

قياس أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار
الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية

د. ناريمان إسماعيل أحمد البردوني

Nariman.elbardony@foc.cu.edu.eg

المدرس بقسم المحاسبة – كلية التجارة – جامعة القاهرة

المستخلص:

هدف البحث: قياس أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

منهجية البحث: اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي والذي يجمع بين كل من التحليل النظري لأهم الأدبيات المختلفة ذات العلاقة بموضوع البحث، وأيضاً إجراء دراسة تطبيقية اعتمدت على مدخل تحليل المحتوى في فحص البيانات التاريخية الفعلية بالقوائم المالية السنوية، لعينة مكونة من (145) شركة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من عام 2018 حتى عام 2021، بإجمالي عدد مشاهدات 916 مشاهدة، لاختبار فروض البحث والتي تعكس أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية تتمثل في؛ معامل ارتباط بيرسون ونموذج الانحدار الخطي.

نتائج البحث: أوضحت نتائج الدراسة التطبيقية؛ أولاً: وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. ثانياً: وجود تأثير إيجابي معنوي للمرونة المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. ثالثاً: وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. رابعاً: وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

الأصالة والإضافة العلمية للبحث: تظهر المساهمة العلمية للبحث في تناوله لإحدى القضايا الجدلية التي شكلت محوراً لاهتمام البحث المحاسبي الأكاديمي، وهي قضية التحفظ المحاسبي وعلاقته بكل من المرونة المالية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وخاصة في ظل عدم اهتمام أي من الدراسات السابقة ذات الأدلة التطبيقية التي تمت داخل مصر – في حدود ما اطلعت عليه الباحثة – بالتناول المباشر والتفصيلي لأثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، كما يعد هذا البحث استكمالاً للبحوث المرتبطة بأسواق رأس المال ونجاح الشركات في استمرارية نشاطها، وبالتالي يمكن للمستثمرين ومديري الشركات وغيرهم من أصحاب المصالح الاستفادة من نتائجه في ترشيد قراراتهم المالية والاستثمارية.

الكلمات المفتاحية: التحفظ المحاسبي، المرونة المالية، خطر انهيار أسعار الأسهم، نظرية الوكالة، البورصة المصرية.

The impact of accounting conservatism on the relationship between financial flexibility and the Stock Price Crash risk for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange

Abstract

Research objective: the study aimed to measure the impact of accounting conservatism on the relationship between financial flexibility and the Stock Price Crash risk for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

Research methodology: The study relied on the descriptive analytical approach, which combines both theoretical analysis of the most important various literatures related to the research topic, and also conducting an applied study that relied on the content analysis approach in examining the actual historical data in the annual financial statements for a sample of (145) companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period from 2018 to 2021, with a total number of 916 observations, to test the research hypotheses that reflect the impact of accounting conservatism on the relationship between financial flexibility and the Stock Price Crash risk, using a set of statistical methods represented in the Pearson correlation coefficient and the linear regression model.

Research results: The results of this research indicate: First, there is a significant negative effect of accounting conservatism on the stock price crash risk for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange. Second, there is a significant positive effect of financial flexibility on the stock price crash risk for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange. Third, there is a significant negative effect of accounting conservatism on the financial Flexibility for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange. Fourth, there is a significant negative effect of accounting conservatism on the relationship between financial flexibility and the Stock Price Crash risk for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

Originality/ value: The scientific contribution of this research represented in its treatment of an important controversial issue in academic accounting research, which is the issue of accounting conservatism and its relationship to the financial flexibility and the stock price crash risk. Especially, the previous studies that were conducted inside Egypt -Within the limits of what the researcher has seen- didn't care to address directly and in detail the impact of accounting conservatism on the relationship between financial flexibility and the stock price crash risk for non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange. This research is also represents a continuation to the capital market researches, and thus investors, company managers and other stakeholders can benefit from its findings in rationalizing the financial and investment decisions.

Key words: Accounting conservatism, financial flexibility, Stock Price Crash risk, Agency theory, the Egyptian Stock Exchange.

أولاً: المقدمة وطبيعة المشكلة:

في ظل التغيرات المتلاحقة التي تشهدها بيئة الأعمال محلياً وعالمياً، وحالة عدم الاستقرار التي تعاني منها أسواق المال ما بين الحين والآخر، إلى جانب تعقد أنشطة الشركات وهياكلها التمويلية وتزايد حدة المنافسة فيما بينها، أصبحت كيفية زيادة المرونة المالية للشركات والحد من احتمال تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم محوراً جاذباً لاهتمام الساحة الاقتصادية في الآونة الأخيرة، وذلك ليس فقط على مستوى الشركات والمستثمرين والجهات التنظيمية والرقابية، بل وأيضاً على مستوى الأدبيات المحاسبية والتمويلية، وخاصة بعد الانهيارات والإخفاقات المالية المؤسفة التي لحقت بالعديد من كبرى الشركات في مختلف أنحاء العالم، وذلك في أعقاب الأزمة المالية العالمية الحادة عام 2008.

ونظراً لأن التقارير المالية ذات الجودة العالية تعتبر مطلباً لا غنى عنه في سبيل زيادة المرونة المالية للشركات والحد من تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم، فإن التحفظ المحاسبي بوصفه كأحد السمات المميزة لتلك التقارير المالية، يعتبر أحد القضايا الجدلية في الفكر المحاسبي المعاصر والتي استحوذت على اهتمام العديد من الدراسات المحاسبية، لكونه يؤثر بدوره التساؤل عن جدوى تطبيقه في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، وتعزيز المرونة المالية للشركات والتي تعد من المفاهيم الحديثة نسبياً في علم الإدارة المالية، وحظيت هي الأخرى باهتمام كبير في السنوات الأخيرة، بوصفها واحدة من معطيات تصميم هيكل رأس المال في الشركات وعلاقتها المباشرة بقدرة تلك الشركات على مواجهة الصدمات غير المتوقعة للتدفق النقدي وتعقب الفرص الاستثمارية.

إذ يرى البعض أن تطبيق التحفظ المحاسبي من شأنه تحقيق العديد من المنافع ومنها؛ زيادة مصداقية وموثوقية القوائم المالية لكونه يساعد في تقييد دوافع المديرين نحو إخفاء الأخبار السيئة والحد من تراكمها ومن ثم تخفيض قدرة المديرين على التلاعب في الأداء المالي وتضخيمه، مما يسهم في الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات ويعمل على حل مشاكل الوكالة وزيادة جودة التقارير المالية، وهو ما يزيد من كفاءة التعاقدات ويعمل على خفض تكلفة الديون، الأمر الذي يعمل على زيادة المرونة المالية للشركات وتفاذي الوقوع في مخاطر التخلف عن السداد، ومن ثم الحد من احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

فى حين يعارض البعض الآخر تطبيق التحفظ المحاسبى ويعتبرونه بمثابة نوع من التحيز والتشويه فى البيانات والمعلومات المحاسبية، وهو ما يتعارض مع بعض الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية مثل الحياد والتمثيل الصادق والملاءمة والموضوعية، إذ يرى أنصار هذا الاتجاه المعارض أن التحفظ المحاسبى يؤجل الاعتراف بالأخبار السارة كالأرباح المتوقعة بينما يعجل من الاعتراف بالأخبار السيئة كالخسائر المحتملة، مما يترتب عليه تضخم الرافعة المالية الدفترية للشركة بشكل منتظم مقارنة بالرافعة الاقتصادية الفعلية، ويؤثر سلباً على المحتوى المعلوماتى لتقاريرها المالية ويزيد من احتمالية الاستنتاجات الخاطئة، وبالتالي عدم القدرة على توفير معلومات أكثر ملاءمة لأصحاب الديون مما قد يحد من المرونة المالية للشركة وقدرتها على الوصول لمصادر التمويل، ويزيد بدوره من احتمال تعرض الشركة لخطر انهيار أسعار أسهمها.

ومن ناحية أخرى، تعد العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم من العلاقات الجدلية أيضاً، إذ يرى البعض أن زيادة مستوى المرونة المالية للشركات سواء كانت مرونة داخلية مصدرها الاحتفاظ بالأرصدة النقدية أو خارجية تكمن فى سهولة الاقتراض، من شأنه الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، إذ تمكن تلك المرونة المالية المديرين من مواجهة النقص غير المتوقع فى التدفقات النقدية بشكل فعال، إلى جانب تمكين الشركات أيضاً من تحسين فرص النمو الكامنة لديها حال ظهور آفاق استثمارية جديدة غير متوقعة.

