعات للأرباح المستقبلية، وأن تجاهل المحللين الماليين أخذ لزوجة التكاليف في الحسبان عند التوقع بالأرباح بسبب صعوبة حصولهم على البيانات الداخلية للتكاليف، يؤدى إلى ارتفاع نسبة الأخطاء في التوقعات بالأرباح المستقبلية.

وبالنسبة للنموذج الرابع والذي يتعلق باختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، فحتى يمكن اختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، نتبع الخطوات التالية:

- تشير النتائج الخاصة بالنموذج رقم (1) في الجدول رقم (7)، إلى أن معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والمتمثل في معامل المتغير $EPS_{i.t+1}$ بلغت قيمته (0.687) عند مستوى معنوية 1%، وبعد إضافة لزوجة التكاليف (Sticky) إلى النموذج، تبين أن معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) قد بلغ (0.299) وله تأثير إيجابياً عند مستوى معنوية 1% على العوائد السنوية للأسهم، وهذا يعنى أن إضافة لزوجة التكاليف (Sticky) إلى نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) أدت إلى انخفاض معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC). وبالتالي يكون لمتغير لزوجة التكاليف تأثير مباشر على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC). وهذا قبل إضافة متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة.
- في النموذج رقم (3) والخاص باختبار أثر لزوجة التكاليف (Sticky) على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE)، تبين أن قيمة معامل لزوجة التكاليف (Sticky) تبلغ (0.632) وهي قيمة موجبة عن مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية؛ بمعنى آخر وجود تأثير سلبي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE).
- في النموذج رقم (4) وبعد إضافة متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة، يتضح من النتائج الخاصة بالنموذج رقم (4) في الجدول رقم (7) معنوية معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج

رقم (4)، حيث بلغت قيمة معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الرابع (0.183) عند مستوى معنوية 5%، وأيضا يتضح من النتائج الخاصة بالنموذج رقم (4) في الجدول رقم (7) معنوية معامل العلاقة التفاعلية بين دقة توقعات المحللين الماليين والأرباح المستقبلية ($AVFE_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الرابع للدراسة، حيث بلغت قيمة معامل متغير العلاقة التفاعلية بين دقة توقعات المحللين الماليين والأرباح المستقبلية ($AVFE_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الرابع (0.026-) عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتائج تدل على أن دقة توقعات المحللين الماليين لها أثر كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

- ويتضح من النتائج الخاصة بالنموذج رقم (1) والنموذج رقم (4) في الجدول رقم (7) أن معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج رقم (4) للدراسة أقل في القيمة ودرجة المعنوية من معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج رقم (1) للدراسة، حيث بلغت قيمة معامل متغير العلاقة التفاعلية بين لزوجة التكاليف والأرباح المستقبلية ($Sticky_{i.t} * EPS_{i.t+1}$) في النموذج الأول (0.299) عند مستوى معنوية 1%، وبلغته قيمته في النموذج الرابع (0.183) عند مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على أن وساطة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، تعتبر بمثابة وساطة جزئية. وتوضح أيضا النتائج الخاصة بالنموذج رقم (1) والنموذج رقم (4) في الجدول رقم (7) وساطة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح (ERC).

واستناداً إلى النتائج السابقة يتبين أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) لها دور تأثيري كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، ولقد اعتمدت الدراسة الحالية على Sobel Test لتحديد ما إذا كان التخفيض في تأثير لزوجة التكاليف على معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والذى يقيس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، بعد تضمين المتغير الوسيط دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في النموذج رقم (4)، يُعد تخفيضاً كبيراً، وبالتالي ما إذا كان تأثير الوساطة ذا دلالة إحصائية، ولقد وجدت الدراسة الحالية أن إحصائية z-statistic قد بلغت (6.091-) عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهذا ما يؤكد على الدور الوسيط لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC). **وتدعم هذه النتيجة صحة الفرض الثاني للدراسة وهو: تؤثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية**. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Weiss, 2010; Chen, 2013; Banker et al., 2014; Cifitci et al., 2016; Cheong & Zurbruegg, 2016؛ Shirzad et al., 2020; Agarwal, 2022; Li & Sun, 2023) والتي خلصت إلى أن هناك العديد من المتغيرات التي قد تؤثر على العلاقة التأثيرية غير المباشرة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

2- نتائج التحليل الإحصائي الخاصة باختبار فروض البحث في حالة قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج السوق (R^2) كأحد مقاييس التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$):

يهدف هذا القسم إلى بيان نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الثاني والثالث والخامس واختبار فروض البحث:

الفرض الأول: تؤثر لزوجة التكاليف تأثيراً سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.

الفرض الثاني: تؤثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية

وحتى يمكن اختبار صحة الفرض الأول والفرض الثاني للبحث تم صياغة النماذج الثلاثة التالية التي توضح العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم (الذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) في ضوء وجود دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في هذه العلاقة.

النموذج الثانى: يختص النموذج الثاني باختبار أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم (الذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية (يختص النموذج الثاني باختبار الفرض الأول ويساهم في اختبار الفرض الثاني للدراسة)، ويأخذ الصورة التالية:

$$SYNC_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Sticky_{i.t} + \beta_2 Size_{i.t} + \beta_3 MB_{i.t} + \beta_4 ROA_{i.t} + \beta_5 LEV_{i.t} + \beta_6 ANCO_{i.t} + \beta_7 REVOL_{i.t} + \beta_8 STR_{i.t} + \beta_9 IOWN_{i.t} + \beta_{10} QOIV_{i.t} + \beta_{11} OPAQUE_{i.t} + \beta_{12} SMR_{i.t} + \beta_{13} DPS_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

النموذج الثالث: يختص النموذج الثالث باختبار أثر لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) (يختص النموذج الثالث باختبار الفرض الثاني للدراسة)، ويأخذ الصورة التالية:

$$AVFE_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Sticky_{i.t} + \beta_2 Size_{i.t} + \beta_3 MB_{i.t} + \beta_4 ROA_{i.t} + \beta_5 LEV_{i.t} + \beta_6 ANCO_{i.t} + \beta_7 REVOL_{i.t} + \beta_8 ERVOL_{i.t} + \beta_9 IOWN_{i.t} + + \beta_{10} QOIV_{i.t} + \beta_{11} OPAQUE_{i.t} + \beta_{12} OPLEV_{i.t} + \beta_{13} VSALE_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

النموذج الخامس: يختص النموذج الخامس باختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، ويأخذ الصورة التالية:

$$SYNC_{i.t} = \beta_0 + \beta_1 Sticky_{i.t} + \beta_2 AVFE_{i.t} + \beta_3 Size_{i.t} + \beta_4 MB_{i.t} + \beta_5 ROA_{i.t} + \beta_6 LEV_{i.t} + \beta_7 ANCO_{i.t} + \beta_8 REVOL_{i.t} + \beta_9 STR_{i.t} + \beta_{10} IOWN_{i.t} + \beta_{11} QOIV_{i.t} + \beta_{12} OPAQUE_{i.t} + \beta_{13} SMR_{i.t} + \beta_{14} DPS_{i.t} + \sum Year + \sum Industry + \varepsilon_{i.t}$$

