

تحليل العلاقة بين غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، وممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة

دكتور/ علاء على أحمد حسين¹

مستخلص الدراسة:

تمثل هدف القضية البحثية المطروحة من قبل الدراسة الحالية، فى اختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة من جهة، واختبار تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى، وذلك بالدعم التطبيقي على عينة قوامها 47 شركة حاصلة على تصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة خلال فترة أو أكثر من نطاق فترة الدراسة من عام 2012 وحتى عام 2018.

اعتمدت الدراسة الحالية لاختبار الفروض البحثية إحصائياً، على تحليل الانحدار اللوجيستي الثنائي، وتحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي، من خلال برنامج (SPSS) الإصدار (24)، وبرنامج (E-Views) الإصدار (10).

توصلت الدراسة إلى عدة نتائج والتي من أهمها، توافرت أدلة إحصائية على أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، يرتبط بعلاقة موجبة وذات تأثير معنوي مع كل من مستوى غموض التقارير المالية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، بينما يرتبط بعلاقة سالبة وذات تأثير معنوي مع أداء المسؤولية الاجتماعية.

كما قدمت الدراسة دليلاً إحصائياً إضافياً، على أن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ظهرت بشكل أكثر وضوحاً وقوة فى الشركات ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة.

المصطلحات الأساسية:

خطر انهيار سعر سهم الشركة، عوائد الأسهم، غموض التقارير المالية، المستحقات الاختيارية، المسؤولية الاجتماعية للشركات، التجنب الضريبي للشركات، جودة آليات حوكمة الشركات، مؤشر البورصة المصرية للاستدامة.

¹ أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ومعار حالياً كأستاذ مشارك بقسم المحاسبة، كلية إدارة الأعمال، جامعة تبوك، المملكة العربية السعودية.

e-mail: dr_alaahusseini@bus.asu.edu.eg; ahusseini@ut.edu.sa

Abstract:

This study aimed to examine the relationship between the level of financial reports opacity, social responsibility performance, tax avoidance degree, and the stock price crash risk of the firm, in addition to examine the effect of the level of quality of corporate governance mechanisms, when entered as moderator variable to this relationship, using 47 of the companies listed in the S&P/EGX ESG Index, over the period of 2012 to 2018. The Binary Logistic Regression Analysis and Pooled OLS Regression Model were adopted to examine the research hypotheses using the SPSS (ver.24) and E-Views (ver.10) programs.

The study concluded to several findings, most important of which, having a positive and significant correlation of the level of financial reports opacity, a positive significant correlation of tax avoidance degree, and a negative and significant correlation of social responsibility performance, on the stock price crash risk of the firm.

The study also provided additional statistical evidence that, the predictive power of the level of financial reports opacity, social responsibility performance, and tax avoidance degree, with respect to the stock price crash risk of the firm, will appear more pronounced for firms with higher level of quality of corporate governance mechanisms.

Keywords:

Stock Price Crash Risk of the Firm, Stock Returns, Financial Reports Opacity, Discretionary Accruals, Corporate Social Responsibility, Corporate Tax Avoidance, Quality of Corporate Governance Mechanisms, S&P/EGX ESG Index.

1. مقدمة:

تمثل التحركات المستمرة على سعر سهم الشركة *Stock Price of the Firm* في سوق الأوراق المالية، محصلة لآثار العديد من العوامل، منها ما يرتبط بكفاءة السوق *Market Efficiency* ذاته وقدرته على تمثيل المعلومات المتاحة بشكل كامل، ومنها ما يرتبط بالمتعاملين في السوق باختلاف معتقداتهم وطرق وردود أفعالهم تجاه المعلومات والأحداث الاقتصادية المختلفة، ومنها ما يرتبط بالمحللين الماليين *Financial Analysts* كوسطاء معلومات *Information Brokers*، يساهمون في تقديم آرائهم وتوقعاتهم حول أسعار الأسهم في المستقبل المنظور. إزاء ما تقدم، ولما كان مجموع محصلة الآثار الناتجة من العوامل المختلفة سالفة الذكر، ينعكس بشكل كبير على سلوك سعر سهم الشركة، فقد كانت دراسة وفحص وتحليل التغيرات التاريخية المختلفة التي تحدث في سلوك هذا السعر، محل اهتمام العديد من أدبيات الفكر المحاسبي والتمويلي والإداري، بغرض الاعتماد عليها في التنبؤ بسعر سهم الشركة مستقبلاً، وقد كان أحد جوانب الاهتمام المتزايد في البحوث والدراسات المعنية بمجال أسعار الأسهم، هو دراسة واختبار احتمالية حدوث انهيار مستقبلي في سعر سهم الشركة (عبد المجيد، 2019)، وهو ما درج على تسميته في الأدبيات السابقة بخطر انهيار سعر سهم الشركة *Stock Price Crash Risk of the Firm*.

في مجال الاهتمام بالتأثيرات الحقيقية للمحاسبة، ركزت بعض الأدبيات التجريبية التي تضمنها التراث الفكري المحاسبي اهتمامها على دراسة المسببات أو المحددات أو العوامل المؤثرة، التي تفسر التغير والاختلاف في احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، وقد توصلت نتائج تلك الأدبيات إلى أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، يتأثر بعدة محددات أو عوامل استراتيجية، منها ما يرتبط بسوق المال مثل: المنافسة في سوق الأسهم، سيولة الأسهم، وحجم التداول (Arianuriri et al., 2017; Chang et al., 2017; de Almeida, 2017)، ومنها ما يرتبط بالشركة مثل: تمهيد الأرباح، الديون قصيرة الأجل، التبنى الإلزامي لمعايير التقارير المالية الدولية، إدارة

الأرباح، توقعات المحللون الماليون، قابلية القوائم المالية للمقارنة، التحفظ المحاسبي، ضعف الرقابة الداخلية، جودة المراجعة، وجودة الإفصاح المحاسبي (He et al., 2019; Kim et al., 2019; Dang et al., 2018; Chen et al., 2017; Mahmoodabadi et al., 2017; Kim et al., 2016b; Kim & Zhang, 2016; Lim et al., 2016; Hamm et al., 2012) ومنها ما يرتبط بالإدارة مثل: العلاقات السياسية، حوكمة الشركات، والقدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين (Wu & Hu, 2019; Habib et al., 2018; Li et al., 2017; Park & Jung, 2017).

على الرغم من أهمية المحددات والعوامل الاستراتيجية السابقة، إلا أن هناك بعض المحددات والعوامل الاستراتيجية الأخرى التي ما زالت محل جدل ونقاش في الأدب المحاسبي ولم تلق الاهتمام الكافي بعد، فقد تبنت بعض الدراسات المحاسبية، دراسة وتحليل العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية *Level of Financial Reports Opacity*، أداء المسؤولية الاجتماعية *Social Responsibility Performance*، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي *Tax Avoidance Degree*، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، إلا أن الأدلة التجريبية لم تسفر عن نتائج حاسمة، بل شابها التناقض والتباين في كثير من الأحيان، كما أن هناك ندرة شديدة في أدبيات الفكر المحاسبي الأكاديمي التي تناولت انعكاسات تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة *Level of Quality of Corporate Governance Mechanisms* عند إدخاله كمتغير منظم على العلاقة الارتباطية السابقة، حيث اقتصرت بعض الدراسات القليلة على فحص العلاقة بين مستوى جودة آليات الحوكمة، وبين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، بشكل منفرد كل على حدة وليس بشكل مجمع ومتكامل يظهر العلاقات التفاعلية بين تلك المتغيرات، بينما اقتصر البعض الآخر من الدراسات على فحص علاقة مستوى جودة آليات الحوكمة بخطر انهيار سعر سهم الشركة، كما أنها أجريت جميعها على أسواق أسهم لدول متقدمة، والتي تختلف خصائصها وسماتها اختلافاً جذرياً عن خصائص وسمات سوق الأسهم المصري (مجال تطبيق الدراسة الحالية) كأحد أفضل الاقتصاديات نمواً بين أسواق المال الناشئة.

إزاء ما تقدم، وكنتيجة للجدل الأكاديمي الذي ما زال مطروح بشأن اتجاه ودلالة العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة من جهة، وكذلك بشأن تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى للوحدات الاقتصادية في بيئة الأعمال المصرية، هو ما شكل الباعث الأساسي الذي دفع الباحث إلى إلقاء الضوء على هذه القضية من خلال الدراسة الحالية، وذلك من خلال تقدير عدة نماذج محاسبية متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، مع الدعم التطبيقي على عينة قوامها 47 شركة حاصلة على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة *S&P/EGX ESG Index* خلال فترة أو أكثر من نطاق فترة الدراسة من عام 2012 وحتى عام 2018.

أشارت الأدلة المستخلصة من نتائج الدراسة الحالية، إلى وجود علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي لكل من مستوى غموض التقارير المالية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، ووجود علاقة ارتباط سالبة وذات تأثير معنوي لأداء المسؤولية الاجتماعية (كمتغيرات مستقلة)، مع احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (كمتغير تابع). كذلك، تبين أن العلاقة بين كل من

مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ظهرت بشكل أكثر وضوحاً وقوة في الشركات الممثلة في عينة الدراسة ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة.

تعد الدراسة الحالية في محاولتها لتضييق الفجوة البحثية المتواجدة في مكتبة البحوث والدراسات المحاسبية المعنية بمجال الدراسة، بمثابة مساهمة وإضافة علمية لإثراء أدبيات التراث الفكر المحاسبى فيما يتعلق بالتأثيرات المحاسبية على خطر انهيار سعر أسهم الشركات المساهمة المقيدة في سوق الأسهم المصرى، من خلال عدة أبعاد، وذلك على النحو التالى:

(1) تميزت الدراسة الحالية باعتبارها من أوائل المحاولات البحثية - في حدود علم الباحث واطلاعه - في البيئة المحاسبية المصرية، التي توسعت وشملت بشكل مباشر وبمنظرة واسعة، العديد من الأبعاد الإضافية للتأثيرات الحقيقية للمحاسبة على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، حيث قدمت أدلة تفسيرية وقرائن عملية من تلك البيئة، بشأن العلاقة الارتباطية التأثيرية بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات المساهمة بصفة عامة، والشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة بصفة خاصة، وكذلك بشأن تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة. ومن خلال مراجعة واستقراء لأهم الأدبيات التي تضمنها التراث الفكرى المحاسبى الأكاديمى المتخصص في مجال خطر انهيار سعر سهم الشركة، تبين للباحث أن الدراسات المحاسبية السابقة وبخاصة في مكتبة البحوث والدراسات المصرية، لم تلق الاهتمام الكافى بالبحث والتحقيق عن التأثيرات الحقيقية لتلك الأبعاد بشكل متكامل على خطر انهيار سعر سهم الشركة، وقد تم تناولها بشكل مباشر ولكن بمنظرة ضيقة غير متكاملة، في عدد محدود جداً من الدراسات التي تمت في بيئات أجنبية، وذلك على الرغم من أن الدراسة الحالية أثبتت في جانبها النظرى والتطبيقي، قوة التداخل والارتباط بين تلك الأبعاد مجتمعة معاً على احتمالية حدوث انهيار مستقبلي في سعر سهم الشركة، وهو ما يعد اسهاماً تطبيقياً سواء على مستوى الأدبيات المعنية بدراسة الآثار الاقتصادية لخطر انهيار سعر سهم الشركة، أو على مستوى الممارسة العملية للكيانات والجهات المعنية المهتمة بمجال الدراسة، أو على مستوى المتعاملين بسوق المال المصرى.

(2) سعت الدراسة الحالية إلى محاولة المساهمة العلمية في القياس المحاسبى الموضوعى لاحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة في بيئة الأعمال المصرية، من خلال استخدام ثلاث مقاييس مختلفة في عملية القياس، مما يضيف ذلك أهمية متزايدة للدراسة الحالية.

(3) أسهمت الدراسة الحالية لأدبيات الفكر المحاسبى التطبيقي، باعتبارها قدمت ستة نماذج محاسبية كمية متعددة المتغيرات، عكست مؤشرات ذات دلالات إحصائية في تفسير العلاقات التأثيرية بين المتغيرات البحثية المقترحة بالدراسة.

(4) اختلفت الدراسة الحالية عن الأدبيات المحاسبية السابقة التي اهتمت بمجال خطر انهيار سعر سهم الشركة، أنها توسعت في دراستها التطبيقية بحيث غطت 13 قطاع اقتصادى مختلف (بخلاف قطاع البنوك) من القطاعات الاقتصادية بسوق المال المصرى، وشملت عينة من الشركات الحاصلة على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة، فضلاً عن اعتمادها على فترة زمنية ملائمة وحديثة امتدت لسبع سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2012 وحتى عام 2018.

بهذا الشكل، يمكن للباحث القول بأن الدراسة الحالية فى إطار مساهمتها فى الأدب المحاسبى لتغطية الفجوة البحثية بأشكالها المختلفة (العلمية، التطبيقية، المنهجية، والمكانية) المتواجدة حالياً فى الأدب المحاسبى وبخاصة فى مكتبة البحوث والدراسات المصرية، قد ساهمت فى تقليل الفجوة العلمية، حيث تعد الدراسة الحالية امتداداً للدراسات القليلة السابقة المعنية بخطر انهيار سعر سهم الشركة، إلا أنها توسعت وشملت أبعاد بحثية محاسبية لم تتناولها الأدبيات المحاسبية الأجنبية والمصرية السابقة بشكل مباشر ومتكامل. كما ساهمت الدراسة الحالية فى تقليل الفجوة التطبيقية، من خلال المساهمة العلمية فى القياس المحاسبى لاحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة، استناداً على ثلاث مقاييس بديلة مختلفة يعتمد كل منها على العوائد الأسبوعية لسهم الشركة، حيث لم يحظ هذا الجانب التنفيذى من قبل الدراسات المحاسبية المصرية بأدى اهتمام، إلا دراسة مصرية وحيدة (فى حدود علم الباحث واطلاعه) واستندت فى عملية القياس على مقياسين بديلين فقط. كذلك، ساهمت الدراسة الحالية فى تقليل الفجوة المنهجية، حيث اعتمدت فى جانبها التطبيقى على عينة جديدة من الشركات ذات التصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة، والتي لم تهتم غالبية الأدبيات السابقة المعنية بمجال الدراسة، باختيار تلك الفئة من الشركات فى جانبها التطبيقى. وكذلك، وفى ظل القصور الواضح من جانب الدراسات المحاسبية المصرية، بشأن تقصى ودراسة مجال القضية البحثية محور اهتمام هذه الدراسة، ساهمت الدراسة الحالية فى تقليل الفجوة المكانية، بتقديمها أدلة تجريبية وتفسيرية وقرائن عملية عن تلك القضية من بيئة الأعمال المصرية. يأمل الباحث، فى ضوء ما خلصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج، وما اقترحه الباحث من توصيات، أن تمثل الدراسة الحالية إضافة ولو بقدر بسيط إلى مكتبة البحوث والدراسات المحاسبية المصرية.

ولأغراض تحقيق الأهداف التى تسعى إليها الدراسة الحالية، والإجابة على تساؤلات مشكلتها البحثية، اعتمد الباحث على المنهجية التالية لتنظيم الأقسام المتبقية من الدراسة، حيث تناول القسم الثانى: دراسة مرجعية تحليلية للاسهامات العلمية التى قدمتها أدبيات الفكر المحاسبى لأغراض التآصيل العلمى لمصطلح خطر انهيار سعر سهم الشركة، وخصص القسم الثالث: لمراجعة وتحليل أهم الأدبيات المحاسبية المعاصرة المرتبطة بمتغيرات الدراسة، بغرض التوصل إلى الفجوة البحثية، ومن ثم اشتقاق وصياغة الفروض التى تستند عليها الدراسة الحالية فى صورتها البديلة، ثم تناول القسم الرابع: مشكلة وتساؤلات الدراسة واشتقاق الفجوة البحثية، وغطى القسم الخامس: أهداف الدراسة، أما القسم السادس: فتناول أهمية الدراسة، فى حين عرض القسم السابع: القيود الجغرافية والزمنية والموضوعية والفنية التى تخضع لها الدراسة، بينما تناول القسم الثامن: توصيفاً لمجتمع وعينة ونطاق الدراسة التطبيقية، فضلاً عن مصادر جمع بيانات هذه الدراسة، واللازمة لأغراض قياس متغيرات المشكلة البحثية خلال النطاق الزمنى المحدد لفترة الدراسة، ولاختبار فروض الدراسة، وبناء وصياغة النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المقترحة، ثم تناول القسم التاسع: تحديداً وتوصيفاً لمتغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبى، ثم قدم القسم العاشر: عرضاً تفصيلياً للتحليل الإحصائى لبيانات الدراسة، وصولاً لتحليل ومناقشة نتائج اختبارات فروض الدراسة، وتقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات المناسبة، وخصص القسم الحادى عشر: لعرض أهم النتائج التى أسفر عنها الإطار النظرى والجانب التطبيقى للدراسة الحالية، بينما انتهى القسم الثانى عشر: باقتراح التوصيات التى توصل إليها الباحث من خلال دراسته النظرية والتطبيقية، وأهم مجالات البحث المستقبلية التى تدعو إليها الدراسة الحالية.

2. التآصيل العلمى لخطر انهيار سعر سهم الشركة - دراسة مرجعية تحليلية لأدبيات الفكر المحاسبى:

تحقيقاً للأهداف البحثية التى تسعى إليها الدراسة الحالية، يعتمد الباحث فى هذا القسم من الدراسة، على مراجعة وتحليل أدبيات الفكر المحاسبى المتعلقة بمجال خطر انهيار سعر سهم الشركة، فى محاولة من الباحث لتقديم تأصيلاً علمياً لهذا المصطلح الحديث نسبياً، وذلك على النحو التالى:

1/2 القراءة الأدبية لمفهوم خطر انهيار سعر سهم الشركة:

يمثل خطر انهيار سعر سهم الشركة أحد أهم المخاطر بالنسبة للشركات والمستثمرين على حد سواء، حيث يؤثر حدوث مثل هذا الخطر على طريقة إدارة الشركة للمخاطر التى تواجهها، وكذلك على اتخاذ المستثمرين لقراراتهم الاقتصادية (Dang et al., 2018; Defond et al., 2015). ولذلك، فقد أصبح هناك اهتماماً متزايداً بدءاً من أواخر العقد الأول من القرن الحادى والعشرين وتزامناً مع الأزمات المالية العالمية، بفهم خطر انهيار سعر سهم الشركة، باعتباره عامل رئيسى أو محدد جوهرى لمقدار عوائد الأسهم المتوقعة فى القطاع الاقتصادى الذى تعمل فيه الشركة (Conrad et al., 2013).

من خلال مراجعة واستقراء الباحث لما تناوله الأدب المحاسبى من دراسات، وجد الباحث أنها قدمت العديد من المفاهيم والتعريفات المتشابهة لخطر انهيار سعر سهم الشركة. فقد عرفته دراسة (Cheng et al., 2019) على أنه: "تلك الظاهرة التى ينخفض فيها سعر سهم الشركة بشكل حاد خلال فترة قصيرة من الزمن". وتناولت دراسة (Lim et al., 2016) مفهوم خطر انهيار سعر سهم الشركة بأنه: "هو احتمال انخفاض سعر سهم الشركة بشكل كبير بعد الكشف عن الأخبار السيئة". كذلك، عرفت دراسة (Zhu, 2016) خطر انهيار سعر سهم الشركة على أنه: "احتمالية حدوث انخفاض كبير فى سعر سهم الشركة بشكل مفاجئ وغير متكرر".

فى سياق متصل، اتفقت بعض الدراسات فى إطار سعيها لتقديم مفهوماً لخطر انهيار سعر سهم الشركة (Kim et al., 2011a; Kim et al., 2011b, Hutton et al., 2009)، على أنه حدث غير عادى، يظهر عندما يرتفع الانحراف المعياري لعوائد سهم الشركة عن متوسط العوائد لنفس السهم خلال فترة زمنية معينة. كذلك، أوضحت دراستى (Callen & Fang, 2015; Kim et al., 2014) على أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يمثل الانحراف أو الالتواء السالب Negative Skewness لعوائد سهم الشركة. وفى ذات السياق، أشارت دراسة (Li et al., 2017) إلى أن خطر انهيار سعر سهم الشركة هو أحد الخصائص الهامة لتوزيع عوائد سهم الشركة، والذى يقيس الالتواء السالب لتلك العوائد.

استكمالاً لهذا المجال من المفاهيم والتعريفات، أوضحت دراسة (DeFond et al., 2015) على أن خطر انهيار سعر سهم الشركة هو بمثابة تكرار حدوث عوائد سلبية وقيم عالية لسهم الشركة، وهو الأمر الذى يمثل مصدر قلق كبير للمستثمرين. كما أشارت دراسة (Ak et al., 2016) إلى أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يعرف بأنه: "حدوث وبشكل مفاجئ، عوائد سلبية وقيم كبيرة لسهم الشركة". وتأكيداً على ما سبق، اعتبرت دراسة (Habib & Hasan, 2017)، أن احتمالية رصد قيم سلبية شاذة فى توزيع عوائد سهم الشركة، إنما يمثل أحد أهم المخاطر التى تواجهها إدارة الشركة، وهو خطر انهيار سعر سهمها فى السوق. ورأت دراسة (Lobo et al., 2017) أن خطر انهيار سعر سهم الشركة كمفهوم، إنما يشير إلى القيم السلبية العالية فى توزيع عوائد أسهم الشركة المتبقية. كذلك، عرفت دراسة

(Kim et al., 2019) خطر انهيار سعر سهم الشركة على أنه: "احتمالية حدوث قيم متطرفة سلبية في توزيع عوائد سهم الشركة". وفي سياق متصل، عرفت دراسة (عبد المجيد، 2019) خطر انهيار سعر سهم الشركة بأنه: "هو احتمال حدوث انخفاض كبير في سعر سهم الشركة، والذي يمكن ملاحظته من خلال الانحراف أو الالتواء السالب في توزيع العائد على السهم خلال فترة زمنية من التداول عليه". وهكذا، وفي ضوء ما خلص إليه الباحث من مراجعة واستقراء آراء ومفاهيم خطر انهيار سعر سهم الشركة كما تناولتها دراسات الأدب المحاسبي، يخلص الباحث إلى التعريف المقترح التالي لخطر انهيار سعر سهم الشركة: "هو تلك الظاهرة التي يحدث فيها انحراف أو التواء سالب لعوائد سهم الشركة بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، مما يزيد من احتمالية حدوث انخفاض حاد في سعر سهم الشركة في أسواق المال في المستقبل القريب".

2/2 خطر انهيار سعر سهم الشركة – تفسيرات الحدوث:

من خلال مراجعة واستقراء ما تناوله الأدب المحاسبي من بحوث ودراسات والمعنية بمجال خطر انهيار سعر سهم الشركة، وجد الباحث أنها قدمت العديد من الأسباب التي تمثل تفسيرات لحدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل. وسوف يتناول الباحث، أهم تلك التفسيرات في نطاق ما يخدم متطلبات الدراسة الحالية، وذلك على النحو التالي:

1/2/2 تخزين أو حجب الأخبار السيئة *Hoard or Withhold Bad News*:

يستند خطر انهيار سعر سهم الشركة من الناحية النظرية على حجة مفادها، أن المديرين لديهم ميل إلى حجب الأخبار السيئة لفترة طويلة، مما يسمح لهم بتخزين الأخبار السيئة لتحقيق دوافع معينة لديهم (Habib et al., 2018). وإذا نجح المديرون في منع تدفق المعلومات السلبية المتراكمة عن الشركة إلى سوق الأوراق المالية، فسيصبح توزيع عوائد سهم الشركة غير متماثل (Hutton et al., 2009). وعندما يصل حجم الأخبار السيئة المتراكمة إلى الدرجة التي تفوق قدرة المديرين على تخزينها، كنتيجة لارتفاع تكلفة حجب تلك الأخبار عن المنافع المترتبة منها، فضلاً عن عدم قدرة المديرين على نشر أو اعلان أي أخبار جيدة لها القدرة على امتصاص تأثير الأخبار السيئة، ففي هذه الأحوال، يتم الكشف عن تلك الأخبار السيئة المتراكمة دفعة واحدة، مما يؤدي إلى انخفاض حاد في عوائد سهم الشركة، مما يترتب عليه حدوث انهيار في سعر سهم الشركة (Fu & Zhang, 2019; Kim et al., 2016b; Callen & Fang, 2013; Jin & Myers, 2006). وعلى الرغم من أن ارتفاع مستوى غموض التقارير المالية كأحد الآليات التي تساعد المديرين على إخفاء الأخبار السلبية (Callen & Fang, 2013)، فهناك بعض الآليات الأخرى التي تساعد على تخزين مثل تلك الأخبار السيئة، فاستخدام التكلفة التاريخية *Historical Cost* في إعداد التقارير المالية، يسمح للمديرين بالاستمرار في مشروعات استثمارية ضعيفة، وبالتالي إمكانية الحصول على تعويضات *Compensation* قبل تاريخ استحقاق تلك المشروعات، ويصبح هذا الأمر أكثر سهولة ويسر بسبب عدم قدرة الأطراف الخارجية على تقييم القيمة السوقية لتلك المشروعات قبل تاريخ استحقاقها (Kothari et al., 2009; Bleck & Liu, 2007). كذلك، رجحت دراستي (Cheng, 2019; He et al., 2019) أن مديري الشركات التي تعاني من ضائقة مالية *Financial Distress*، يجربون المزيد من الأخبار السيئة لفترة طويلة بغرض تأمين الأموال الخارجية، ومع ذلك، فعندما يتعذر تخزين الأخبار السيئة، فإن الكشف عن تلك الأخبار المتراكمة، سيؤدي إلى ارتفاع احتمالية خطر انهيار سعر سهم الشركة.

في ذات السياق، أشارت دراسة (Benmelech et al., 2010) إلى أن المديرين الذين يرتبطون مع الشركة يعقود منح حقوق خيارات الأسهم، يستمرون في المشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية السالبة، لغرض تعظيم قيمة حزم التعويضات الخاصة بهم. كما أوضحت دراستي (Arianwuri et al., 2017; Jin & Myers, 2009)، على أن الدوافع المالية *Financial Motivation*، تمثل سبباً رئيسياً وهاماً للمديرين لتخزين أو حجب الأخبار السيئة داخل الشركة. بذلك، يتبين للباحث أن تخزين أو حجب الأخبار السيئة، يمثل أحد أهم التفسيرات التي قدمها الأدب المحاسبي لحدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل.

2/2/2 عدم تجانس معتقدات المستثمرين *Heterogeneity in Investors' Beliefs*:

قدمت دراسة (Hong & Stein, 2003) نموذجاً لقياس تأثير عدم التجانس والاختلافات في معتقدات المستثمرين تجاه سهم الشركة، كأحد المحركات الرئيسية لحدوث انهيار سعر سهم الشركة. ويبدأ هذا النموذج بملاحظة وجود ثلاث فئات من المستثمرين في سوق المال، لهم وجهات نظر ومعتقدات مختلفة تجاه سهم الشركة، تؤدي إلى تحريك سعره حتى في ظل نقص أو غياب المعلومات الأساسية، وهم فئة المستثمرين المتفائلين *Optimistic Investors*، فئة المستثمرين المتشائمون *Pessimistic Investors*، وفئة المستثمرين المرجحون للسوق *Arbitrageuri Investors*.

وفقاً لهذا النموذج، فإن عدم تجانس معتقدات المستثمرين تجاه سهم الشركة، تعطي لكل فئة من المستثمرين القدرة على الكشف عن الإشارات الخاصة بالمستثمرين الآخرين. فقد أكدت الدراسة السابقة، على أن لكل فئة من المستثمرين، معلوماتها المتوفرة لديها والتي تقدم لها إشارات معينة تستخدمها في تقييم سعر سهم الشركة في السوق. فالمستثمرون المتفائلون يولون اهتماماً خاصاً لمعلوماتهم حتى لو كشف المستثمرون المتشائمون عن معلوماتهم ضمن سعر سهم الشركة، في حين يدرك المستثمرون المرجحون للسوق الذين يتمتعون بالعقلانية وتجنب المخاطر، أن أفضل تقييم للقيمة الحقيقية لسهم الشركة، يتم من خلال الحصول على متوسط المعلومات المتوفرة لدى كل من المستثمرين المتفائلين والمتشائمين، إلا أنه في ظل القيود المفروضة على التداول في الأجل القصير، قد تحول من الوصول لبعض المعلومات، وبخاصة المعلومات السلبية للمستثمرين المتشائمين تجاه سعر سهم الشركة.