فى حين يرى البعض الآخر أن زيادة مستويات المرونة المالية يمكن أن تزيد من السلوكيات الانتهازية للإدارة، إذ قد تُسئ استغلال تلك المرونة لتعظيم منفعتها الخاصة على حساب المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح، واتخاذ قرارات من شأنها الإضرار بمصالحهم، كأن تزيد من الاستثمار فى مشروعات محفوفة بالمخاطر، كمحاولة من المديرين إما لإثبات قدراتهم أو للحصول على قدر أكبر من المكافآت والتعويضات، مع إخفاء الأخبار السيئة المتعلقة بتلك المشروعات إلى أن تصل للحد الذى لا تستطيع الإدارة عنده إخفاء تلك الأخبار السيئة، والإفصاح عن تلك الأخبار المتركمة دفعة واحدة مما يتسبب فى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم، وعلى ذلك قد تكون المرونة المالية مصدراً للقلق ما لم توجد آليات فعالة لضبطها وإدارتها.

وهو ما يثير بدوره التساؤل عن جدوى الدور الذى يمكن أن يلعبه التحفظ المحاسبى فى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم سواء بشكل مباشر، أو بشكل غير مباشر من خلال التأثير الفعال على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، إذ تتوقع الباحثة أن يساعد التحفظ المحاسبى بشكل مباشر فى خفض خطر انهيار أسعار الأسهم باعتباره آلية لخفض دوافع المديرين نحو إخفاء الأخبار السيئة ومن ثم الحد من تراكمها، وهو ما يعزز من شفافية المعلومات المالية ويحد من عدم تماثلها، كما تتوقع أن إدخال التحفظ المحاسبى فى العلاقة بين المرونة المالية وخطر

انهيار أسعار الأسهم كمتغير معدل، سوف يؤدي إلى تقييد السلوك الانتهازى للإدارة فى استغلال المرونة المالية، وبالتالي الحد من التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وتأسيساً على ما تقدم، وفى ظل تباين الآراء وعدم اهتمام أى من الدراسات السابقة التى تمت فى البيئة المصرية – فى حدود ما اطلعت عليه الباحثة – بالتناول المباشر والتفصيلى لأثر المرونة المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، إلى جانب عدم اهتمامها بدراسة أثر التحفظ المحاسبى على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، تتلخص مشكلة الدراسة فى الإجابة على التساؤلات التالية:

- (1) ما المقصود بكل من؛ التحفظ المحاسبى – المرونة المالية – خطر انهيار أسعار الأسهم؟
- (2) هل يساعد التحفظ المحاسبى فى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- (3) هل تزيد المرونة المالية من خطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- (4) هل يوجد تأثير معنوى للتحفظ المحاسبى على المرونة المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
- (5) هل يوجد تأثير معنوى للتحفظ المحاسبى كمتغير معدل على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟

ثانياً: هدف البحث

فى ضوء طبيعة المشكلة، يتمثل الهدف الرئيس للبحث فى قياس أثر التحفظ المحاسبى على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وينبثق عن هذا الهدف الرئيس مجموعه من الأهداف الفرعية التالية:

- الهدف الفرعى الأول: دراسة وتحليل ماهية التحفظ المحاسبى من حيث المفهوم، الأنواع، التفسيرات، والمقاييس.
- الهدف الفرعى الثانى: دراسة وتحليل ماهية المرونة المالية من حيث المفهوم، الأهمية، المصادر، والمقاييس.
- الهدف الفرعى الثالث: دراسة وتحليل ماهية خطر انهيار أسعار الأسهم من حيث المفهوم، الأسباب، والمقاييس.
- الهدف الفرعى الرابع: قياس العلاقات المختلفة بين متغيرات الدراسة، وتقديم دليل تطبيقى بشأن أثر التحفظ المحاسبى على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

ثالثاً: أهمية البحث

تظهر الأهمية العلمية والتطبيقية للبحث فى مواكبة التطورات المتلاحقة فى بيئة المحاسبة، كونه يتناول أحد الموضوعات الهامة المتعلقة بتعزيز مستوى المرونة المالية للشركات فى ظل تقييد السلوك الانتهازى للإدارة، ومن ثم زيادة قدرتها على الوصول إلى الموارد المالية بتكلفة منخفضة وذلك للاستجابة فى الوقت المناسب للتغيرات غير المتوقعة فى التدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية، وهو ما يسهم فى الحد من خطر انهيار أسعار أسهم الشركات.

فضلاً عن تناول إحدى القضايا الجدلية التى شكلت محوراً لاهتمام البحث المحاسبى الأكاديمى، وهى قضية التحفظ المحاسبى وعلاقته بكل من المرونة المالية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، خاصة فى ظل عدم اهتمام أى من الدراسات السابقة ذات الأدلة التطبيقية التى تمت داخل مصر – فى حدود ما اطلعت عليه الباحثة – بالتناول المباشر والتفصيلى لأثر التحفظ المحاسبى على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، كما يعد هذا البحث استكمالاً للبحوث المرتبطة بأسواق رأس المال ونجاح الشركات فى استمرارية نشاطها وبالتالي يمكن للمستثمرين ومديرى الشركات وغيرهم من أصحاب المصالح الاستفادة من نتائجه فى ترشيد قراراتهم المالية والاستثمارية.

رابعاً: فروض البحث

فى ضوء طبيعة المشكلة وأهداف البحث يمكن صياغة الفروض التالية:

- H₁:** يؤثر التحفظ المحاسبى سلبياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- H₂:** تؤثر المرونة المالية إيجابياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- H₃:** يؤثر التحفظ المحاسبى سلبياً ومعنوياً على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- H₄:** يوجد تأثير معنوى للتحفظ المحاسبى على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

خامساً: نطاق البحث

يقتصر هذا البحث على دراسة وتحليل واختبار العلاقات المتداخلة بين التحفظ المحاسبي والمرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وتقتصر الدراسة العملية لهذا البحث على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وقد تم استبعاد المؤسسات المالية، وذلك نظراً لاختلاف طبيعة عملها بالإضافة إلى اختلاف المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تخضع لها، كما تقتصر فترة الدراسة في البحث على السنوات من 2018 إلى 2021.

سادساً: منهج البحث

يتمثل منهج البحث في المنهج الوصفي التحليلي والذي يجمع بين كل من التحليل النظري لأهم الأدبيات المختلفة ذات العلاقة بموضوع البحث، وأيضاً الاعتبارات التطبيقية والعملية، ومن ثم يركز منهج البحث على محورين أساسيين، هما:

- **المحور الأول:** يتمثل في الدراسة النظرية، والتي تقوم خلالها الباحثة بعرض وتصنيف وتحليل الدراسات السابقة ذات العلاقة بموضوع البحث، بالإضافة إلى عرض تأصيل مفاهيمي للمتغيرات التي يتناولها عنوان البحث، بما يفيد في تحقيق هدف البحث.
- **المحور الثاني:** يتمثل في الدراسة العملية، والتي تهدف من خلالها الباحثة إلى اختبار فروض البحث في الواقع العملي، ويشتمل هذا المحور على تحديد مجتمع وعينة الدراسة، وأسلوب جمع البيانات، والأساليب الإحصائية الملائمة، ثم ينتهي هذا المحور بعرض ومناقشة نتائج التحليل الإحصائي.

سابعاً: تبويب البحث

في ضوء طبيعة مشكلة البحث، وفي سبيل تحقيق أهدافه، تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

1. **المبحث الأول:** الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث.
2. **المبحث الثاني:** الإطار المفاهيمي للبحث.
3. **المبحث الثالث:** الدراسة التطبيقية.