وحتى يمكن تحديد جودة وصلاحية نماذج الدراسة المقترحة، تم إجراء العديد من اختبارات الصلاحية وهي؛ استخدام اختبار الازدواج الخطي المتعدد Multicollinearity، اختبار الارتباط الذاتي بين البواقي Auto-Correlation، اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي Heteroscedasticity. ونظراً لعدم وجود مثل هذه المشاكل والتي تتعلق بالشروط اللازمة لتطبيق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية OLS بالنسبة للنموذج الثاني والثالث والخامس، وذلك كما هو موضح بالجداول أرقام (8, 9, 10)، سوف يتم الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية OLS بالنسبة للنموذج الثاني والثالث والخامس. **وكانت نتائج التحليل الإحصائي الخاصة بالنموذج الثاني والثالث والخامس واختبار الفروض للبحث على النحو التالي:**

1/2 اختبار مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي Auto-Correlation Test:

تعتمد الدراسة الحالية على اختبار Durbin Watson للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي، ويوضح الجدول رقم (8) نتائج اختبار Durbin Watson:

جدول رقم (8) نتائج اختبار Durbin-Watson

Model 5	Model 3	Model 2	Model
2.012	1.821	1.872	Durbin- Watson

ويتضح من الجدول رقم (8) من خلال نتائج اختبار Durbin Watson أن قيمة (DW) لجميع نماذج الدراسة المقترحة تقع بين (1.5، 2.5) وهذا يشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بنماذج الدراسة قد تؤثر على دقة نتائج نماذج الدراسة.

2/2 اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) Heteroscedasticity Test:

للتأكد من عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) تعتمد الدارسة على اختبار White Test، حيث إذا كانت القيمة الاحتمالية p-value لاختبار chi^2 لكل نموذج من النماذج المقترحة للدراسة أكبر من 5%، فإن ذلك يشير إلى ثبات تباينات أخطاء التقدير العشوائية (البواقي) لتلك النماذج، ويوضح الجدول رقم (9) نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية باستخدام اختبار White Test:

جدول رقم (9) نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية

p-value	chi^2	Models
0.789	30.123	Model 2
0.173	29.795	Model 3
0.213	22.456	Model 5

ويتضح من الجدول (9) أن القيمة الاحتمالية p-value لاختبار chi^2 لكل نموذج من النماذج المقترحة للدراسة أكبر من 5%، وهذا يشير إلى ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) لتلك النماذج، وأن تلك النماذج لا تعاني من مشكلة اختلاف تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي).

3/2 اختبار الازدواج الخطي المتعدد Multicollinearity Test:

يوضح الجدول رقم (10) نتائج اختبار التحقق من مشكلة الازدواج الخطي المتعدد لمتغيرات النموذج الثاني والثالث والخامس، ويتم إجراء هذا الاختبار باستخدام مقياس Collinearity Diagnostics، حيث تم الاعتماد على معامل تضخم التباين (VIF) والتباين المسموح به Tolerance للتأكد من عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى المتعدد.

جدول رقم (10) نتائج اختبار الازدواج الخطي المتعدد

Model 5		Model 3		Model 2		Explained variable
R		AVFE		R		
VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	VIF	Tolerance	Explanatory variable
2.345	0.443	2.701	0.786	2.198	0.985	Sticky
3.768	0.567					AVFE
3.567	0.652	2.776	0.457	2.011	0.652	Size
2.890	0.654	1.543	0.891	1.765	0.789	MB
1.092	0.997	2.781	0.564	2.234	0.765	ROA
2.345	0.456	1.890	0.901	3.876	0.567	LEV
1.678	0.775	1.456	0.601	1.109	0.998	ANCO
1.145	0.875	2.431	0.996	3.475	0.901	REVOL
		2.021	0.876			ERVOL
1.112	0.845	2.015	0.845	1.345	0.761	IOWN
2.651	0.887	1.764	0.912	2.012	0.643	QOIV
1.290	0.675	1.897	0.570	2.345	0.865	OPAQUE
		1.671	0.911			OPLEV
		2.123	0.873			VSALE
1.568	0.872			2.345	0.876	STR
1.294	0.647			1.567	0.705	DPS
1.435	0.778			3.034	0.609	SMR

ويتضح من نتائج الجدول رقم (10) أن جميع قيم معامل تضخم التباين (VIF) للمتغيرات المستقلة والوسيطة والرقابية أقل من (10)، وأن قيمة التباين المسموح به Tolerance للمتغيرات المستقلة والوسيطة والرقابية أكبر من (0.05)، وهذا يدل على عدم وجود مشكلة التداخل الخطى، ويشير أيضا إلى قوة النماذج المقترحة في تفسير الأثر على المتغير التابع وعدم تأثير مشكلة الازدواج الخطى المتعدد على صحة هذه النماذج.

4/2 نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد لاختبار فروض الدراسة في حالة قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم باستخدام نموذج السوق (R^2) كأحد مقاييس التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$):

يوضح الجدول رقم (11) نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لنماذج الدراسة الثاني والثالث والخامس، لاختبار فروض الدراسة في حالة قياس أثر لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) في ضوء دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE). وتتمثل الإحصائيات الواردة في الجدول رقم (11) في التالي: (β) تمثل معاملات الانحدار، وقيم (t) المحسوبة، ومستوى المعنوية (Sig.) للنموذج، وفيما يلي نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لنماذج الدراسة الثاني والثالث والخامس:

جدول رقم (11) نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد لنماذج الدراسة الثاني والثالث والخامس

Model 5		Model 3		Model 2		
SYNC		AVFE		SYNC		Explained variable
t	β	t	β	t	β	Explanatory variable
-1.001	-0.870	2.809	0.125	1.031	0.021	Constant
1.206	0.012**	3.012	0.632**	3.512	0.023**	Sticky
2.021	0.213**					AVFE
3.001	0.021**	2.012	0.720**	4.123	0.064**	Size
-1.999	-0.089	-0.543	-0.002	-3.125	-0.101	MB
-3.412	-0.156*	-2.704	-0.532*	-2.467	-0.131**	ROA
-4.065	-0.298**	3.021	2.987**	-4.990	-0.312**	LEV
5.134	0.210**	-1.987	-1.101	4.023	0.145**	ANCO
-6.091	-0.256**	-0.785	-0.083	-4.812	-0.121**	REVOL
		-2.011	-0.065			ERVOL
-3.877	-0.093*	-0.813	-0.021	-6.345	-0.156**	IOWN
-2.018	-0.032*	4.201	1.987**	-3.788	-0.087**	QOIV
-2.213	-0.120*	3.098	2.013**	-3.001	-0.234***	OPAQUE
		5.098	3.863**			OPLEV
		-3.011	-0.083*			VSALE
-4.345	-0.098**			-6.874	-0.132**	STR
-1.457	-0.123			-2.234	-0.089**	DPS
2.902	0.125**			1.012	0.066	SMR
Included		Included		Included		Year
Included		Included		Included		Industry
21.012		13.635		19.032		F-test
0.000		0.000		0.000		Prob > F
0.613		0.489		0.652		R^2
0.580		0.410		0.595		Adjusted R^2
350		350		350		Observations
***p < 0.01, **p < 0.05, *p < 0.1.						