في سياق متصل، أشارت دراسة (عبد المجيد، 2019)، إلى أن المستثمرين المتشائمين يعطون خلال الفترة الأولى من التداول على سهم الشركة، تقيماً للسعر أقل من المستثمرين المتفائلين، ويحجمون عن التداول، مما يجعل التداول مقصوراً فقط على كل من المستثمرين المتفائلين والمرجحين للسوق، وحيث أن المستثمرين المرجحين للسوق يتصفون بالعقلانية الكافية، للاستنتاج المنطقي بأن تقييم المستثمرين المتشائمين لسعر سهم الشركة أقل من تقييم المستثمرين المتفائلين، إلا أنهم يعجزون عن معرفة مقداره بالتحديد، وعلى ذلك سيكون سعر سهم الشركة خلال هذه الفترة انعكاساً لمعلومات المستثمرين المتفائلين فقط. أما خلال الفترة الثانية من التداول على سهم الشركة، فإما أن يحصل المستثمرين المتفائلين على معلومات جديدة إيجابية، ومن ثم تكون هذه الفترة بمثابة امتداداً للفترة الأولى، أو أن تتوافر لديهم معلومات جديدة سلبية، مما تزيد رغبتهم في الخروج من السوق، ليصبح الطرف المشتري لسهم الشركة هم المستثمرين المتشائمين، والذي يطلق عليهم في هذه الحالة بالمشتريين الهامشيين *Marginal Buyers*. وخلال هذه الفترة، يساهم سعر سهم الشركة الذي يقدمه المستثمرين

المتشائمين، في الكشف عن المعلومات الخاصة بهم والتي تم إخفاؤها في الفترة السابقة، مع الأخذ في الاعتبار أن السعر الذي يعرضه المستثمرين المتفائلين سيكون بطبيعة الحال أقل من قيمة السهم في الفترة الأولى من التداول، والذي قد يختلف عن السعر الذي يقبل به المستثمرين المتشائمين. فعلى سبيل المثال، إذا كان سعر سهم الشركة المعروض من قبل المستثمرين المتفائلين يمثل تخفيضاً بسيطاً وليكن 5% مثلاً عن سعر السهم في الفترة الأولى وقبل به المستثمرين المتشائمين، فإن المستثمرين المرجحين للسوق يدركون وقتها، أن المعلومات التي كانت بحوزة المستثمرين المتشائمين لم تكن كلها سلبية. أما إذا كان السعر المعروض يمثل تخفيضاً كبيراً وليكن 20% مثلاً عن سعر السهم في الفترة الأولى ولم يقبل به المستثمرين المتشائمين، فإن المستثمرين المرجحين للسوق يدركون، أن المعلومات التي كانت بحوزة المستثمرين المتشائمين كانت سلبية أكثر مما كانوا يعتقدون، مما يمثل ذلك أخباراً سلبية إضافية للمستثمرين المرجحين للسوق أكثر من تلك التي حصل عليها المستثمرين المتفائلين وأدت إلى خروجهم من السوق، مما يترتب على هذا الوضع ظهور الأخبار السيئة المتراكمة دفعة واحدة إلى السوق، بالشكل الذي يؤدي إلى حدوث انهيار في سعر سهم الشركة (Chang et al., 2017; Li et al., 2017).

3/2/2 إعاقه قنوات تدفق المعلومات *Information Blockage*:

اقترحت دراسة (Cao et al., 2002) نموذجاً لإعاقه المعلومات، كإطار نظري آخر لتفسير حدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة. ووفقاً لهذا النموذج، فإن الاتجاه التصاعدي لسعر سهم الشركة، قد يدفع المستثمرين المتفائلين وبشكل إيجابي، إلى التداول النشط على هذا السهم، وبالتالي زيادة حجم التداول عليه في سوق المال. وفي المقابل، فإن المستثمرين المتشائمين يشككون في الطبيعة الحقيقية للإشارات التي توافرت لديهم عن الزيادة في حجم التداول على السهم نتيجة التصاعد في سعره، وبالتالي يؤجلون المشاركة في عمليات التداول حتى ينخفض سعر سهم الشركة. وعلى هذا الأساس، يؤدي تأجيل أو تأخير أو الإحجام عن المشاركة من هؤلاء المستثمرين في عمليات التداول على السهم، إلى حدوث إعاقه في قنوات تدفق المعلومات من الأفراد إلى سوق المال. وأوضحت دراسة (Habib et al., 2018) أن تصحيح سعر سهم الشركة، أمر لا بد منه عندما تصبح التوقعات الاقتصادية متشائمة، ويدخل المستثمرون الهامشيون الأقل استنارة وإطلاع إلى السوق. وأشارت دراسة (Zhu, 2016) إن إعاقه المعلومات تولد بعد ارتفاع سعر سهم الشركة، التواءاً سالباً لعوائد السهم، في حين يكون هذا الالتواء موجياً عقب اتجاه سعر سهم الشركة إلى الانخفاض.

4/2/2 تأثيرات ردود فعل المستثمرين على تقلبات سعر سهم الشركة في السوق *Volatility* *Feedback Effects*:

تمثل تأثيرات ردود فعل المستثمرين على تقلبات سعر سهم الشركة في السوق، مصدراً آخر لحدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة، حيث يمكن أن تسبب التحركات الكبيرة في أسعار الأسهم، إلى دفع المستثمرين إلى إعادة تقييم تقلبات السوق، وإلى زيادة علاوة تحمل المخاطر - والتي تمثل شكلاً من أشكال دفع المخاطر مقابل الاستثمار، وهي ذلك العائد الزائد والأعلى قيمة من معدل العائد الخالي من المخاطر الذي يتوقع أن يحققه الاستثمار - وهو الأمر الذي يعزز من تأثير الأخبار السيئة في مقابل تأثير الأخبار الجيدة، وبالتالي يولد التواءاً سالباً في عوائد سهم الشركة (عبد المجيد، 2019، Habib et al., 2018; Hutton et al., 2009).

5/2/2 مخاطر التخلف عن السداد *The Default Risks*:

تشير مخاطر التخلف عن السداد عن احتمال عدم قدرة الشركة في الوفاء بسداد التزاماتها المالية. وللتخفيف من تأثير تلك المخاطر، يفرض المقرضون عادة معدلات عائد تتوافق مع مستوى مخاطر تخلف الشركة عن السداد. وقد أشارت دراستي (Habib et al., 2018; Zhu, 2016) إلى أن التفسير القائم على أن مخاطر التخلف عن السداد هي أحد أسباب حدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة في سوق المال، يعتمد على فكرة أن الشركة التي ترتفع فيها تلك المخاطر، من المرجح أن تكون أكثر عرضة لنشر أخبار مبالغ فيها وبشكل مفاجيء، فإما أن تقوم الشركة بالكشف عن أخبار سيئة للغاية *Extremely Bad News* مما يترتب عليه حدوث انهيار في سعر سهم الشركة، أو أن تقوم الشركة بالكشف عن أخبار جيدة للغاية *Extremely Good News* مما يترتب عليه حدوث ارتفاع كبير في سعر سهم الشركة.

في ذات السياق، اعتمدت بعض الأدبيات السابقة على نسبة الرافعة المالية كمقياس بديل لمخاطر التخلف عن السداد (Kim et al., 2011a; Kim et al., 2011b; Hutton et al., 2009). وقد قدمت دراسة (Campbell et al., 2008) دليلاً تطبيقياً على وجود علاقة ارتباط سالبة بين نسبة الرافعة المالية وخطر انهيار سعر سهم الشركة، وذلك على الرغم من الارتباط الإيجابي بين نسبة الرافعة المالية وخطر التعثر المالي. وفي إطار تنفيذ عكسية العلاقة السابقة، أشارت دراستي (Habib et al., 2018; Zhu, 2016) إلى أن أحد التفسيرات المحتملة لتلك النتيجة المفاجئة وغير المتوقعة، هو أن الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة، يتم تخفيض قيمتها من قبل المستثمرين، مما يجعل حدوث انهيار في أسعار أسهم تلك الشركات أقل احتمالاً. وبما يتوافق مع هذا التفسير، بينت دراسة (Campbell et al., 2008) إلى أن الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة، تولد عوائد مستقبلية للأسهم بمتوسط أعلى من تلك العوائد التي تولدها الشركات ذات الرافعة المالية المنخفضة.

6/2/2 الطبيعة الأساسية لعمليات الشركة *The Fundamental Nature of the Firm's Operations*:

أوضحت دراسة (Habib et al., 2018) أن من أحد التفسيرات الأخرى لحدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل، قد يرجع إلى الطبيعة الأساسية لعمليات الشركة. فعلى سبيل المثال وليس الحصر، تعرض شركات الموارد الأساسية لانهايار سعر النفط قبل بضع سنوات، ارتفاع قيمة المطالبات التأمينية التي تتكدها شركات التأمين، الإجراءات القانونية، التحولات في البيئة التنافسية، والإجراءات الحكومية، هي كلها أحداث اقتصادية قد تسبب حدوث خطر انهيار أسعار أسهم الشركات مستقبلاً، إلا أن تأثير التعرض لمثل هذه الأحداث قد يختلف فيما بين الأسهم.

وهكذا، يتبين للباحث أن البحوث والدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة مسببات أو تفسيرات حدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل، قد اعتمدت بشكل كبير على الحجج المستندة إلى نظرية الوكالة *Agency Theory*، والتي ترجح أن المديرين يسعون للحصول على المزيد من الحوافز الإدارية، بغرض تخزين أو حجب الأخبار السيئة، والتي تتطوى على نقص شديد في شفافية المعلومات، ومن ثم تزيد من حالة عدم التجانس والاختلافات في معتقدات المستثمرين تجاه سهم الشركة، مما يؤدي ذلك بطبيعة الحال لحدوث انخفاض حاد في سعر سهم الشركة في سوق المال.

3/2 خطر انهيار سعر سهم الشركة – المحددات والعوامل الاستراتيجية:

أثار موضوع خطر انهيار سعر سهم الشركة، اهتمام العديد من أدبيات الفكر المحاسبي والتمويلي والإداري، حيث بذلت العديد من البحوث والدراسات جهوداً مكثفة في محاولة فهم المحددات والعوامل الاستراتيجية *The Determinants & Strategic Factors*، التي تؤثر على حدوث مثل هذا الخطر في المستقبل القريب. ولأغراض هذه الدراسة، أمكن للباحث تصنيف تلك المحددات والعوامل في عدة مجموعات، وفقاً لما هو موضح بجدول [1]:

جدول [1]

المحددات والعوامل الاستراتيجية لخطر انهيار سعر سهم الشركة

الدراسات السابقة	المحدد أو العامل الاستراتيجي	العلاقة مع خطر انهيار سعر سهم الشركة	تفنيد سببية العلاقة
أولاً: محدّدات وعوامل استراتيجية مرتبطة بسوق المال <i>Capital Market Related Determinants & Strategic Factors</i>:			
<i>Arianuriri et al., 2017</i>	المنافسة في سوق الأسهم <i>Equity Market Competition</i>	-	تخفيض المنافسة العالية في سوق الأسهم من حالة عدم تماثل المعلومات <i>Asymmetry Information</i> ، وبالتالي تخفض من خطر انهيار سعر سهم الشركة.
<i>Callen & Fang, 2015</i>	الفوائد قصيرة الأجل <i>Short Interest</i>	+	يتمتع المقرضون بأن لديهم القدرة على الكشف عن أنشطة تخزين الأخبار السيئة التي يمارسها مديري الشركات. وتظهر العلاقة الموجبة أكثر وضوحاً في حالة انخفاض مستوى جودة آليات الحوكمة، وكذلك عند وجود درجة عالية من حالة عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمساهمين.
<i>Chang et al., 2017</i>	سيولة السهم <i>Stock Liquidity</i>	+	يزيد ارتفاع سيولة السهم الدافع لدى مديري الشركات على حجب أو إخفاء الأخبار السيئة، وبالتالي ارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات، مع زيادة مستويات قيود البيع على المكشوف، وهو ما قد يدفع المساهمين والمستثمرين لبيع أسهمهم على الفور، وبالتالي زيادة خطر انهيار سعر سهم الشركة مستقبلاً، ومن ثم إضعاف استقرار السوق المالية.
<i>de Almeida, 2017</i> <i>Chen et al., 2001</i>	حجم التداول <i>Trading Volume</i>	+	كلما زاد حجم التداول على سهم الشركة في السنة الحالية، كلما زاد الالتواء السالب لعوائد السهم في السنة المقبلة، والذي يدل على احتمالية زيادة خطر انهيار سعر سهم الشركة. ويمكن تفسير هذه العلاقة الموجبة، استناداً إلى أن عوائد السهم السالبة من المرجح أن تحدث عندما يكون هناك عدم تجانس واختلافات كبيرة في الرأي بين المستثمرين بشأن حدوث انهيار مستقبلي للسهم في سوق المال، مع زيادة التباين في سلوكهم تجاه سهم الشركة.
ثانياً: محدّدات وعوامل استراتيجية مرتبطة بالشركة <i>Company Related Determinants & Strategic Factors</i>:			
<i>Chen et al., 2017</i>	تمهيد الأرباح <i>Earnings Smoothing</i>	+	يستخدم مديرو الشركات تمهيد الأرباح (الذي يمثل مقياس عكسي لجودة الأرباح المحاسبية) كوسيلة لإخفاء الأخبار السيئة أو الأداء السلبى عن المستثمرين، وذلك لأغراض تحقيق مكاسبهم الخاصة.

تابع - جدول [1]

الدراسات السابقة	المحدد أو العامل الاستراتيجي	العلاقة مع خطر انهيار سعر سهم الشركة	تفنيذ سببية العلاقة
<i>Dang et al., 2018</i>	الديون قصيرة الأجل <i>Short-term Debt</i>	-	تلعب الديون قصيرة الأجل دورا فعالا في تقييد سلوك مديري الشركات بشأن ممارساتهم لأنشطة تخزين الأخبار السيئة. وتظهر العلاقة السالبة أكثر وضوحا في حالة وجود حوكمة شركات ضعيفة، وارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات.
عبد المجيد، 2019 <i>Lim et al., 2016</i> <i>DeFond et al., 2015</i>	التبني الإلزامي لمعايير التقارير المالية الدولية <i>Mandatory IFRSs Adoption</i>	-	يؤدي التبني الإلزامي لمعايير التقارير المالية الدولية <i>IFRSs</i> إلى تقارير مالية أكثر شفافية، وتخفيض قدرة إدارة الشركة على ممارسة أنشطة تخزين الأخبار السيئة، مما ينعكس في النهاية على تخفيض خطر انهيار سعر سهم الشركة.
<i>Hamm et al., 2012</i>	إدارة الأرباح <i>Earnings Management</i>	+	يمكن تفسير هذه العلاقة الموجبة، استنادا إلى أن الارتفاع في خطر انهيار سعر سهم الشركة يعكس وبشكل دائم، الارتفاع في مستوى سلوك وممارسات مديري الشركات لأنشطة إدارة الأرباح الانتهازية.
<i>He et al., 2019</i>	توقعات المحللون الماليون <i>Financial Analysts' Forecasts</i>	-	يلعب المحللون الماليون دورا هاما كوسطاء معلومات، يساهم في زيادة شفافية المعلومات، كما يقومون بدور فعال في الرقابة بطريقة تقييد من تخزين مديري الشركات للأخبار السيئة، مما يقلل من مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.
<i>Kim & Zhang, 2014</i> <i>Datta et al., 2014</i> <i>Hutton et al., 2009</i> <i>Jin & Myers, 2006</i>	غموض التقارير المالية <i>Financial Reports Opacity</i>	+	يؤدي حجب المديرين للأخبار السلبية والذي يحركه التأثير السلبي لمشكلة الوكالة بين الإدارة وأصحاب المصالح، إلى ارتفاع مستوى غموض التقارير المالية، ومن ثم زيادة خطر انهيار سعر سهم الشركة مستقبلا.
<i>Kim et al., 2016b</i>	قابلية القوائم المالية للمقارنة <i>Financial Statement Comparability</i>	-	تعد القابلية للمقارنة كأحد الخصائص النوعية المعززة للمعلومات المحاسبية، من الخصائص المميزة والفريدة للمعلومات المالية تعزز من فائدتها. وتظهر العلاقة السالبة أكثر وضوحا في البيئة التي يكون فيها المديرين أكثر عرضة لإخفاء الأخبار السيئة.
<i>Kim & Zhang, 2016</i>	التحفظ المحاسبي <i>Accounting Conservatism</i>	-	يساعد التحفظ المحاسبي على الحد من حوافز المديرين وقدرتهم على المبالغة في تقدير الأداء وإخفاء الأخبار السيئة عن المستثمرين، والذي بدوره يقلل من مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات.
<i>Kim et al., 2019</i> <i>Hong & Lee, 2015</i>	ضعف الرقابة الداخلية <i>Internal Control Weakness</i>	+	يزيد ضعف الرقابة الداخلية من عدم تماثل المعلومات من خلال انتاج تقارير مالية أكثر غموضا وأقل شفافية، وهو ما يؤدي إلى زيادة خطر انهيار سعر سهم الشركة.
<i>Kim et al., 2011b</i>	التجنب الضريبي <i>Tax Avoidance</i>	+	يسهل التجنب الضريبي من أنشطة تخزين الأخبار السيئة وتراكمها لفترات طويلة، وهو ما يؤدي إلى الانخفاض الحاد في عوائد السهم عقب لحظة الاعلان عن تلك الأخبار السيئة دفعة واحدة، وما يترتب عليه زيادة خطر انهيار سعر سهم الشركة في هذا التوقيت.

تابع - جدول [1]

الدراسات السابقة	المحدد أو العامل الاستراتيجي	العلاقة مع خطر انهيار سعر سهم الشركة	تفنيذ سببية العلاقة
<i>Lim et al., 2016</i>	جودة المراجعة <i>Audit Quality</i>	-	يؤدي ارتفاع مستوى جودة المراجعة وخاصة عندما تتم عملية المراجعة من قبل أحد شركات المراجعة الأربعة الكبار، إلى تحسين شفافية القوائم المالية، وزيادة قدرة الشركة على تقليل تكاليف الوكالة من خلال ممارسة دورا رقابيا على الإدارة، فضلا عن زيادة قدرتها على اكتشاف تخزين الأخبار السيئة، وهو ما يؤثر بطبيعة الحال على انخفاض خطر انهيار سعر سهم الشركة.
<i>Mahmoodabadi et al., 2017</i>	جودة الإفصاح المحاسبي <i>Financial Disclosure Quality</i>	-	يساهم ارتفاع مستوى جودة الإفصاح المحاسبي في تقليل خطر انهيار أسعار أسهم الشركات مستقبلا من خلال زيادة مستوى جودة المعلومات المحاسبية.
<i>Zhu, 2016</i>	المستحقات <i>Accruals</i>	+	يمكن تفسير هذه العلاقة الموجبة من خلال مبالغة المديرين في تقدير قيمة المستحقات والتي تستخدم كأداة لحجب الأخبار السيئة، وهو ما يؤدي إلى احتمالية زيادة خطر انهيار سعر سهم الشركة مستقبلا.
<i>Wu & Hu, 2019</i> <i>Li et al., 2017</i>	المسئولية الاجتماعية <i>Social Responsibility</i>	-	إن التزام الشركات التي تقدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية، بمستوى عال من الشفافية، والتخفيف من حجب أو إخفاء الأخبار السيئة، يصبح لديها الفرصة في انخفاض خطر انهيار أسعار أسهمها في سوق المال.
ثالثا: محددات وعوامل استراتيجية مرتبطة بالإدارة <i>Management Related Determinants & Strategic Factors</i>			
<i>Wu & Hu, 2019</i> <i>Li et al., 2017</i>	العلاقات السياسية <i>Political Connections</i>	-	تتميز العلاقات السياسية بأنها الأكثر قيمة بين جميع العلاقات الاجتماعية. ويمكن تحقيق أقصى استفادة من العلاقات السياسية، عندما يكون رئيس الشركة مسئولاً سابقاً أو حالياً في الحكومة. فالعلاقات السياسية تؤثر على سرعة تأكيد الأخبار السيئة، كما تساعد الشركة في الحصول على تمويل خارجي من البنوك بكل سهولة ويسر وفي أسرع وقت، وتحقيق المزيد من المنافع الضريبية، كما تساعد على المزيد من عمليات الاندماج والاستحواذ، الأمر الذي يحقق للشركة مزايا تنافسية قوية، وزيادة قيمتها السوقية، وهو ما ينعكس بدوره على انخفاض خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل.
<i>Habib et al., 2018</i>	حوكمة الشركات <i>Corporate Governance</i>	-	تلعب خصائص وسمات حوكمة الشركات دورا هاما في الإفصاح المالي، وجودة التقارير المالية، وجودة الأداء المهني للمراجعين، وبالتالي الحد من مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات مستقبلا.
<i>Park & Jung, 2017</i>	القدرة الإدارية <i>Managerial Ability</i>	-	يساهم مديرو الشركات أصحاب القدرة الإدارية العالية، على تقديم المزيد من عمليات الإفصاح الإختياري كإشارة واضحة لأصحاب المصالح عن إمكانياتهم وقدرتهم الإدارية، وهو ما يؤدي في النهاية إلى انخفاض خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

3. مراجعة وتحليل الدراسات السابقة واشتقاق فروض الدراسة:

تحقيقاً للأهداف البحثية التي تسعى إليها الدراسة الحالية، يعتمد الباحث في هذا القسم من الدراسة، على مراجعة وتحليل أهم الاسهامات العلمية التي قدمتها أدبيات الفكر المحاسبي المعاصرة، التي اهتمت بدراسة العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسئولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، وكذلك التي اهتمت بدراسة تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عن إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة، وصولاً منها إلى بناء وصياغة فروض الدراسة الحالية في صورتها البديلة على أساس أكاديمي ومرجعي، وذلك على النحو التالي:

1/3 الدراسات التي اهتمت بالعلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى غموض التقارير المالية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة:

أشارت دراستي (He et al., 2019; Lee & Chae, 2018) إلى أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يرتبط ارتباطاً وثيقاً بمستوى غموض التقارير المالية، أي أن خطر انهيار سعر سهم الشركة سيتجه إلى الارتفاع (الانخفاض)، كلما أصبحت التقارير المالية للشركة أكثر (أقل) غموضاً وأقل (أكثر) شفافية. كذلك، أوضحت دراسة (Cortes, 2013) على أن ارتفاع مستوى غموض التقارير المالية يزيد من حالة عدم تماثل المعلومات، مما يحد من من قدرة الشركة على الحصول على الأموال الخارجية لتمويل استثماراتها، حيث يحدث فجوة كبيرة بين تكاليف التمويل الداخلي والخارجي. وقد توصلت الدراسة السابقة، إلى أن الشركات كثيفة الانفاق على البحث والتطوير *R&D Expenditure*، والتي تتمتع بدرجة عالية من التخصص في المنتجات *Product Specialization*، تصبح تقاريرها المالية المنشورة أكثر غموضاً وأقل شفافية.

يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث العلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة. ومن خلال مراجعة وتحليل الأطر النظرية والأدلة التجريبية للأدبيات المحاسبية التي تناولت فحص وتحليل ودراسة تلك العلاقة، توصل الباحث إلى أن تلك الدراسات (Kim & Zhang, 2016; Datta et al., 2014; Kim & Zhang, 2014; Parwoto & Tandelilin, 2014; Hamm et al., 2012; Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006) قد تبنت خطأً فكرياً واحداً تجاه العلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، حيث يقضى بوجود علاقة ارتباط موجبة ذات تأثير معنوي بينهما، وخاصة في ظل وجود متغيرات حاكمة معينة منها ما يرتبط بأسهم الشركة، ومنها ما يرتبط بخصائص الشركة. كما أكدت أدلتها التجريبية، أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، سوف يعكس وبشكل دائم الارتفاع في مستوى غموض التقارير المالية. وقد أشارت تلك الدراسات في إطار تنفيذها لطردية العلاقة السابقة، إلى أن السبب الرئيسي لخطر انهيار سعر سهم الشركة، إنما يرجع بصفة أساسية لحجب أو إخفاء المديرين للأخبار السيئة أو السلبية والذي يحركه التأثير السلبي لمشكلة الوكالة بين الإدارة والمساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع عدم شفافية أو مستوى غموض التقارير المالية للشركة، ومن ثم صعوبة اكتشاف سوء تصرف إدارة الشركة. في حين، أكدت دراستي (Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006)، أنه في حالة

ارتفاع أسعار أسهم الشركة، فإن هذا الأمر لا يرتبط بشكل رئيسي بمستوى غموض التقارير المالية للشركة، وإنما قد يرجع لعوامل ومتغيرات أخرى، منها مستوى جودة آليات الحوكمة، وأنشطة المسؤولية الاجتماعية التي تقدمها الشركة.

في ذات السياق، أوضحت دراسة (de Almeida, 2017) أن محاسبة التكلفة التاريخية *Historical Cost Accounting*، لا تسمح للمستثمرين الوصول بسهولة إلى معلومات تفصيلية عن المشروعات القائمة للشركة، ومن ثم انخفاض شفافية السوق *Market Opacity* عن طريق ارتفاع مستوى غموض التقارير المالية للشركة، مما يؤدي إلى حدوث المزيد من الانهيارات في أسعار الأصول، وهو الأمر الذي يترك تأثيراً على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة. وخلافاً لما سبق، قدمت الدراسة السابقة دليلاً تطبيقياً على وجود علاقة سالبة غير خطية بين مستوى غموض التقارير المالية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.

استكمالاً للنقاش السابق، توصلت دراسة (Kim et al., 2019) إلى وجود ارتباط معنوي قوى بين ضعف الرقابة الداخلية كمقياس بديل لمستوى غموض التقارير المالية وبين خطر انهيار سعر سهم الشركة. كذلك، قدمت دراسة (Hong & Lee, 2015) دليلاً تطبيقياً على أن ضعف الرقابة الداخلية يزيد من عدم تماثل المعلومات عن طريق إعداد تقارير مالية تتصف بالغموض، مما أدى إلى زيادة الخطر المستقبلي لانهيار أسعار أسهم العديد من الشركات الأمريكية الممثلة في عينة الدراسة.

في هذا الصدد، يشير الباحث أنه بالنظر إلى أن خطر انهيار سعر سهم الشركة يرتبط بشكل إيجابي مع غموض أو عدم شفافية التقارير المالية، فإن الأمر يتطلب ضرورة وجود رقابة داخلية فعالة لإنتاج تقارير مالية تتمتع بالشفافية والموثوقية تجاه مستخدمي معلومات تلك التقارير، وهو الأمر الذي سينعكس بدوره على الحد من احتمال حدوث خطر انهيار سعر سهم الشركة في المستقبل.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري العلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى غموض التقارير المالية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، تتوقع الدراسة الحالية، أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، سوف يرتبط بشكل إيجابي ومعنوي مع مستوى غموض التقارير المالية. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الأول الذي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₁: "توجد علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي بين مستوى غموض التقارير المالية وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة".

2/3 الدراسات التي اهتمت بالعلاقة الارتباطية التأثيرية بين أداء المسؤولية الاجتماعية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة:

تستند المسؤولية الاجتماعية للشركات في جوهرها على نظرية أصحاب المصالح *Stakeholder Theory*، التي تفترض قيام منشآت الأعمال بالتوفيق بين أهداف الأطراف المختلفة من أصحاب المصالح التي تتأثر بقراراتها وعملياتها، وذلك من خلال السعي لتحقيق وتعظيم منفعة هذه الأطراف. وقد أشارت دراسة (Alsaadi et al., 2017) إلى أن زيادة وعي أصحاب المصالح بأهمية المسؤولية الاجتماعية، يدفع الشركات لممارسة أنشطة المسؤولية الاجتماعية والتقارير عنها خوفاً من أن تفقد دعم وتأييد أصحاب المصالح، وهو الأمر الذي قد يؤثر على تحقيق أهدافها الاستراتيجية من بقاء ونمو في

ظل المنافسة الشديدة التي تشهدها بيئة الأعمال المعاصرة. كذلك، أوضحت دراسة (Wu & Hu, 2019) أن المسؤولية الاجتماعية للشركات تساعد في حماية المنافع الاقتصادية والاجتماعية والبيئية لجميع أصحاب المصالح من خلال المساهمة في التنمية المستدامة *Sustainable Development*.

يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث العلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة. وبمراجعة أدبيات الفكر المحاسبي التطبيقي المرتبطة بهذا المجال، توصل الباحث إلى أن العديد من الأدبيات السابقة، قد أخذت في دراستها وتحليلها لتلك العلاقة، مجالات رؤية ووجهات نظر يتضح فيها التعارض والاختلاف فيما بينها. وتحقيقاً لأغراض هذه الدراسة، سوف يتناول الباحث أهم تلك الأدبيات في نطاق ما يخدم متطلبات الدراسة الحالية.