1. المبحث الأول: الدراسات السابقة وصياغة فروض البحث

ظهرت في الأونة الأخيرة بعض الدراسات المحاسبية التي اهتمت بالتحفظ المحاسبي وعلاقته بكل من المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، ورغبة في الوقوف على حلقات التواصل فيما بين هذه الدراسات لاستكمال جهود الباحثين في هذا المجال، إلى جانب عرض وتحليل العلاقات بين متغيرات الدراسة بغرض اشتقاق وتطوير فروض البحث، سوف تقوم الباحثة من خلال هذا الفصل باستعراض موجز لهذه الدراسات، وذلك على النحو التالي:

1/1 الدراسات التي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي وخطر انهيار أسعار الأسهم

اهتمت بعض الدراسات المحاسبية السابقة بتناول موضوع التحفظ المحاسبي باعتباره أحد أهم المبادئ المحاسبية التي أثارت جدلاً كبيراً، وذلك فيما يتعلق بأهميته وعلاقته بخطر انهيار أسعار الأسهم، إذ ترى بعض هذه الدراسات أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية المنشورة، انخفض احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث ترى تلك الدراسات أنه في ظل اتباع سياسة التحفظ المحاسبي تنخفض دوافع المديرين نحو إخفاء الأخبار السيئة ومن ثم الحد من تراكمها، وهو ما يعزز من شفافية المعلومات المالية ويحد من عدم تماثلها، وبالتالي الحد من التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم (الجارحي 2016؛ غالي 2022؛ Kousenidis et al. 2021; Waqas and Siddiqui 2020; Wang et al. 2016; Kim and Zang 2014).

وفي هذا الصدد، استهدفت دراسة (Kousenidis et al. 2014) اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1995 إلى 2013، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية بين التحفظ المحاسبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما أكدته دراسة (الجارحي 2016) والتي استهدفت أيضاً اختبار العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية المنشورة وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2010 إلى 2015، وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج لعل من أهمها أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية، انخفض احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، وأن تأثير التحفظ المحاسبي على احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم يكون أكثر وضوحاً بالشركات التي يزداد بها عدم تماثل المعلومات بين الأطراف الداخلية بالشركة والأطراف الخارجية ذات العلاقة وخاصة المستثمرين. وهو ما أكدته أيضاً دراسة (Kim and Zang 2016) والتي استهدفت اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1964 إلى 2007، وقد توصلت الدراسة إلى أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي انخفضت

احتمالية انهيار أسعار الأسهم، وتم تفسير هذه النتيجة بأن التحفظ المحاسبى يحد من دوافع المديرين على إخفاء الأخبار السيئة وهو ما يقلل بدوره من خطر انهيار أسعار الأسهم فى المستقبل، كما أوضحت الدراسة أن هذه العلاقة تظهر بشكل أقوى فى بيئة عدم تماثل المعلومات.

وفى ذات السياق، استهدفت أيضاً دراسة (Wang et al. 2020) اختبار الأثر التفاعلى بين كل من التحفظ المحاسبى وحوكمة الشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة فى بورصتى شنتشن وشنغهاى خلال الفترة من 2011 إلى 2016، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج لعل من أهمها وجود علاقة ارتباط سلبية بين التحفظ المحاسبى وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يشير إلى أن السياسات المحاسبية المتحفظة يمكن أن تخفف من احتمالية تعرض الشركات لخطر انهيار أسعار الأسهم. وهى نفس النتيجة التى توصلت إليها أيضاً دراسة (Waqas and siddiqui 2021) والتى استهدفت اختبار تأثير التحفظ المحاسبى على خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات غير المالية المدرجة بالبورصة الباكستانية خلال الفترة من 2007 إلى 2019، وتوصلت أيضاً إلى وجود تأثير سلبى كبير للتحفظ المحاسبى على خطر انهيار أسعار الأسهم.

أضف إلى ما سبق دراسة (غالى 2022) والتى استهدفت قياس فعالية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبى وخطر الانهيار المستقبلى لأسعار الأسهم خلال جائحة فيروس كورونا Covid 19، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2018 إلى 2021، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج والتوصيات، لعل من أهمها توافر أدلة إحصائية على وجود علاقة ارتباط سالبة ذات تأثير معنوى لمستوى التحفظ المحاسبى وخطر الانهيار المستقبلى لأسعار الأسهم خلال جائحة فيروس كورونا Covid 19، وهو ما يدعم وجهة النظر الإيجابية بشأن التحفظ المحاسبى ودوره فى الحد من احتمالية تعرض الشركات لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وعلى الجانب الآخر ترى بعض الدراسات المحاسبية أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبى زاد احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، بإعتبار أن التحفظ المحاسبى يمثل نوعاً من التحيز والتشويه فى المعلومات المحاسبية مما يضعف المحتوى المعلوماتى للتقارير المالية ويزيد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات ويقود مستخدمى التقارير المالية إلى إستنتاجات غير صحيحة وهو ما يزيد من احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم (العايدى 2022؛ Ismail and Elbolok 2011; Lyimo 2014 Mamashli and Osku 2016; Krismiaji and Sururi 2021).

وفى هذا الصدد، استهدفت دراسة (Ismail and Elbolok 2011) اختبار أثر التحفظ المحاسبي على أسعار الأسهم، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2005 إلى 2009، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط سلبية بين التحفظ المحاسبي وأسعار الأسهم، وهو ما يشير إلى أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي، كلما أدى ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم والعكس صحيح. وهو ما أكدته دراسة (Lyimo 2014) والتي استهدفت اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وأسعار الأسهم، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الهندية المدرجة ببورصة بومباي لتداول الأوراق المالية خلال الفترة من 2006 إلى 2012، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج، لعل من أهمها وجود علاقة سلبية بين التحفظ المحاسبي وأسعار الأسهم؛ حيث أوضحت الدراسة أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي انخفضت أسعار الأسهم وزاد احتمال التعرض لخطر انهيارها. أضاف إلى ما سبق دراسة (Mamashli and Osku 2016) والتي استهدفت اختبار أثر التحفظ المحاسبي على أسعار الأسهم، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة ببورصة طهران لتداول الأوراق المالية خلال الفترة من 2010 إلى 2014، وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود تأثير سلبي للتحفظ المحاسبي على أسعار الأسهم.

وفى ذات السياق، استهدفت دراسة (Krismiaji and Sururi 2021) اختبار أثر التحفظ المحاسبي على أسعار الأسهم، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة ببورصة إندونيسيا خلال الفترة من 2016 إلى 2018، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط سالبة بين التحفظ المحاسبي وأسعار الأسهم، أى أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي أدى ذلك إلى انخفاض أسعار الأسهم الأمر الذى يزيد من احتمالية تعرضها لخطر الانهيار، وهو ما أكدت عليه دراسة (العايدى 2022) والتي استهدفت تقييم ومناقشة المخاطر المترتبة على التحفظ المحاسبي وإنعكاساتها على أسعار السهم وقيمة المنشأة، وذلك من خلال إجراء دراسة ميدانية استهدفت المحللين الماليين بشركات السمسرة المقيدة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة من 2015 إلى 2020، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج، لعل من أهمها أن التحفظ المحاسبي يؤثر سلباً على جودة المعلومات المحاسبية، مما يؤدي إلى إنتاج تقارير مالية أقل شفافية، ومن ثم زيادة احتمالات تعرض الشركات لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وتأسيساً على ما تقدم، يتضح للباحثة؛ أولاً: تباين نتائج الدراسات السابقة التى تناولت أثر التحفظ المحاسبى على خطر انهيار أسعار الأسهم. ثانياً: ندرة الدراسات التى إهتمت بدراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبى وخطر انهيار أسعار الأسهم فى البيئة المصرية (فى حدود ما اطلعت عليه الباحثة)، الأمر الذى يتطلب مزيداً من الدراسة والتحليل لتلك العلاقة فى البيئة المصرية، ولذلك يمكن للباحثة صياغة الفرض التالى:

H₁ : يؤثر التحفظ المحاسبى سلبياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