يتضح من الجدول رقم (11) أن قيمة (F) المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين (AVOVA)، قد بلغت للنموذج الثاني (19.032)، وبلغت للنموذج الثالث (13.635)، وبلغت للنموذج الخامس (21.012)، عند مستوى معنوية أقل من 1%، وهذا يبين معنوية هذه النماذج الثلاثة ويثبت أن النماذج ككل ملائمة لدراسة العلاقة بين المتغيرات التفسيرية والمتغير التابع.

وأظهرت نتائج تحليل الانحدار الخطى المتعدد بالجدول رقم (11) أن قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 المحسوبة للنموذج الثاني بلغت (0.595)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر 59.5% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 40.5% ترجع إلى لعوامل أو متغيرات أخرى، وهذا يعنى أن النموذج الأول يتمتع بقدرة تفسيرية متوسطة إلى حد ما. في حين بلغت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 المحسوبة للنموذج الثالث (0.410)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر 41% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 59% ترجع إلى لعوامل أو متغيرات أخرى، وهذا يعنى أن النموذج الثالث يتمتع بقدرة تفسيرية متوسطة إلى حد ما. وبلغت قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 المحسوبة للنموذج الخامس (0.580)، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر 58% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 42% ترجع إلى لعوامل أو متغيرات أخرى، وهذا يعنى أن النموذج الخامس يتمتع بقدرة تفسيرية متوسطة إلى حد ما. ويتبين من نتائج الجدول رقم (11) أن القدرة التفسيرية لنماذج الدراسة متوسطة، بالإضافة إلى تقارب قيمة معامل التحديد R^2 مع قيمة معامل التحديد المعدل Adjusted R^2 للنماذج الثلاثة، مما يشير إلى أن حجم العينة مناسب للاعتماد عليه في تحليل النتائج وتعميمها، بالإضافة إلى دقة النماذج الثلاثة واستقلالية العوامل المؤثرة على المتغير التابع وارتفاع الملاءمة القيمية لكل نموذج.

وبالنسبة للنموذج الثاني: تشير إحصاءات نتائج نموذج الانحدار رقم (2) بالجدول رقم (11) والخاص بالعلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، إلى أن قيمة معامل لزوجة التكاليف (Sticky) تبلغ (0.023) وهي قيمة موجبة عن مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)؛ بمعنى آخر وجود تأثير سلبى ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. وهذا يعنى أن انخفاض لزوجة التكاليف تؤدى إلى انعكاس أكبر للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم مقارنة بالمعلومات المشتركة في السوق و/أو الصناعة؛ وهذا يعنى انخفاض التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، ويعنى أيضاً زيادة المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم. **واستناداً إلى النتائج السابقة يتبين أن لزوجة التكاليف تؤثر تأثيراً سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، وذلك في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، وتدعم هذه النتيجة صحة الفرض الأول للدراسة وهو: تؤثر لزوجة التكاليف تأثيراً سلبياً على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.** ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Castro & Santana, 2018; Tiron-Tudor & Achim, 2019; Almasarwah et al., 2020; Agarwal, 2022; Li & Sun, 2023)، والتي أكدت على أن ارتفاع درجة لزوجة التكاليف يجعل الشركة أقل كفاءة وأقل قدرة على التكيف مع ظروف السوق المتغيرة، ويؤدى إلى بيئة معلوماتية مبهمة، مما يجعل أسعار الأسهم لا تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، مما يعنى انعكاس أقل للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم، وبالتالي زيادة التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، وهذا يؤدى إلى انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

وبالنسبة للنموذج الثالث: تشير إحصاءات نتائج نموذج الانحدار رقم (3) بالجدول رقم (11) والخاص باختبار أثر لزوجة التكاليف (Sticky) على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE)، إلى أن قيمة معامل لزوجة التكاليف (Sticky) تبلغ (0.632) وهي قيمة موجبة عن مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية؛ بمعنى آخر وجود تأثير سلبى ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE). وهذا يعنى أن ارتفاع مستوى لزوجة التكاليف يؤدى إلى زيادة متوسط أخطاء التوقع بالأرباح المستقبلية من جانب المحللين الماليين؛ وهذا يعنى أن زيادة لزوجة التكاليف تقلل من دقة توقعات المحليين الماليين للأرباح المستقبلية. ويتفق ذلك مع نتائج دراسة كل من (Banker & Chen, 2006; Kim & Prather-Kinsey, 2010; Weiss, 2010; Ciftci et al., 2016; Serafeim & Yoon, 2022; Li & Sun; 2023)، والتي أكدت على أن زيادة درجة لزوجة التكاليف تؤدى إلى ارتفاع درجة تقلبات الأرباح للشركات، ومن ثم تؤدى إلى انخفاض دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، كما أن ارتفاع لزوجة التكاليف يؤدى إلى قلة المتابعة أو التغطية من جانب المحللين الماليين بسبب غموض التقارير المالية للشركات، وبالتالي تزيد من أخطاء التوقعات للأرباح المستقبلية، وأن

تجاهل المحللين الماليين أخذ لزوجة التكاليف في الحسبان عند التوقع بالأرباح بسبب صعوبة حصولهم على البيانات الداخلية للتكاليف، يؤدى إلى ارتفاع نسبة الأخطاء في التوقعات بالأرباح المستقبلية.

وبالنسبة للنموذج الخامس والذي يتعلق باختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، فحتى يمكن اختبار أثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، نتبع الخطوات التالية:

- تشير النتائج الخاصة بالنموذج رقم (2) في الجدول رقم (11)، إلى أن قيمة معامل متغير لزوجة التكاليف (Sticky) في النموذج الثاني قد بلغت (0.023) وله تأثير معنوي وإيجابي عند مستوى معنوية 5%، قبل إضافة متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة، وبالتالي يكون لمتغير لزوجة التكاليف تأثير مباشر على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس من خلال نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$).
- في النموذج رقم (3) والخاص باختبار أثر لزوجة التكاليف (Sticky) على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE)، تبين أن قيمة معامل لزوجة التكاليف (Sticky) تبلغ (0.632) وهي قيمة موجبة عن مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على وجود تأثير إيجابي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على القيمة المطلقة لأخطاء توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية؛ بمعنى آخر وجود تأثير سلبي ومعنوي لدرجة لزوجة التكاليف على دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE).
- في النموذج رقم (5) وبعد إضافة متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة، يتضح من النتائج الخاصة بالنموذج رقم (5) في الجدول رقم (11) معنوية معامل متغير لزوجة التكاليف (Sticky) في النموذج رقم (5)، حيث بلغت قيمة معامل متغير لزوجة التكاليف (Sticky) في النموذج الخامس (0.012) عند مستوى معنوية 5%، وأيضا يتضح من النتائج الخاصة بالنموذج رقم (5) في الجدول رقم (11) معنوية معامل دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في النموذج الخامس للدراسة، حيث بلغت قيمة معامل متغير دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في النموذج الخامس (0.213) عند مستوى معنوية 5%، وهذه النتائج تدل على أن دقة توقعات المحللين الماليين يكون لها أثر كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية.
- ويتضح من النتائج الخاصة بالنموذج رقم (2) والنموذج رقم (5) في الجدول رقم (11) أن معامل متغير لزوجة التكاليف (Sticky) في النموذج رقم (5) للدراسة أقل في القيمة من معامل متغير لزوجة التكاليف (Sticky) في النموذج رقم (2) للدراسة، حيث بلغت قيمة معامل متغير لزوجة التكاليف (Sticky) في النموذج الثاني (0.023) عند مستوى معنوية 5%، وبلغته قيمته في النموذج الخامس (0.012) عند مستوى معنوية 5%، وهذا يدل على أن وساطة دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف (Sticky) والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، تعتبر بمثابة وساطة جزئية.