وفقاً لوجهة النظر الأولى، توصلت الأدلة التجريبية للعديد من الدراسات (Wu & Hu, 2019; de Almeida, 2017; Li et al., 2017; Lee, 2016; Kim et al., 2014) أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة يرتبط بشكل سلبي وذو دلالة معنوية مع أداء المسؤولية الاجتماعية. ومن خلال مراجعة وتحليل الأطر النظرية لتلك الدراسات، تبين للباحث أن أنصار هذا الرأي يستندون في تبريراتهم بشأن عكسية العلاقة السابقة، على أن التزام الشركات التي تقدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية، بمستوى عال من الشفافية، والحد من تخزين الأخبار السيئة، سيصبح لديها الفرصة في انخفاض خطر انهيار أسعار أسهمها في سوق المال. وفي سياق متصل، أوضحت العديد من الدراسات (McCarthy et al., 2017; McCarthy et al., 2014; Liang & Huang, 2013; Dowling, 2006) على أن الشركات التي تلتزم بمسئولياتها الاجتماعية، يتوافر بها معايير أخلاقية *Ethical Standards* أعلى، وتقارير مالية أقل غموضاً وأكثر شفافية، وانخفاض في ممارسات إدارة الأرباح، مع حجب أقل للأخبار السيئة، فضلاً عن سعيها لتحسن دخلها وأداءها التشغيلي. كذلك، أشارت دراسة (Cheung, 2016) إلى أن ارتفاع أداء المسؤولية الاجتماعية للشركة، قد يؤدي إلى تخفيف تضارب المصالح بين الإدارة والمساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة، وقد يقلل من السلوك الانتهازي لإدارة الشركة. كما أوضحت دراسة (Huang & Waston, 2015) على أن الأداء الجيد للمسؤولية الاجتماعية للشركة، يعزز من سمعتها، وعلامتها التجارية، ويرفع من قدرتها على استقطاب عملاء جدد، وزيادة القدرة على التوظيف الجيد للعمال ذوي الخبرة والاحتفاظ بهم، وهو ما يساهم في تحسين الانتاجية، وزيادة معدلات الربحية، مما ينعكس بدوره على ارتفاع قيمة الشركة في سوق المال. وفي ذات السياق، أشارت دراستي (Arouri & Pijourlet, 2015; Marsat & Williams, 2013) إلى أن أداء المسؤولية الاجتماعية للشركة، له تأثير واضح على تعظيم القيمة السوقية للشركة، وتخفيض تكلفة رأس المال، إلى جانب تدنية المخاطر المالية التي قد تتعرض لها الشركة. وفي هذا المجال، أوضحت دراسة (Al-Malkawi & javaid, 2018) على أن الشركات التي تتبنى الاستثمار في المسؤولية الاجتماعية، يمكنها الحصول على منافع مالية تفوق التكاليف المترتبة عليها، وبالتالي تحسين الأداء المالي للشركة على المدى الطويل. وهكذا، يقود النقاش السابق، إلى أن أداء المسؤولية الاجتماعية قد يرتبط بشكل كبير مع انخفاض خطر انهيار سعر سهم الشركة (Kim et al., 2014).

فيما يتعلق بوجهة النظر الثانية، فقد توصلت دراستي (Chang et al., 2017; Xiaofeng et al., 2015) إلى أن ارتفاع خطر انهيار سعر سهم الشركة يرتبط بشكل مباشر مع زيادة مستوى أداء

المسئولية الاجتماعية للشركة. وبالتالي يتوقع أنصار هذا الرأي، أن العلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي. ومن خلال مراجعة وتحليل الأطر النظرية لتلك الدراسات، تبين للباحث أن أصحاب هذا الرأي يستندون في توقعاتهم بشأن طردية العلاقة السابقة، على أن الاستثمار المفرط في أنشطة المسؤولية الاجتماعية، سيؤدي إلى تفاقم مشكلة الوكالة بين المديرين وأصحاب المصالح بالشركة، بل يمكن القول بأنها ستصبح أكثر خطورة، مما يؤثر سلباً على كفاءة قرارات الاستثمار، وبالتالي تندية القيمة السوقية للشركة وثروات المساهمين، ومن ثم ارتفاع خطر انهيار سعر سهم الشركة. وتأكيداً لذات السياق، أشارت دراستي (Lee, 2016; McWilliams et al., 2006) إلى أن أنشطة المسؤولية الاجتماعية ترفع من تكاليف التشغيل، وتزيد من مشاكل الوكالة بين الإدارة والمساهمين والأطراف الأخرى ذات العلاقة، وذلك يقود إلى تبرير سلبية العلاقة بين المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركات في بعض الأحيان. كذلك، أوضحت الدراستان السابقتان، أنه من الصعب تحديد حقيقة دوافع الإدارة لتنفيذ سياسات المسؤولية الاجتماعية للشركة، سواء كان لتحقيق مصالح شخصية أو لتحقيق منافع مجتمعية. كما وجدت دراسة (Prior et al, 2008) علاقة موجبة بين المسؤولية الاجتماعية وممارسات إدارة الأرباح، وهو ما يشير إلى أن الإدارة قد تتبنى المسؤولية الاجتماعية سعياً لإخفاء سوء تصرفها الإداري. وإتساقاً مع ما سبق، فإذا كان مديرو الشركات يشاركون في تنفيذ سياسات المسؤولية الاجتماعية للتستر على الأخبار السيئة أو السلبية، فسوف يتم الربط بشكل كبير بين أداء المسؤولية الاجتماعية وارتفاع خطر انهيار أسعار أسهم تلك الشركات (Kim et al., 2014).

أما ما يتعلق بوجهة النظر الثالثة، فقد أوضحت بعض الدراسات على أن ارتفاع أو انخفاض خطر انهيار سعر سهم الشركة لا يرتبط بشكل مباشر مع أداء المسؤولية الاجتماعية للشركة. وبالتالي يتوقع أنصار هذا الرأي، وجود علاقة غير خطية بين أداء المسؤولية الاجتماعية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة. ففي دراسة (Nakajima, 2015) قدمت دليلاً تجريبياً على عدم معنوية العلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية وخطر انهيار سعر سهم الشركة. كما توصلت دراسة (Dai et al., 2019) إلى وجود علاقة غير خطية مقلوبة على شكل حرف U، حيث يرتفع خطر انهيار سعر سهم الشركة عند زيادة مستوى أداء المسؤولية الاجتماعية في بادئ الأمر، إلى أن يبدأ هذا الخطر بعد ذلك في الانخفاض تدريجياً عند نفس المستوى من الأداء للمسؤولية الاجتماعية للشركة.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري العلاقة الارتباطية التأثيرية بين أداء المسؤولية الاجتماعية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، تبين للباحث أن الجدل بين الأكاديميين والممارسين للمهنة ما زال سارياً حول اتجاه تلك العلاقة المتقلبة وغير المستقرة، مما تحتاج إلى مزيد من التمحيص والتحري لتشخيص مسببات هذا التناقض، وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية، مما قد يقلل من الجدل المستمر المثار حولها. وتفترض الدراسة الحالية أن الشركات في محاولتها لإدارة المخاطر التي تواجهها، تميل إلى تعزيز الأداء الجيد للمسؤولية الاجتماعية، وتحفيز المديرين على المشاركة في سياسات المسؤولية الاجتماعية، وهو ما يعكس على انخفاض خطر انهيار أسعار أسهمها بسوق المال، حيث أن الاتجاهات الحديثة في مفهوم المسؤولية الاجتماعية، أخذت تركز على أهمية هذه المسؤولية لكونها إحدى الأدوات التي يمكن للشركات أن تستند عليها في تحقيق كفاءة وفعالية منظومة إدارة المخاطر. ومن ثم، تتوقع الدراسة الحالية، أن احتمال

حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، سوف يرتبط بشكل سلبي ومعنوي مع أداء المسؤولية الاجتماعية. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الثاني الذي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₂: "توجد علاقة ارتباط سالبة وذات تأثير معنوي بين أداء المسؤولية الاجتماعية وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة".

3/3 الدراسات التي اهتمت بالعلاقة الارتباطية التأثيرية بين درجة ممارسات التجنب الضريبي واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة:

شهدت ممارسات التجنب الضريبي في الآونة الأخيرة، تماماً كبيراً واهتماماً متزايداً من قبل إدارات الشركات، سعياً منها في التأثير على أوعيتها الضريبية، ومن ثم تحقيق مزيداً من الأرباح. وتتنظر النظرية التقليدية *Traditional Theory* إلى التجنب الضريبي كمنشأ لتعظيم القيمة، حيث ينقل الثروة من الدولة إلى مساهمي الشركات (Kim et al., 2011b). في حين توصلت دراسة (Chan et al., 2013) إلى استنتاج مفاده، أن مديري الشركات التي تسيطر عليها الحكومة، أكثر حرصاً في استراتيجيتهم الضريبية على تحقيق الهدف السياسي المتمثل في حماية الإيرادات الحكومية، وبالتالي يسعون دائماً للبعد عن ممارسات التجنب الضريبي.

من خلال مراجعة وتحليل لأهم ما قدمته أدبيات الفكر المحاسبي التي تناولت ممارسات التجنب الضريبي بالتعريف، أشارت دراستي (Blaufus et al., 2019; Abdul Wahab et al., 2017) إلى أن التجنب الضريبي هو أحد استراتيجيات التخطيط الضريبي *Tax Planning Strategies* المختلفة والمتعددة، التي تستخدمها الشركات في تقليل الالتزام الضريبي إلى أدنى حد، وهو ما يؤدي إلى تآكل الأوعية الضريبية للشركات، الأمر الذي يترتب عليه انخفاض الحصيلة الضريبية للخزينة العامة للدولة، ومن ثم عجز الدولة عن توفير السلع والخدمات العامة، نظراً لكون الإيرادات الضريبية تمثل الجانب الأعظم من إيرادات الدولة. كما أشارت دراسة (Bradshaw et al., 2016) إلى أن التجنب الضريبي هو سلوك تخطيطي تقوم به الشركة لأغراض تقليل عبئها الضريبي، علماً بأن هذا السلوك لا يعد من الأنشطة غير القانونية.

في ذات السياق، أوضحت العديد من الدراسات (Huseynov et al., 2017; Huseynov & Klamm, 2012; Minnick & Noga, 2010) على أن التجنب الضريبي أحد الاستراتيجيات القانونية للتخطيط الضريبي التي تتبعها الشركات، وهي تلك الممارسات التي تقلل من مدفوعاتها الضريبية المرتبطة بالدخل المحاسبي قبل الضريبة، حيث تعتمد الشركات على تلك الممارسات لأغراض الاحتفاظ بمعدلات ضريبية منخفضة على المدى الطويل. وأبرزت دراسة (Richardson et al., 2016) أن الفائدة من زيادة ممارسات التجنب الضريبي، تتمثل في تحقيق وفورات ضريبية أكبر للشركة، مما يمكنها من تخفيض قيمة ضريبة الدخل المدفوعة الظاهرة في قوائمها المالية، ومن ثم تحقيق المزيد من الأرباح. كذلك، أشارت دراسة (McClure et al., 2018) إلى أن قرار إدارة الشركة بشأن ممارسات التجنب الضريبي، تعتمد في الأساس على المقارنة بين ما تحققه الشركة من وفورات ضريبية متوقعة لتعظيم ثروة المساهمين (مثل: زيادة السيولة، زيادة الأرباح، وتخفيض الالتزامات الضريبية)، وبين التكاليف والمخاطر المحتملة على الشركة (مثل: زيادة تكاليف المعاملات، زيادة تكاليف التقاضي، وزيادة مستويات المخاطر السياسية والتنظيمية والعقوبات المالية والاجتماعية كالمقاطعة).

في هذا الصدد، يشير الباحث أنه على الرغم من أن ممارسات التجنب الضريبي تعد من الأنشطة القانونية، إلا أن توسع إدارة الشركة في تلك الممارسات، قد يجعلها مشكوك فيها من الناحية الأخلاقية، حيث يمكن أن تخلق المدفوعات الضريبية التي تتحملها الشركة دافعاً جوهرياً لممارسة إدارة الأرباح، إما لتجنب هذه المدفوعات أو تخفيضها قدر الإمكان لتحقيق وفورات ضريبية، ولذلك فقد تلجأ الإدارة إلى استخدام السياسات والطرق المحاسبية التي يترتب عليها تخفيض الأرباح، ومن ثم تقليل وعاء الضريبة، وقد يكون ذلك مدفوعاً بتحقيق وفورات نقدية كنتيجة لتخفيف العبء الضريبي. كذلك، يرى الباحث أن تعظيم ثروة المساهمين والحوافز الإدارية (مثل: المكافآت، الأمان الوظيفي، ومنح حقوق خيارات الأسهم)، قد يكون دافعاً رئيسياً آخر وراء مشاركة مديري الشركات في ممارسات التجنب الضريبي.

يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث العلاقة بين درجة ممارسات التجنب الضريبي واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة. ومن خلال مراجعة واستقراء لأهم الأدبيات التي تضمنها التراث الفكري المحاسبي التي اهتمت بخطر انهيار أسعار أسهم الشركات، تبين للباحث ندرة شديدة في البحوث والدراسات المحاسبية السابقة، التي اهتمت بدراسة العلاقة الارتباطية التأثيرية بين درجة ممارسات التجنب الضريبي واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، حيث لم يحظ قياس وتحليل وتفسير تلك العلاقة الاهتمام الكافي من جانب الأدبيات المحاسبية، الأمر الذي ينم على إغفال واضح من قبل الأكاديميين والممارسين للمهنة، على دراسة وتحليل الاهتمام المتزايد لإدارات الشركات بممارسات التجنب الضريبي كأحد المحددات أو العوامل المؤثرة التي قد تفسر التغير والاختلاف في احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم تلك الشركات، ولم يتكشف للباحث سوى دراسة محاسبية تطبيقية واحدة فقط (Kim et al., 2011b) - في حدود علم الباحث وإطلاعه - قد تناولت تلك العلاقة بالدراسة والتحليل، إلا أنها تمت في بيئة أجنبية.

وقد توصلت دراسة (Kim et al., 2011b)، التي أجريت على عينة كبيرة من الشركات الأمريكية شملت 87162 مشاهدة خلال الفترة من أعوام (1995-2008)، إلى وجود علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين درجة ممارسات التجنب الضريبي وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات الأمريكية الممثلة في عينة الدراسة، وهو ما يشير إلى أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، سوف يعكس وبشكل دائم الارتفاع في درجة ممارسات التجنب الضريبي. وقد أشارت ذات الدراسة، أن طردية العلاقة السابقة، تتفق مع أن التجنب الضريبي يسهل من أنشطة تخزين الأخبار السيئة وتراكمها لفترات طويلة من خلال توفير الأدوات والأفئعة والمبررات لهذا السلوك الانتهازي، وهو ما يؤدي إلى مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات في المستقبل المنظور. كذلك أشارت الدراسة السابقة، إلى أن تلك العلاقة الموجبة تظهر أقل وضوحاً وقوة، عندما يتوافر للشركة آليات رقابة خارجية قوية.

في سياق متصل، أوضحت دراسة (de Almeida, 2017) على أن درجة ممارسات التجنب الضريبي ترتبط مع خطر انهيار سعر سهم الشركة بعلاقة تأثيرية طردية، إلى أن قوة هذا التأثير قد تتخفف عند وجود متابعة مستمرة للشركات وعلى نطاق واسع من قبل المحللين الماليين والمراجعين الخارجيين. وقد أكدت على ذلك دراسة (Guo et al., 2018)، حيث أوضحت أن الشركات التي يقل عدد المحللين الماليين المتابعين لها، من المرجح أن تواجه خطر انهيار أسعار أسهمها المرتبطة بممارسات التجنب الضريبي.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري العلاقة الارتباطية التأثيرية بين درجة ممارسات التجنب الضريبي واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، تتوقع

الدراسة الحالية، أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة سوف يرتبط بشكل إيجابي ومعنوي مع درجة ممارسات التجنب الضريبي. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الثالث الذي تستند عليه الدراسة الحالية في صورته البديلة، في العبارة التالية:

Ha₃: "توجد علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي بين درجة ممارسات التجنب الضريبي وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة".

4/3 الدراسات التي اهتمت بتأثير جودة آليات الحوكمة على العلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة:

يدخل ضمن أحد مجالات اهتمام الدراسة الحالية، بحث تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة على العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة. وبمراجعة أهم أدبيات الفكر المحاسبي التطبيقي المعنية بهذا المجال، **تكشّف للباحث** ندرة شديدة في الدراسات السابقة التي تناولت هذا التأثير بشكل مباشر، حيث اقتصرت بعض الدراسات على العلاقة بين مستوى جودة آليات الحوكمة، وبين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي بشكل منفرد كل على حدة وليس بشكل متكامل، بينما اقتصر البعض الآخر على علاقة مستوى جودة آليات الحوكمة بخطر انهيار سعر سهم الشركة، كما أنها أجريت جميعها على أسواق أسهم لدول متقدمة، والتي تختلف خصائصها اختلافاً جذرياً عن خصائص سوق الأسهم المصرية كأحد أسواق المال الناشئة، وهذا ما **دعى الباحث** إلى دراسة واختبار هذا التأثير في البيئة المصرية، خاصة بعد اهتمام الدولة وحكومتها ومؤسساتها والجهة المعنية في مصر المتمثلة في مركز المديرين المصري، بضرورة دعم فكر وتطبيقات الحوكمة طبقاً لأفضل الممارسات الدولية والإقليمية.

من خلال مراجعة وتحليل الأدبيات المحاسبية التي اهتمت بدراسة العلاقة بين جودة آليات الحوكمة، و كل من غموض التقارير المالية، المسؤولية الاجتماعية، ممارسات التجنب الضريبي، وخطر انهيار سعر سهم الشركة، **يمكن للباحث** تناول أهم ما خلصت إليه الأطر النظرية لتلك الدراسات، وما توصلت إليه أدلتها التجريبية من نتائج، على النحو التالي:

• **العلاقة الارتباطية بين جودة آليات الحوكمة وغموض التقارير المالية:**

أوضحت دراسة (Armstrong et al., 2016) على أنه من المتوقع وفقاً لنظرية الوكالة Agency Theory، أن يرتبط غموض التقارير المالية وحوكمة الشركات معا بشكل سلبي، حيث أن الحوكمة الجيدة تحد من الممارسات الانتهازية للإدارة، وتقلل من مشاكل الوكالة، وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض مستوى غموض التقارير المالية. كما أشارت دراسة (Lowenstein, 1996) إلى أن توافر تقارير مالية للشركات أقل غموضاً وأكثر شفافية، يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع تحقيق حوكمة فعالة بتلك الشركات.

في هذا السياق، اعتبرت دراسة (Andreau et al., 2016) أن مستوى غموض التقارير المالية يمكن أن يمثل أحد الأبعاد الأساسية التي تهتم بها حوكمة الشركات، والذي يرتبط هذا المستوى من الغموض، بعلاقة ارتباط موجبة مع خطر انهيار أسعار أسهم الشركات. وبذلك، **يمكن للباحث القول** بأن انخفاض مستوى غموض التقارير المالية، سوف يعكس وبشكل دائم الارتفاع في مستوى جودة آليات الحوكمة.

• العلاقة الارتباطية بين جودة آليات الحوكمة والمسئولية الاجتماعية:

توصلت دراسة (Bin Harun, 2016) إلى وجود علاقة موجبة ومعنوية بين جودة آليات الحوكمة والمسئولية الاجتماعية، حيث قدمت الدراسة دليلاً تطبيقياً على أن ارتفاع مستوى أداء المسئولية الاجتماعية لدى البنوك الإسلامية بدول مجلس التعاون الخليجي الممثلة في عينة الدراسة، ارتبط بوجود حوكمة قوية بتلك البنوك. وفي هذا السياق، أكدت دراستي (Lending et al., 2018; Kusnadi, 2011) على أن حوكمة الشركات ترتبط بعلاقة طردية مع المسئولية الاجتماعية، كنتيجة للاقبال المتزايد من قبل المستثمرين للاستثمار في أنشطة المسئولية الاجتماعية، حيث أن ممارسات الحوكمة الجيدة (الضعيفة) تؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) مستوى أداء المسئولية الاجتماعية للشركات. وأشارت دراسة (Amran et al., 2014) إلى أن نطاق حوكمة الشركات قد اتسع ليشمل الأهمية المتزايدة للمسئولية الاجتماعية للشركات. وفي سياق متصل، أوضحت دراسة (Farizi et al., 2014) على أن مديري الشركات التي لديها ممارسات حوكمة جيدة، يمكنهم الاستفادة من العلاقات مع أصحاب المصالح في تكوين استراتيجية تحسين فعالة، لذلك فمن المتوقع أن الحوكمة القوية للشركات ترتبط بارتفاع في أنشطة المسئولية الاجتماعية. وهكذا، يشير الباحث إلى أن ارتفاع مستوى أداء المسئولية الاجتماعية سوف يعكس وبشكل دائم الارتفاع في مستوى جودة آليات الحوكمة. ورغم ذلك، فقد توصلت النتائج التجريبية لدراسة (Lee, 2016) أن المسئولية الاجتماعية كان لها تأثير أكثر وضوحاً في تخفيف خطر انهيار أسعار أسهم الشركات التايوانية الممثلة في عينة الدراسة، مع وجود حوكمة أقل فعالية بتلك الشركات.

• العلاقة الارتباطية بين جودة آليات الحوكمة وممارسات التجنب الضريبي:

أشارت دراسة (Abdul Wahab et al., 2017) إلى أنه من المرجح أن تساهم ممارسات التجنب الضريبي في ارتفاع تكاليف الوكالة بشكل كبير، في ظل غياب آليات فعالة للحوكمة بالشركات، ولذلك فإن الأمر يتطلب الاهتمام في المستقبل القريب، بإدراج آليات الحوكمة كمؤشرات تساعد على الكشف عن ممارسات التجنب الضريبي. وأوضحت دراسة (Desai & Dharmapala, 2006) على أن التوسع في منح حقوق خيارات الأسهم كأحد الحوافز الإدارية، يؤدي إلى مزيد من ممارسات التجنب الضريبي، خاصة في الشركات ذات هياكل ضعيفة للحوكمة مقارنة بالشركات ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة. كما أشارت الدراسة السابقة، إلى أن تطبيق آليات الحوكمة يؤدي إلى تفعيل إجراءات الرقابة الداخلية بالشركة، بما يساهم في تخفيض تكاليف الوكالة التي تنشأ من القرارات الضريبية المتعسفة. وقد توصلت دراسة (Kerr et al., 2016) إلى وجود علاقة سالبة ومعنوية بين جودة آليات الحوكمة وممارسات التجنب الضريبي، حيث قدمت الدراسة دليلاً تطبيقياً على انخفاض درجة ممارسات التجنب الضريبي بشكل كبير لدى الشركات المكسيكية الممثلة في عينة الدراسة، بعد التبنى الإلزامي لقواعد الحوكمة، وما صاحب ذلك من ارتفاع ملحوظ في مستوى جودة آليات الحوكمة. وفقاً لذلك، يشير الباحث إلى أن انخفاض درجة ممارسات التجنب الضريبي، سوف تعكس وبشكل دائم الارتفاع في مستوى جودة آليات الحوكمة.

• العلاقة الارتباطية بين جودة آليات الحوكمة وخطر انهيار سعر سهم الشركة:

توصل الباحث إلى أن العديد من دراسات الأدب المحاسبي (Liao & Ouyang, 2017; Andreou et al., 2016; Azizpour & Ghiri, 2016; Tarkovska, 2014) قد تبنت خطأً فكرياً واحداً تجاه العلاقة بين مستوى جودة آليات الحوكمة وخطر انهيار سعر سهم الشركة، حيث يقضى بوجود علاقة

سالبة ومعنوية بينهما، كما أكدت أدلتها التجريبية، أن انخفاض خطر انهيار سعر سهم الشركة، سوف يعكس وبشكل دائم ارتفاع مستوى جودة آليات الحوكمة. فقد أوضحت دراسة (Andreou et al., 2016) على أن تطبيق آليات حوكمة الشركات، يؤدي إلى التخفيف من احتمالية حدوث انهيار في أسعار أسهم الشركات في المستقبل. كما توصلت الدراسة السابقة أيضاً، إلى أن تأثير حوكمة الشركات على خطر انهيار سعر سهم الشركة، يصبح أكثر وضوحاً عندما تعمل الشركة في: (1) قطاع صناعي محدود المنافسة، أو (2) بيئات تختص بارتفاع مشكلة عدم تماثل المعلومات لديها، أو (3) ظروف زيادة درجة عدم التأكد في تحقيق تدفقات نقدية مستقبلية. كذلك، أشارت دراسة (Habib et al., 2018) إلى أن من الصفات المميزة لحوكمة الشركات، الدور الهام التي تلعبه في الإفصاح المالي وجودة التقارير المالية، وبالتالي الحد من خطر انهيار أسعار أسهم الشركات. كما اعتبرت ذات الدراسة، أن آليات الحوكمة بمثابة أدوات هامة تساعد على التخفيف من تخزين الأخبار السيئة، ومن ثم التخفيف من خطر انهيار أسعار أسهم الشركات. كذلك، قدمت دراسة (Liao & Ouyang, 2017) دليلاً تطبيقياً على أن وجود آليات حوكمة قوية، قد خفف من ارتفاع خطر انهيار أسعار أسهم الشركات، خاصة في ظل وجود نقابات عمالية *Labor Unions* قوية. وفي سياق متصل، توصلت دراسة (Dang et al., 2018) إلى وجود علاقة عكسية بين الديون قصيرة الأجل وخطر انهيار سعر سهم الشركة، وتكون هذه العلاقة أكثر وضوحاً للشركات التي يصعب رقابتها بسبب ضعف الحوكمة لديها وارتفاع حالة عدم تماثل المعلومات. يقود النقاش السابق إلى أهمية توخي الحذر عند دراسة العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، وذلك بالسيطرة على كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، ويرجع ذلك إلى أن ارتفاع أو انخفاض تلك المتغيرات المستقلة، قد يرجع لمستوى جودة آليات الحوكمة.

وكما أشار الباحث سلفاً، إلى أن دراسات الأدب المحاسبي أثبتت أدلتها التجريبية، على أن هناك علاقات ارتباطية تأثيرية بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين خطر انهيار سعر سهم الشركة، فإنه من الثابت أيضاً وتماشياً مع ما أظهرته العديد من الدراسات (Kim & Zhang, 2016; Callen & Fang, 2015; An & Zhang, 2013; Kim et al., 2011a) إلى أن مستوى جودة آليات الحوكمة هو أحد المحددات أو أحد العوامل التفسيرية لخطر انهيار سعر سهم الشركة.

وفقاً للسياق السابق، يمكن للباحث القول بأن ارتفاع أو انخفاض خطر انهيار سعر سهم الشركة، لن يرجع بالأساس وبشكل مباشر إلى التغير في مستوى غموض التقارير المالية، وأداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وإنما قد يرجع أيضاً إلى التغير في مستويات جودة آليات الحوكمة، وهو الأمر الذي سيؤثر بطبيعة الحال في المتغيرات المستقلة الثلاثة السابقة، مما ينعكس بدوره على خطر انهيار سعر سهم الشركة مستقبلاً.

بهذا الشكل، وفي ضوء التحليل السابق للدراسات المعنية بتحري تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة على العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، تتوقع الدراسة الحالية، ظهور علاقة ارتباط بين مستوى جودة آليات الحوكمة واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، مما قد ينتج عن ذلك تأثيراً محتملاً على اتجاه وقوة العلاقة بين كل من مستوى

غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة. وهكذا، يمكن للباحث اشتقاق وصياغة الفرض الرابع الذى تستند عليه الدراسة الحالية فى صورته البديلة، فى العبارة التالية:

Ha4: "إن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ستكون أكثر وضوحاً وقوة فى حالة الشركات ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة".