2/1 الدراسات التى تناولت العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم
تشير المرونة المالية إلى مدى قدرة الشركة على توفير الموارد المالية بتكلفة منخفضة، وذلك للاستجابة فى الوقت المناسب للتغيرات غير المتوقعة فى التدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية (Denis 2011)، وقد تباينت الآراء فيما يتعلق بالعلاقة بين المرونة المالية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، إذ اتفقت العديد من الدراسات السابقة على أن المرونة المالية للشركات تجعلها أكثر استقراراً ومن ثم الحد من تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم، فوفقاً لدراسة (DeAngelo et al. 2011) يتمثل الهدف الرئيس للإستراتيجيات الإدارية المالية فى ضمان الاحتفاظ بقدرة الشركة على الحصول على رأس المال من السوق الخارجية، وبصفة خاصة فى المواقف التى تنطوى على نقص غير متوقع فى التدفقات النقدية أو ظهور آفاق استثمارية جديدة غير متوقعة، وعلى ذلك أيدت العديد من الدراسات ومنها (Barclay et al. 2012; Wang et al. 2023; Jing et al. 2023; Cheng et al. 2020) أهمية المرونة المالية فى دعم قدرة المديرين بشأن إدارة متطلبات التدفق النقدى غير المتوقعه بشكل فعال، مع تمكين الشركات أيضاً من تحسين فرص النمو الكامنة لديها، وأشارت إلى أن النقص غير المتوقع فى التدفقات النقدية كأحد مصادر المرونة المالية وما قد يصاحبه من اكتناز للأخبار السئية المتعلقة بذلك، من شأنه زيادة احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وفى ذات السياق، أوضحت دراسات (Almeida et al. 2004; Shen et al. 2012) أن احتفاظ الشركات بأرصدة نقدية وفيرة يمكنها من مواجهة حالة عدم اليقين فى البيئة الخارجية المحيطة وما يرتبط بها مشكلات محتملة قد تفرض عليها قيوداً تمويلية غير متوقعة، ومن ثم يساعد الاحتفاظ بالنقدية كأحد مصادر المرونة المالية فى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن تلك الأرصدة النقدية الوفيرة يمكن أن تساعد الشركات فى عمليات إعادة شراء الأسهم إذا لزم الأمر حفاظاً على استقرار أسعارها، مما يزيد من ثقة حملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح

ويعمل على رفع معنوياتهم، ويمنع عمليات البيع المكثف من قبل المستثمرين المذعورين، مما يحد من خطر انهيار أسعار الأسهم (Jia et al. 2023)، ومن جهة أخرى يزيد هذا الاستقرار من قدرة تلك الشركات على الحصول على التمويل الخارجى بسهولة لتلبية احتياجاتها، ومن ثم زيادة قدرتها على التصدى للأزمات غير المتوقعة والعمل على الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم (Duchin 2010; Xiong et al. 2016).

وتأسيساً على وجهات النظر السابقة ترى دراسة (Nguyen and Dang 2023) أنه كلما زادت المرونة المالية للشركات انخفض احتمال تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث استهدفت تلك الدراسة اختبار أثر المرونة المالية فى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الفيتنامية المدرجة ببورصة هانوى Hanoi Stock Exchanges خلال الفترة من 2011 الى 2021، وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبى للمرونة المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يشير إلى الدور الذى يمكن أن تلعبه المرونة المالية فى الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم، من خلال زيادة قدرة المديرين على إدارة متطلبات التدفق النقدى غير المتوقعة بشكل فعال، مع تمكين الشركات أيضاً من تحسين فرص النمو الكامنة لديها.

وعلى الجانب الآخر، تفترض نظرية الوكالة التى قدمها كل من Jensen and Meckling 1976 أن المديرين لديهم حوافز للعمل من أجل تعظيم منفعتهم الخاصة بدلاً من تعظيم ثروة المساهمين، الأمر الذى يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم فى ظل الافتقار إلى الشفافية وعدم تماثل المعلومات نتيجة استغلال المديرين للسلطة الممنوحة لهم فى إخفاء المعلومات والأخبار السيئة (Jin and Myers 2006; Xu et al. 2012)، وعلى ذلك يمكن أن تؤدي الأرصدة النقدية الكبيرة - باعتبارها أحد مصادر المرونة المالية - إلى تفاقم السلوكيات الأنانية للإدارة لإثبات قدراتهم أو الحصول على مزيد من المكافآت والتعويضات، مما قد يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، ما لم توجد آليات فعالة لضبط وإدارة المرونة المالية للشركات (Herrmann and Nadkarni 2013; Hao et al. 2020).

وتأسيساً على وجهة النظر السابقة، ترى دراسة (Chen 2021) أنه كلما زادت المرونة المالية للشركات زاد احتمال تعرضها لخطر انهيار أسعار الأسهم، حيث استهدفت تلك الدراسة اختبار العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية كأحد مصادر المرونة المالية للشركات وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الصينية المدرجة بالبورصة خلال الفترة من 2007 إلى 2008، وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط طردية بين مستوى الاحتفاظ

بالنقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم، أى أنه كلما زاد مستوى الاحتفاظ بالنقدية - وهو ما يعنى زيادة مستوى المرونة المالية للشركة- أدى ذلك إلى زيادة خطر انهيار أسعار الأسهم، وقد فسرت الدراسة هذه النتيجة بأن ارتفاع مستوى الاحتفاظ بالنقدية قد يقابله سوء استغلال من قبل المديرين التنفيذيين، كزيادة الاستثمار فى مشروعات محفوفة بالمخاطر كمحاولة لإثبات قدراتهم مع إخفاء الأخبار السيئة المتعلقة بتلك المشروعات، إما لإخفاء أدائهم الوظيفى السيئ أو زيادة المكافآت والتعويضات التى يحصلون عليها، إلا أن عملية إخفاء مثل هذه الأخبار لا تستمر طويلاً إذ لا مفر من حتمية الوصول إلى نقطة التحول Ping Point وهى تلك النقطة التى لا تستطيع الإدارة عندها إخفاء تلك الأخبار السيئة، الأمر الذى يترتب عليه الإفصاح عن تلك الأخبار السيئة المتركمة دفعة واحدة، مما يتسبب فى زيادة احتمالات التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم.

وتأسيساً على ما تقدم، يتضح للباحثة؛ أولاً: تباين نتائج الدراسات السابقة التى تناولت أثر المرونة المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم. **ثانياً:** ندرة الدراسات التى إهتمت بدراسة العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم بشكل مباشر وبصفة خاصة فى البيئة المصرية (فى حدود ما اطلعت عليه الباحثة)، الأمر الذى يتطلب مزيداً من الدراسة والتحليل لتلك العلاقة فى البيئة المصرية، ولذلك يمكن للباحثة صياغة الفرض التالى:

H₂ : تؤثر المرونة المالية إيجابياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

3/1 الدراسات التى تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي والمرونة المالية

إن كانت الآراء قد تباينت فيما يتعلق بأثر التحفظ المحاسبي على خطر انهيار أسعار الأسهم، فقد تباينت الآراء أيضاً فيما يتعلق بالعلاقة بين التحفظ المحاسبي والمرونة المالية، حيث يرى أنصار تطبيق التحفظ المحاسبي أنه يعمل على زيادة المرونة المالية للشركات، وذلك نظراً لدوره فى زيادة كفاءة التعاقدات المالية والتخفيف من مشاكل الوكالة، كونه يعد أحد خصائص جودة المعلومات المحاسبية ومن ثم زيادة قدرة الشركات على الوصول إلى مصادر التمويل (عفيفى 2016؛ عرفة 2015؛ Lafond and Ball et al 2008; Ball and Shivakumar 2005; Roychowdhury 2008; Kang et al. 2017; Lin et al. 2018).

وفى هذا الصدد، استهدفت دراسة (عرفة 2015) استكشاف مدى تأثير آليات الحوكمة على اتباع الشركات لسياسة التحفظ المحاسبي ومدى انعكاس تلك السياسة على القرارات المالية للشركة المرتبطة بالمرونة المالية وهي قرار تحديد كمية النقدية التي يتم الاحتفاظ بها وقرار اختيار مصدر التمويل، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات السعودية غير المالية المدرجة بالبورصة خلال عام 2014، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج والتوصيات، لعل من أهمها وجود علاقة ارتباط موجبة بين التحفظ المحاسبي وكل من جودة لجان المراجعة ونسبة المديرين المستقلين كإحدى آليات حوكمة الشركات، وهو ما يعكس طلب هؤلاء المديرين ورغبتهم في اتباع سياسة التحفظ المحاسبي للتخفيف من حدة صراعات الوكالة وتحسين عملية تدفق المعلومات مما يدعم وجهة النظر الإيجابية حول التحفظ المحاسبي، كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن التقارير المالية المتحفظة ترفع من كفاءة عقود الدين؛ لقدرتها على توفير معلومات أكثر ملاءمة لأصحاب الديون، مما يؤدي إلى زيادة قدرة الشركات على الوصول إلى مصادر التمويل، كما أوضحت نتائج الدراسة أيضاً وجود علاقة ارتباط سلبية بين التحفظ المحاسبي وكمية النقدية التي يتم الاحتفاظ بها، وهو ما أكدت عليه دراسة (عفيفي 2016) والتي توصلت إلى أن السياسات المالية المتحفظة يمكن أن تحقق المرونة المالية للشركات إما عن طريق الاحتفاظ باحتياطيات نقدية جوهرية أو فائض في طاقة الاقتراض كحائط سد ضد القيود المالية المستقبلية المحتملة، حيث استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكل من التحفظ النقدي والتحفظ في الرفع المالي، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2005 إلى 2010.