وفى ضوء النتائج السابقة، يتضح أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) لها دور تأثيري كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، ولقد اعتمدت الدراسة الحالية على Sobel Test لتحديد ما إذا كان التخفيض في تأثير لزوجة التكاليف على التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) والذى يقيس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، بعد تضمين المتغير الوسيط دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في النموذج رقم (5)، يُعد تخفيضاً كبيراً، وبالتالي ما إذا كان تأثير الوساطة ذا دلالة إحصائية، ولقد وجدت الدراسة الحالية أن إحصائية z-statistic قد بلغت (-4.761) عند مستوى معنوية أقل من 5%، وهذا ما يؤكد على الدور الوسيط لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية (AVFE) في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$).

وتدعم هذه النتيجة صحة الفرض الثاني للدراسة وهو: تؤثر دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كل من (Shirzad et al., 2020; Agarwal, 2022; Li & Sun, 2023)، والتي خلصت إلى أن هناك العديد من المتغيرات التي قد تؤثر على العلاقة التأثيرية غير المباشرة بين بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

القسم السادس: نتائج وتوصيات البحث ومجالات البحث المستقبلية:

أولاً: نتائج البحث:

استهدفت الدراسة محاولة العمل على زيادة كفاءة المعلومات في سوق رأس المال، وترشيد أحكام وقرارات المستثمرين في الأسواق المالية، وذلك من خلال دراسة واختبار الدور التأثيري لدقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم في بيئة الأعمال المصرية، وفى ضوء ذلك توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تناولها على النحو التالي:

- أن زيادة درجة لزوجة التكاليف تؤدى إلى ارتفاع درجة تقلبات الأرباح للشركات، ومن ثم تؤدى إلى انخفاض دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية، كما أن ارتفاع لزوجة التكاليف يؤدى إلى قلة المتابعة أو التغطية من جانب المحللين الماليين بسبب غموض التقارير المالية للشركات، وبالتالي تزيد من أخطاء التوقعات للأرباح المستقبلية، وأن تجاهل المحللين الماليين أخذ لزوجة التكاليف في الحسبان عند التوقع بالأرباح بسبب صعوبة حصولهم على البيانات الداخلية للتكاليف، يؤدى إلى ارتفاع نسبة الأخطاء في التوقعات بالأرباح المستقبلية.
- أن لزوجة التكاليف الناجمة عن قرارات إدارة الشركة المتعمدة لتعديل الموارد تؤدى إلى بيئة معلوماتية مبهمة، وزيادة تقلبات الأرباح وارتفاع تقلب الأصول، ومن ثم تؤثر بشكل كبير على معامل استجابة الأرباح لأسعار الأسهم، وأن انخفاض درجة لزوجة التكاليف تعمل على تحسين قدرة العوائد الحالية على عكس الأرباح المستقبلية في أسعار الأسهم، وهو ما يتجلى في ارتفاع معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والذي يعنى تحسين المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- أن زيادة درجة لزوجة التكاليف يجعل الشركة أقل كفاءة وأقل قدرة على التكيف مع ظروف السوق المتغيرة، ويؤدى إلى بيئة معلوماتية مبهمة، مما يجعل أسعار الأسهم لا تعكس بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة، مما يعنى انعكاس أقل للمعلومات الخاصة على مستوى الشركة في أسعار الأسهم، وبالتالي زيادة التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، وهذا يؤدى إلى انخفاض المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية لها دور تأثيري كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، وأن تضمين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC)، يؤدى إلى تخفيض تأثير لزوجة التكاليف على معامل استجابة الأرباح المستقبلية (FERC) والذى يقيس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- أن دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية لها دور تأثيري كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، وأن تضمين دقة توقعات المحللين الماليين للأرباح المستقبلية كمتغير وسيط في العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم والذي يُقاس باستخدام نموذج التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$)، يؤدى إلى تخفيض تأثير لزوجة التكاليف على التزامن في حركة أسعار الأسهم ($SYNC$) والذى يقيس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.

ثانياً: التوصيات المقترحة للبحث:

في ضوء النتائج التي توصل إليها البحث فإنه يمكن تقديم مجموعة من التوصيات التالية:

- الاستفادة من المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، كون ذلك يعكس معلومات عن الأرباح المستقبلية بحيث يستفاد منها في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتحقيق التخصيص الكفء للموارد في سوق رأس المال.
- زيادة وعى المحللين الماليين والمستثمرين بقضية لزوجة التكاليف لما لها من آثار كبيرة على البيئة المعلوماتية للشركات ودقة توقعات الأرباح المستقبلية ومن ثم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- ضرورة قيام الشركات المدرجة بالإفصاح عن معلومات لزوجة التكاليف، مثل المعلومات عن الآلات والمعدات، وعلاقات عقود الموظفين، وما إلى ذلك، لما لذلك من تأثير على دقة توقعات الأرباح المستقبلية ومن ثم المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم، وعلى كفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال.
- ضرورة قيام الجهات المنظمة في تحديد المتطلبات الأساسية للإفصاح الفعال عن معلومات لزوجة التكاليف للشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- ضرورة قيام سوق الأوراق المالية المصري من خلال دوره الإعلامي والتثقيفي بتوعية وتثقيف المستثمرين بضرورة فهم وإدراك قضية لزوجة التكاليف وتحسين دقة توقعات الأرباح من أجل تحسين كفاءة المعلومات المتعلقة بأسعار الأسهم في السوق بأكملها.
- ضرورة إدراج مستويات عدم تماثل التكاليف في نماذج قياس المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم وذلك لزيادة دقة مخرجات هذه النماذج والحد من قضية عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركات وأصحاب المصالح.
- ضرورة زيادة الجهود البحثية فيما يتعلق الآثار والعواقب المتعلقة بعدم تماثل سلوك التكاليف على قرارات أصحاب المصالح وكفاءة تخصيص الموارد في سوق رأس المال.