4. مشكلة وتساؤلات الدراسة واشتقاق الفجوة البحثية:

اشتقت فروض الدراسة الحالية بغرض فحص العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة من جهة، واختبار تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى. وقد تكشف للباحث فى ضوء ما انتهت إليه الدراسة النظرية، ومن خلال مراجعة وتحليل الدراسات المتعلقة بالعلاقات التأثيرية بين المتغيرات البحثية، ندرة شديدة فى البحوث والدراسات المحاسبية السابقة وبخاصة فى البيئة المحاسبية المصرية، التى اهتمت بدراسة اتجاه وقوة ودلالة علاقة الارتباط بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، فضلاً عن أن ما توفر من بحوث ودراسات، قد تمت غالبيتها فى بيئات أجنبية وعلى أسواق أسهم لدول متقدمة والتى تختلف خصائصها وسماتها وطبيعتها القانونية والاقتصادية والثقافية اختلافاً جدياً عن خصائص أسواق الأسهم الناشئة التى ينتمى إليها سوق المال المصرى. كذلك لم يحظ دراسة تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة الارتباطية السابقة، بالاهتمام الكافى من جانب الأدبيات المحاسبية، بل قد يكون التراث الفكرى المحاسبى قد أغفل قياس وتحليل وتفسير ذلك التأثير على العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.

بهذا الشكل، يظهر جلياً وجود فجوة بحثية لم يتم تغطيتها حتى الآن، وقد أخذ الباحث على عاتقه تقليل تلك الفجوة، من خلال تحرى واختبار هذه العلاقة فى بيئة الأعمال المصرية، بغرض تقديم قرائن وأدلة تفسيرية عن وجود واتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم عينة مختارة من الشركات ذات التصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة، ثم دراسة تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة.

وهكذا، يمكن للباحث صياغة عناصر مشكلة الدراسة الرئيسية من خلال التساؤلات التالية:

1/4 هل هناك علاقة ارتباط وذات تأثير معنوى بين مستوى غموض التقارير المالية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة؟، وإذا ما وجدت تلك العلاقة، فما هى اتجاهها وقوتها ودلالاتها؟.

2/4 هل هناك علاقة ارتباط وذات تأثير معنوى بين أداء المسؤولية الاجتماعية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة؟، وإذا ما وجدت تلك العلاقة، فما هى اتجاهها وقوتها ودلالاتها؟.

3/4 هل هناك علاقة ارتباط ذات تأثير معنوي بين درجة ممارسات التجنب الضريبي واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة؟، وإذا ما وجدت تلك العلاقة، فما هي اتجاهها وقوتها ودلالاتها؟.

4/4 هل هناك تأثير معنوي لمستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لعلاقة الانحدار بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة؟، وإذا ما وجد هذا التأثير، فما هو اتجاهه وقوته ودلالته على علاقة الانحدار السابقة؟.

تمثل الإجابة على التساؤلات السابقة جوهر مشكلة هذه الدراسة، والتي سيقوم الباحث بدراستها وتنفيذها في محاولة للوصول إلى النتائج، وتقديم التوصيات المناسبة، والتي يمكن الاستفادة منها على مستوى المجالين الأكاديمي والتطبيقي في بيئة الأعمال المصرية.

5. أهداف الدراسة:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة الحالية واشتقاق الفجوة البحثية، يسعى الباحث لتحقيق الهدف الرئيسي التالي: دراسة علاقة الانحدار الممثلة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي (كمتغيرات مستقلة)، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة الممثلة في عينة الدراسة (كمتغير تابع)، فضلاً عن دراسة تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة (كمتغير منظم) عند إدخاله على علاقة الانحدار السابقة، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الرقابية المرتبطة بسهم وخصائص الشركة، والتي قد يكون لها تأثير محتمل على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.

وصولاً لتحقيق هذا الهدف، تسعى الدراسة الحالية إلى تحقيق الأهداف الفرعية التالية:

1/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى غموض التقارير المالية ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.

2/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة الارتباطية التأثيرية بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.

3/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة الارتباطية التأثيرية بين درجة ممارسات التجنب الضريبي ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.

4/5 تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة التأثير لمستوى جودة آليات الحوكمة ومجموعة من المتغيرات الحاكمة الأخرى، على علاقة الانحدار الممثلة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.

6. أهمية الدراسة:

تستقى الدراسة الحالية أهميتها من خلال كونها من أوائل الدراسات العربية والمحلية، التي تسعى إلى تضييق الفجوة البحثية في الأدب المحاسبي، من خلال تقديمها دليلاً تطبيقياً وعملياً من بيئة الأعمال المصرية، عن تأثير كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة من جهة، وتأثير مستوى جودة آليات الحوكمة على العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة من جهة أخرى، وذلك من خلال بناء وتوصيف وتقدير ستة نماذج محاسبية متعددة المتغيرات تمثل فروض الدراسة، مع الدعم التطبيقي على عينة قوامها 47 شركة حاصلة على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة خلال فترة أو أكثر من نطاق فترة الدراسة من عام 2012 وحتى عام 2018، مع إمكانية الاستفادة على المستوى الأكاديمي، وكذلك على مستوى الممارسة العملية للكيانات والجهات المعنية المهمة بمجال الدراسة، من استعراض وتحليل النتائج التي توصل إليها الباحث من خلال دراسته النظرية والتطبيقية.

7. قيود الدراسة:

تخضع الدراسة الحالية للقيود التالية:

1/7 القيود الجغرافية:

اقتصرت الجانب التطبيقي للدراسة الحالية على الشركات التي تقدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية وحصلت على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة *S&P/EGX ESG Index* (حيث يتم اختيار تلك الشركات من ضمن أنشط الشركات المدرجة في مؤشر البورصة المصرية *EGX 100* بشكل سنوي) خلال فترة أو أكثر بداية من عام 2012 وحتى عام 2018، دون أن تمتد الدراسة لغيرها من الشركات ذات التصنيف في ذلك المؤشر خارج النطاق الزمني المحدد للدراسة.

2/7 القيود الزمنية:

فرض التحليل الإحصائي للدراسة الحالية، قيام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية تركز في قياسها لمتغيرات الدراسة، على تحليل البيانات المالية الفعلية السنوية (متضمنة بيانات التداول وأسعار وعوائد الأسهم) للشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة والممثلة في عينة الدراسة، وذلك خلال نطاق فترة الدراسة (2012-2018). وكننتيجة لاحتمالية عدم الاتساق الهيكلي لتلك البيانات، أو نظراً لعدم تماثل الظروف الاقتصادية السائدة في كل سنة مالية عن غيرها من السنوات المالية الأخرى داخل النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة، خاصة في ظل الأحداث السياسية التي مرت بها البلاد خلال تلك الفترة، فإن الباحث يعلم تماماً أن ذلك الأمر، قد يشكل أحد القيود التي تؤثر سلباً في بعض الحالات على دقة النتائج.

3/7 القيود الموضوعية:

استندت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لمتغيرات الدراسة لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على عدة نماذج للقياس دون أن تمتد الدراسة لغيرها من نماذج القياس الأخرى، وهو الأمر الذي يعلمه الباحث تماماً أنه قد يؤدي في بعض الأحوال إلى نتائج مختلفة في حالة الاعتماد على نماذج قياس أخرى بديلة. فقد استندت الدراسة

الحالية فى قياسها المحاسبى لاحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة (المتغير التابع بالدراسة)، على ثلاث مقاييس بديلة *Three Alternative Proxies*، أولهم مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية، وثانيهم مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم، وثالثهم مقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى، وذلك باعتبارهم أكثر المقاييس انتشاراً فى البحوث والدراسات المحاسبية والتمويلية المعاصرة. كما استندت الدراسة الحالية فى قياسها المحاسبى لمستوى غموض التقارير المالية (المتغير المستقل الأول بالدراسة)، على المجموع المتحرك لثلاث سنوات من القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية السنوية، باعتبارها أفضل المقاييس المحاسبية دقة فى النتائج وقابليته للتطبيق العملى على البيانات المالية المتاحة فى بيئة الأعمال المصرية. كذلك، استندت الدراسة الحالية فى قياسها لأداء المسؤولية الاجتماعية (المتغير المستقل الثانى بالدراسة)، على قيمة اللوغاريتم الطبيعي لمعكوس درجة ترتيب الشركة فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة *S&P/EGX ESG Index*. فى حين، استندت الدراسة الحالية فى قياسها المحاسبى لدرجة ممارسات التجنب الضريبي (المتغير المستقل الثالث بالدراسة)، على استخراج الفرق بين معدل الضريبة القانونى *Statutory Tax Rate (STR)* ومعدل الضريبة الفعال *Effective Tax Rate (ETR)*. بينما استندت الدراسة الحالية فى قياسها لمستوى جودة آليات الحوكمة (المتغير المنظم بالدراسة)، على مؤشر تجميعى *Aggregation Indicator* مقترح من الباحث، تتراوح قيمته من (0) إلى (12) بحسب مدى توافر مؤشرات جودة آليات الحوكمة بالشركة.

4/7 القيود الفنية:

اعتمدت الدراسة الحالية عند قياس احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة خلال فترة سنة مالية، على العوائد الأسبوعية للسهم بدلاً من العوائد اليومية، وذلك لأغراض التغلب على مشكلة التداول الضعيف أو بشكل غير منتظم لبعض أسهم الشركات المساهمة المصرية الممثلة فى عينة الدراسة.

8. توصيف مجتمع وعينة ونطاق الدراسة التطبيقية ومصادر جمع البيانات:

هدفت الدراسة الحالية إلى تحرى واختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة من جهة، واختبار تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى. ولتحقيق هذا الهدف، حدد الباحث مجتمع الدراسة التطبيقية من جميع الشركات التى تقدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية وحصلت على تصنيف فى مؤشر البورصة المصرية للاستدامة خلال فترة أو أكثر بداية من عام 2012 وحتى عام 2018، على ألا تكون الشركة المختارة ضمن عينة الدراسة من الشركات المدرجة فى قطاع البنوك، لما لهذه الشركات من طبيعة خاصة للعمليات التى تزاولها والتى تقتضى معها معالجة خاصة، فضلاً عن اختلاف بيئة إعداد التقارير المالية ومكوناتها والمتطلبات القانونية والتنظيمية عن بقية القطاعات النوعية الأخرى نظراً لالتزامها بالتعليمات الصادرة من البنك المركزى المصرى وليست وفقاً لمتطلبات معايير المحاسبة المصرية. كذلك، ضرورة أن تتوافر للشركة المختارة خلال نطاق فترة الدراسة، كافة البيانات المالية الفعلية اللازمة لحساب متغيرات الدراسة، ولأغراض إجراء الاختبارات البحثية، مع استبعاد أى مشاهدات مفقودة لأى متغير من متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة.

بناء على ذلك، فقد بلغ إجمالي حجم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة الممثلة في عينة الدراسة 47 شركة، تغطي 13 قطاع اقتصادي² مختلف (بخلاف قطاع البنوك) وهو ما يمثل 79.7% من مجتمع الدراسة البالغ 59 شركة حاصلة على تصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة خلال النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة (2012-2018)، بحيث يمكن للباحث الاطمئنان الكافي على دقة تمثيلها لمختلف الشركات المساهمة المصرية، وخاصة التي تقدم أنشطة المسؤولية الاجتماعية، ومن ثم زيادة قابلية وإمكانية تعميم نتائج الدراسة الحالية التي يمكن التوصل إليها.

يوضح الباحث من خلال الجدول [2]، توزيع الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة بحسب القطاعات الاقتصادية المنتمة إليها، ونسبة تمثيلها داخل عينة الدراسة:

جدول [2]

توزيع الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة بحسب القطاعات الاقتصادية ونسبة تمثيلها داخل عينة الدراسة

نسبة التمثيل داخل عينة الدراسة	حجم عينة الدراسة	نوع القطاع
8.5%	4	موارد أساسية
6.4%	3	كيماويات
12.8%	6	التشييد ومواد البناء
17%	8	خدمات مالية (باستثناء البنوك)
6.4%	3	أغذية ومشروبات
2.1%	1	رعاية صحية وأدوية
14.9%	7	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
2.1%	1	غاز وبتترول
2.1%	1	منتجات منزلية وشخصية
12.8%	6	العقارات
2.1%	1	تكنولوجيا
10.7%	5	اتصالات
2.1%	1	سياحة وترفيه
100%	47	الإجمالي

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

² نظراً لأن عام 2018 هو آخر النطاق الزمني لفترة الدراسة الحالية، فقد اعتمدت الدراسة على الوضع المستخدم لتسكين الشركات بقطاعات السوق المصرى المعمول به حتى نهاية عام 2019، وذلك قبل قيام إدارة البورصة المصرية بعملية إعادة الهيكلة الشاملة التي طالت قطاعات السوق، مع إعادة تسكين الشركات في قطاعاتها المختلفة بناء على نشاطها الرئيسي المولد للإيراد أو صافي الإيراد بحسب الأحوال، والتي تم بدء العمل بها مطلع العام 2020، والتي هدفت رفع كفاءة وزيادة عمق وتنافسية السوق المصرى.

نظراً لأن الدراسة الحالية استندت على مدخل تحليل المحتوى *Content Analysis* لفحص المعلومات الواردة بالتقارير والقوائم المالية السنوية للشركات، فقد اعتمد الباحث في جمع البيانات المالية الفعلية للدراسة التطبيقية التي تمت لسبع سنوات مالية متتالية تبدأ من عام 2012 وتنتهي في عام 2018، فضلاً عن بعض البيانات المالية الأخرى التي تم جمعها للسنوات من عام 2009 وحتى عام 2011 لأغراض قياس بعض المتغيرات البحثية، على التقارير والقوائم المالية السنوية والإيضاحات المتممة لها المنشورة على بعض قواعد البيانات بالمواقع الإلكترونية الرسمية للشركات الممثلة في عينة الدراسة، وتقارير مجلس الإدارة السنوية المرفقة بالقوائم المالية والمعدة وفقاً لأحكام المادة (40) من قواعد الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، وتقارير الإفصاح عن مجلس الإدارة وهيكل المساهمين والمعدة وفقاً لأحكام المادة (30) من قواعد الإيداع والقيود المركزي للأوراق المالية، وتقارير لجان المراجعة، وتقارير الإحصاءات السنوية للسوق الرئيسي الصادرة من مركز معلومات البورصة المصرية، والنشرات الدورية للهيئة العامة للرقابة المالية، وكذلك بعض المواقع الإلكترونية على شبكة الانترنت ذات الصلة مثل: موقع خبراء المال القابضة https://data.mec.biz/saudi_mec، موقع البورصة المصرية www.mubasher.info، وموقع معلومات مباشر www.egx.com.eg.

9. بناء وتوصيف متغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبي:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة، ولأغراض تحقيق الأهداف البحثية، يمكن للباحث تحديد وتوصيف متغيرات الدراسة ومنهجية قياسها المحاسبي، على النحو التالي:

1/9 المتغير التابع للدراسة (احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة) - :Dependent Variable

يمثل احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير التابع محل الاهتمام في الدراسة الحالية. ولأغراض هذه الدراسة، واتساقاً مع العديد من الأدبيات المحاسبية والتمويلية التطبيقية المعاصرة والمعنية بقياس خطر انهيار أسعار أسهم الشركات (Fu & Zhang, 2019; He et al., 2019; Jebran et al., 2019; Kim et al., 2019; Dang et al., 2018; Hu & Wang, 2018; Arianwuri et al., 2017; Li et al., 2017; Lobo et al., 2017; Zhang et al., 2017; Kim et al., 2016a; Kim et al., 2016b; Kim & Zhang, 2016; Lim et al., 2016; Zhu, 2016; Callen & Fang, 2015; DeFond et al., 2015; Hong & Lee, 2015; Song, 2015; An & Zhang, 2013; Xu et al., 2013; Hamm et al., 2012; Kim et al., 2011a; Jin & Myers, 2006) اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لاحتلال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر السهم لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، وفي ضوء طبيعة البيانات المالية المتاحة، على ثلاث مقاييس بديلة يعتمد كل منها على العوائد الأسبوعية لسهم الشركة، بحيث يعكس كل مقياس العوامل الخاصة بالشركة أكثر من كونه انعكاساً للتحركات الديناميكية الواسعة في سوق المال، كما أن الارتكاز على استخدام أكثر من مقياس، يساعد من وجهة نظر الباحث على زيادة إمكانية تعميم النتائج التي يتم التوصل إليها. جدير بالإشارة، فإن الباحث اعتمد في دراسته الحالية على العوائد الأسبوعية للأسهم بدلاً من العوائد اليومية، وذلك لأغراض التغلب على مشكلة التداول الضعيف أو بشكل غير منتظم لبعض أسهم الشركات، مما يحدث ذلك تصدعاً في عملية القياس في حالة الاعتماد على العوائد اليومية للأسهم.

تمثل نقطة الانطلاق في قياس احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، في تقدير العوائد الأسبوعية لسهم كل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة (Jebran et al., 2019; Kim & Zhang, 2016; Callen & Fang, 2015; Hong & Lee, 2015) وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

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

حيث، $W_{i,w}$ العوائد الأسبوعية المقدرة لسهم الشركة i خلال الأسبوع w ، \ln اللوغاريتم الطبيعي، $\epsilon_{i,w}$ خطأ التقدير العشوائي (البواقي) للشركة i خلال الأسبوع w الناتج من معادلة الانحدار لنموذج السوق الموسع *Expanded Market Model*، التي تأخذ العلاقة الخطية التالية:

$$r_{i,w} = \alpha_{0i} + \beta_{1i}r_{mkt,w-2} + \beta_{2i}r_{mkt,w-1} + \beta_{3i}r_{mkt,w} + \beta_{4i}r_{mkt,w+1} + \beta_{5i}r_{mkt,w+2} + \epsilon_{i,w} \dots (2)$$

حيث، $r_{i,w}$ العائد الفعلي لسهم الشركة i خلال الأسبوع w ، $r_{mkt,w}$ العائد الفعلي لمؤشر سوق المال المصري خلال الأسبوع w ، α_{0i} الحد الثابت في معادلة الانحدار للشركة i ، $\beta_{1i} - \beta_{5i}$ معالم الانحدار المقدرة في معادلة الانحدار للشركة i .

وبتقدير القيمة $W_{i,w}$ أسبوعياً لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة، يتم قياس احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، وفقاً للمقاييس الثلاثة التالية التي اعتمدت عليها الدراسة الحالية:

➤ **المقياس الأول: احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية**
Likelihood of Substantial Drops for Weekly Returns during the Following Year

اعتمدت الدراسة الحالية على هذا المقياس كمقياس أول بديل للتعبير عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، وذلك تماشياً مع بعض الأدبيات المعاصرة السابقة (Habib et al., 2018; Chang et al., 2017b; Li et al., 2017; Park & Jung, 2017; Robin & Zhang, 2013; Xu et al., 2015) التي اعتمدت على هذا المقياس كمقياس بديل لخطر انهيار سعر سهم الشركة، وهو مقياس تصنيفي ثنائي *Binary Scale* يأخذ القيمة (1) في حالة ظهور عائد أسبوعي للسهم أو أكثر حقق على الأقل أو تخطى حاجز 3.09 انحراف معياري للعوائد الأسبوعية للسهم عن قيمة وسطها الحسابي خلال السنة المالية، علماً بأن القيمة 3.09 تم اختيارها بحيث تشير إلى أن هناك احتمال قدره 0.1% لحدوث حدث غير طبيعي كانخفاض حاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية وفقاً للتوزيع الطبيعي، مما يدل على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك.

➤ **المقياس الثاني: معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم**
The Negative Coefficient of Skewness

يرتكز هذا المقياس كمقياس ثانٍ بديل تستند عليه الدراسة للتعبير عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، على عدم التماثل (أو الالتواء *Skewness*) في العوائد الأسبوعية لسهم الشركة، وذلك عن طريق أخذ المقدار السالب للعزوم الثالث *Third Moment* للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة، على أن يتم تحويله إلى التوزيع الطبيعي *Normal Distribution* من خلال حساب الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للسهم مرفوعاً إلى القوة الثالثة. وفي ضوء ذلك، يتم حساب معامل

الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة (Arianwuri et al., 2017; Zhang et al., 2017; Kim et al., 2016a; DeFond et al., 2015; Xu et al., 2013) وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

$$NCSKEW_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2) (\sum W_{i,t}^2)^{3/2}] \dots (3)$$

حيث، $NCSKEW_{i,t}$ معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة i خلال الفترة t ، n عدد المشاهدات خلال الفترة والتي تمثل عدد أسابيع تحقق العوائد خلال السنة. ومن ثم، كلما زاد معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة، كلما دل على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، والعكس صحيح.

المقياس الثالث: تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى *The Down-to-Up Volatility*

يرتكز هذا المقياس كمقياس ثالث بديل تستند عليه الدراسة للتعبير عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، على تقسيم العوائد الأسبوعية لسهم الشركة بحسب الأسابيع التي ارتفعت *up-weeks* (انخفضت *down-weeks*) فيها عوائد السهم عن قيمة وسطها الحسابي خلال السنة المالية، ثم يتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة بشكل منفصل، على أن يمثل قيمة اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة عوائد الأسهم المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة عوائد الأسهم المرتفعة، مقياساً لتقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (Fu & Zhang, 2019; Kim et al., 2019; Hu & Wang, 2018; An & Zhahg, 2013; Kim et al., 2011a) وذلك وفقاً للصيغة الرياضية التالية:

$$DUVOL_{i,t} = \ln \{ [(n_U - 1) \sum_{down} W_{i,t}^2] / [(n_D - 1) \sum_{UP} W_{i,t}^2] \} \dots (4)$$

حيث، $DUVOL_{i,t}$ تقلبات العوائد الأسبوعية لسهم الشركة i من أسفل إلى أعلى خلال الفترة t ، n_U عدد مشاهدات (أسابيع) مجموعة عوائد الأسهم المرتفعة، n_D عدد مشاهدات (أسابيع) مجموعة عوائد الأسهم المنخفضة.

ومن ثم، كلما ارتفعت قيمة تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى، إنما يشير إلى ارتفاع الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم، والذي يدل على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، والعكس صحيح.

وجدير بالذكر، فإن هذا المقياس أقل عرضة للتأثر بالعوائد الأسبوعية للسهم الشاذة والمتطرفة، نظراً لأنه لا يتطلب أخذ قيمة العزوم الثالث عند قياس تقلبات العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (Dang et al., 2018; Habib et al., 2018; Lobo et al., 2017; Li et al., 2017).

2/9 المتغيرات المستقلة للدراسة - *Independent Variables*

1/2/9 مستوى غموض التقارير المالية:

يمثل مستوى غموض التقارير المالية وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير المستقل الأول محل الاهتمام في الدراسة الحالية. وتماشياً مع بعض الإصدارات المعاصرة من دراسات الأدب المحاسبي التطبيقي (Kim & Zhang, 2014; Purwoto & Tandelilin, 2014; Hutton et al., 2009)، اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لمستوى غموض التقارير المالية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على مقياس بديل وهو المجموع

المتحرك لثلاث فترات من القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية، الناتجة من توظيف نموذج *Modified Cross-sectional Jones Model* الذى قدمته دراسة (Dechow et al., 1995). جدير بالذكر، فقد تم استخدام القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية على نطاق واسع فى الأدبيات المحاسبية، كمقياس لتحديد وجود وحجم إدارة الأرباح، وكذلك كمقياس لجودة التقارير المالية. وفى هذا المجال، أشارت دراسة (Hutton et al., 2009) إلى أن الزيادة فى المستحقات الاختيارية تتماشى مع التلاعب فى الأرباح، فى حين أن انخفاضها يتماشى عكسيا مع المبالغة فى تقديرات المستحقات السابقة، وعادة ما يتبع المستحقات الاختيارية الإيجابية الكبيرة التى تسجلها الشركات، مستحقات اختيارية سلبية كبيرة بدلا من تحقيق التدفقات النقدية الإيجابية التى كانت ستتميل إلى اتباع ممارسات الاستحقاق غير المتحيزة. وأضافت الدراسة إلى أن هذه الشركات تتلاعب بشكل عام مع الأرباح المصحح عنها من سنة إلى ثلاث سنوات قبل اكتشافها، وأن المستحقات المبالغ فيها من هذه الشركات غالبا ما تنعكس بسرعة إلى حد ما مع المستحقات الاختيارية السلبية بعد المستحقات الإيجابية السابقة فى السنوات التى تلى مباشرة فترات التلاعب بالأرباح. وهكذا، فإن هذه الحقائق مجتمعة، تحفز على وجود قدر من الغموض فى التقارير المالية، مما يجعل الاعتماد على المجموع المتحرك لثلاث فترات من القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية، له ما يبرره من المنظور المحاسبى كمقياس بديل مناسب لقياس مستوى غموض التقارير المالية.

وفقا لما سبق، تعتمد منهجية قياس مستوى غموض التقارير المالية، على الخطوات التالية:

• **الخطوة الأولى:** تقدير قيم الحد الثابت (α_0) ومعامل الانحدار (β_1, β_2) بمعادلة الانحدار التالية:

$$(TACC_{i,t}/TAS_{i,t-1}) = \alpha_0(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_1(\Delta Sales_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(PPE_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \dots (5)$$

حيث، $TACC_{i,t}$ المستحقات الكلية للشركة i فى آخر الفترة الحالية t وهى تمثل صافى الربح التشغيلى للشركة i فى آخر الفترة الحالية t مطروحا منه صافى التدفق النقدى من الأنشطة التشغيلية للشركة i فى آخر الفترة الحالية t ، $TAS_{i,t-1}$ إجمالى الأصول للشركة i فى آخر الفترة السابقة $t-1$ ، $\Delta Sales_{i,t}$ التغير فى المبيعات للشركة i فى آخر الفترة الحالية t ، $PPE_{i,t}$ إجمالى الآلات والمعدات والممتلكات للشركة i فى آخر الفترة الحالية t ، α_0 الحد الثابت فى معادلة الانحدار، β_1, β_2 معالم الانحدار المقدر فى معادلة الانحدار، $\epsilon_{i,t}$ خطأ التقدير العشوائى (البواقي) الناتج من معادلة الانحدار للشركة i فى آخر الفترة الحالية t .

• **الخطوة الثانية:** حساب المستحقات غير الاختيارية *Non-Discretionary Accruals* (وهى تلك المستحقات التى تنشأ كنتيجة لاستخدام إدارة الشركة لأساس الاستحقاق المحاسبى بشكل طبيعى لأغراض الالتزام بالمبادئ والقواعد والمعايير المهنية)، وذلك من خلال استخدام قيم الحد الثابت ومعالم الانحدار المقدر ($\alpha_0, \beta_1, \beta_2$) بمعادلة الانحدار السابقة، والتعويض عنها فى معادلة الانحدار التالية:

$$NonDiscAcc_{i,t} = \alpha_0(1/TAS_{i,t-1}) + \beta_1((\Delta Sales_{i,t} - \Delta Receivables_{i,t})/TAS_{i,t-1}) + \beta_2(PPE_{i,t}/TAS_{i,t-1}) + \epsilon_{i,t} \dots (6)$$

حيث، $NonDiscAcc_{i,t}$ المستحقات غير الاختيارية للشركة i فى آخر الفترة الحالية t ، $\Delta Receivables_{i,t}$ التغير فى صافى حسابات المدينين للشركة i فى آخر الفترة الحالية t .

• **الخطوة الثالثة:** حساب المستحقات الاختيارية *Discretionary Accruals* (وهى تلك المستحقات التى تنشأ كنتيجة لاستخدام إدارة الشركة لأساس الاستحقاق المحاسبى استنادا لتقديراتها الشخصية فى

إعداد بعض التقديرات المحاسبية، لأغراض تضخيم أو تخفيض الأرباح على غير حقيقتها، حيث تشير القيم الموجبة لتلك المستحقات إلى وجود تأثير متعمد من قبل الإدارة في اتجاه تضخيم الأرباح، في حين تشير القيم السالبة إلى وجود تأثير متعمد من قبل الإدارة في اتجاه تخفيض الأرباح، من خلال المعادلة الرياضية التالية:

$$DiscAcc_{i,t} = (TACC_{i,t}/TAS_{i,t-1}) - NonDiscAcc_{i,t} \dots (7)$$

حيث، $DiscAcc_{i,t}$ المستحقات الاختيارية للشركة i في آخر الفترة الحالية t .

• **الخطوة الرابعة:** حساب $abs(DiscAcc_{i,t})$ وهي تمثل القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية للشركة i في آخر الفترة الحالية t .

• **الخطوة الخامسة:** قياس مستوى غموض التقارير المالية في آخر الفترة، معبراً عنه كمجموع متحرك لثلاث فترات من القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية في آخر الفترة، وذلك من خلال المعادلة الرياضية التالية:

$$FROPACITY_t = abs(DiscAcc_t) + abs(DiscAcc_{t-1}) + abs(DiscAcc_{t-2}) \dots (8)$$

حيث، $FROPACITY_t$ مستوى غموض التقارير المالية في آخر الفترة الحالية t ، $abs(DiscAcc_{i,t-1})$ القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية في آخر الفترة السابقة $t-1$ ، $abs(DiscAcc_{i,t-2})$ القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية في آخر الفترة قبل السابقة $t-2$.