وإستكمالاً لجهود الباحثين في هذا المجال، فقد استهدفت دراسة (Kang et al. 2017) اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وقدرة الشركة على النمو بالاعتماد على الديون الخارجية، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الأمريكية المدرجة بقاعدة بيانات Compustat العالمية خلال الفترة من 1987 إلى 2008، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج، لعل من أهمها وجود علاقة ارتباط موجبة بين التحفظ المحاسبي وقدرة الشركة على توفير التمويل بالاعتماد على الدين الخارجي لتحقيق النمو المستقبلي مما يشير إلى تعزيز مرونتها المالية. كما تضيف دراسة (Lin et al 2018) أن التحفظ المحاسبي يعزز من قيمة الموجودات النقدية، نظراً لدوره في التخفيف من مشكلات الوكالة ومواجهة الأزمات المالية، مما يدعم وجهة النظر الإيجابية حول التحفظ المحاسبي ودوره في تعزيز المرونة المالية للشركات، حيث استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي والاحتفاظ بالنقدية كأحد القرارات المالية المرتبطة بالمرونة المالية للشركات، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة ببورصة تايوان

لتداول الأوراق المالية خلال الفترة من 2006 إلى 2014. كما توصلت أيضاً دراسة (Ibrahim et al. 2019) إلى وجود علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي وتكلفة الدين، وهو ما يشير إلى أن الشركات التي لديها قدر أكبر من التحفظ المحاسبي تتمتع بقدر أعلى من كفاءة عقود الدين، مما يدعم وجهة النظر الإيجابية بشأن التحفظ المحاسبي ودوره في تعزيز المرونة المالية للشركات، حيث استهدفت الدراسة اختبار الدور الوسيط لهيكل الملكية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة الدين، من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الإفريقية خلال الفترة من 2007 – 2018.

هذا، وعلى خلاف ما سبق، ترى بعض الدراسات الأخرى أن التحفظ المحاسبي يخفض المرونة المالية للشركات، حيث يرى أنصار هذا الاتجاه أن التحفظ المحاسبي يعمل على تشويه المعلومات المحاسبية، كونه يؤدي إلى إحداث نوع من التخفيض المتراكم في قيمة الأصول بالميزانية، فضلاً عن التوقيت غير المتماثل في الاعتراف بالخسائر مقارنة بالأرباح، الأمر الذي يترتب عليه تضخم الرافعة المالية الدفترية للشركة بشكل منتظم مقارنة بالرافعة الاقتصادية الفعلية، مما قد يحد من قدرتها على الوصول لمصادر التمويل (Guay and Verrecchia 2006; Gigler et al. 2009; Roychowdhury 2010, Lee 2012, Biddle et al. 2012; Chan et al. 2009).

وفي هذا الصدد، استهدفت دراسة (Gigler et al. 2009) اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة عقود الدين كأحد العوامل المؤثرة في المرونة المالية للشركات، ومن خلال إجراء دراسة تحليلية توصلت الدراسة لعدد من النتائج لعل من أهمها أن التحفظ المحاسبي يؤثر سلباً على المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية ويزيد من احتمالية التنبيهات الخاطئة، مما يؤدي في النهاية لعدم كفاءة عقود الدين، وهو ما يشير إلى عدم قدرتها على توفير معلومات أكثر ملاءمة لأصحاب الديون، وبالتالي انخفاض المرونة المالية في ظل السياسات المالية المتحفظة. كما تضيف دراسة (Chan et al. 2009) أن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال لكونه يؤدي إلى انخفاض جودة المعلومات المحاسبية ومن ثم التأثير سلباً على المرونة المالية، حيث استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات البريطانية غير المالية خلال الفترة من 1987 إلى 1999.

أضف إلى ما سبق دراسة (Lee 2012) والتي استهدفت اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي والمرونة المالية للشركات في الوصول إلى رأس المال، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الأمريكية المدرجة ببورصة تداول الأوراق المالية الأمريكية خلال الفترة من 1971 إلى 2007، وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج، لعل من أهمها أن الشركات التي لديها قدر أكبر من التحفظ المحاسبي في إعداد تقاريرها المالية قد أظهرت مرونة مالية أقل في إدارة سيولتها النقدية إلى جانب حساسية استثماراتها لقيود التمويل، مما يشير إلى ضعف قدرتها على الوصول لرأس المال في المستقبل ومن ثم التأثير سلباً على إستثماراتها وقراراتها المالية، وهو ما يدعم وجهة النظر السلبية حول التحفظ المحاسبي وذلك فيما يتعلق بخفض المرونة المالية للشركات. كما توصلت أيضاً دراسة (Biddle et al. 2012) إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، وهو ما يشير إلى أنه كلما ارتفع مستوى التحفظ المحاسبي أدى ذلك إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، إذ ترى الدراسة أن التحفظ المحاسبي يزيد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات مما يحد من قدرة الشركات على الوصول لرأس المال ومن ثم انخفاض مرونتها المالية، حيث استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط وتكلفة رأس المال، وذلك من خلال إجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الأمريكية المدرجة ببورصة نيويورك وناسداك خلال الفترة من 1986 إلى 2008.

وتأسيساً على ما تقدم، يتضح للباحثة؛ أولاً: تباين الآراء ما بين مؤيد ومعارض لجدوى تطبيق التحفظ المحاسبي فيما يتعلق بتعزيز المرونة المالية للشركات، وأن العلاقة بين التحفظ المحاسبي والمرونة المالية لا تزال محل بحث ودراسة وجدل لم يحسم بعد. **ثانياً:** ندرة الدراسات التي إهتمت بدراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي والمرونة المالية في البيئة المصرية (في حدود ما اطلعت عليه الباحثة) الأمر الذي يتطلب مزيداً من الدراسة والبحث. **ثالثاً:** عدم اهتمام الدراسات السابقة (في حدود ما اطلعت عليه الباحثة) بتناول أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، ولذلك يمكن للباحثة صياغة الفروض التالية:

H₃: يؤثر التحفظ المحاسبي سلبياً ومعنوياً على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

H₄: يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

2. المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للبحث

مقدمة

تزايد الاهتمام في الأونة الأخيرة بظاهرة انهيار أسعار الأسهم وما يرتبط بها من مخاطر، وخاصة بعد الانهيارات التي لحقت بكبرى الشركات في مختلف أنحاء العالم في أعقاب الأزمة المالية العالمية الحادة عام 2008، وهو ما أثار الجدل بشأن جدوى تطبيق التحفظ المحاسبي وعلاقته بالمرونة المالية للشركات وتأثيرها على خطر انهيار أسعار الأسهم، ولذلك تهدف الباحثة من خلال هذا المبحث إلى دراسة وتحليل ماهية المتغيرات الأساسية لهذا البحث وهي؛ (1) التحفظ المحاسبي، (2) المرونة المالية، (3) خطر انهيار أسعار الأسهم - كتمهيد لاختبار العلاقات بين هذه المتغيرات - وذلك على النحو التالي:

2/1 ماهية التحفظ المحاسبي (المفهوم، الأنواع، التفسيرات، المقاييس)

على الرغم من القبول العام الذي يحظى به مصطلح التحفظ المحاسبي كأحد السمات المميزة للتقارير المالية للشركات، وما أحدثه من جدل ونقاش لتأثيره المباشر وغير المباشر على صدق وشفافية تلك التقارير، إلا أنه لا يوجد تعريف عام متفق عليه في الفقه المحاسبي لهذا المصطلح (الجارحي 2016، 2018، Guay and Verrecchia)، فقد عرفته دراسة (Basu 1997) بأنه تحري المحاسبين لدرجة أعلى من التحقق عند الاعتراف بالأخبار السارة كالأرباح المتوقعة مقارنة بالأخبار السيئة كالخسائر المحتملة، وعرفته دراسة (Watts 2003) بأنه اتباع مستوى من التحقق بالمكاسب أعلى من ذلك الذي يتم اتباعه في حالة الخسائر، فيما يعرف بالتوقيت غير المتماثل للاعتراف بالأرباح مقابل الخسائر.