ثالثاً: مجالات البحث المستقبلية:

تقترح الدراسة الحالية بعض المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لدراسات وبحوث مستقبلية والتي تتمثل في التالي:

- دمج متغيرات جودة الحوكمة في نموذج العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم مع بيان أثر ذلك على القيمة السوقية للشركة.
- تقييم أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم للشركات المدرجة في البورصة المصرية.
- استخدام نماذج بديلة لقياس لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم مع بيان أثر ذلك على القيمة السوقية للشركة.
- دراسة أثر نوع الاستراتيجية التنافسية للشركة على العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- دراسة الأساليب والأدوات التي يمكن أن تحد من الأثار السلبية لكل من لزوجة التكاليف وممارسات إدارة الأرباح على المحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- فحص أثر تبنى معايير التقارير المالية الدولية على العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- دراسة أثر لزوجة التكاليف على العلاقة بين قابلية القوائم المالية للمقارنة والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم.
- دمج متغيرات تفسيرية جديدة في نموذج العلاقة بين لزوجة التكاليف والمحتوى المعلوماتي لأسعار الأسهم مثل التحفظ المحاسبي، جودة الإفصاح المحاسبي، جودة الأرباح المحاسبية، هيكل الملكية، ودراسة واختبار تأثيراتها وانعكاساتها المحاسبية على هذه العلاقة للشركات المدرجة في البورصة المصرية.

مراجع البحث:

المراجع العربية:

الحناوي، السيد محمود. (2019). تحليل أثر الخصائص التشغيلية للشركة على منفعة المعلومات المحاسبية لربحية السهم وقيمته الدفترية لأغراض تحديد أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري. مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 3 (3)، 185-245.

الزكي، لمياء كمال محمود محمد. (2019). تأثير مخاطر السلوك غير المتماثل للتكلفة على قيمة المنشأة: دراسة ميدانية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، 10(العدد الثالث، الجزء الأول)، 758-789.

الزمر، عماد. (2023). تأثير مستويات عدم تماثل سلوك التكلفة خلال مراحل دورة حياة المنشأة على دقة قياس ملائمة قيمة المعلومات المحاسبية: دراسة تطبيقية .مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 7 (20)، 66-115.

المر، نرمين علي محمد. (2022). قياس تأثير دقة تنبؤات المحللين بالأرباح على قرارات المستثمرين في ضوء المعايير المرتبطة. المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، 4 (1)، 447-514.

سراج، أسماء عبد المنعم محمد. (2022). نموذج كمي مقترح لقياس أثر السلوك غير المتماثل للتكلفة على دقة التنبؤ بجودة الأرباح المحاسبية للشركات الصناعية المسجلة بالبورصة المصرية: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للبحوث التجارية (جامعة المنوفية)، 45 (2)، 515-574.

محمود، سحر عبد السميع. (2021). أثر السلوك غير المتماثل للتكلفة على قيمة الشركة – دراسة تطبيقية. مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، 7 (11)، 343-368.

المراجع الأجنبية:

Abdullah, A. A. H. (2021). Cost stickiness and firm profitability: A study in Saudi Arabian industries. Investment Management and Financial Innovations, 18(3), 327-333.

Abedifar, P., Bouslah, K., & Zheng, Y. (2021). Stock price synchronicity and price informativeness: Evidence from a regulatory change in the US banking industry. Finance Research Letters, 40, 101678.

Abernathy, J. L., Herrmann, D., Kang, T., & Krishnan, G. V. (2013). Audit committee financial expertise and properties of analyst earnings forecasts. Advances in Accounting, 29(1), 1-11.

Agarwal, N. (2022). Cost Stickiness and Stock Price Delay. European Accounting Review, 1-25.

Aggarwal, C. C. (2015). Outlier Analysis. In Data Mining (pp. 237-263): Springer International Publishing.

Agnes Cheng, C. S., & Li, S. (2014). Does income smoothing improve earnings informativeness? a comparison between the US and China markets. China Accounting and Finance Review, 16, 1-20.

Ahmed, B., & Boutheina, R. (2017). The accuracy of financial analysts' earnings forecasts and the Tunisian market reliance with time. Cogent Economics & Finance, 5(1), 1345186.

Almasarwah, A., Almaharmeh, M., Omush, A. M. A., & Sarea, A. (2020). Profit warning and its association with stock price informativeness: experimental analysis. Journal of Investment Compliance, 21(4), 209-230.

Anderson, M. C., Banker, R. D., & Janakiraman, S. N. (2003). Are selling, general, and administrative costs "sticky"?. Journal of accounting research, 41(1), 47-63.

Ang, A., Hodrick, R. J., Xing, Y., & Zhang, X. (2006). The cross-section of volatility and expected returns. The journal of finance, 61(1), 259-299.

Ayers, B. C., & Freeman, R. N. (2003). Evidence that analyst following and institutional ownership accelerate the pricing of future earnings. Review of Accounting Studies, 8, 47-67.

Banker, R. D., & Byzalov, D. (2014). Asymmetric cost behavior. Journal of Management Accounting Research, 26(2), 43-79.

Banker, R. D., & Chen, L. (2006). Predicting earnings using a model based on cost variability and cost stickiness. The accounting review, 81(2), 285-307.

Banker, R. D., Basu, S., Byzalov, D., & Chen, J. Y. (2016). The confounding effect of cost stickiness on conservatism estimates. Journal of Accounting and Economics, 61(1), 203-220.

Banker, R. D., Byzalov, D., & Chen, L. T. (2013). Employment protection legislation, adjustment costs and cross-country differences in cost behavior. Journal of Accounting and Economics, 55(1), 111-127.

Banker, R. D., Byzalov, D., Fang, S., & Liang, Y. (2018). Cost management research. Journal of Management Accounting Research, 30(3), 187-209.

Banker, R. D., Chen, J., Kama, I. and Weiss, D., Cost Behavior, Earnings Expectations and Stock Prices (2014, July). AAA 2014 Management Accounting Section (MAS) Meeting Paper, Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2312550

Barry, C. B., & Brown, S. J. (1985). Differential information and security market equilibrium. Journal of financial and quantitative analysis, 20(4), 407-422.

Baumgarten, D. (2012). The Cost Stickiness Phenomenon: Causes, Characteristics, and Implications for Fundamental Analysis and Financial Analysts 'Forecasts. Springer Science & Business Media.

Berkman, H., Dimitrov, V., Jain, P. C., Koch, P. D., & Tice, S. (2009). Sell on the news: Differences of opinion, short-sales constraints, and returns around earnings announcements. Journal of Financial Economics, 92(3), 376-399.

Bouteska, A. (2018). The influence of corporate governance mechanisms on the behavior of financial analysts of us firms: an empirical analysis. In International corporate governance and regulation (pp. 131-172). Emerald Publishing Limited.

Bouteska, A., & Mili, M. (2022). Does corporate governance affect financial analysts' stock recommendations, target prices accuracy and earnings forecast characteristics? An empirical investigation of US companies. Empirical Economics, 63(4), 2125-2171.