جدير بالذكر، واتساقاً مع بعض أدبيات الفكر المحاسبى، فإن الاستناد في قياس مستوى غموض التقارير المالية على قيمة متحركة مدتها ثلاث فترات من القيمة المطلقة للمستحقات الاختيارية (علمياً بأن الفترة في الدراسة الحالية تعادل سنة مالية كاملة) مقارنة بالقيمة المطلقة لفترة مالية واحدة، نظراً لأن تلك القيمة المتحركة قد تعكس بشكل أكثر وضوحاً سياسة إدارة الأرباح الأساسية للشركة، حيث أن الشركات ذات القيم المطلقة الكبيرة والمستمرة من المستحقات الاختيارية على مدار الفترات الثلاث الماضية (الفترة محل القياس والفترتان السابقتان لها)، من المرجح وبشكل كبير أن تشارك في ممارسات إدارة الأرباح الانتهازية، مما يجعل التقارير المالية أكثر غموضاً أو أقل شفافية.

2/2/9 أداء المسؤولية الاجتماعية:

يمثل أداء المسؤولية الاجتماعية وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير المستقل الثانى محل الاهتمام في الدراسة الحالية. وتماشياً مع دراسة (محمد، 2017)، اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها لأداء المسؤولية الاجتماعية لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على استخراج قيمة اللوغاريتم الطبيعي لمعكوس درجة ترتيب الشركة في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة $S\&P/EGX ESG Index$ (حيث يتم استخدام هذا المؤشر لتقييم وترتيب الشركات بشكل طوعى على أساس ما تفصح عنه من معلومات في مجالات الالتزام بقواعد الحوكمة والحفاظ على البيئة والمسؤولية الاجتماعية، ويتم تحويل نتائج ترتيب الشركات إلى مؤشر متحرك (مجموع مركب) من خلال ربط هذا الترتيب بالقيمة السوقية لسهم الشركة ومعدلات التداول، ويتم تصنيف/ترتيب أعلى 30 شركة مقيدة بسوق المال وفقاً لمسئوليتها الاجتماعية، من خلال تقييم الشركات المدرجة في مؤشر البورصة المصرية $EGX 100$ بشكل سنوى، بحيث يعكس الترتيب، الوزن النسبى لكل شركة من الشركات المدرجة في هذا المؤشر)، وذلك وفقاً للخطوات التالية:

- **الخطوة الأولى:** تحديد درجة ترتيب الشركة ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة *S&P/EGX ESG Index* خلال كل سنة من سنوات نطاق فترة الدراسة (2012-2018)، حيث يمثل ترتيب عام 2018 آخر ترتيب صادر للمؤشر خلال فترة إعداد الدراسة الحالية.
 - **الخطوة الثانية:** عكس درجة ترتيب الشركة في المؤشر لتصحيح دلالة الدرجة.
 - **الخطوة الثالثة:** قياس قيمة اللوغاريتم الطبيعي لمعكوس درجة ترتيب الشركة في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة، لأغراض التخلص من القيم الشاذة وتشتت البيانات.
- ومن ثم، كلما زادت قيمة اللوغاريتم الطبيعي لمعكوس درجة ترتيب الشركة في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة، كلما دل على ارتفاع أداء المسؤولية الاجتماعية بالشركة، والعكس صحيح.

3/2/9 درجة ممارسات التجنب الضريبي:

- تمثل درجة ممارسات التجنب الضريبي وفقاً لفروض الدراسة وأهدافها، المتغير المستقل الثالث محل الاهتمام في الدراسة الحالية. وتماشياً مع بعض الإصدارات المعاصرة من دراسات الأدب المحاسبي التطبيقي (Cheng et al., 2018; Li et al., 2018; Wang et al., 2018; Huang et al., 2016)، اعتمدت الدراسة الحالية في قياسها المحاسبي لدرجة ممارسات التجنب الضريبي لكل شركة من الشركات الممثلة في عينة الدراسة كل على حدة خلال نطاق فترة الدراسة، على الخطوات التالية:
- **الخطوة الأولى:** تحديد معدل الضريبة القانوني *Statutory Tax Rate (STR)* المفروض على أرباح الأشخاص الاعتبارية وفقاً لقانون الضريبة على الدخل رقم (91) لسنة 2005 وتعديلاته خلال كل سنة من سنوات نطاق فترة الدراسة (2012-2018).
 - **الخطوة الثانية:** تحديد معدل الضريبة الفعال للشركة:

$$ETR_{i,t} = (TCITE_{i,t} - DTE_{i,t}) / PTI_{i,t} \dots (9)$$

حيث، $ETR_{i,t}$ معدل الضريبة الفعال *Effective Tax Rate* للشركة i في آخر الفترة t ، $TCITE_{i,t}$ إجمالي مصروفات ضريبة الدخل الحالية للشركة i في آخر الفترة t ، $DTE_{i,t}$ إجمالي مصروفات الضريبة المؤجلة *Deferred Tax Expense* للشركة i في آخر الفترة t ، $PTI_{i,t}$ صافي الربح قبل الضريبة للشركة i في آخر الفترة t .

- **الخطوة الثالثة:** تحديد درجة ممارسات التجنب الضريبي للشركة:

$$TAXAVOD_{i,t} = STR_t - ETR_{i,t} \dots (10)$$

حيث، $TAXAVOD_{i,t}$ درجة ممارسات التجنب الضريبي *Tax Avoidance Degree* للشركة i في آخر الفترة t .

جدير بالإشارة، فإن الباحث سيلجأ إلى وضع القيمة (صفر) للملاحظات التي تمثل معدل الضريبة الفعال، وذلك إذا كان صافي الربح قبل الضريبة للشركة الممثلة بعينة الدراسة سالبا.

3/3/9 المتغير المنظم للدراسة (مستوى جودة آليات الحوكمة) - Moderator Variable:

تمثل هدف الدراسة الحالية في دراسة العلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي (كمتغيرات مستقلة)، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (كمتغير تابع)، ودراسة تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة كمتغير منظم يؤثر إدخاله على نموذج الانحدار الممثل للعلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للدراسة، ومن ثم على اتجاه وقوة ودلالة هذه العلاقة.

يتوقع الفرض الرابع من الدراسة الحالية، أن هناك تأثير لمستوى جودة آليات الحوكمة على العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسئولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ولذلك تقوم الدراسة الحالية باختبار إدخال مستوى جودة آليات الحوكمة كمتغير منظم لعلاقة الانحدار الممثلة بين المتغيرات المستقلة واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة). ولأغراض قياس مستوى جودة آليات الحوكمة، اقترحت الدراسة الحالية مؤشراً تجميعياً *Aggregation Indicator* تتراوح قيمته من (0) إلى (12) بحسب مدى توافر مؤشرات جودة آليات الحوكمة بالشركة، والتي تضمنها الإصدار الثالث من دليل حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية الصادر عن مركز المديرين المصري التابع للهيئة العامة للرقابة المالية في أغسطس من عام 2016 (الهيئة العامة للرقابة المالية، 2016)، مع الأخذ في الاعتبار وتماشياً مع دراستي (Aldamen & Duncan, 2012; Defond, 2005)، تحويل كل مؤشر بشكل منفرد إلى مقياس ثنائي عن طريق تخصيص القيمة (1) إذا توافرت آلية الحوكمة داخل الشركة وتخصيص القيمة (0) بخلاف ذلك. ومن ثم، كلما زادت قيمة المؤشر التجميعي، كلما دل على ارتفاع مستوى جودة آليات الحوكمة بالشركة، والعكس صحيح.

يعرض الباحث من خلال جدول [3]، أهم المؤشرات المرتبطة بجودة آليات حوكمة الشركات التي استندت عليها الدراسة الحالية:

جدول [3]

مؤشرات جودة آليات حوكمة الشركات التي استندت عليها الدراسة الحالية

م	المؤشر
1	عدد مناسب لأعضاء مجلس الإدارة على نحو يمكنه من الاضطلاع بوظائفه وواجباته وبما في ذلك تشكيل لجانته.
2	عدد مرات اجتماع مجلس الإدارة لا يقل عن 4 مرات سنوياً.
3	استقلالية أعضاء مجلس الإدارة، بحيث تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل.
4	عدم الجمع أو الازدواجية بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب.
5	عدد أعضاء لجنة المراجعة يتراوح بين ثلاث إلى خمس أعضاء غير تنفيذيين.
6	عدد مرات اجتماع لجنة المراجعة لا يقل عن 4 مرات سنوياً.
7	استقلالية أعضاء لجنة المراجعة، بحيث تقتصر عضوية اللجنة على الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين، أو على أعضاء من خارج الشركة.
8	توافر المعرفة والدراية المالية والمحاسبية لعضو واحد على الأقل من أعضاء لجنة المراجعة.
9	وجود لجنة للترشيحات من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين، على أن يكون رئيس اللجنة من الأعضاء المستقلين.
10	وجود لجنة للمكافآت من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين.
11	وجود لجنة لإدارة المخاطر من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين.
12	وجود لجنة للحوكمة من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين وغير التنفيذيين.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

4/9 المتغيرات الرقابية للدراسة - Control Variables:

تبحث الدراسة الحالية تأثير كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسئولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي (كمتغيرات مستقلة)، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (كمتغير تابع) من جهة، وتأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم على علاقة الانحدار الممثلة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للدراسة. ولأغراض التحكم وضبط تأثير بعض العوامل أو المتغيرات الحاكمة الأخرى على تلك العلاقة، فقد قام الباحث بتضمين النماذج التطبيقية المقترحة بالدراسة الحالية والممثلة لتلك العلاقة، ببعض من تلك العوامل أو المتغيرات، والتي من المتوقع أن يكون لها تأثيراً محتملاً على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة محل الدراسة، علماً بأنها لا تدخل ضمن نطاق أو مجال الدراسة الحالية، وهو ما اصطلح على تسميتها في البحوث والدراسات الأكاديمية بالمتغيرات الضابطة أو الرقابية.

بمراجعة أهم دراسات الأدب المحاسبي السابقة المتعلقة بهذا المجال، توصل الباحث إلى أن هناك بعض المتغيرات المرتبطة بسهم الشركة (مثل: تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، ومعدل تباين دوران السهم)، والبعض الآخر منها المرتبطة بخصائص الشركة (مثل: التطبيق الإلزامي للمعايير المحاسبية، حجم الشركة، عمر الشركة، نسبة الرافعة المالية، نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين، معدل العائد على حقوق المساهمين، ومعدل العائد على الأصول)، التي قد تؤثر تأثيراً هاماً وجوهرياً (إيجابياً أو سلبياً) في احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة بخلاف المتغيرات المفسرة الأخرى بالدراسة الحالية، وهو الأمر الذي يجعل أخذ هذه المتغيرات بعين الاعتبار عند دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمنظمة وبين المتغير التابع للدراسة، أمراً ضرورياً وذات أهمية.

تتمثل أهم تلك المتغيرات التي تناولتها الدراسة الحالية، وأمكن للباحث حصرها وتحديد منهجية قياسها في ضوء البيانات المتاحة ضمن التقارير والقوائم المالية المنشورة للشركات الممثلة في عينة الدراسة، ووفقاً لبيانات التداول وأسعار وعوائد الأسهم التي أمكن للباحث التوصل إليها، وفقاً لما هو موضح بجداول [4]:

جدول [4]

المتغيرات الرقابية ومنهجية قياسها وفقاً لدراسات الأدب المحاسبي السابقة

الدراسات السابقة	منهجية القياس	المتغير الرقابي
أولاً: المتغيرات الرقابية المرتبطة بسهم الشركة:		
<i>Chang et al., 2017b</i> <i>Dang et al., 2018</i> <i>Li et al., 2017</i>	الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال السنة المالية.	تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة
<i>Fu & Zhang, 2019</i> <i>Hu & Wang, 2018</i> <i>Kim et al., 2019</i>	إجمالي العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال السنة المالية مقسوماً على عدد أسابيع تحقق العوائد خلال السنة المالية.	متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة
<i>An & Zhang, 2013</i> <i>Callen & Fang, 2015</i>	استخدام مقياس التفرطح <i>Kurtosis</i> لقياس تفرطح العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال السنة المالية.	تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة
<i>He et al., 2019</i> <i>Jebran et al., 2019</i> <i>Zhang et al., 2017</i> <i>Zhu, 2016</i>	الفرق بين المتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على أسهم الشركة في السنة المالية الحالية، والمتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على أسهم الشركة في السنة المالية السابقة.	معدل تباين دوران السهم
ثانياً: المتغيرات الرقابية المرتبطة بخصائص الشركة:		
<i>DeFond et al., 2015</i> <i>Hutton et al., 2009</i> <i>Lim et al., 2016</i> اعتمدت هذه الدراسات على متغير التطبيق الإلزامي لمعايير التقارير المالية الدولية IFRSs كمتغير رقابي	متغير وهمي يأخذ القيمة (1) في حالة قيام الشركة بالتطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015) (من عام 2016 وحتى 2018)، ويأخذ القيمة (0) بخلاف ذلك (من عام 2012 وحتى عام 2015).	التطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015)
<i>Jebran et al., 2019</i> <i>Kim & Zhang, 2016</i> <i>Xu et al., 2013</i>	اللوغاريتم الطبيعي للقيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	حجم الشركة
<i>Lobo et al., 2017</i> <i>Park & Jung, 2017</i> <i>Robin & Zhang, 2015</i>	اللوغاريتم الطبيعي لعدد سنوات نشاط الشركة (من تاريخ إنشاء أو تأسيس الشركة وحتى عام 2012 وصولاً إلى عام 2018).	عمر الشركة
<i>Fu & Zhang, 2019</i> <i>Kim et al., 2016a</i> <i>Kim et al., 2016b</i>	القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	نسبة الرافعة المالية
<i>Dang et al., 2018</i> <i>Chang et al., 2017b</i> <i>Kim et al., 2019</i>	القيمة السوقية لإجمالي حقوق المساهمين في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين في آخر الفترة.	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين
<i>An & Zhang, 2013</i> <i>Hong & Lee, 2015</i>	صافي الربح التشغيلي في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين في آخر الفترة.	معدل العائد على حقوق المساهمين
<i>Kim et al., 2011a</i> <i>Li et al., 2017</i> <i>Zhang et al., 2017</i>	صافي الربح التشغيلي في آخر الفترة إلى القيمة الدفترية لإجمالي الأصول في آخر الفترة.	معدل العائد على الأصول

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

يعرض الباحث من خلال جدول [5]، توصيفاً لمتغيرات الدراسة، ورمزها الممثل لها عند التحليل الإحصائي للبيانات، والعلاقات المتوقعة للمتغيرات المفسرة مع المتغير التابع:

جدول [5]

توصيف متغيرات الدراسة

العلاقة المتوقعة مع المتغير التابع	رمز المتغير فى التحليل الإحصائي	اسم المتغير	صفة المتغير
	SPCR	احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ويعبر عنه بالمقاييس التالية:	المتغير التابع
	CRASHdummy	➤ المقياس الأول: احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية	
	NCSKEW	➤ المقياس الثانى: معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم	
	DUVOL	➤ المقياس الثالث: تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى	
+	FROPACITY	مستوى غموض التقارير المالية	المتغيرات المستقلة
-	CSR	أداء المسؤولية الاجتماعية	
+	TAXAVOD	درجة ممارسات التجنب الضريبي	
-	QCGM	مستوى جودة آليات الحوكمة	المتغير المنظم
-	FROPACITY*QCGM	التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية ومستوى جودة آليات الحوكمة	المتغيرات التفاعلية
-	CSR*QCGM	التأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة	
-	TAXAVOD*QCGM	التأثير المشترك للعلاقة بين درجة ممارسات التجنب الضريبي ومستوى جودة آليات الحوكمة	
+	SIGMA	تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة	المتغيرات الرقابية
+	RET	متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة	
-	KUR	تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة	
+	DTURNOVER	معدل تباين دوران السهم	
-	EASs(ver.2015)	التطبيق الإلزامى لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015)	
±	CSIZE	حجم الشركة	
-	CAGE	عمر الشركة	
±	FLEV	نسبة الرافعة المالية	
+	MTB	نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين	
-	ROE	معدل العائد على حقوق المساهمين	
-	ROA	معدل العائد على الأصول	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

10. التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية واختبار فروض الدراسة وصياغة وتقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات:

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة الحالية، ولأغراض تحقيق الأهداف البحثية التي تسعى لها، قام الباحث باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار (24)، وبرنامج مشاهدات الاقتصاد القياسي (E-Views) الإصدار (10)، في إجراء التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة التطبيقية، من خلال الاعتماد على بعض الاختبارات والتحليلات والأساليب الإحصائية في معالجة البيانات، لأغراض اختبار فروض الدراسة لتحديد مدى قبول صحتها من عدمه، ومن ثم اقتراح وصياغة وتقدير النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المناسبة. ومن خلال هذا القسم من الدراسة، يتناول الباحث عرضاً تفصيلياً للتحليل الإحصائي لبيانات الدراسة، وذلك على النحو التالي:

1/10 اختبارات صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي:

اعتمد الباحث للتحقق من صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، على إجراء الاختبارات الإحصائية التالية:

1/1/10 اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي:

للتحقق من مدى اقتراب بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة *Related Quantitative Variables* للتوزيع الطبيعي *Normal Distribution*، قام الباحث باستخدام اختبار *Jarque-Bera Test*. وتكون قاعدة القرار برفض الفرض العدمي بأن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، والعكس صحيح (Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki, 2014; Tomasz et al., 2018; Verbeek, 2014). ويوضح الباحث من خلال جدول [6] نتائج اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي:

جدول [6]

نتائج اختبار تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي

باستخدام *Jarque-Bera Test*

Kurtosis	Skewness	Jarque-Bera Test		Observations	المتغيرات الكمية المتصلة
		p-value	Jarque-Bera		
2.488	-0.188	0.075	5.183	10305	NCSKEW
17.173	-2.622	0.000	2940.5	10305	DUVOL
90.013	8.382	0.000	106007.2	326	FROPACITY
4.117	-1.254	0.000	59.075	185	CSR
24.194	-3.307	0.000	6695.7	326	TAXAVOD
4.176	-1.124	0.000	87.407	326	QCGM
105.44	9.367	0.000	146405.4	326	FROPACITY*QCGM
2.765	-0.614	0.002	12.273	326	CSR*QCGM
5.550	1.135	0.000	130.7	326	TAXAVOD*QCGM
3.424	0.399	0.005	10.516	306	SIGMA
2.825	0.204	0.282	2.530	306	RET
2.909	0.644	0.000	21.328	304	KUR
11.259	-0.020	0.000	878.2	306	DTURNOVER
2.828	-0.377	0.017	8.153	326	CSIZE
5.043	-0.922	0.000	102.2	324	CAGE
57.678	6.497	0.000	42004.0	326	FLEV
6.812	2.006	0.000	390.6	304	MTB
86.677	-8.077	0.000	98653.3	326	ROE
23.881	-1.522	0.000	6048.6	326	ROA

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [6]، أن القيمة الاحتمالية p -value لجميع المتغيرات أقل من 5% - فيما عدا المتغيرين معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم ($NCSKEW$) ومتوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (RET) - مما يدل على أن النمط الذى تسلكه بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة لا يتبع التوزيع الطبيعي، ومن ثم قبول الفرض العدمى بأن تلك البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي، ويؤكد ذلك أن معاملات الالتواء $Skewness$ لا تقترب من الصفر، كما أن معاملات التفرطح $Kurtosis$ لا تتراوح بين (3, -3). ولذلك، وفي محاولة من الباحث للتغلب على مشكلة عدم تبعية بيانات متغيرات الدراسة الكمية المتصلة للتوزيع الطبيعي، فقد تم إعادة إجراء اختبار $Jarque-Bera Test$ بعد استخدام دالة اللوغاريتم الطبيعي $Natural Logarithm Function$ لتلك البيانات، إلا أن نتائج إعادة الاختبار لم تفرز بجديد، حيث أن النمط الذى تسلكه بيانات معظم المتغيرات مازال لا يتبع التوزيع الطبيعي.

جدير بالذكر، فإن هذه المشكلة يمكن التغاضى عنها، وذلك نظرا لكبر حجم مشاهدات عينة الدراسة المتاحة للتحليل الإحصائي، والتي بلغت للمقياسين البديلين الكمييين المعبرين عن المتغير التابع (10305) مشاهدة، وتراوحت للمتغيرات المفسرة الكمية المتصلة الأخرى بين (185-326) مشاهدة، بحيث يكون هذا الشرط غير ذى تأثير على صحة النماذج التطبيقية للدراسة (Verbeek, 2014)، خاصة وأن غالبية القيم الاحتمالية p -value لتلك المتغيرات مساوية للصفر.

2/1/10 اختبار علاقة التداخل الخطى المتعدد بين متغيرات الدراسة المفسرة:

اختبر الباحث مدى وجود مشكلة التداخل الخطى المتعدد $Multi-Collinearity$ بين متغيرات الدراسة المفسرة (المستقلة والمنظمة والتفاعلية والرقابية)، باستخدام مقياس $Collinearity Diagnostics$ ، وذلك من خلال حساب معامل التباين المسموح به $Tolerance$ لكل متغير من تلك المتغيرات المفسرة، ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين $Variance Inflation Factor (VIF)$ ، إذ يعد ذلك الاختبار مقياسا لتأثير التداخل الخطى (أى الارتباط) بين المتغيرات المستقلة والمنظمة والتفاعلية والرقابية. ويرى أصحاب الخبرة فى المجال الإحصائي (Kutner et al., 2005)، أنه كلما كانت قيمة معامل $Tolerance$ أكبر من 0.1، وقيمة (VIF) أقل من 10، فإن ذلك يعد مبررا كافيا للحكم على أن المتغيرات المفسرة لا تعاني من وجود مشكلة التداخل الخطى. وقد جاءت نتائج الاختبار كما هو موضح بجدول [7].

بفحص قيم معامل $Tolerance$ الواردة بجدول [7] لجميع المتغيرات المفسرة (المستقلة والمنظمة والتفاعلية والرقابية) المتعلقة بالنماذج التطبيقية الخطية (الثانى، الثالث، الخامس، والسادس) للدراسة، تبين للباحث أنها أكبر من 0.1، كما أن غالبية قيم معامل تضخم التباين (VIF) أقل بكثير من القيمة 10، مما يدل على أن جميع المتغيرات المفسرة يوجد فيما بينها ارتباط ضعيف جدا، ومن ثم فإن النماذج التطبيقية الخطية للدراسة، لا تعاني من تعدد العلاقات الخطية، أو مشكلة التداخل الخطى المتعدد.

3/1/10 اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائى (البواقى) للنماذج التطبيقية الخطية للدراسة:

يمثل أحد الافتراضات الهامة التى تستند عليها نماذج الانحدار الخطية $Linear Regression Models$ وطريقة المربعات الصغرى $Ordinary Least Squares (OLS)$ ، افتراض ثبات تباين أخطاء التقدير العشوائية (البواقى) $Homoscedasticity$ لكل قيمة من قيم المتغيرات المفسرة الكمية المتصلة بالنماذج التطبيقية الخطية للدراسة، وتكون قاعدة القرار بقبول الفرض العدمى بأن النموذج التطبيقى الخطى لا يعاني من مشكلة اختلاف تباين خطأ التقدير العشوائى، إذا كانت القيمة الاحتمالية p -value لاختبار $Heteroscedasticity Test$ أكبر من 5%، والعكس صحيح (Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki, Tomasz et al., 2018; Verbeek, 2014). ويوضح الباحث من خلال جدول [8] نتائج اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائى (البواقى) للنماذج التطبيقية الخطية للدراسة.

جدول [7]

نتائج اختبار التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المفسرة

باستخدام مقياس *Collinearity Diagnostics*

<i>Collinearity Diagnostics</i>				المتغيرات المفسرة*
بعد إدخال تأثير المتغير المنظم <i>QCGM</i> والمتغيرات التفاعلية		قبل إدخال تأثير المتغير المنظم <i>QCGM</i> والمتغيرات التفاعلية		
النموذجين التطبيقيين الخامس والسادس		النموذجين التطبيقيين الثاني والثالث		
<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	<i>VIF</i>	<i>Tolerance</i>	
9.709	0.103	1.104	0.905	<i>FROPACITY</i>
8.264	0.121	1.071	0.934	<i>CSR</i>
9.434	0.106	1.129	0.886	<i>TAXAVOD</i>
9.174	0.109			<i>QCGM</i>
9.346	0.107			<i>FROPACITY*QCGM</i>
8.621	0.116			<i>CSR*QCGM</i>
5.319	0.188			<i>TAXAVOD*QCGM</i>
1.396	0.716	1.395	0.717	<i>SIGMA</i>
1.121	0.892	1.099	0.910	<i>RET</i>
1.376	0.727	1.334	0.750	<i>KUR</i>
1.087	0.920	1.066	0.938	<i>DTURNOVER</i>
1.230	0.813	1.147	0.872	<i>EASs(ver.2015)</i>
1.429	0.700	1.314	0.761	<i>CSIZE</i>
1.433	0.698	1.336	0.748	<i>CAGE</i>
1.641	0.609	1.592	0.628	<i>FLEV</i>
1.332	0.751	1.264	0.791	<i>MTB</i>
3.220	0.311	3.140	0.318	<i>ROE</i>
4.076	0.245	3.965	0.252	<i>ROA</i>

* استند الباحث لاختبار التداخل الخطي المتعدد بين المتغيرات المفسرة، على المتغيرات المفسرة بالنماذج التطبيقية (الثاني، الثالث، الخامس، والسادس) فقط، لأنها نماذج خطية، والتي استخدم فيها نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model* كأحد نماذج الانحدار الخطي المتعدد، في حين أن النموذجين التطبيقيين (الأول، والرابع) هما من النماذج غير الخطية والتي استخدم فيهما الانحدار اللوجستي الثنائي *Binary Logistic Regression*.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

جدول [8]

نتائج اختبار ثبات تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي) للنماذج التطبيقية الخطية للدراسة

باستخدام *Heteroscedasticity Test*

<i>p-value</i>	<i>Chi</i> ²	النماذج التطبيقية الخطية للدراسة	
0.4545	13.936	النموذج التطبيقي الثاني	قبل إدخال تأثير المتغير المنظم <i>QCGM</i> والمتغيرات التفاعلية
0.4853	13.530	النموذج التطبيقي الثالث	
0.3554	19.607	النموذج التطبيقي الخامس	بعد إدخال تأثير المتغير المنظم <i>QCGM</i> والمتغيرات التفاعلية
0.6517	15.149	النموذج التطبيقي السادس	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [8]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار *Chi*² لكل نموذج من النماذج التطبيقية الخطية المستخدمة في الدراسة الحالية أكبر من 5%، وهو ما يشير إلى ثبات تباين أخطاء التقدير العشوائية (البواقي) لتلك النماذج، ومن ثم قبول الفرض العدمي بأن جميع النماذج التطبيقية الخطية للدراسة، لا تعاني من مشكلة اختلاف تباين خطأ التقدير العشوائي (البواقي).

4/1/10 اختبار توصيف النماذج التطبيقية الخطية للدراسة:

استهدف الباحث إجراء هذا الاختبار، لتحديد ما إذا كانت النماذج التطبيقية الخطية للدراسة تتضمن جميع المتغيرات الملائمة من عدمه، وذلك لضمان عدم تحيز معالم الانحدار المقدر لتلك النماذج، ويتم ذلك من خلال اختبار *Ramsey RESET Test*، وتكون قاعدة القرار برفض الفرض العدمي بأن النموذج التطبيقي الخطي لا يتضمن جميع المتغيرات الملائمة، إذا كانت القيمة الاحتمالية *p-value* للاختبار أكبر من 5%، والعكس صحيح (*Gümüştekin & Topçu, 2018; Górecki, Tomasz et al., 2018; Verbeek, 2014*). ويوضح الباحث من خلال جدول [9] نتائج اختبار *Ramsey RESET Test* لتوصيف النماذج التطبيقية الخطية للدراسة:

جدول [9]

نتائج اختبار توصيف النماذج التطبيقية الخطية للدراسة باستخدام *Ramsey RESET Test*

<i>p-value</i>	<i>F-test</i>	النماذج التطبيقية الخطية للدراسة	
0.2526	1.318	النموذج التطبيقي الثاني	قبل إدخال تأثير المتغير المنظم <i>QCGM</i> والمتغيرات التفاعلية
0.2305	1.148	النموذج التطبيقي الثالث	
0.9552	0.003	النموذج التطبيقي الخامس	بعد إدخال تأثير المتغير المنظم <i>QCGM</i> والمتغيرات التفاعلية
0.9962	0.004	النموذج التطبيقي السادس	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [9]، أن القيمة الاحتمالية *p-value* لاختبار *F-test* لكل نموذج من النماذج التطبيقية الخطية المستخدمة في الدراسة الحالية أكبر من 5%، وهو ما يشير إلى أن جميع متغيرات تلك النماذج ملائمة وصالحة لنماذج التقدير، ومن ثم رفض الفرض العدمي بأن النماذج التطبيقية الخطية للدراسة، لا تتضمن أي متغيرات غير ملائمة.