كما عرفته دراسة (Lafond and Roychowdhury 2008) بأنه الاعتراف بالخسائر المتوقعة دون الأرباح المتوقعة والاعتراف بالقيم الدنيا للأصول. في حين أوضحت دراسة (شتيوي 2010) أن المقصود بالتحفظ المحاسبي هو تسجيل الخسائر قبل تحققها والاعتراف بها حتى ولو كان السند المؤيد لها أو الدال عليها متوسط أو ضعيف، في حين لا تسجل الأرباح قبل تحققها على الرغم من وجود السند القوي المؤيد لها. كما عرفته أيضاً دراسة (Noh et al. 2023) بأنه الاعتراف الفوري بالخسائر الاقتصادية والتأخير في الاعتراف بالمكاسب الاقتصادية، وتخلص الباحثة من التعريفات السابقة بأن مفهوم التحفظ المحاسبي يشير إلى تعجيل الاعتراف بالأعباء أو الخسائر المحتملة مع تأجيل الاعتراف بالإيرادات أو الأرباح المتوقعة لحين تحققها بالفعل.

وفى هذا الصدد، فرق الأدب المحاسبي بين نوعين للتحفظ المحاسبي هما؛ **التحفظ المحاسبي غير المشروط** ويسمى أيضاً بالتحفظ المسبق أو المستقل حيث لا يشترط الاعتماد على وقوع أحداث اقتصادية، وإنما يعتمد على قدرة الإدارة المسبقة في اختيار الطرق والسياسات المحاسبية التي تعمل على تخفيض الأرباح والقيمة الدفترية لصافي الأصول عن قيمتها السوقية على مدار العمر الإنتاجي لها، ومثال على ذلك أن يتم معالجة مصروفات البحوث والتطوير كمصروف إيرادي بتحميلها على الدخل وعدم معالجتها على أنها مصروفات رأسمالية، واختيار طرق الإهلاك المعجل لإهلاك الأصول الثابتة بدلاً من طريقة القسط الثابت (Beaver and Ryan 2005; Alkordi et al 2017; Marzuki and Abdul Wahab 2018). وهناك أيضاً **التحفظ المحاسبي المشروط** والذي يطلق عليه التحفظ اللاحق أو التابع، حيث يشترط وقوع أحداث اقتصادية سيئة أو غير مرغوب فيها لتخفيض القيمة الدفترية لصافي الأصول، ومثال على ذلك تقييم المخزون السلعي بالتكلفة أو السوق أيهما أقل، وهو ما يشير إلى تطبيق الطرق والسياسات المحاسبية التي تعترف بأثر الأخبار السيئة على الأرباح بصفة دورية (Beaver and Ryan 2005; Salehi et al. 2012; Marzuki and Abdul Wahab 2018; Kamarudin 2022).

هذا، وقد أوضحت العديد من الدراسات ومنها (حمدان 2011؛ الجارحي 2016؛ السنيدى 2021؛ Watts 2003; Lafond and Roychowdhury 2008; Zhang et al 2019; Kamarudin 2022) وجود أربعة تفسيرات أو مبررات للتحفظ المحاسبي هي؛ أولاً: **التفسير التعاقدى** حيث أنه وفقاً لنظرية الوكالة فإن عقود المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح مع الشركة - كعقود الدين وعقود المكافآت - يتم تأسيسها على أرقام الأرباح المحاسبية، مما يعطى دافعاً للمديرين نحو تضخيم الأرباح المحاسبية والقيم الدفترية للأصول، الأمر الذي يظهر أهمية التحفظ المحاسبي في تقييد هذه الدوافع ومن ثم توفير الحماية لحقوق المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح.

ثانياً: التفسير القضائي والذي يشير إلى أهمية التحفظ المحاسبى فى تخفيض تكاليف التقاضى المتوقعة، وذلك من خلال دوره فى الحد من الدعاوى القضائية التى يتم رفعها ضد إدارة الشركة من قبل المساهمين فى حالة المبالغة فى تقييم صافى الأصول والأرباح المحاسبية. **ثالثاً: التفسير الضريبي** وهو أحد التفسيرات الهامة التى تعطى دافعاً لتبنى سياسة التحفظ المحاسبى، حيث أن تعجيل الاعتراف بالخسائر وتأجيل الاعتراف بالأرباح يؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة، ومن ثم تخفيض قيمة الضريبة المستحقة وتجنب دفع ضرائب عن أرباح غير محققة. **وأخيراً: التفسير التنظيمي** وهو ما يشير إلى تعليمات ومتطلبات الإفصاح التى أقرتها هيئات الأوراق والأسواق المالية وأيضاً المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية والتى كان لها دور فى توجيه إدارات الشركات للميل نحو التحفظ المحاسبى.

وفيما يتعلق بمقاييس التحفظ المحاسبى، فقد أوضحت الدراسات المحاسبية وجود نماذج عديدة لقياس التحفظ المحاسبى بالتقارير المالية المنشورة، ومن أكثر هذه النماذج قبولاً واستخداماً فى التطبيق المحاسبى نموذج (Basu 1997): حيث تعتبر دراسة (Basu 1997) من أقدم الدراسات التى قدمت نموذجاً لقياس التحفظ المحاسبى المشروط، وقد استخدمت العديد من الدراسات هذا النموذج ومنها على سبيل المثال (Givoly et al. 2007; Ismail and Elbolok 2012; Watts and Zuo 2011)، وقد اعتمد هذا النموذج على فكرة الاستجابة غير المتماثلة للأرباح تجاه الأخبار أو الأحداث الاقتصادية، حيث أنه فى إطار التحفظ المحاسبى ستكون الأرباح أكثر حساسية وأسرع تأثيراً بالأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة، ولذلك فمن المتوقع أن تكون الأرباح أكثر ارتباطاً بتحركات أسعار الأسهم فى الفترات التى تتسم بالأخبار السيئة مقارنة بالفترات التى تتسم بالأخبار الجيدة، وتأسيساً على ذلك تم قياس التحفظ المحاسبى وفقاً لهذا النموذج من خلال صياغة علاقة انحدار بين الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم فى نهاية الفترة منسوبة إلى سعره فى بداية الفترة ($EPS_{i,t}/P_{i,t-1}$) كمتغير تابع، وعائد السهم فى نهاية الفترة ($R_{i,t}$) كمتغير مستقل، مع إعتبار أن العوائد الموجبة للأسهم مؤشر لقياس الأخبار الجيدة والعوائد السالبة للأسهم مؤشر لقياس الأخبار السيئة، وذلك وفقاً للنموذج التالى:

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 (D_{i,t} * R_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

تشير إلى الربح التشغيلي لسهم الشركة (i) في نهاية الفترة (t)، وهو يساوي صافي الربح قبل البنود غير العادية مقسوماً على عدد الأسهم العادية.	$EPS_{i,t}$
تشير إلى سعر السهم للشركة (i) في بداية الفترة (t - 1).	$P_{i,t-1}$
متغير وهمي يأخذ القيمة (1) إذا كان عائد السهم سالباً أو القيمة (صفر) بخلاف ذلك.	$D_{i,t}$
تشير إلى العائد السوقي لسهم الشركة (i) خلال الفترة (t) ويقاس من خلال الفرق بين السعر السوقي للسهم في نهاية الفترة وبدايتها ، حيث أن: $R_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t-1}$	$R_{i,t}$
حاصل ضرب المتغير الوهمي في عائد سهم الشركة.	$D_{i,t} * R_{i,t}$
تشير إلى معامل انحدار العوائد في ظل الأخبار الجيدة.	β_3
تشير إلى معامل انحدار العوائد في ظل الأخبار السيئة والذي كلما كان موجباً ومرتفعاً كانت الشركة متحفظة، والعكس صحيح.	β_4
تشير إلى خطأ التقدير العشوائي.	$\varepsilon_{i,t}$

وهناك أيضاً نموذج (Beaver and Ryan 2005): حيث قامت دراسة (Beaver and Ryan 2005) بتطوير نموذج لقياس التحفظ المحاسبي غير المشروط، وقد اعتمد هذا النموذج على المقارنة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية لحق الملكية Market – to – Book Ratio (MTB)، فإذا كانت القيمة السوقية لحق الملكية أعلى من القيمة الدفترية لها كان ذلك دليلاً على ممارسة التحفظ المحاسبي، بحيث تكون نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أكبر من الواحد الصحيح، وكلما اتجهت هذه النسبة نحو الارتفاع دل ذلك على زيادة درجة التحفظ المحاسبي، وبمعنى آخر يحدث التحفظ المحاسبي إذا كانت نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحق الملكية أقل من الواحد الصحيح، وقد استخدمت العديد من الدراسات هذا النموذج ومنها على سبيل المثال (Roychowdhury and Watts 2007; Beatty et al. 2008; Artiach and 2015 عرفة 2013)، وذلك نظراً لسهولة تطبيقه، كما أنه يعكس الأثر التراكمي للتحفظ المحاسبي من تاريخ تأسيس الشركة حتى تاريخ القياس، وأيضاً يربط عناصر المركز المالي بمتغيرات السوق (عرفة 2015).