Bu, D., Wen, C., & Banker, R. D. (2015). Implications of asymmetric cost behaviour for analysing financial reports of companies in China. China Journal of Accounting Studies, 3(3), 181-208.

Bugeja, M., Lu, M., & Shan, Y. (2015). Cost stickiness in Australia: Characteristics and determinants. Australian Accounting Review, 25(3), 248-261.

Call, A. C., Sharp, N. Y., & Wong, P. A. (2019). Changes in analysts' stock recommendations following regulatory action against their brokerage. Review of Accounting Studies, 24, 1184-1213.

Calleja, K., Steliaros, M., & Thomas, D. C. (2006). A note on cost stickiness: Some international comparisons. Management Accounting Research, 17(2), 127-140.

Cannon, J. N. (2014). Determinants of "sticky costs": An analysis of cost behavior using United States air transportation industry data. The Accounting Review, 89(5), 1645-1672.

Cannon, J. N., Hu, B., Lee, J. J., & Yang, D. (2020). The effect of international takeover laws on corporate resource adjustments: Market discipline and/or managerial myopia?. Journal of International Business Studies, 51, 1443-1477.

Castro, F. H., & Santana, V. (2018). Informativeness of stock prices after IFRS adoption in Brazil. Journal of Multinational Financial Management, 47, 46-59.

Chan, K., & Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. Journal of Financial Economics, 80(1), 115-147.

Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. Contemporary Accounting Research, 29(1), 252-282.

Chen, J. V., Kama, I., & Lehavy, R. (2015). Management expectations and asymmetric cost behavior. SSRN Electronic Journal, January.

Chen, J. V., Kama, I., & Lehavy, R. (2019). A contextual analysis of the impact of managerial expectations on asymmetric cost behavior. Review of Accounting Studies, 24, 665-693.

Chen, J. Y. S. (2013). Implications of sticky cost behavior for earnings surprise and market reaction (Doctoral dissertation, Temple University. Libraries).

Cheng, Q., Du, F., Wang, X., & Wang, Y. (2016). Seeing is believing: Analysts' corporate site visits. Review of Accounting Studies, 21, 1245-1286.

Cheong, C. S., & Zurbruegg, R. (2016). Analyst forecasts and stock price informativeness: Some international evidence on the role of audit quality. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 12(3), 257-273.

Choi, B., & Jung, K. (2008). Analyst following, institutional investors and pricing of future earnings: evidence from Korea. Journal of International Financial Management & Accounting, 19(3), 261-286.

Choi, J. H., Choi, S., Myers, L. A., & Ziebart, D. (2019). Financial statement comparability and the informativeness of stock prices about future earnings. Contemporary Accounting Research, 36(1), 389-417.

Ciftci, M., & Salama, F. M. (2018). Stickiness in costs and voluntary disclosures: Evidence from management earnings forecasts. Journal of Management Accounting Research, 30(3), 211-234.

Ciftci, M., Mashruwala, R., & Weiss, D. (2016). Implications of cost behavior for analysts' earnings forecasts. Journal of Management Accounting Research, 28(1), 57-80.

Clarke, R., de Silva, H., & Thorley, S. (2021). Price Informativeness with Equity Market Factors. The Journal of Portfolio Management, 48(2), 66-79.

Coller, M., & Yohn, T. L. (1997). Management forecasts and information asymmetry: An examination of bid-ask spreads. Journal of accounting research, 35(2), 181-191.

Collins, D. W., Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneuos return-earnings association. Journal of Accounting and Economics, 18(3), 289-324.

Costa, M. D., & Habib, A. (2021). Trade credit and cost stickiness. Accounting & Finance, 61(1), 1139-1179.

Costa, M. D., & Habib, A. (2023). Cost stickiness and firm value. Journal of Management Control, 34:235–273

Cotter, J., Tarca, A., & Wee, M. (2012). IFRS adoption and analysts' earnings forecasts: Australian evidence. Accounting & Finance, 52(2), 395-419.

Dai, J., Huang, R., & Yan, Y. (2018). Cost Stickiness and Management's Issuance of Earnings Forecasts. Journal of Applied Business & Economics, 20(6), 40-56.

Dasgupta, S., Gan, J., & Gao, N. (2010). Transparency, price informativeness, and stock return synchronicity: Theory and evidence. Journal of Financial and Quantitative analysis, 45(5), 1189-1220.

De Cesari, A., & Huang-Meier, W. (2015). Dividend changes and stock price informativeness. Journal of Corporate Finance, 35, 1-17.

Degeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2013). Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study. Journal of Accounting and Public Policy, 32(1), 1-25.

Derrien, F., Kecskés, A., & Mansi, S. A. (2016). Information asymmetry, the cost of debt, and credit events: Evidence from quasi-random analyst disappearances. Journal of Corporate Finance, 39, 295-311.

Dierynck, B., Landsman, W. R., & Renders, A. (2012). Do managerial incentives drive cost behavior? Evidence about the role of the zero earnings benchmark for labor cost behavior in private Belgian firms. The Accounting Review, 87(4), 1219-1246.

Driskill, M., Kirk, M. P., & Tucker, J. W. (2020). Concurrent earnings announcements and analysts' information production. The Accounting Review, 95(1), 165-189.

Dunham, L. M., & Grandstaff, J. L. (2022). The value relevance of earnings, book values, and other accounting information and the role of economic conditions in value relevance: a literature review. Accounting Perspectives, 21(2), 237-272.

Ezat, A. N. M. (2014). Corporate governance ownership structure and cost stickiness: Evidence from Egypt. The Egyptian Journal of Business Studies, Mansoura University, 4(38), 27-78.

Ferreira, D., Ferreira, M. A., & Raposo, C. C. (2011). Board structure and price informativeness. Journal of Financial economics, 99(3), 523-545.

Fourati, Y. M., Ghorbel, R. C., & Jarboui, A. (2020). Sticky cost behavior and its implication on accounting conservatism: a cross-country study. Journal of Financial Reporting and Accounting, 18(1), 169-197.

Fresard, L. (2012). Cash savings and stock price informativeness. Review of Finance, 16(4), 985-1012.

Gassen, J., Skaife, H. A., & Veenman, D. (2020). Illiquidity and the measurement of stock price synchronicity. Contemporary Accounting Research, 37(1), 419-456.

Gelb, D. S., & Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. Review of accounting studies, 7, 33-52.

George, D., & Mallery, P. (2019). IBM SPSS statistics 26 step by step: A simple guide and reference. Routledge.

Golden, J., Mashruwala, R., & Pevzner, M. (2020). Labor adjustment costs and asymmetric cost behavior: An extension. Management Accounting Research, 46, 100647.

Guenther, T. W., Riehl, A., & Rößler, R. (2014). Cost stickiness: state of the art of research and implications. Journal of Management Control, 24, 301-318.

Gujarati, D., (2004), "Basic Econometrics", Fourth Edition, New York, the McGraw−Hill Companies

Guo, C., Yang, B., & Fan, Y. (2022). Does mandatory CSR disclosure improve stock price informativeness? Evidence from China. Research in International Business and Finance, 62, 101733.