5/1/10 اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

قام الباحث لاختبار علاقات الارتباط الأحادية *Univariate Correlation* بين متغيرات النماذج التطبيقية (الخطية وغير الخطية) للدراسة، باستخدام مصفوفة الارتباط بيرسون *Pearson Correlation Matrix*. ويوضح الباحث من خلال جدول [10] نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة.

يتضح للباحث من جدول [10]، ما يلي:

- توجد علاقة ارتباط أحادية موجبة ومعنوية بين كل من: مستوى غموض التقارير المالية (*FROPACITY*)، درجة ممارسات التجنب الضريبي (*TAXAVOD*)، تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*SIGMA*)، متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*RET*)، ونسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، وعلاقة ارتباط أحادية سالبة ومعنوية بين كل من: أداء المسؤولية الاجتماعية (*CSR*)، مستوى جودة آليات الحوكمة (*QCGM*)، التأثير المشترك للعلاقة بين درجة ممارسات التجنب الضريبي ومستوى جودة آليات الحوكمة الذي يمثله المتغير التفاعلي (*TAXAVOD*QCGM*)، معدل تباين دوران السهم (*DTURNOVER*)، حجم الشركة (*CSIZE*)، ومعدل العائد على حقوق المساهمين (*ROE*)، وبين احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*) كمقياس بديل معبراً عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*).

جدول [10]
نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة

متغيرات النماذج التطبيقية	CRASHdummy	NCSKEW	DUVOL	FROPACITY	CSR	TAXAVOD	QCGM	FROPACITY*QCGM	CSR*QCGM	TAXAVOD*QCGM	SIGMA	RET	KUR	DTURNOVER	CSIZE	CAGE	FLEV	MTB	ROE	ROA
CRASHdummy	1																			
NCSKEW	0.780***	1																		
DUVOL	-0.019	-0.028	1																	
FROPACITY	0.164**	0.012	0.173***	1																
CSR	-0.105*	-0.103*	-0.141**	0.013	1															
TAXAVOD	0.125*	-0.015	-0.043	-0.056	-0.039	1														
QCGM	-0.163*	-0.160**	-0.183***	0.043	0.117*	0.139*	1													
FROPACITY*QCGM	0.073	-0.131*	-0.124	0.186***	0.020	-0.040	0.095	1												
CSR*QCGM	-0.121	-0.199**	-0.186***	0.060	0.163**	0.052	0.490***	0.095	1											
TAXAVOD*QCGM	-0.135*	0.034	0.058	-0.055	-0.055	0.162***	0.192***	0.075	0.075	1										
SIGMA	0.132*	0.083	0.165**	0.077	-0.035	-0.009	-0.012	-0.059	-0.010	-0.010	1									
RET	0.769***	0.988**	0.130**	-0.008	-0.100	0.028	-0.066	-0.106	0.089	0.046	0.089	1								
KUR	-0.050	0.077	0.175***	0.097	-0.068	0.060	-0.098	-0.056	-0.086	0.250***	-0.086	-0.086	1							
DTURNOVER	-0.166***	0.190***	0.016	-0.091	-0.027	0.031	-0.097	-0.050	0.018	0.161***	0.001	0.161***	0.018	1						
CSIZE	-0.113*	-0.001	0.149***	0.071	0.107	-0.015	0.329***	0.258***	0.001	-0.006	0.145*	-0.006	0.018	0.001	1					
CAGE	-0.037	-0.002	-0.206***	0.082	-0.103	-0.005	-0.282***	-0.248***	-0.308***	-0.068	0.201***	0.002	0.118*	-0.068	-0.308***	1				
FLEV	0.146**	0.032	-0.010	-0.014	0.107	0.074	-0.071	0.071	-0.061	-0.061	0.053	-0.031	-0.099	-0.042	-0.061	-0.061	1			
MTB	-0.094	-0.083	0.115*	0.066	-0.098	0.002	-0.175***	-0.122	0.093	-0.216***	-0.127***	0.074	-0.192***	0.004	0.063	0.063	0.093	1		
ROE	-0.136*	-0.021	0.053	0.036	0.015	-0.143***	0.025	-0.084	-0.208**	-0.192**	0.023	-0.053	-0.052	0.029	0.050	0.029	-0.192**	-0.208**	1	
ROA	-0.031	-0.007	-0.188***	0.069	-0.016	-0.180***	-0.101	-0.091	0.171*	-0.189**	0.199***	-0.002	0.025	0.012	0.084	0.047	-0.189**	-0.055	0.171*	1

* مستوى المعنوية p -value أقل من 10%.

** مستوى المعنوية p -value أقل من 5%.

*** مستوى المعنوية p -value أقل من 1%.

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

- توجد علاقة ارتباط أحادية موجبة ومعنوية بين كل من: تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة ($SIGMA$)، متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (RET)، ومعدل تباين دوران السهم ($DTURNOVER$)، وعلاقة ارتباط أحادية سالبة ومعنوية بين كل من: أداء المسؤولية الاجتماعية (CSR)، مستوى جودة آليات الحوكمة ($QCGM$)، التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية ومستوى جودة آليات الحوكمة الذي يمثله المتغير التفاعلي ($FROPACITY*QCGM$)، والتأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة الذي يمثله المتغير التفاعلي ($CSR*QCGM$)، وبين معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم ($NCSKEW$) كمقياس بديل معبرا عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة ($SPCR$).
 - توجد علاقة ارتباط أحادية موجبة ومعنوية بين كل من: مستوى غموض التقارير المالية ($FROPACITY$)، تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة ($SIGMA$)، متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (RET)، تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (KUR)، حجم الشركة ($CSIZE$)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين (MTB)، وعلاقة ارتباط أحادية سالبة ومعنوية بين كل من: أداء المسؤولية الاجتماعية (CSR)، مستوى جودة آليات الحوكمة ($QCGM$)، التأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة الذي يمثله المتغير التفاعلي ($CSR*QCGM$)، عمر الشركة ($CAGE$)، ومعدل العائد على الأصول (ROA)، وبين تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى ($DUVOL$) كمقياس بديل معبرا عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة ($SPCR$).
- وهكذا، وفي ضوء قيم وإشارات معالم الارتباط التي أظهرتها نتائج اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة، يتضح للباحث اتساق تلك النتائج مع ما تتوقعه الدراسة الحالية، حيث وجدت مؤشرات مبدئية على احتمالية ظهور تأثير لكل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، درجة ممارسات التجنب الضريبي، ومستوى جودة آليات الحوكمة، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، وهو ما يمثل أساسا مناسباً لاختبار فروض الدراسة الحالية باستخدام تحليل الانحدار اللوجيستي الثنائي وتحليل الانحدار الخطي متعدد المتغيرات.

2/10 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة:

بعد التأكد من صلاحية بيانات الدراسة التطبيقية للتحليل الإحصائي، وبحساب الإحصاءات الوصفية لمتغيرات *Descriptive Statistics* لمتغيرات الدراسة، يقدم الباحث وصفاً إحصائياً تحليلياً للسّمات الرئيسية لبيانات متغيرات النماذج التطبيقية المقترحة بالدراسة الحالية، حيث جاءت النتائج كما هو موضح بجدول [11].

يتضح للباحث من جدول [11]، ما يلي:

- بلغت قيمة الوسط الحسابي لاحتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية ($CRASHdummy$)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 0.490، علماً بأن هذا المتغير تصنيفي ثنائي يأخذ قيمتين (0,1)، لذا فإن الوسط الحسابي يمثل نسبة المشاهدات الأسبوعية ذات القيمة (1). وبذلك، تشير قيمة الوسط الحسابي السابقة، إلى أن هناك احتمالية أن نسبة 51% من شركات عينة الدراسة، قد تتعرض إلى خطر انهيار أسعار أسهمها خلال السنة التالية لأخر عام من نطاق فترة الدراسة (2012-2018)، حيث من المحتمل أن تعجز تلك الشركات في تخطي حاجز 3.09 انحراف معياري للعوائد الأسبوعية للأسهم عن قيمة وسطها الحسابي خلال عام 2019، مما يعني أن هناك احتمال قدره 0.1% لحدوث انخفاض حاد للعوائد الأسبوعية للأسهم خلال عام 2019، ومن ثم ارتفاع احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لأسعار أسهم تلك الشركات.

جدول [11]

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات النماذج التطبيقية للدراسة

Range	Standard Deviation	Mean	Maximum	Minimum	n.	متغيرات النماذج التطبيقية
1.000	0.501	0.490	1.000	0.000	10305	CRASHdummy
1.916	0.396	-0.093	0.919	-0.997	10305	NCSKEW
34.161	4.692	1.299	11.346	-22.814	10305	DUVOL
4.347	0.363	0.186	4.347	0.000	326	FROPACITY
1.477	0.354	1.077	1.477	0.000	185	CSR
2.076	0.209	0.115	0.676	-1.400	326	TAXAVOD
9.000	1.392	7.064	11.000	2.000	326	QCGM
11.765	0.986	0.438	11.766	0.000	326	FROPACITY*QCGM
12.735	2.971	7.619	12.735	0.000	326	CSR*QCGM
15.439	1.446	0.832	4.959	-10.480	326	TAXAVOD*QCGM
0.938	0.164	0.500	0.940	0.002	306	SIGMA
0.073	0.012	0.003	0.045	-0.028	306	RET
11.658	2.343	0.536	5.963	-5.695-	304	KUR
1.106	0.100	-0.002	0.575	-0.531	306	DTURNOVER
1.000	0.496	0.430	1.000	0.000	326	EASs(ver.2015)
3.545	0.674	9.474	10.947	7.401	326	CSIZE
1.778	0.274	1.319	1.778	0.000	324	CAGE
6.134	0.581	0.519	6.134	0.000	326	FLEV
7.888	1.679	1.553	7.913	0.025	304	MTB
6.818	0.475	0.056	1.264	-5.554	326	ROE
2.255	0.162	0.050	1.088	-1.167	326	ROA

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

- بلغت قيمة الوسط الحسابي لمعامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة -0.093، وهي تتشابه مع ما توصلت إليه دراستي (ابراهيم، 2016)، (Chen et al., 2017)، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي للشركات الممثلة في عينة الدراساتين -0.100، -0.097 على الترتيب.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لتقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 1.299، وهي تزيد عما توصلت إليه دراسة (Kim et al., 2019)، والتي تمت على عينة من الشركات الأمريكية، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي 0.015. وترجع الزيادة الكبيرة في قيمة الوسط الحسابي بالدراسة الحالية من وجهة نظر الباحث، إلى أن دراسة (Kim et al., 2019) تمت في بيئة أجنبية تختلف اختلافاً جذرياً في خصائصها وسماتها وطبيعتها القانونية والاقتصادية والثقافية عن خصائص بيئة الأعمال المصرية مجال تطبيق هذه الدراسة. فضلاً عن ما سبق، يلاحظ أن قيمة الانحراف المعياري لهذا المتغير قد بلغت 4.692، مما يعكس وجود اختلافات (فروق) كبيرة لتقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى فيما بين الشركات الممثلة في عينة الدراسة الحالية.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لمستوى غموض التقارير المالية (FROPACITY)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 0.186، وهي تتشابه نوعاً ما مع ما توصلت إليه دراسة (Hutton et al., 2009)، والتي تمت على عينة من الشركات الأمريكية، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي 0.243.

- بلغت قيمة الوسط الحسابي لأداء المسؤولية الاجتماعية (CSR)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 1.077، وهي تزيد عما توصلت إليه دراسة (Alsaadi et al., 2017)، والتي تمت على عينة تغطي عشر دول من الاتحاد الأوروبي، حيث بلغت قيمة الوسط الحسابي 0.679.
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لدرجة ممارسات التجنب الضريبي (TAXAVOD)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 0.115، وهي تقل عما هي عليه في الشركات الأمريكية، حيث بلغت 0.300 في دراسة (Cheng et al., 2018)، وبلغت 0.323 في دراسة (Li et al., 2018)، كما بلغت 0.277 في دراسة (Huang et al., 2016)، في حين أنها تزيد عما هي عليه في الشركات الصينية، حيث بلغت 0.022 في دراسة (Wang et al., 2018).
- بلغت قيمة الوسط الحسابي لمستوى جودة آليات الحوكمة (QCGM)، للشركات الممثلة في عينة الدراسة خلال نطاق فترة الدراسة 7.064، وهي تتشابه نوعاً ما مع ما توصلت إليه دراسة (Aldamen & Duncan, 2012)، والتي تمت على عينة من الشركات الاسترالية، حيث بلغت 8.220.

3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة إحصائياً:

يسعى الباحث من خلال هذا القسم من الدراسة، إلى استخدام الأساليب والتحليلات الإحصائية المناسبة وفقاً لطبيعة فروض الدراسة والبيانات المتحصل عليها لتحديد مدى قبول صحتها من عدمه، ومن ثم تقدير النماذج التطبيقية متعددة المتغيرات الممثلة لها، وذلك من خلال اختبار العلاقة الارتباطية التأثيرية بين مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي (كمتغيرات مستقلة)، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (كمتغير تابع) من جهة، واختبار تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى، مع الأخذ في الاعتبار المتغيرات الرقابية والتي قد يكون لها تأثيراً محتملاً على المتغير التابع. ويمكن للباحث التعبير عن النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للدراسة الحالية للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية، من خلال عرض الشكل [1].

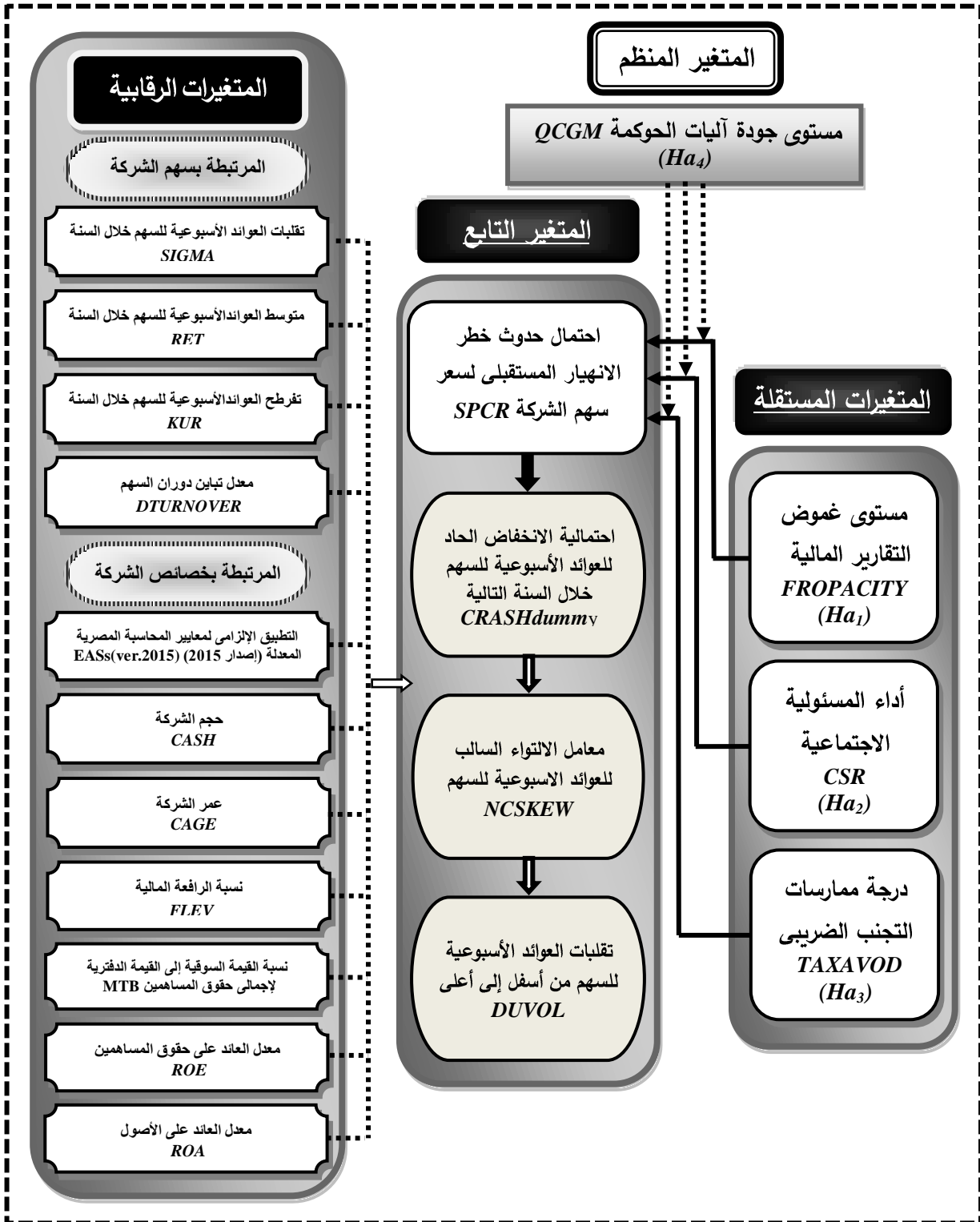
وهكذا، ومن خلال توصيف الباحث في القسم السابق من الدراسة الحالية، لمتغيرات الدراسة والمنهجية المتبعة لقياسها المحاسبي، وعلاقة المتغيرات المفسرة المتوقعة مع المتغير التابع، فضلاً عن التعبير من خلال الشكل [1] عن النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية، يمكن للباحث صياغة النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح في الدراسة الحالية في شكل معادلة انحدار، وذلك على النحو التالي:

$$SPCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) - \beta_4(QCGM_{i,t}) - \beta_5(FROPACITY_{i,t} * QCGM_{i,t}) - \beta_6(CSR_{i,t} * QCGM_{i,t}) - \beta_7(TAXAVOD_{i,t} * QCGM_{i,t}) + \beta_8(SIGMA_{i,t}) + \beta_9(RET_{i,t}) - \beta_{10}(KUR_{i,t}) + \beta_{11}(DTURNOVER_{i,t}) - \beta_{12}(EASs(ver.2015)_{i,t}) \pm \beta_{13}(CSIZE_{i,t}) - \beta_{14}(CAGE_{i,t}) \pm \beta_{15}(FLEV_{i,t}) + \beta_{16}(MTB_{i,t}) - \beta_{17}(ROE_{i,t}) - \beta_{18}(ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (II)$$

حيث، $SPCR_{i,t}$ احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر السهم الشركة i خلال الفترة t (والذي يعبر عنه بثلاث مقاييس مختلفة: الأول مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية $CRASHdummy$ ، الثاني مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم $NCSKEW$ ، والثالث مقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى $DUVOL$)، $FROPACITY_{i,t}$ مستوى غموض التقارير المالية للشركة i خلال الفترة t ، $CSR_{i,t}$ أداء المسؤولية الاجتماعية للشركة i خلال الفترة t ، $TAXAVOD_{i,t}$ درجة ممارسات التجنب الضريبي للشركة i خلال الفترة t ،

الشكل [1]

النموذج التطبيقي الرئيسي متعدد المتغيرات المقترح للعلاقات بين متغيرات المشكلة البحثية



- المصدر: (الشكل من إعداد الباحث).

$QCGM_{i,t}$ مستوى جودة آليات الحوكمة للشركة i خلال الفترة t ، $FROPACITY_{i,t} * QCGM_{i,t}$ متغير تفاعلي يعبر عن التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية ومستوى جودة آليات الحوكمة على علاقة الانحدار للشركة i خلال الفترة t ، $CSR_{i,t} * QCGM_{i,t}$ متغير تفاعلي يعبر عن التأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة على علاقة الانحدار للشركة i خلال الفترة t ، $TAXAVOD_{i,t} * QCGM_{i,t}$ متغير تفاعلي يعبر عن التأثير المشترك للعلاقة بين درجة ممارسات التجنب الضريبي ومستوى جودة آليات الحوكمة على علاقة الانحدار للشركة i خلال الفترة t ، $SIGMA_{i,t}$ تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم للشركة i خلال الفترة t ، $RET_{i,t}$ متوسط العوائد الأسبوعية للسهم للشركة i خلال الفترة t ، $KUR_{i,t}$ تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم للشركة i خلال الفترة t ، $DTURNOVER_{i,t}$ معدل تباين دوران السهم للشركة i خلال الفترة t ، $EASS(ver.2015)_{i,t}$ التطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015) للشركة i خلال الفترة t ، $CSIZE_{i,t}$ حجم الشركة i خلال الفترة t ، $CAGE_{i,t}$ عمر الشركة i خلال الفترة t ، $FLEV_{i,t}$ نسبة الرافعة المالية للشركة i خلال الفترة t ، $MTB_{i,t}$ نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين للشركة i خلال الفترة t ، $ROE_{i,t}$ معدل العائد على حقوق المساهمين للشركة i خلال الفترة t ، $ROA_{i,t}$ معدل العائد على الأصول للشركة i خلال الفترة t ، β_0 الحد الثابت في معادلة الانحدار، $\beta_1 - \beta_{18}$ معالم الانحدار المقدر في معادلة الانحدار، $\epsilon_{i,t}$ خطأ التقدير العشوائى (البواقي) الناتج من معادلة الانحدار للشركة i خلال الفترة t .

جدير بالذكر، فقد استند الباحث في إجراء التحليلات الإحصائية للدراسة الحالية على أسلوب *Panel Data*، والذي يمثل مزيجاً بين بيانات السلاسل الزمنية *Time-Series Data* والبيانات المقطعية (اللحظية) *Cross-Sectional Data*، والذي يتم بموجبه جمع بيانات ظاهرة بحثية محددة لمجموعة من منشآت الأعمال لفترة زمنية معينة. وتحقيقاً للغرض من هذا القسم من الدراسة، قام الباحث باختبار فروض الدراسة إحصائياً وفقاً لطبيعة كل منها والبيانات المتحصل عليها، من خلال إجراء عدد من الاختبارات المتعددة، منها استخدام تحليل الانحدار اللوجيستي الثنائي *Binary Logistic Regression Analysis* للنماذج التطبيقية غير الخطية بالدراسة، وكذلك استخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model* للنماذج التطبيقية الخطية بالدراسة كأحد أهم وأبسط نماذج الانحدار الخطية متعددة المتغيرات لأسلوب الـ *Panel Data* (Chireka & Fakoya, 2017; Verbeek, 2014)، حيث بموجبه يتم اعتبار جميع مشاهدات الدراسة الحالية، ككيان واحد دون الأخذ في الاعتبار أى اختلافات بين الشركات المثلة في عينة الدراسة عبر الزمن أو بسبب اختلاف القطاعات الاقتصادية المنتمة إليها، وهو ما يشير إلى أن معالم الانحدار المقدر بهذا النموذج والذي يعتمد في تقديرها على طريقة المربعات الصغرى (*OLS*)، تكون ثابتة لكل الشركات ولجميع الفترات الزمنية داخل النطاق الزمني المحدد لفترة الدراسة.

1/3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فروض الدراسة (الأول والثاني والثالث) إحصائياً قبل إدخال

تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة) والمتغيرات التفاعلية المتعلقة به:

أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي متعدد المتغيرات الممثل لفروض الدراسة (الأول والثاني والثالث)، والخاص بالعلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$SPCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) + \beta_4(SIGMA_{i,t}) + \beta_5(RET_{i,t}) - \beta_6(KUR_{i,t}) + \beta_7(DTURNVER_{i,t}) - \beta_8(EASs(ver.2015)_{i,t}) \pm \beta_9(CSIZE_{i,t}) - \beta_{10}(CAGE_{i,t}) \pm \beta_{11}(FLEV_{i,t}) + \beta_{12}(MTB_{i,t}) - \beta_{13}(ROE_{i,t}) - \beta_{14}(ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (13)$$

ولأغراض اختبار فروض الدراسة (الأول والثاني والثالث)، تم تقسيم الاختبارات والتحليلات والأساليب الإحصائية، وكذلك النموذج التطبيقي السابق، وفقا لنماذج القياس الثلاثة البديلة المستخدمة في الدراسة الحالية والمعبرة عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، وذلك على النحو التالي:

➤ تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي *Binary Logistic Regression Analysis*

▪ النموذج التطبيقي الأول للدراسة:

نظرا لأن المتغير التابع في النموذج التطبيقي الأول للدراسة، والذي تم التعبير عنه بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*)، هو متغير ثنائي *Binary Variable*، لذا فإن التحليل المناسب في هذه الحالة هو تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي. وقد تم التعبير عن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة معبرا عنه بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية، من خلال صياغة معادلة الانحدار اللوجيستي التالية:

$$CRASHdummy_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) + \beta_4(SIGMA_{i,t}) + \beta_5(RET_{i,t}) - \beta_6(KUR_{i,t}) + \beta_7(DTURNVER_{i,t}) - \beta_8(EASs(ver.2015)_{i,t}) \pm \beta_9(CSIZE_{i,t}) - \beta_{10}(CAGE_{i,t}) \pm \beta_{11}(FLEV_{i,t}) + \beta_{12}(MTB_{i,t}) - \beta_{13}(ROE_{i,t}) - \beta_{14}(ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (14)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [12]، نتائج تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي للنموذج التطبيقي الأول للدراسة.

يتضح للباحث من جدول [12]:

- بلغت قيمة Chi^2 المحسوبة من خلال اختبار ($Chi^2 Test$) 210.450، ودرجات حرية 14، عند $p-value$ 0.000، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع.
- بلغت قيمة $Cox \& Snell R^2$ المحسوبة 0.681، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة بالنموذج، تفسر نسبة 68.1% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 31.9% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.
- وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من مستوى غموض التقارير المالية (*FROPACITY*) بمعامل تفسير قدره ($\beta = 1.673$) عند $p-value$ أقل من 10%، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي (*TAXAVOD*) بمعامل تفسير قدره ($\beta = 2.861$) عند $p-value$ أقل من 1%، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*).
- وجود تأثير سلبي معنوي لأداء المسؤولية الاجتماعية (*CSR*) بمعامل تفسير قدره ($\beta = -2.770$) عند $p-value$ أقل من 10%، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*).

جدول [12]

نتائج تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي *Binary Logistic Regression Analysis* للنموذج التطبيقي الأول للدراسة

النموذج التطبيقي الأول				Predicted Sign	المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
Wald Test		Unstandardized Coefficients				
p-value	Wald-statistic	Standard Error	β			
0.259	1.272	9.328	10.520		Constant	احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (CRASHdummy)
0.068	3.050	0.958	1.673	+	FROPACITY	
0.059	3.570	1.466	-2.770	-	CSR	
0.002	4.418	1.304	2.861	+	TAXAVOD	
0.087	2.934	2.833	4.853	+	SIGMA	
0.000	8.137	2.807	8.007	+	RET	
0.934	0.007	0.222	-0.018	-	KUR	
0.532	0.391	6.026	-3.766	+	DTURNOVER	
0.049	3.872	1.049	-2.065	-	EASs(ver.2015)	
0.066	3.386	0.811	-1.492	±	CSIZE	
0.039	3.840	0.594	-1.164	-	CAGE	
0.331	0.947	0.555	0.540	±	FLEV	
0.861	0.031	0.308	-0.054	+	MTB	
0.802	0.063	7.474	-1.872	-	ROE	
0.329	0.952	12.218	-11.923	-	ROA	
210.450				Chi ²		
14				Degrees of Freedom		
0.000				p-value (Chi ² Test)		
0.681				Cox & Snell R ²		

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

- فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (SIGMA)، ومتوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (RET)، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من: (1) التطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015) (EASs(ver.2015))، (2) حجم الشركة (CSIZE)، (3) عمر الشركة (CAGE)، وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات الرقابية، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (SPCR) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (CRASHdummy).