أضف إلى ما سبق نموذج (Khan and Watts 2009): حيث اقترحت دراسة (Khan and Watts 2009) تعديل نموذج (Basu 1997) لقياس التحفظ المحاسبي وذلك بإضافة بعض خصائص الشركات إلى النموذج كضوابط لتطبيق التحفظ المحاسبي وهي؛ أولاً: **حجم الشركة** معبراً عنها بالوغار يتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية. ثانياً: **نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية** معبراً عنها بالنسبة بين القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية في تاريخ نشر القوائم المالية. ثالثاً: **الرافعة المالية** معبراً عنها بالنسبة بين إجمالي الديون والقيمة السوقية لحقوق الملكية. وذلك نظراً لتباين خصائص الشركات واختلاف مستوى التحفظ عبر الزمن، وقد عرف هذا النموذج بإسم نموذج C_Score واستخدمته العديد من الدراسات ومنها (الجارحي 2016؛ Kim 2013; Francis et al. 2013; Chan and Hus 2016 and Zhang 2016)، حيث يتم تعديل نموذج (Basu 1997) وذلك بالتعويض عن β_3 في النموذج الأصلي - والتي تمثل معامل انحدار مجمع عوائد السهم والذي يعبر عن معدل استجابة سعر السهم للأخبار الجيدة - بالمؤشر G_Score ، والتعويض عن β_4 - والتي تمثل معامل الانحدار للعلاقة بين العوائد السالبة للسهم وربحيته والذي يعبر عن معدل الاستجابة الإضافية لسعر السهم للأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة - بالمؤشر C_Score وذلك على النحو التالي:

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 (D_{i,t} * R_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots (1)$$

$$G_Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 Lev_{i,t} \dots (2)$$

$$C_Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 Lev_{i,t} \dots (3)$$

$$EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 D_i + R_i (\mu_1 + \mu_2 Size_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 Lev_{i,t}) + D_{i,t} * R_{i,t} (\lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 Lev_{i,t}) + (\delta_1 Size_{i,t} + \delta_2 M/B_{i,t} + \delta_3 Lev_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} Size_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} M/B_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots (4)$$

حيث أن:

Size _{i,t}	تشير إلى حجم الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
M/B _{i,t}	تشير إلى نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للشركة (i) في نهاية الفترة (t).
Lev _{i,t}	تشير إلى نسبة الرفع المالي للشركة (i) في نهاية الفترة (t).

ويلاحظ أن معادلة الانحدار رقم (4) قد تضمنت شرط إضافي وهو التفاعل بين عوائد الشركة وخصائصها وقد أخذ هذا الشرط الصيغة $\delta_1 \text{Size}_{i,t} + \delta_2 M/B_{i,t} + \delta_3 \text{Lev}_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} M/B_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} \text{Lev}_{i,t}$. وهناك أيضاً العديد من النماذج الأخرى التي اقترحتها العديد من الدراسات، ومنها (Givoly and Hayn 2000; Penman and Zhang 2002; Ball and Shivakumar 2006; Easton and Pae 2004) والتي شاع استخدامها في التطبيق المحاسبي.

وفي هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى تباين الآراء ما بين مؤيد ومعارض لجدوى تطبيق التحفظ المحاسبي وذلك فيما يتعلق بالتأثير على المرونة المالية للشركات، حيث يرى البعض أن التحفظ المحاسبي يعمل على زيادة المرونة المالية، وذلك نظراً لدوره في زيادة كفاءة التعاقدات المالية والتخفيف من مشاكل الوكالة ومن ثم زيادة قدرة الشركات على الوصول إلى مصادر التمويل (عفيفي 2016؛ عرفة 2015؛ Ball and Shivakumar 2006; Ball et al 2008; Lafond and Roychowdhury 2008; Kang et al. 2017; Lin et al. 2018)، في حين يرى البعض الآخر أن التحفظ المحاسبي يخفض المرونة المالية للشركات، حيث يرى أنصار هذا الاتجاه أنه يعمل على تشويه المعلومات المحاسبية، كونه يؤدي إلى إحداث نوع من التخفيض المتراكم في قيمة الأصول بالميزانيه، فضلاً عن التوقيت غير المتماثل في الاعتراف بالخسائر مقارنة بالأرباح، الأمر الذي يترتب عليه تضخم الرافعة المالية الدفترية للشركة بشكل منتظم مقارنة بالرافعة الاقتصادية الفعلية، مما قد يحد من قدرتها على الوصول لمصادر التمويل (Watts 2003; Guay and Verrecchia 2006; Gigler et al. 2009; Roychowdhury 2010; Lee 2012, Biddle et al. 2012)، وتمهيداً لتناول هذه العلاقة فإن الأمر يستلزم – من وجهة نظر الباحثة – دراسة وتحليل ماهية المرونة المالية للشركات، وهو ما سوف تتناوله الباحثة في النقطة البحثية التالية.

2/2 ماهية المرونة المالية (المفهوم، الأهمية، المصادر، المقاييس)

تعد المرونة المالية من المفاهيم الحديثة نسبياً في علم الإدارة المالية، والتي حظيت باهتمام كبير في الآونة الأخيرة، وفيما يتعلق بمفهوم المرونة المالية؛ ترى دراسة (محمد 2020) أنها تشير إلى مدى قدرة الشركة على تعبئة الموارد المالية استجابة للمتطلبات المستقبلية. كما أوضحت دراسة (Denis 2011) أنها تمثل قدرة الشركة على الوصول إلى الموارد المالية بتكلفة منخفضة وذلك للاستجابة في الوقت المناسب للتغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية أو الفرص الاستثمارية. في حين ترى دراسة (Marchica and Mura 2010) أن الشركة المرنة ماليًا هي تلك الشركة التي يكون لديها سيولة كافية لمواجهة صدمات التدفق النقدي ولديها القدرة على الوصول بسهولة للأموال الخارجية لاغتنام الفرص الاستثمارية المتاحة. وأيضاً عرفت دراسة (Ayadin et al. 2010) بأنها قدرة الشركة على توفير النقدية بعد فترة وجيزة من توفر المعلومات بشأن الاحتياجات المالية غير المتوقعة والفرص الجديدة للاستثمار. وأخيراً عرفت دراسة (Bahadori et al. 2015) بأنها قدرة الشركة على توفير التمويل من أجل الاستجابة بشكل مناسب لأحداث غير متوقعة وذلك لتعظيم قيمة الشركة. وتخلص الباحثة من التعريفات السابقة بأن مفهوم المرونة المالية يشير إلى القدرة على تحمل الضغوط المالية وتوفير الأموال اللازمة وبأقل تكلفة ممكنة، وذلك حال وقوع أحداث غير متوقعة أو ظهور فرص استثمارية جديدة.