Habib, A., & Costa, M. D. (2022). Cost stickiness and stock price crash risk. Accounting & Finance, 62(4), 4247-4278.

Haggard, K. S., Martin, X., & Pereira, R. (2008). Does voluntary disclosure improve stock price informativeness?. Financial Management, 37(4), 747-768.

Han, S., Rezaee, Z., & Tuo, L. (2020). Is cost stickiness associated with management earnings forecasts?. Asian Review of Accounting, 28(2), 173-211.

Hartlieb, S. (2023). Consumer Sentiment, Managerial Expectations and Resource Adjustment Decisions. European Accounting Review, 32(2), 481-511.

Hartlieb, S., & Loy, T. R. (2022). The impact of cost stickiness on financial reporting: evidence from income smoothing. Accounting & Finance, 62(3), 3913-3950.

Hartlieb, S., Loy, T. R., & Eierle, B. (2020). Does community social capital affect asymmetric cost behaviour?. Management Accounting Research, 46, 100640.

Haw, I. M., Hu, B., Lee, J. J., & Wu, W. (2012). Investor protection and price informativeness about future earnings: international evidence. Review of Accounting Studies, 17, 389-419.

He, J., Tian, X., Yang, H., & Zuo, L. (2020). Asymmetric cost behavior and dividend policy. Journal of Accounting Research, 58(4), 989-1021.

Homburg, C., & Nasev, J. (2008). How Timely are Earnings When Costs are Sticky?. SSRN: Social Science Research Network.

Homburg, C., Nasev, J., Reimer, K., & Uhrig-Homburg, M. (2016). Does cost management affect credit risk?. SSRN: Social Science Research Network

Hu, S., Liu, M., Sohn, B. C., & Yuen, D. C. (2021, October). The impact of disclosure quality on analyst forecasts in China. In Accounting Forum (Vol. 45, No. 4, pp. 411-434). Routledge.

Huang, A. H., Lehavy, R., Zang, A. Y., & Zheng, R. (2018). Analyst information discovery and interpretation roles: A topic modeling approach. Management science, 64(6), 2833-2855.

Huang, D., Jiang, F., Tu, J., & Zhou, G. (2017, July). Cost behavior and stock returns. In Asian Finance Association (AsianFA) 2015 Conference Paper.

Hutton, A. P., & Stocken, P. C. (2021). Prior forecasting accuracy and investor reaction to management earnings forecasts. Journal of Financial Reporting, 6(1), 87-107.

Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. Journal of financial Economics, 94(1), 67-86.

Ibrahim, A. E. A. (2015). Economic growth and cost stickiness: evidence from Egypt. Journal of Financial Reporting and Accounting, 13(1), 119-140.

Ibrahim, A. E. A. (2018). Board characteristics and asymmetric cost behavior: evidence from Egypt. Accounting Research Journal, 31(2), 301-322.

Istianingsih, Trireksani, T., & Manurung, D. T. (2020). The impact of corporate social responsibility disclosure on the future earnings response coefficient (ASEAN banking analysis). Sustainability, 12(22), 9671.

Jeong, K. (2020). The effect of audit quality on analyst following. Cogent Business & Management, 7(1), 1798068.

Jiang, G., Lee, C. M., & Zhang, Y. (2005). Information uncertainty and expected returns. Review of Accounting Studies, 10, 185-221.

Kama, I., & Weiss, D. (2013). Do earnings targets and managerial incentives affect sticky costs?. Journal of accounting research, 51(1), 201-224.

Kim, M., & Prather-Kinsey, J. (2010). An additional source of financial analysts' earnings forecast errors: imperfect adjustments for cost behavior. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 25(1), 27-51.

Kontesa, M., & Brahmana, R. K. (2018). Cost stickiness effect on firm's performance: insights from Malaysia. Asia-Pacific Management Accounting Journal (APMAJ), 13(1), 1-19.

Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. Accounting review, 467-492.

Lassak, M. (2022). Voluntary disclosure, price informativeness, and efficient investment. Price Informativeness, and Efficient Investment (March 6, 2022).

Lee, C. M., & Swaminathan, B. (2000). Price momentum and trading volume. the Journal of Finance, 55(5), 2017-2069.

Lee, J. J. (2018). Economic determinants of price informativeness about future earnings. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 14(1), 83-102.

Lee, W. J., Pittman, J., & Saffar, W. (2020). Political uncertainty and cost stickiness: Evidence from national elections around the world. Contemporary Accounting Research, 37(2), 1107-1139.

Li, J., & Luo, Z. (2021). Product market competition and cost stickiness: Evidence from China. Managerial and Decision Economics, 42(7), 1808-1821.

Li, J., & Sun, Z. (2023). Cost stickiness, earnings forecast accuracy, and the informativeness of stock prices about future earnings: evidence from China. Humanities and Social Sciences Communications, 10(1), 1-16.

Li, W. L., & Zheng, K. (2017). Product market competition and cost stickiness. Review of quantitative finance and accounting, 49, 283-313.

Lin, K. J., Karim, K., & Carter, C. (2014). Stock price informativeness and idiosyncratic return volatility in emerging markets: Evidence from China. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, 17(04), 1450025.

Liu, R., Kong, X., San, Z., & Tsang, A. (2018). Audited financial reporting and voluntary disclosure: International evidence on management earnings forecasts. International Journal of Auditing, 22(2), 249-267.

Loy, T. R., & Hartlieb, S. (2021). Corporate governance and cost management: evidence from global board reforms. Available at SSRN 3792152.

Lundholm, R., & Myers, L. A. (2002). Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns-earnings relation. Journal of accounting research, 40(3), 809-839.

Lyimo, G. D., & Pradesh, U. (2014). Accrual quality and stock price informativeness: Evidence from India. Research Journal of Finance and Accounting, 5(12), 88-96.

Magheed, B. A. (2016). The determines of the sticky cost behavior in the Jordanian industrial companies listed in Amman stock market. Journal of Accounting, Business and Management (JABM), 23(1), 64-81.

Mahdavinia, M., & Zolfaghari, M. (2017). Effect of intensity of cost stickiness on stock price volatility as the role of accounting conservatism. Revista Publicando, 4(13), 1029-1043.

Masoud, N. (2017). The effects of mandatory IFRS adoption on financial analysts' forecast: Evidence from Jordan. Cogent Business & Management, 4(1), 1290331.

Mathers, A. M., Wang, B., & Wang, X. (2017). Innovation and price informativeness. Financial Management, 46(2), 523-546.

Maztoul, S. B. M. (2014). Does corporate governance matter in meeting and beating analysts' forecasts. International Journal of Business and Management, 9(2), 276.

Murg, M., Pachler, M., & Zeitlberger, A. C. (2016). The impact of analyst recommendations on stock prices in Austria (2000–2014): evidence from a small and thinly traded market. Central European Journal of Operations Research, 24(3), 595-616.

Nam, H. J. (2019). The effect of earnings quality on financial analysts' dividend forecast accuracy: Evidence from Korea. The Journal of Asian Finance, Economics and Business, 6(4), 91-98.

Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2020). Business sustainability factors and stock price informativeness. Journal of Corporate Finance, 64, 101688.

Nguyet, A. D. (2017). The impact of earnings volatility on earnings predictability. Global Business & Finance Review (GBFR), 22(2), 82-89.

Nor, N. M., Nor, N. G. M., Abdullah, A. Z., & Jalil, S. A. (2007). Flexibility and small firms' survival: further evidence from Malaysian manufacturing. Applied Economics Letters, 14(12), 931-934.

Noreen, E. (1991). Conditions under which activity-based cost systems provide relevant costs. Journal of Management Accounting Research, 3(4), 159–168.

Orpurt, S. F., & Zang, Y. (2009). Do direct cash flow disclosures help predict future operating cash flows and earnings?. The Accounting Review, 84(3), 893-935.

Ouyang, W., & Szewczyk, S. H. (2018). Stock price informativeness on the sensitivity of strategic M&A investment to Q. Review of Quantitative Finance and Accounting, 50, 745-774.

Özkaya, H. (2021). Sticky cost behavior: evidence from small and medium sized enterprises in Turkey. Eurasian Business Review, 11(2), 349-369.

Phan, Q. T., & Rangkakulnuwat, P. (2022). How price informativeness affects the sensitivity of investment-to-stock price in Vietnamese listed firms. Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, 12(1), 28-61.

Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. The accounting review, 79(4), 1119-1151.

Prabowo, R., Hooghiemstra, R., & Van Veen-Dirks, P. (2018). State ownership, socio-political factors, and labor cost stickiness. European Accounting Review, 27(4), 771-796.

Rahman, J. M., Zhang, J., & Dong, S. (2019). Factors affecting the accuracy of analysts' forecasts: A review of the literature. Academy of Accounting and Financial Studies Journal, 23(3), 1-18.

Rasheed, M. S., & Kouser, S. (2020). Corporate governance and stock price informativeness: evidence from an emerging market. Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies, 6(2), 593-605.

Reimer, K. (2019). Asymmetric Cost Behavior. Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Reynoso, L. F. L., Vela-Beltrán-del-Río, C., & Martínez-Berrones, J. L. (2021). Sticky costs and expenses are not alike: Mexican reality. Journal of Accounting, Business and Management (JABM), 28(1), 14-30.

Roll, R. (1988). Presidential address: R2. Journal of Finance, 43(2), 51-566.

Salerno, D. (2014). The role of earnings quality in financial analyst forecast accuracy. Journal of Applied Business Research (JABR), 30(1), 255-276.

Schiemann, F., & Tietmeyer, R. (2022). ESG controversies, ESG disclosure and analyst forecast accuracy. International Review of Financial Analysis, 84, 102373.

Sepasi, S., & Hassani, H. (2015). Study of the effect of the firm size on cost stickiness: Evidence from Teheran Stock Exchange. International Journal of Applied Business and Economic Research, 13(6), 4143-4159.

Serafeim, G., & Yoon, A. (2022). Stock price reactions to ESG news: The role of ESG ratings and disagreement. Review of accounting studies, 1-31.

Shirzad, A., Saei, M. J., & Nassir Zadeh, F. (2020). A New Methodology for Identifying the Sources of Cost Stickiness and Investigating Their Effects on Earnings Forecast Accuracy. Available at SSRN 3701125.

Silva, A. D., Zonatto, V. C. D. S., Magro, C. B. D., & Klann, R. (2019). Sticky costs behavior and earnings management. BBR. Brazilian Business Review, 16, 191-206.

Subramaniam, C., & Watson, M. W. (2016). Additional evidence on the sticky behavior of costs. In Advances in management accounting (Vol. 26, pp. 275-305). Emerald Group Publishing Limited.

Suliga, M. (2016). The reaction of investors to analyst recommendations of stocks listed on the WIG20 index. Managerial Economics, 17(1), 123-148.

Tan, Y., Zeng, C. C., & Elshandidy, T. (2017). Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: Evidence from China. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 29, 81-102.

Tiron-Tudor, A., & Achim, A. M. (2019). Accounting quality and stock price informativeness: a cross-country study. Economic Research-Ekonomska Istraživanja, 32(1), 2481-2499.

Todea, A. (2018). Financial literacy and stock price informativeness: a cross-country study. Studia Universitatis Babes Bolyai-Oeconomica, 63(1), 63-72.

Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness?. The accounting review, 81(1), 251-270.

Ugurlu, M., Danisman, G. O., Bilyay-Erdogan, S., & Vural-Yavas, C. (2019). Asymmetric Cost Behavior and Acquirer Returns: Evidence from US Mergers. Ege Akademik Bakis, 19(3), 323-339.

Wahdan, M. A., Ahmed, A. K., & Alsayed, M. S. H. (2021). Does Sticky Cost Behavior Affect Earnings Quality? Evidence From Egypt. International Journal of Accounting and Financial Reporting, 11(2), 17.

Wang, Y., Chen, Y., & Wang, J. (2015). Management earnings forecasts and analyst forecasts: Evidence from mandatory disclosure system. China Journal of Accounting Research, 8(2), 133-146.

Weiss, D. (2010). Cost behavior and analysts' earnings forecasts. The Accounting Review, 85(4), 1441-1471.

Wu, M. & Wilson, M. (2018). Corporate Strategy, Cost Stickiness and Analyst Forecasts. The Accounting and Finance Association of Australia and New Zealand (AFAANZ) Conference, Auckland, New Zealand, 1-3 July 2018

Xu, L. (2021). Stock price informativeness and managerial inefficiency. International Review of Economics & Finance, 74, 348-364.

Xu, N., Chan, K. C., Jiang, X., & Yi, Z. (2013). Do star analysts know more firm-specific information? Evidence from China. Journal of Banking & Finance, 37(1), 89-102.

Xu, R., & Wang, Q. (2022). Study on the Influence of Competitive Strategy on Cost Stickiness: Take Shenzhen Xinlitai Pharmaceutical as an Example. Accounting and Corporate Management, 4(5), 7-18.

Xue, S., & Hong, Y. (2016). Earnings management, corporate governance and expense stickiness. China Journal of Accounting Research, 9(1), 41-58.

Yao, K. (2018). Cost Stickiness, Ownership Concentration and Enterprise Risk—Empirical Evidence from Chinese Listed Manufacturing Companies. American Journal of Industrial and Business Management, 8(01), 163.

Yezegel, A. (2015). Why do analysts revise their stock recommendations after earnings announcements?. Journal of Accounting and Economics, 59(2-3), 163-181.

Yong, H. J., Ahn, T. S., Jung, H. R., & Park, J. H. (2015). Costing Rule and Cost Behavior in the Korean Defense Industry. Seoul Journal of Business, 21(1).

Zhang, H., Li, R., & Lu, Z. (2023). Transparency and stock price informativeness: evidence from a natural experiment in China. Applied Economics Letters, 30(2), 114-119.

Zuo, L. (2016). The informational feedback effect of stock prices on management forecasts. Journal of Accounting and Economics, 61(2-3), 391-413.