مما سبق، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الأول للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$\begin{aligned}
 CRASHdummy = & 10.520 + 1.673(FROPACITY) - 2.770(CSR) + 2.861(TAXAVOD) \\
 & + 4.853(SIGMA) + 8.007(RET) - 0.018(KUR) - \\
 & 3.766(DTURNOVER) - 2.065(EASs(ver.2015)) - 1.492(CSIZE) - \\
 & 1.164(CAGE) + 0.540(FLEV) - 0.054(MTB) - 1.872(ROE) - \\
 & 11.923(ROA) + \xi \dots (15)
 \end{aligned}$$

تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS*

:Regression Model

■ النموذج التطبيقي الثاني للدراسة:

تم التعبير عن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة معبرا عنه بمقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) + \beta_4(SIGMA_{i,t}) + \beta_5(RET_{i,t}) - \beta_6(KUR_{i,t}) + \beta_7(DTURNOVER_{i,t}) - \beta_8(EASs(ver.2015)_{i,t}) \pm \beta_9(CSIZE_{i,t}) - \beta_{10}(CAGE_{i,t}) \pm \beta_{11}(FLEV_{i,t}) + \beta_{12}(MTB_{i,t}) - \beta_{13}(ROE_{i,t}) - \beta_{14}(ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (16)$$

■ النموذج التطبيقي الثالث للدراسة:

تم التعبير عن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة معبرا عنه بمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى، من خلال صياغة معادلة الانحدار التالية:

$$DUVOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) + \beta_4(SIGMA_{i,t}) + \beta_5(RET_{i,t}) - \beta_6(KUR_{i,t}) + \beta_7(DTURNOVER_{i,t}) - \beta_8(EASs(ver.2015)_{i,t}) \pm \beta_9(CSIZE_{i,t}) - \beta_{10}(CAGE_{i,t}) \pm \beta_{11}(FLEV_{i,t}) + \beta_{12}(MTB_{i,t}) - \beta_{13}(ROE_{i,t}) - \beta_{14}(ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (17)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [13]، نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي للنموذجين التطبيقيين الثاني والثالث للدراسة.

يتضح للباحث من جدول [13]:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين ($ANOVA$)، بلغت للنموذج التطبيقي الثاني 1609.894، وبلغت للنموذج التطبيقي الثالث 7.910، وكلاهما عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذجي الانحدار ككل وصلاحيتهما في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع.
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة للنموذج التطبيقي الثاني 0.992، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 99.2% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 0.8% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى. في حين، بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة للنموذج التطبيقي الثالث 0.346، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 34.6% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 65.4% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى. وبذلك، يتضح أن النموذج التطبيقي الثاني يتمتع بقدرة تفسيرية أعلى من النموذج التطبيقي الثالث.
- وجود تأثير سلبي معنوي لأداء المسؤولية الاجتماعية (CSR) بمعامل تفسير قدره $(\beta = -0.016)$ عند p -value أقل من 10%، وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات المستقلة، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة ($SPCR$) والمقاس بمقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم ($NCSKEW$). وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من: (1) تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة ($SIGMA$)، (2) متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (RET)، (3) معدل تباين دوران السهم ($DTURNOVER$)، ووجود تأثير سلبي معنوي للتطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015) ($EASs(ver.2015)$)،

جدول [13]

نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model* للنموذجين التطبيقيين الثاني والثالث للدراسة

المتغير التابع								Pred. Sign	المتغيرات المفسرة
تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL)				معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW)					
النموذج التطبيقي الثالث				النموذج التطبيقي الثاني					
(T) Test		Unstandardized Coefficients		(T) Test		Unstandardized Coefficients			
p-value	T-statistic	Standard Error	β	p-value	T-statistic	Standard Error	β		
0.011	-2.569	4.578	-11.76	0.836	-0.207	0.058	-0.012		Constant
0.023	2.287	1.531	3.502	0.452	0.754	0.019	0.015	+	FROPACITY
0.815	0.234	0.640	-0.150	0.055	-2.000	0.008	-0.016	-	CSR
0.540	-0.614	1.202	-0.737	0.712	0.370	0.015	-0.006	+	TAXAVOD
0.000	6.405	1.566	10.03	0.000	5.950	0.020	0.119	+	SIGMA
0.582	-0.551	18.617	10.26	0.000	143.051	0.236	33.70	+	RET
0.011	2.558	0.120	0.306	0.895	-0.132	0.002	0.001	-	KUR
0.592	0.537	2.296	1.234	0.000	4.489	0.029	0.006	+	DTURNOVER
0.455	0.749	0.474	0.355	0.000	-3.333	0.006	-0.020	-	EASs(ver.2015)
0.005	2.829	0.411	1.162	0.889	0.140	0.005	-0.001	±	CSIZE
0.067	-1.841	0.939	-1.728	0.468	-0.727	0.012	-0.009	-	CAGE
0.007	-2.750	0.465	-1.278	0.750	0.319	0.006	0.002	±	FLEV
0.132	4.540	0.050	0.227	0.411	0.824	0.002	-0.002	+	MTB
0.710	0.373	2.308	0.861	0.166	1.391	0.029	-0.041	-	ROE
0.009	-2.633	3.129	-8.239	0.629	-0.484	0.040	-0.019	-	ROA
0.396				0.996				R ²	
0.346				0.992				Adjusted R ²	
7.910				1609.894				F-statistic	
0.000				0.000				p-value (F-statistic)	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات الرقابية، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (SPCR) والمقاس بمقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW). وبذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الثاني للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$NCSKEW = - 0.012 + 0.015(FROPACITY) - 0.016(CSR) - 0.006(TAXAVOD) + 0.119(SIGMA) + 33.70(RET) + 0.001(KUR) + 0.006(DTURNOVER) - 0.020(EASs(ver.2015)) - 0.001(CSIZE) - 0.009(CAGE) + 0.002(FLEV) - 0.002(MTB) - 0.041(ROE) - 0.019(ROA) + \dots (18)$$

• وجود تأثير إيجابي معنوي لمستوى غموض التقارير المالية (FROPACITY) بمعامل تفسير قدره $(\beta = 3.502)$ عند p -value أقل من 5%، وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات المستقلة، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (SPCR) والمقاس بمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (DUVOL). وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي

معنوى لكل من: (1) تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*SIGMA*)، (2) تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*KUR*)، (3) حجم الشركة (*CSIZE*)، ووجود تأثير سلبي معنوى لكل من: (1) عمر الشركة (*CAGE*)، (2) نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، (3) معدل العائد على الأصول (*ROA*)، وعدم وجود تأثير معنوى لباقي المتغيرات الرقابية، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (*DUVOL*). وبذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الثالث للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$DUVOL = - 11.76 + 3.502(FROPACITY) - 0.150(CSR) - 0.737(TAXAVOD) + 10.03(SIGMA) + 10.26(RET) + 0.306(KUR) + 1.234(DTURNVER) + 0.355(EASs(ver.2015)) + 1.162(CSIZE) - 1.728(CAGE) - 1.278(FLEV) + 0.227(MTB) + 0.861(ROE) - 8.239(ROA) + \dots (19)$$

وهكذا، وفي ضوء النتائج المتحصل عليها من كل من: (1) اختبار علاقات الارتباط الأحادية بين متغيرات النماذج التطبيقية للدراسة بجدول [10]، (2) تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي بجدول [12]، (3) تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي بجدول [13]، يخلص الباحث إلى ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوى بين مستوى غموض التقارير المالية (*FROPACITY*) واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بكل من مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*)، ومقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (*DUVOL*)، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) مستوى غموض التقارير المالية، قد يؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) الخطر المستقبلى لانهيار أسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذى يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثى الأول للدراسة (H_{a1}) في صورته البديلة. وتتفق هذه النتيجة مع ما انتهت إليه نتائج العديد من الدراسات (Kim & Zhang, 2016; Datta et al., 2014; Kim & Zhang, 2014; Parwoto & Tandelilin, 2014; Hamm et al., 2012; Hutton et al., 2009; Jin & Myers, 2006).
- وجود علاقة ارتباط سالبة وذات تأثير معنوى بين أداء المسؤولية الاجتماعية (*CSR*) واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بكل من مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*)، ومقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (*NCSKEW*)، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) أداء المسؤولية الاجتماعية، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) الخطر المستقبلى لانهيار أسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذى يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثى الثانى للدراسة (H_{a2}) في صورته البديلة. وتتفق هذه النتيجة مع نتائج العديد من الدراسات (Wu & Hu, 2019; de Almeida, 2017; Li et al., 2017; Lee, 2016; Kim et al., 2014).
- وجود علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوى بين درجة ممارسات التجنب الضريبي (*TAXAVOD*) واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*)، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) درجة ممارسات التجنب الضريبي، قد تؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) الخطر المستقبلى لانهيار أسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذى يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثى الثالث للدراسة (H_{a3}) في صورته البديلة. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه الأدلة التجريبية لدراسة (Kim et al., 2011b).

2/3/10 تحليل ومناقشة نتائج اختبار فرض الدراسة (الرابع) إحصائياً بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة) والمتغيرات التفاعلية المتعلقة به:

لأغراض اختبار فرض الدراسة (الرابع)، تم تقسيم الاختبارات والتحليلات والأساليب الإحصائية بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة)، وفقاً لنماذج القياس الثلاثة البديلة المستخدمة في الدراسة الحالية المعبرة عن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، وذلك على النحو التالي:

➤ تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي *Binary Logistic Regression Analysis*

▪ النموذج التطبيقي الرابع للدراسة:

بعد الإبقاء على المتغيرات الرقابية ذات التأثير المعنوي على المتغير التابع واستبعاد باقي المتغيرات الرقابية الأخرى من معادلة الانحدار اللوجستي رقم (14)، أمكن للباحث بناء النموذج التطبيقي الرابع متعدد المتغيرات، والخاص بتأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم على العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة معبراً عنه بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية، من خلال صياغة معادلة الانحدار اللوجستي التالية:

$$CRASHdummy_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) - \beta_4(QCGM_{i,t}) - \beta_5(FROPACITY_{i,t}*QCGM_{i,t}) - \beta_6(CSR_{i,t}*QCGM_{i,t}) - \beta_7(TAXAVOD_{i,t}*QCGM_{i,t}) + \beta_8(SIGMA_{i,t}) + \beta_9(RET_{i,t}) - \beta_{10}(EASs(ver.2015)_{i,t}) \pm \beta_{11}(CSIZE_{i,t}) - \beta_{12}(CAGE_{i,t}) + \epsilon_{i,t}.....(20)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [14]، نتائج تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي للنموذج التطبيقي الرابع للدراسة بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة).

يتضح للباحث من جدول [14]:

- بلغت قيمة Chi^2 المحسوبة من خلال اختبار ($Chi^2 Test$) 227.419، وبدرجات حرية 17، عند $p-value$ 0.000، مما يثبت معنوية نموذج الانحدار ككل وصلاحيته في التنبؤ بالتغيرات التي تطرأ على المتغير التابع.
- بلغت قيمة $Cox \& Snell R^2$ المحسوبة 0.709، مما يعني أن المتغيرات المفسرة مجتمعة بالنموذج، تفسر نسبة 70.9% من التغيرات التي قد تحدث في المتغير التابع، بينما نسبة 29.1% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى.
- وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من مستوى غموض التقارير المالية ($FROPACITY$) بمعامل تفسير قدره ($\beta = 2.570$) عند $p-value$ أقل من 10%، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي ($TAXAVOD$) بمعامل تفسير قدره ($\beta = 3.512$) عند $p-value$ أقل من 10%، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة ($SPCR$) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية ($CRASHdummy$).
- وجود تأثير سلبي معنوي لكل من أداء المسؤولية الاجتماعية (CSR) بمعامل تفسير قدره ($\beta = -3.130$) عند $p-value$ أقل من 5%، ومستوى جودة آليات الحوكمة ($QCGM$) بمعامل تفسير قدره ($\beta = -9.391$) عند $p-value$ أقل من 10%، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة ($SPCR$) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية ($CRASHdummy$).

جدول [14]

نتائج تحليل الانحدار اللوجستي الثنائي *Binary Logistic Regression Analysis* للنموذج التطبيقي الرابع للدراسة بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة *QCGM*)

النموذج التطبيقي الرابع				Predicted Sign	المتغيرات المفسرة	المتغير التابع
Wald Test		Unstandardized Coefficients				
p-value	Wald-statistic	Standard Error	β			
0.204	1.611	46.196	-58.629		Constant	احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (CRASHdummy)
0.096	2.179	1.179	2.570	+	FROPACITY	
0.042	3.922	0.798	-3.130	-	CSR	
0.080	3.056	1.149	3.512	+	TAXAVOD	
0.086	2.950	5.468	-9.391	-	QCGM	
0.353	0.862	18.118	16.819	-	FROPACITY*QCGM	
0.449	0.572	2.486	-1.880	-	CSR*QCGM	
0.077	3.122	15.806	-27.927	-	TAXAVOD*QCGM	
0.114	2.493	11.579	18.281	+	SIGMA	
0.060	3.540	1243.539	2339.6	+	RET	
0.089	2.890	2.853	-4.851	-	EASs(ver.2015)	
0.052	3.786	2.633	-5.123	±	CSIZE	
0.230	1.443	10.197	-12.250	-	CAGE	
227.419				Chi ²		
17				Degrees of Freedom		
0.000				p-value (Chi ² Test)		
0.709				Cox & Snell R ²		

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

- فيما يتعلق بالمتغيرات التفاعلية والرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لمتوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*RET*)، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من: (1) التأثير المشترك للعلاقة بين درجة ممارسات التجنب الضريبي ومستوى جودة آليات الحوكمة والذي يمثله المتغير التفاعلي (*TAXAVOD*QCGM*)، (2) التطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015) (*EASs(ver.2015)*)، (3) حجم الشركة (*CSIZE*)، وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات التفاعلية والرقابية، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*).
- مما سبق، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الرابع للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$\begin{aligned}
 CRASHdummy = & - 58.629 + 2.570(FROPACITY) - 3.130(CSR) + \\
 & 3.512(TAXAVOD) - 9.391(QCGM) + \\
 & 16.819(FROPACITY*QCGM) - 1.880(CSR*QCGM) - \\
 & 27.927(TAXAVOD*QCGM) + 18.281(SIGMA) + \\
 & 2339.6(RET) - 4.851(EASs(ver.2015)) - 5.123(CSIZE) - \\
 & 12.250(CAGE) + \dots(21)
 \end{aligned}$$

➤ تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS*
:Regression Model

بعد الإبقاء على المتغيرات الرقابية ذات التأثير المعنوي على المتغير التابع واستبعاد باقى المتغيرات الرقابية الأخرى من معادلتى الانحدار رقمى (16)، و(17)، أمكن للباحث بناء النموذجين التطبيقيين الخامس والسادس للدراسة متعددى المتغيرات، والخاصين بتأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم على العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبى، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة معبراً عنه بمقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم بالنموذج التطبيقي الخامس، وبمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى بالنموذج التطبيقي السادس، من خلال صياغة معادلتى الانحدار التاليتين:

▪ النموذج التطبيقي الخامس للدراسة:

$$NCSKEW_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) - \beta_4(QCGM_{i,t}) - \beta_5(FROPACITY_{i,t} * QCGM_{i,t}) - \beta_6(CSR_{i,t} * QCGM_{i,t}) - \beta_7(TAXAVOD_{i,t} * QCGM_{i,t}) + \beta_8(SIGMA_{i,t}) + \beta_9(RET_{i,t}) + \beta_{10}(DTURNOVER_{i,t}) - \beta_{11}(EASs(ver.2015)_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (22)$$

▪ النموذج التطبيقي السادس للدراسة:

$$DUVOL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(FROPACITY_{i,t}) - \beta_2(CSR_{i,t}) + \beta_3(TAXAVOD_{i,t}) - \beta_4(QCGM_{i,t}) - \beta_5(FROPACITY_{i,t} * QCGM_{i,t}) - \beta_6(CSR_{i,t} * QCGM_{i,t}) - \beta_7(TAXAVOD_{i,t} * QCGM_{i,t}) + \beta_8(SIGMA_{i,t}) - \beta_9(KUR_{i,t}) \pm \beta_{10}(CSIZE_{i,t}) - \beta_{11}(CAGE_{i,t}) \pm \beta_{12}(FLEV_{i,t}) - \beta_{13}(ROA_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \dots (23)$$

يعرض الباحث من خلال جدول [15]، نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي للنموذجين التطبيقيين الخامس والسادس للدراسة بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة).

يتضح للباحث من جدول [15]:

- أن قيمة F المحسوبة من خلال اختبار تحليل التباين ($ANOVA$)، بلغت للنموذج التطبيقي الخامس 1319.887، وبلغت للنموذج التطبيقي السادس 6.507، وكلاهما عند p -value أقل من 1%، مما يثبت معنوية نموذجى الانحدار ككل وصلاحيتهما فى التنبؤ بالتغيرات التى تطرأ على المتغير التابع.
- بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة للنموذج التطبيقي الخامس 0.992، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 99.2% من التغيرات التى قد تحدث فى المتغير التابع، بينما نسبة 0.8% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى. فى حين، بلغت قيمة $Adjusted R^2$ المحسوبة للنموذج التطبيقي السادس 0.351، مما يعنى أن المتغيرات المفسرة مجتمعة تفسر نسبة 35.1% من التغيرات التى قد تحدث فى المتغير التابع، بينما نسبة 64.9% من هذه التغيرات ترجع لعوامل أو متغيرات أخرى. وبذلك، يتضح أن النموذج التطبيقي الخامس يتمتع بقدرة تفسيرية أعلى من النموذج التطبيقي السادس.
- وجود تأثير سلبي معنوي لكل من أداء المسؤولية الاجتماعية (CSR) بمعامل تفسير قدره ($\beta = -0.139$) عند p -value أقل من 1%، ومستوى جودة آليات الحوكمة ($QCGM$) بمعامل تفسير قدره ($\beta = -0.015$) عند p -value أقل من 10%، وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات المستقلة، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلى لسعر سهم الشركة ($SPCR$) والمقاس بمقياس معامل الالتواء السالب

جدول [15]

نتائج تحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات باستخدام نموذج الانحدار التجميعي *Pooled OLS Regression Model* للنموذجين التطبيقيين الخامس والسادس للدراسة بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة *QCGM*)

المتغير التابع								Pred. Sign	المتغيرات المفسرة
معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (<i>NCSKEW</i>)				تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (<i>DUVOL</i>)					
النموذج التطبيقي الخامس				النموذج التطبيقي السادس					
<i>(T) Test</i>		<i>Unstandardized Coefficients</i>		<i>(T) Test</i>		<i>Unstandardized Coefficients</i>			
<i>p-value</i>	<i>T-statistic</i>	<i>Standard Error</i>	β	<i>p-value</i>	<i>T-statistic</i>	<i>Standard Error</i>	β		
									<i>Constant</i>
0.014	-2.493	6.743	-16.81	0.079	-1.769	0.083	-0.148		
0.028	2.316	5.697	13.19	0.833	0.212	0.194	0.041	+	<i>FROPACITY</i>
0.066	-1.899	2.222	-4.220	0.009	-2.662	0.052	-0.139	-	<i>CSR</i>
0.312	-1.015	3.681	-3.736	0.928	-0.090	0.046	-0.004	+	<i>TAXAVOD</i>
0.024	-2.376	0.356	-0.846	0.073	-1.804	0.008	-0.015	-	<i>QCGM</i>
0.296	1.048	1.900	-1.992	0.920	-0.100	0.024	-0.002	-	<i>FROPACITY*QCGM</i>
0.056	-1.986	0.276	-0.548	0.010	-2.609	0.007	-0.019	-	<i>CSR*QCGM</i>
0.468	0.728	0.615	0.448	0.791	0.266	0.008	0.002	-	<i>TAXAVOD*QCGM</i>
0.000	6.383	1.560	9.958	0.654	0.449	0.019	0.009	+	<i>SIGMA</i>
				0.000	145.522	0.232	33.72	+	<i>RET</i>
0.005	2.871	0.121	0.347					-	<i>KUR</i>
				0.150	-1.445	0.029	0.041	+	<i>DTURNOVER</i>
				0.003	-3.167	0.006	-0.019	-	<i>EASs(ver.2015)</i>
0.023	2.298	0.427	0.980					±	<i>CSIZE</i>
0.201	-1.283	0.968	-1.241					-	<i>CAGE</i>
0.013	-2.512	0.470	-1.180					±	<i>FLEV</i>
0.021	-2.337	3.159	-7.383					-	<i>ROA</i>
0.415				0.993				R²	
0.351				0.992				Adjusted R²	
6.507				1319.887				F-statistic	
0.000				0.000				p-value (F-statistic)	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

للعوائد الأسبوعية للسهم (*NCSKEW*). وفيما يتعلق بالمتغيرات التفاعلية والرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لمتوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*RET*)، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من التأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة والذي يمثله المتغير التفاعلي (*CSR*QCGM*)، والتطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة المصرية المعدلة (إصدار 2015) (*EASs(ver.2015)*)، وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات التفاعلية والرقابية، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (*NCSKEW*). وبذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي الخامس للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$NCSKEW = - 0.148 + 0.041(FROPACITY) - 0.139(CSR) - 0.004(TAXAVOD) - 0.015(QCGM) - 0.002(FROPACITY*QCGM) - 0.019(CSR*QCGM) + 0.002(TAXAVOD*QCGM) + 0.009(SIGMA) + 33.72(RET) + 0.041(DTURNOVER) - 0.019(EASs(ver.2015)) + \epsilon \dots(24)$$

• وجود تأثير إيجابي معنوي لمستوى غموض التقارير المالية (*FROPACITY*) بمعامل تفسير قدره $\beta = 13.19$ عند *p-value* أقل من 5%، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من أداء المسؤولية الاجتماعية (*CSR*) بمعامل تفسير قدره $\beta = -4.220$ عند *p-value* أقل من 10%، ومستوى جودة آليات الحوكمة (*QCGM*) بمعامل تفسير قدره $\beta = -0.846$ عند *p-value* أقل من 5%، وعدم وجود تأثير معنوي لدرجة ممارسات التجنب الضريبي (*TAXAVOD*)، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (*DUVOL*). وفيما يتعلق بالمتغيرات التفاعلية والرقابية، فقد تبين وجود تأثير إيجابي معنوي لكل من: (1) تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*SIGMA*)، (2) تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة (*KUR*)، (3) حجم الشركة (*CSIZE*)، ووجود تأثير سلبي معنوي لكل من: (1) التأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة والذي يمثله المتغير التفاعلي (*CSR*QCGM*)، (2) نسبة الرافعة المالية (*FLEV*)، (3) معدل العائد على الأصول (*ROA*)، وعدم وجود تأثير معنوي لباقي المتغيرات التفاعلية والرقابية، على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (*DUVOL*). وبذلك، يمكن للباحث تقدير نموذج الانحدار المعبر عن متغيرات النموذج التطبيقي السادس للدراسة، من خلال تمثيله بمعادلة الانحدار التالية:

$$DUVOL = - 16.81 + 13.19(FROPACITY) - 4.220(CSR) - 3.736(TAXAVOD) - 0.846(QCGM) - 1.992(FROPACITY*QCGM) - 0.548(CSR*QCGM) + 0.448(TAXAVOD*QCGM) + 9.958(SIGMA) + 0.347(KUR) + 0.980(CSIZE) - 1.241(CAGE) - 1.180(FLEV) - 7.383(ROA) + \epsilon \dots(25)$$

وهكذا، وفي ضوء تقدير معالم الانحدار (β) للنماذج التطبيقية للدراسة، يقدم الباحث ملخصاً لقيم تلك المعالم قبل وبعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة)، كما هو موضح بجداول [16]:

جدول [16]

ملخص لقيم معالم الانحدار المقدرة (β) للمتغيرات المستقلة بالنماذج التطبيقية للدراسة

قبل و بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة *QCGM*)

قيم معالم الانحدار المقدرة (β)		المتغيرات المستقلة	المتغير التابع
بعد إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة <i>QCGM</i>)	قبل إدخال تأثير المتغير المنظم (مستوى جودة آليات الحوكمة <i>QCGM</i>)		
2.570	1.673	<i>FROPACITY</i>	<i>CRASHdummy</i>
-3.130	-2.770	<i>CSR</i>	
3.512	2.861	<i>TAXAVOD</i>	
عدم وجود تأثير معنوي	عدم وجود تأثير معنوي	<i>FROPACITY</i>	<i>NCSKEW</i>
-0.139	-0.016	<i>CSR</i>	
عدم وجود تأثير معنوي	عدم وجود تأثير معنوي	<i>TAXAVOD</i>	
13.19	3.502	<i>FROPACITY</i>	<i>DUVOL</i>
-4.220	عدم وجود تأثير معنوي	<i>CSR</i>	
عدم وجود تأثير معنوي	عدم وجود تأثير معنوي	<i>TAXAVOD</i>	

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث من واقع نتائج التحليل الإحصائي).

يتضح للباحث من جدول [16]، أنه بعد إدخال تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة كمتغير منظم للعلاقة بين المتغيرات المستقلة، وبين المتغير التابع للدراسة، تبين ما يلي:

- ارتفاع التأثير المباشر لمستوى غموض التقارير المالية (*FROPACITY*) على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بكل من مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*)، ومقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (*DUVOL*)، حيث زادت قيمتي معالم الانحدار من ($\beta = 1.673, 3.502$) لتصبح ($\beta = 2.570, 13.19$) على الترتيب.
- ارتفاع التأثير المباشر لأداء المسؤولية الاجتماعية (*CSR*) على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بكل من مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*)، ومقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (*NCSKEW*)، حيث زادت قيمتي معالم الانحدار من ($\beta = -0.016, -2.770$) لتصبح ($\beta = -3.130, -0.139$) على الترتيب. كما اتضح تغير طبيعة التأثير المباشر لأداء المسؤولية الاجتماعية (*CSR*) من حالة عدم وجود تأثير معنوي إلى وجود تأثير سلبي معنوي على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى (*DUVOL*)، وقد بلغت قيمة معامل الانحدار ($\beta = -4.220$).
- ارتفاع التأثير المباشر لدرجة ممارسات التجنب الضريبي (*TAXAVOD*) على احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (*SPCR*) والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية (*CRASHdummy*)، حيث زادت قيمة معامل الانحدار من ($\beta = 2.861$) لتصبح ($\beta = 3.512$).

بهذا الشكل، يتضح أن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، قد ظهرت بشكل أكثر وضوحاً وقوة في الشركات ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة، وهو الأمر الذي يمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الرابع للدراسة (H_{a4}) في صورته البديلة.

بذلك، فقد استهدفت التحليلات الإحصائية لبيانات الدراسة التطبيقية المعروضة في هذا القسم من الدراسة، اختبار اتجاه وقوة ودلالة العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة من جهة، واختبار تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لتلك العلاقة من جهة أخرى، ومن ثمّ أمكن تقدير النماذج المحاسبية متعددة المتغيرات المناسبة، وذلك بالتطبيق على 47 شركة من الشركات ذات التصنيف في مؤشر البورصة المصرية للاستدامة.

وقد خلصت تلك التحليلات، إلى أن احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، يرتبط بعلاقة موجبة وذات تأثير معنوي مع كل من مستوى غموض التقارير المالية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، كما يرتبط بعلاقة سالبة وذات تأثير معنوي مع أداء المسؤولية الاجتماعية. كذلك تبين أن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ظهرت بشكل أكثر وضوحاً وقوة في الشركات ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة.

وهكذا، يمكن للباحث تلخيص نتائج اختبار فروض الدراسة، من خلال نتائج كل من تحليل الانحدار اللوجيستي الثنائي، وتحليل الانحدار الخطى متعدد المتغيرات الذي تم باستخدام نموذج الانحدار التجميعي، كما هو موضح بجدول [17]:

جدول [17]
نتائج اختبار فروض الدراسة

رمز الفرض	صيغة الفرض	المتغير التابع (احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة)	
		طبيعة الفرض بالدراسة	نتائج التحليل الإحصائي
Ha_1	توجد علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي بين مستوى غموض التقارير المالية وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.	علاقة ارتباط موجبة ذات تأثير معنوي	علاقة ارتباط موجبة ذات تأثير معنوي
Ha_2	توجد علاقة ارتباط سالبة وذات تأثير معنوي بين أداء المسؤولية الاجتماعية وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.	علاقة ارتباط سالبة ذات تأثير معنوي	علاقة ارتباط سالبة ذات تأثير معنوي
Ha_3	توجد علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي بين درجة ممارسات التجنب الضريبي وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة.	علاقة ارتباط موجبة ذات تأثير معنوي	علاقة ارتباط موجبة ذات تأثير معنوي
Ha_4	إن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة، ستكون أكثر وضوحاً وقوة في حالة الشركات ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة.	علاقة الارتباط ستظهر بشكل أوضح وأقوى	علاقة الارتباط ظهرت بشكل أوضح وأقوى

- المصدر: (الجدول من إعداد الباحث).

11. نتائج الدراسة:

تعد الدراسة الحالية بمثابة إضافة علمية إلى أدبيات التراث الفكر المحاسبي، من خلال تقديمها لأدلة تفسيرية وقرائن عملية من بيئة الأعمال المصرية، فيما يتعلق بالعلاقة الارتباطية التأثيرية بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسؤولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة من جهة، وتأثير مستوى جودة آليات الحوكمة عند إدخاله كمتغير منظم لعلاقة الانحدار الممثلة بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع للدراسة من جهة أخرى. وقد توصلت الدراسة الحالية إلى عدة نتائج، والتي من أهمها:

1/11 قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً، على:

- أن احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية كمقياس أول بديل لاحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، ترتبط بعلاقة ارتباط أحادية موجبة ومعنوية مع كل من: مستوى غموض التقارير المالية، درجة ممارسات التجنب الضريبي، تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، ونسبة الرافعة المالية، وترتبط بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ومعنوية مع كل من: أداء المسؤولية الاجتماعية، مستوى جودة آليات الحوكمة، التأثير المشترك للعلاقة بين درجة ممارسات التجنب الضريبي ومستوى جودة آليات الحوكمة، معدل تباين دوران السهم، حجم الشركة، ومعدل العائد على حقوق المساهمين.

■ أن معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم كمقياس ثانٍ بديل لاحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، يرتبط بعلاقة ارتباط أحادية موجبة ومعنوية مع كل من: تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، ومعدل تباين دوران السهم، ويرتبط بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ومعنوية مع كل من: أداء المسؤولية الاجتماعية، مستوى جودة آليات الحوكمة، التأثير المشترك للعلاقة بين مستوى غموض التقارير المالية ومستوى جودة آليات الحوكمة، والتأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة.

■ أن تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى كمقياس ثالث بديل لاحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، ترتبط بعلاقة ارتباط أحادية موجبة ومعنوية مع كل من: مستوى غموض التقارير المالية، تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، متوسط العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، تفرطح العوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة، حجم الشركة، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين، وترتبط بعلاقة ارتباط أحادية سالبة ومعنوية مع كل من: أداء المسؤولية الاجتماعية، مستوى جودة آليات الحوكمة، التأثير المشترك للعلاقة بين أداء المسؤولية الاجتماعية ومستوى جودة آليات الحوكمة، عمر الشركة، ومعدل العائد على الأصول.

2/11 كما قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً على:

■ وجود علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي بين مستوى غموض التقارير المالية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، والمقاس بكل من مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية، ومقياس تقلبات العوائد الأسبوعية للسهم من أسفل إلى أعلى، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) مستوى غموض التقارير المالية، قد يؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) الخطر المستقبلي لانهيار أسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الأول للدراسة (H_{a1}) في صورته البديلة.

■ وجود علاقة ارتباط سالبة وذات تأثير معنوي بين أداء المسؤولية الاجتماعية واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، والمقاس بكل من مقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية، ومقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) أداء المسؤولية الاجتماعية، قد يؤدي إلى انخفاض (ارتفاع) الخطر المستقبلي لانهيار أسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثاني للدراسة (H_{a2}) في صورته البديلة.

■ وجود علاقة ارتباط موجبة وذات تأثير معنوي بين درجة ممارسات التجنب الضريبي واحتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (المتغير التابع للدراسة)، والمقاس بمقياس احتمالية الانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال السنة التالية، مما تدل هذه النتيجة على أن ارتفاع (انخفاض) درجة ممارسات التجنب الضريبي، قد تؤدي إلى ارتفاع (انخفاض) الخطر المستقبلي لانهيار أسعار أسهم الشركات الممثلة في عينة الدراسة، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الثالث للدراسة (H_{a3}) في صورته البديلة.

3/11 كذلك قدمت الدراسة الحالية دليلاً إحصائياً إضافياً بعد إدخال تأثير مستوى جودة آليات الحوكمة كمتغير منظم للعلاقة بين المتغيرات المستقلة، وبين المتغير التابع للدراسة، على أن العلاقة بين كل من مستوى غموض التقارير المالية، أداء المسئولية الاجتماعية، ودرجة ممارسات التجنب الضريبي (كمتغيرات مستقلة)، وبين احتمال حدوث خطر الانهيار المستقبلي لسعر سهم الشركة (كمتغير تابع)، ظهرت بشكل أكثر وضوحاً وقوة في الشركات الممثلة في عينة الدراسة ذات المستوى المرتفع لجودة آليات الحوكمة، وهو الأمر الذي أمكن معه قبول الباحث صحة الفرض البحثي الرابع للدراسة (Ha4) في صورته البديلة.

12. توصيات ومجالات الدراسات المحاسبية المستقبلية:

في ضوء ما خلصت إليه الدراسة النظرية، ووفقاً لما توصلت إليه الدراسة التطبيقية من نتائج، يمكن للباحث اقتراح التوصيات التالية:

1/12 يوصى الباحث بضرورة توجيه اهتمام وتنمية وعى إدارات الشركات المساهمة المصرية، على اتخاذ كافة الإجراءات المناسبة التي تضمن تقييد أو الحد من احتمالية حدوث خطر انهيار أسعار أسهم تلك الشركات مستقبلاً، وذلك من خلال:

■ وجود رقابة داخلية فعالة لانتاج تقارير مالية أقل غموضاً وأكثر شفافية وموثوقية تجاه مستخدمي معلومات تلك التقارير.

■ الحرص على الأداء الجيد لمسئولياتها الاجتماعية.

■ البعد عن التوسع في ممارسات التجنب الضريبي، أو العمل على تدنيها إلى أقل حد ممكن.

■ ضمان الحفاظ بشكل دائم ومستمر على مستوى مرتفع من جودة آليات الحوكمة.

2/12 يرى الباحث أن قضية خطر انهيار سعر سهم الشركة، ما زالت في حاجة إلى مزيد من الدراسة والتفحص وبخاصة في البيئة المحاسبية المصرية التي لم تلق الاهتمام الكافي بتحري ودراسة تلك القضية حتى الآن، حيث يوصى الباحث الأكاديميين والباحثين بإجراء المزيد من الدراسات المحاسبية المستقبلية، خاصة فيما يتعلق بإدخال متغيرات تفسيرية جديدة لم تدخل ضمن مجال اهتمام الدراسة الحالية (مثل: حجم التداول، سيولة السهم، إدارة الأرباح المحاسبية والحقيقية، التحفظ المحاسبي بصفة عامة بنوعيه المشروط وغير المشروط، جودة الإفصاح المحاسبي، جودة الأرباح المحاسبية، والديون قصيرة الأجل)، ودراسة واختبار تأثيراتها وانعكاساتها المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المساهمة المتداول أسهمها في البورصة المصرية بصفة عامة، أو الشركات المدرجة في مؤشر البورصة المصرية EGX 100 على وجه الخصوص.

• مراجع الدراسة •

1. المراجع باللغة العربية:

- ابراهيم، فريد محرم فريد [2016]، "العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، الغربية، العدد الثاني، ديسمبر، ص ص.439-491.
- عبد المجيد، حميده محمد [2019]، "قياس أثر التبني الإلزامي لمعايير التقرير المالي الدولية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات السعودية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، الجمعية السعودية للمحاسبة، المملكة العربية السعودية، المجلد الرابع عشر، العدد الأول، ص ص.69-143.
- محمد، أحمد سليم [2017]، "العلاقة بين الاحتفاظ بالأصول النقدية والمسئولية الاجتماعية للشركات - دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، قسم المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، المجلد الحادي والعشرون، العدد الثاني، الجزء الأول، يوليو، ص ص.611-647.
- الهيئة العامة للرقابة المالية [2016]، "الدليل المصري لحوكمة الشركات"، مركز المديرين المصري، متاح على شبكة الانترنت: http://www.asa.gov.eg/attach/Law_84_2016.pdf، الإصدار الثالث، أغسطس، ص ص.1-48.

2. المراجع باللغة الإنجليزية:

- Abdul Wahab, Effiezal Aswadi et al. [2017], "Political Connections, Corporate Governance, and Tax Aggressiveness in Malaysia", *Asian Review of Accounting*, Vol.25, No.3, pp.424-451.
- Ak, B. Korcan et al. [2016], "Navigating Stock Price Crashes", *The Journal of Portfolio Management*, Vol.42, No.4, Summer, pp.28-37.
- Aldamen, Husam & Duncan, Keith [2012], "Does Adopting Good Corporate Governance Impact the Cost of Intermediated and Non-Intermediated Debt?", *Accounting and Finance (afaanz)*, Vol.52, pp.49-61.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar & Javaid, Saima [2018], "Corporate Social Responsibility and Financial Performance in Saudi Arabia Evidence from Zakat Contribution", *Managerial Finance*, Vol.44, No.6, pp.648-664.
- Alsaadi, Abdullah et al. [2017], "Corporate Social Responsibility, Shariah Compliance, and Earnings Quality", *Journal of Financial Services Research*, Vol.51, No.2, pp.169-194.
- Amran, Azlan et al. [2014], "The Influence of Governance Structure and Strategic Corporate Social Responsibility toward Sustainability Reporting Quality", *Business Strategy and the Environment*, Vol.23, pp.217-235.
- An, Heng & Zhang, Ting [2013], "Stock Price Synchronicity, Crash Risk, and Institutional Investors", *Journal of Corporate Finance*, Vol.21, pp.1-15.
- Andreou, Panayiotis C. et al. [2016], "Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes", *European Financial Management*, Vol.5, pp.916-956.
- Arianwuri, Fidya Gumilang et al. [2017], "The Determinants Stock Price Crash Risk of the Manufacturing Firms in Indonesia", *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.21, No.4, October, pp.575-586.
- Armstrong, Christopher S. et al. [2016], "The Role of Financial Reporting and Transparency in Corporate Governance", available online at: <https://pdfs.semanticscholar.org/40e5/93eaa1cebc892de81b8833706885b2b3aa0b.pdf>, pp.107-128.
- Arouri, Mohamed & Pijourlet, Guillaume [2015], "CSR Performance and the Value of Cash Holdings: International Evidence", *Journal of Business Ethics*, Vol.140, No.2, pp.263-284.

- Azizpour, Shahram & Ghiri, Seyed Hadi Hashemi [2016], "The Relationship among Corporate Governance and Stock Price Crash Risk in Tehran Security and Exchange Organization TSEO", **International Journal of Humanities and Cultural Studies**, Special Issue, May, pp.1175-1187.
- Benmelech, Efraim et al. [2010], "Stock-Based Compensation and CEO (Dis)Incentives", **The Quarterly Journal of Economics**, Vol.125, No.4, November, pp.1769-1820.
- Bin Harun, Mohd Shukor [2016], "The Impact of Corporate Governance and its Consequences on CSR Disclosure: Empirical Evidence from Islamic Banks in GCC Countries", PhD Thesis, Plymouth University, United Kingdom.
- Blaufus, Kay et al. [2019], "Stock Price Reactions to News about Corporate Tax Avoidance and Evasion", **Journal of Economic Psychology**, Vol.72, pp.278-292.
- Bleck, Alexander & Liu, Xuewen [2007], "Market Transparency and the Accounting Regime", **Journal of Accounting Research**, Vol.45, No.2, pp.229-256.
- Bradshaw, Mark et al. [2016], "Ownership Structure and Tax Avoidance: Evidence from Agency Costs of State Ownership in China", **available online at: <https://sci-hub.tw/10.2139/ssrn.2239837>**, pp.1-67.
- Callen, Jeffrey L. & Fang, Xiaohua [2013], "Institutional Investor Stability and Crash Risk: Monitoring versus Short-termism?", **Journal of Banking and Finance**, Vol.37, No.2, August, pp.3047-3063.
- Callen, Jeffrey L. & Fang, Xiaohua [2015], "Short Interest and Stock Price Crash Risk", **Journal of Banking and Finance**, Vol.60, pp.181-194.
- Cambell, John Y. et al. [2008], "In Search of Distress Risk", **The Journal of Finance**, Vol. LXIII, No.6, December, pp.2899-2939.
- Cao, H. Henry et al. [2002], "Sidelined Investors, Trading-Generated News, and Security Returns", **The Review of Financial Studies**, Vol.15, No.2, Special Issue, pp.615-648.
- Chan, K. Hung et al. [2013], "Government Ownership, Corporate Governance and Tax Aggressiveness: Evidence from China", **Accounting and Finance (afaanz)**, Vol.53, pp.1029-1051.
- Chang, Y. et al. [2017a], "Does Social Responsibility Help Decreasing Stock Price Crash Risk. Evidence from Listed Companies on Shanghai Stock Exchange (in Chinese)", **Gross-Strait Bank and Finance**, Vol.5, No.2, pp.23-66.
- Chang, Xin et al. [2017b], "Stock Liquidity and Stock Price Crash Risk", **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Vol.52, No.4, August, pp.1605-1637.
- Chen, Joseph et al. [2001], "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices", **Journal of Financial Economics**, Vol.61, No.3, pp.345-381.
- Cheng, C.S. Agnes et al. [2018], "Innovation, Tax Aggressiveness, and Stock Price Crash Risk", **available online at: <https://sci-hub.tw/10.2139/ssrn.3105186>**, pp.1-58.
- Cheng, Feiyang et al. [2019], "Raising Short-Term Debt for Long-Term Investment and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Finance Research Letters**, **available online at: <http://sci-hub.tw/https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.05.018>**, pp.1-9.
- Cheung, Adrian (Wai Kong) [2016], "Corporate Social Responsibility and Corporate Cash Holdings", **Journal of Corporate Finance**, Vol.37, April, pp.412-430.
- Chireka, Trust & Fakoya, Michael Bamidele [2017], "The Determinants of Corporate Cash Holdings Levels: Evidence from Selected South African Retail Firms", **Investment Management and Financial Innovations**, Vol.14, No.2, pp.79-93.
- Conrad, Jennifer et al. [2013], "Ex Ante Skewness and Expected Stock Returns", **The Journal of Finance**, Vol. LXVIII, No.1, February, pp.85-124.
- Cortes, Felipe [2013], "Firms' Opaqueness and Corporate Cash Holdings", **available online at: <http://SSRN-id2271860.pdf>**, August, pp.1-63.
- Dai, Jingwen et al. [2019], "Corporate Social Responsibility Disclosure and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Sustainability, MDPI, Open Access Journal**, **available online at: <https://sci-hub.tw/10.3390/su11020448>**, Vol.11, No.2, January, pp.1-20.

- Dang, Viet Anh et al. [2018], "Corporate Debt Maturity and Stock Price Crash Risk", **European Financial Management**, Vol.24, No.3, June, pp.451-484.
- Datta, Sudip et al. [2014], "Opaque Financial Reports and R^2 : Revisited", **Review of Financial Economics**, Vol.23, January, pp.10-17.
- de Almeida, Alexandre Filipe Maia de Oliveira Ribeiro [2017], "Exploring Stock Price Crashes. An Empirical Study on the European Market", Master Thesis, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Portugal.
- Dechow, Patricia M. et al. [1995], "Detecting Earnings Management", **The Accounting Review**, Vol.72, No.2, April, pp.193-225.
- DeFond, Mark et al. [2015], "Does Mandatory IFRS Adoption Affect Crash Risk?", **The Accounting Review**, Vol.90, No.1, January, pp.265-299.
- Defond, Mark L. et al. [2005], "Does the Market Value Financial Expertise on Audit Committees of Boards of Directors?", **Journal of Accounting Research**, Vol.43, No.2, May, pp.153-193.
- Deasi, Mihir A. & Dharmapala, Dhammika [2006], "Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives", **Journal of Financial Economics**, Vol.79, pp.145-179.
- Dowling, Grahame [2006], "How Good Corporate Reputations Create Corporate Value?", **Corporate Reputation Review**, Vol.9, No.2, pp.134-143.
- Fabrizi, Michele et al. [2014], "The Role of CEO's Personal Incentives in Driving Corporate Social Responsibility", **Journal of Business Ethics**, Vol.124, No.2, pp.311-326.
- Fu, Xi & Zhang, Zhifang [2019], "CFO Cultural Background and Stock Price Crash Risk", **Journal of International Financial Markets, Institutions & Money**, In Press, available online at: <http://sci-hub.tw/https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.05.001>, pp.1-20.
- Górecki, Tomasz et al. [2018], "Testing Normality of Functional Time Series", **Journal of Time Series Analysis**, Vol.39, pp.471-487.
- Gümüştekin, Ezgi & Topçu, Güneş [2018], "Normality of Turkish Stock Returns over Time", available online at: <https://aak.slu.cz/pdfs/aak/2018/04/04.pdf>, pp.40-51.
- Guo, Savannah (Yuanyuan) et al. [2019], "Short Selling and Corporate Tax Avoidance", **Advances in Taxation**, Vol.25, No.1, pp.1-28.
- Habib, Ahsan et al. [2018], "Stock Price Crash Risk: Review of the Empirical Literature", **Accounting and Finance (afaanz)**, Vol.58, pp.211-251.
- Habib, Ahsan & Hasan, Mostafa Monzur [2017], "Business Strategy, Overvalued Equities, and Stock Price Crash Risk", **Research in International Business and Finance**, Vol.39, pp.389-405.
- Hamm, Sophia J. W. et al. [2012], "Management Earnings Guidance and Stock Price Crash Risk", Paper presented at the Japan Accounting Review Conference, Kyoto, available online at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.478.6385&rep=rep1&type=pdf>, November, pp.1-46.
- He, Guanming et al. [2019], "Analyst Coverage and Future Stock Price Crash Risk", **Journal of Applied Accounting Research**, Vol.20, No.1, pp.63-77.
- Hong, Harrison & Stein, Jeremy C. [2003], "Differences of Opinion, Short-Sales Constraints, and Market Crashes", **The Review of Financial Studies**, Vol.16, No.2, Summer, pp.487-525.
- Hong, Siwoon & Lee, Jong Eun [2015], "Internal Control Weakness and Stock Price Crash Risk", **The Journal of Applied Business Research**, Vol.31, No.4, July/August, pp.1289-1294.
- Hu, Guoliu & Wang, Yu [2018], "Political Connections and Stock Price Crash Risk. The Role of Intermediary Information Disclosure", **China Finance Review International**, Vol.8, No.2, pp.140-157.
- Huang, Henry He et al. [2016], "Customer Concentration and Corporate Tax Avoidance", **Journal of Banking and Finance**, Vol.72, pp.184-200.

- Huang, Xiaobei ‘‘Beryl’’ & Waston, Luke [2015], ‘‘Corporate Social Responsibility Research in Accounting’’, **Journal of Accounting Literature**, Vol.34, pp.1-16.
- Huseynov, Fariz et al. [2017], ‘‘Does Index Addition affect Corporate Tax Avoidance?’’, **Journal of Corporate Finance**, Vol.43, pp.241-259.
- Huseynov, Fariz & Klamm, Bonnie K. [2012], ‘‘Tax Avoidance, Tax Management and Corporate Social Responsibility’’, **Journal of Corporate Finance**, Vol.18, pp.804-827.
- Hutton, Amy P. et al. [2009], ‘‘Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk’’, **Journal of Financial Economics**, Vol.94, pp.67-86.
- Jebran, Khalil et al. [2019], ‘‘Confucianism and Stock Price Crash Risk: Evidence from China’’, **North American Journal of Economics and Finance**, Vol.90, pp.1-17.
- Jin, Li & Myers, Stewart C. [2006], ‘‘R² around the World: New Theory and New Tests’’, **Journal of Financial Economics**, Vol.79, pp.257-292.
- Kerr, Jon N. et al. [2016], ‘‘The Effect of Corporate Governance on Tax Avoidance: Evidence from Governance Reform’’, available online at: <https://www.ntanet.org/wp-content/uploads/proceedings/2016/184-kerr-price-roman-effect-corporate-paper.pdf>, pp.1-50.
- Kim, Jeong-Bon et al. [2011a], ‘‘CFOs versus CEOs: Equity Incentives and Crashes’’, **Journal of Financial Economics**, Vol.101, pp.713-730.
- Kim, Jeong-Bon et al. [2011b], ‘‘Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Analysis’’, **Journal of Financial Economics**, Vol.100, pp.639-662.
- Kim, Jeong-Bon et al. [2019], ‘‘Stock Price Crash Risk and Internal Control Weakness: Presence vs. Disclosure Effect’’, **Accounting and Finance (afaanz)**, Vol.59, pp.1197-1233.
- Kim, Jeong-Bon et al. [2016a], ‘‘CEO Overconfidence and Stock Price Crash Risk’’, **Contemporary Accounting Research**, Vol.33, No.4, pp.1720-1749.
- Kim, Jeong-Bon et al. [2016b], ‘‘Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk’’, **Journal of Accounting and Economics**, Vol.61, pp.294-312.
- Kim, Jeong-Bon & Zhang, Liandong [2016], ‘‘Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence’’, **Contemporary Accounting Research**, Vol.33, No.1, pp.412-441.
- Kim, Jeong-Bon & Zhang, Liandong [2014], ‘‘Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks’’, **Contemporary Accounting Research**, Vol.31, No.3, pp.851-875.
- Kim, Yongtae et al. [2014], ‘‘Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk’’, **Journal of Banking and Finance**, Vol.43, pp.1-13.
- Kusnadi, Yuanto [2011], ‘‘Do Corporate Governance Mechanisms Matter for Cash Holdings and Firm Value?’’, **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.19, pp.554-570.
- Kutner, Micheal H. et al. [2005], ‘‘Applied Linear Statistical Models’’, 5th Edition, McGraw Hil/Irwin, New York.
- Lee, A-Young & Chae, Soo-Joon [2018], ‘‘The Effect of Management Disclosure and Analysis on the Stock Crash Risk: Evidence from Korea’’, **Journal of Asian Finance, Economics and Business**, Vol.5, No.4, pp.67-72.
- Lee, Ming-Te [2016], ‘‘Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Evidence from an Asian Emerging Market’’, **Managerial Finance**, Vol.42, No.10, pp.963-979.
- Lending, Claire et al. [2018], ‘‘Corporate Governance, Social Responsibility, and Data Breaches’’, **The Financial Review**, Vol.53, pp.413-455.
- Li, Congcong et al. [2018], ‘‘How Does Tax Avoidance Affect Corporate Transparency?’’, ABFER 6th Annual Conference, Singapore, Research Collection School of Accountancy, available online at: https://ink.library.smu.edu.sg/soa_research/1763, May 21-23, pp.79-93.
- Li, Xiaorong et al. [2017], ‘‘Trust and Stock Price Crash Risk: Evidence from China’’, **Journal of Banking and Finance**, Vol.69, pp.74-91.

- Liang, L.W. & Huang, S.Y. [2013], "Can Corporate Social Responsibility Increase Operation Performance of Banking-Application of Stochastic Frontier Analysis?", **Journal of Sustainable Development and Management Strategy**, Vol.5, No.2, pp.49-66.
- Liao, Qunfeng & Ouyang, Bo [2017], "Organized Labor, Corporate Governance, and Stock Price Crash Risk", **Review of Accounting and Finance**, Vol.16, No.4, pp.424-443.
- Lim, Hyunil et al. [2016], "Auditor Quality, IFRS Adoption, and Stock Price Crash Risk: Korean Evidence", **Emerging Markets Finance and Trade**, Vol.52, pp.2100-2114.
- Lobo, Gerald et al. [2017], "Material Weakness in Internal Controls and Stock Price Crash Risk", **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, available online at: <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0148558X17696761>, pp.1-33.
- Lowenstein, Louis [1996], "Financial Transparency and Corporate Governance: You Manage What You Measure", **Columbia Law Review**, Vol.96, No.5, pp.1335-1362.
- Marsat, Sylvain & Williams, Benjamin [2013], "CSR and Market Valuation: International Evidence", **Bankers, Markets & Investors**, Vol.123, pp.29-42.
- Mahmoodabadi, Hamid et al. [2017], "An Investigation of the Effect of Disclosure Quality on Future Stock Price Crash Risk with Moderating Effect of Auditing Firm's Industry Specialization: Evidence from Tehran Stock Exchange", **International Journal of Sciences: Basic and Applied Research (IJSBAR)**, Vol.36, No.1, pp.13-32.
- McCarthy, Scott et al. [2014], "CEO Overconfidence and Corporate Social Responsibility", **Working paper: UQ Business School**, available online at: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2400953>, February, pp.1-60.
- McCarthy, Scott et al. [2017], "Corporate Social Responsibility and CEO Confidence", **Journal of Banking and Finance**, Vol.75, pp.280-291.
- McClure, Ross et al. [2018], "The Impact of Dividend Imputation on Corporate Tax Avoidance: The Case of Shareholder Value", **Journal of Corporate Finance**, Vol.48, pp.492-514.
- McWilliams, Abigail et al. [2006], "Corporate Social Responsibility: Strategic Implications", **Journal of Management Studies**, Vol.43, No.1, January, pp.1-18.
- Minnick, Kristina & Noga, Tracy [2010], "Do Corporate Governance Characteristics Influence Tax Management?", **Journal of Corporate Finance**, Vol.16, pp.703-718.
- Nakajima, Kan [2015], "Corporate Social Responsibility and Crash Risk for Japanese firms", **NFI Research Review**, available online at: https://www.nikko-research.co.jp/en/wp-content/uploads/sites/2/2015/01/英語版ResearchReport2015_最終稿.pdf, February, pp.1-12.
- Park, Soo Yeon & Jung, Hoon [2017], "The Effect of Managerial Ability on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Korea", **Sustainability (MDPI), Open Access Journal**, available online at: <https://www.mdpi.com/2071-1050/9/12/2334/pdf>, Vol.9, No.12, December, pp.1-17.
- Prior, Diego et al. [2008], "Are Socially Responsible Managers Really Ethical?. Exploring the Relationship between Earnings Management and Corporate Social Responsibility", **Corporate Governance**, Vol.16, No.8, March, pp.160-177.
- Purwoto, Lukas & Tandelilin, Eduardus [2014], "Opaque Financial Reports and Stock Price Crash Risk in Indonesia", **Manajemen & Bisnis Berkala Ilmiah**, Vol.13, No.1, March, pp.89-98.
- Richardson, Grant et al. [2016], "Ownership Structure and Corporate Tax Avoidance: Evidence from Publicly Listed Private Firms in China", **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, Vol.12, No.2, pp.141-158.
- Robin, Ashok & Zhang, Hao [2015], "Do Industry-Specialist Auditors Influence Stock Price Crash Risk?", **AUDITING: A Journal of Practice and Theory**, Vol.34, No.3, August, pp.47-79.

- Song, Liang [2015], "Accounting Disclosure, Stock Price Synchronicity and Stock Crash Risk. An Emerging-Market Perspective", **International Journal of Accounting and Information Management**, Vol.23, No.4, pp.349-363.
- Tarkovska, Valentina [2014], "Corporate Governance and Stock Price Crash Risk: Evidence from UK Panel Data", **Working paper published by Dublin Institute of Technology, available online at: <https://pdfs.semanticscholar.org/6aad/3d6814a5563ba0553876ed37c91cf357d164.pdf>**, pp.1-38.
- Verbeek, Marno [2014], "**A Guide to Modern Econometrics**", 4th Edition, John Wiley & Sons, available online at: https://www.academia.edu/34753984/Marno_Verbeek_A_Guide_to_Modern_Econometrics_Wiley.
- Wang, Pei et al. [2018], "Property Rights, Tax Avoidance and Capital Structure: Data from China Stock Markets", **International Journal of Economics and Finance**, Vol.10, No.11, pp.13-27.
- Wu, Chia-Ming & Hu, Jin-Li [2019], "Can CSR Reduce Stock Price Crash Risk?. Evidence from China's Energy Industry", **Energy Policy**, Vol.128, pp.505-518.
- Xiaofeng, Quan et al. [2015], "Corporate Social Responsibility and Stock Price Crash Risk: Value Strategy or Self-Serving Tool?", **Economic Research Journal**, Vol.50, No.11, pp.49-64.
- Xu, Nianhang et al. [2013], "Analyst Coverage, Optimism, and Stock Price Crash Risk: Evidence from China", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.25, pp.217-239.
- Zhang, Hongliang et al. [2017], "Investor Protection and Stock Crash Risk", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol.43, pp.256-266.
- Zhu, Wei [2016], "Accruals and Price Crashes", **Review of Accounting Studies**, Vol.21, No.2, June, pp.349-399.