وفي هذا الصدد، تجدر الإشارة إلى أهمية المرونة المالية بوصفها واحدة من أهم محددات عملية تصميم هيكل رأس المال للشركات وفقاً للمزيج الأمثل عند المفاضلة بين أدوات الدين والملكية، والتي تعد من القرارات المالية المعقدة والحساسة، وذلك نظراً لارتباطها الوثيق بقيمة الشركة من جهة، وقدرة إدارة الشركة من جهة أخرى على توفير احتياجاتها من التمويل بما يتناسب مع حجم الفرص الاستثمارية الحالية والمستقبلية، حيث تعد المرونة المالية من موجهات إدارة الشركة نحو خياراتها لسياسات الرفع المالي والترتيبات المتعلقة بتمويل المديونية (الحيطي والتميمي 2017)، إذ ترى دراسات (الحيطي والتميمي 2017؛ Marchica and Mura 2010; Hess and Immenkotter 2012) أن أغلب الشركات قد تميل نحو اعتماد سياسة رفع مالي منخفض في ظل فرص نمو محدودة لغرض الحفاظ على مرونتها المالية في المستقبل، وذلك لضمان إستدامة تدفق الأموال والاستعداد للاحتياجات المالية المتوقعة وغير المتوقعة لفرص النمو في الأجل الطويل، وذلك لأن الشركات المرنة ماليًا تكون قادرة على دخول أسواق رأس المال لتوفير احتياجاتها المالية في الوقت المناسب وبما يتناسب مع حجم الفرص الاستثمارية المتاحة مما يعزز من قيمتها السوقية على المدى الطويل، في حين أن الشركات غير المرنة ماليًا وهي تلك الشركات التي تتبنى سياسات رفع مالي متزايد، فإنها تعاني من عدم قدرتها على دخول أسواق

رأس المال لتمويل وتعقب الفرص الاستثمارية الجديدة أو تعزيز القائمة منها، إلى جانب ضعف قدرتها على تجنب الوقوع في ضائقة مالية حال حدوث صدمات غير مرغوب بها.

هذا، وقد أوضحت دراسة (Wara 2015) وجود عدة مصادر للمرونة المالية والتي تتنوع ما بين؛ أولاً: مصادر داخلية للمرونة المالية والتي تتضمن الاحتياطات النقدية التي تحتفظ بها الشركة، غير أن دراسة (De Anglo et al. 2011) قد أوضحت أن الاحتفاظ بالأرصدة النقدية العالية يزيد من تكاليف الوكالة المتوقعة، أضف إلى ذلك التدفقات النقدية الناتجة عن الأنشطة التشغيلية، وأيضاً بيع الأصول التي تحقق سيولة نقدية عند الحاجة. ثانياً: مصادر خارجية للمرونة المالية والتي تتمثل في التمويل بالدين وهو المصدر الرئيس للمرونة المالية والذي يعد سلاحاً ذا حدين، فمن ناحية يعد فرصة جيدة لاغتنام الفرص الاستثمارية وتعظيم الأرباح، فضلاً عن ميزة تحقيق الوفر الضريبي باستخدام الديون إذ أن الفوائد تخصم من الأرباح الخاضعة للضريبة مما يخفض من تكلفة التمويل، إلا أنه من ناحية أخرى فإن زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة مع ضعف كفاءة استخدامها يؤدي إلى ضعف قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية تكفي لإستمرار دورتها التشغيلية، فضلاً عن ضعف القدرة على السداد في مواعيد الاستحقاق وتعرض الشركة لمخاطر تقلب العوائد نتيجة الفوائد الإضافية التي تتحملها، الأمر الذي يزيد من مخاطر تعثر الشركة عن مواصلة نشاطها وتصفيته.

وفي هذا الصدد، ترى الباحثة أن الحفاظ على المرونة المالية لأي شركة يستلزم ضرورة تبني إستراتيجية لرأس المال تعتمد بشكل أساسي على التمويل الداخلي في ظل وجود آليات رقابية فعالة لإدارة ورقابة مصادر المرونة الداخلية والعمل على توجيهها لتمويل الفرص الاستثمارية المربحة، الأمر الذي يعزز من قدرة الشركة على تمويل الاستثمارات المرتقبة ويجنبها مخاطر التعرض لأزمات مالية، ومن جهة أخرى يزيد من قدرتها على الحصول على التمويل الخارجي بأسرع وقت وبأقل تكلفة حال ظهور فرص استثمارية غير متوقعة أو تعرضها لصدمات تدفق نقدي سلبية غير مرغوب بها.

وفيما يتعلق بمقاييس المرونة المالية فقد أوضحت العديد من الدراسات وجود العديد من المؤشرات لقياس المرونة المالية ومنها؛ أولاً: الرافعة المالية الحالية (Current Financial Leverage): والتي تشير إلى استخدام أموال الغير في زيادة أرباح التشغيل والتي يمكن قياسها بالاعتماد على العديد من النسب ومنها نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول، بإعتبار أن الديون طويلة الأجل هي الأكثر تأثيراً في المركز الائتماني للشركة حال تراكمها أو عندما تواجه الشركة صعوبات في خدمة الدين أو فوائده مما ينعكس على مرونتها المالية (النجار 2013،

الحنيطى والتميمي 2017). **ثانياً: احتياطي الرافعة المالية (Spare Financial Leverage):** وهو يمثل ذلك المستوى من الديون طويلة الأجل نسبة إلى الأصول، الذي يعزز قدرة الشركة على الاقتراض من الغير دون أن يؤثر سلباً على مركزها الائتماني، ويقاس على أساس الفرق بين الرافعة المالية الحالية للشركة والرافعة المالية المتوقعة لها وهي عبارة عن متوسط الرافعة المالية للفترة قيد الدراسة والتحليل، حيث إذا كان الفرق موجباً فإنه يشير إلى أن الشركة لا تتمتع بالمرونة المالية، في حين إذا كان الفرق سالباً كان ذلك مؤشراً على المرونة المالية للشركة وأنها تمتلك إحتياطي يمكنها من الاقتراض (الحنيطى والتميمي 2017؛ Altameemi 2021). **ثالثاً: مستوى ضمان الدين (Asset Coverage Ratio):** وهو يمثل نسبة أصول الشركة (الأصول الثابتة + رأس المال العامل) إلى إجمالي الديون، مما يعكس مدى قدرة أصول الشركة على تغطية ديونها ويعد مؤشراً لمدى جودة ومستوى ضمان الدين وبالتالي مؤشراً للمرونة المالية للشركة وذلك في ضوء المعيار المقبول لهذه النسبة وهو 2 مرة (ابراهيم وناجي 2015). **رابعاً: سعة خدمة الدين (Debt Serving Capacity):** والتي تشير إلى مدى قدرة الإيرادات الناتجة عن النشاط التشغيلي الفعلي للشركة على خدمة الدين وفوائده وبالتالي تعزيز مرونتها المالية، حيث كلما ارتفعت نسبة تغطية أصل الدين وفوائده دل ذلك على زيادة سعة الشركة في خدمة ديونها، مما يمكنها من اقتراض مزيد من الأموال دون أن يتعرض تصنيفها الائتماني للانخفاض، ويمكن قياس سعة خدمة الدين بالعديد من النسب ومنها نسبة الربح قبل الفوائد والضرائب إلى مبلغ الفائدة السنوية المعلن عنه في قائمة الدخل، أو نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الديون طويلة الأجل (Kolker 2013; Handoo and Sharma 2014).

كما اعتمدت بعض الدراسات في قياس المرونة المالية على الجمع بين أكثر من مقياس، ومنها دراسة (Zhang et al. 2020) التي اعتمدت في قياس المرونة المالية على كل من؛ (1) **المرونة النقدية Cash Flexibility** والتي تعكس مدى قدرة المنشأة على استدعاء أموالها الداخلية ممثلة في الأرصدة النقدية المحتقظة بها وذلك لتمويل إحتياجاتها المالية، (2) **مرونة الإلتزامات/ الدين Liabilities/Debt Flexibility** والتي تعكس مدى قدرة الشركة على الحصول على أموال خارجية لتمويل إحتياجاتها المالية، ويمكن وفقاً لتلك الدراسات اعتبار أن المنشأة تتصف بالمرونة المالية في حالة زيادة مستوى الاحتفاظ بالنقدية لديها مقارنة بالشركات المماثلة أو انخفاض نسبة الإلتزامات للأصول لديها مقارنة بالشركات المماثلة في نفس الصناعة، وذلك وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{المرونة المالية (cwr)} = \text{المرونة النقدية (cfr)} + \text{مرونة الإلتزامات (lfr)}$$

ويتم احتساب المرونة النقدية على أساس الفرق بين نسبة الأرصدة النقدية المحتفظ بها ممثلة في نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول وذلك على مستوى الشركة مقارنة بمتوسط تلك النسبة على مستوى الصناعة، واحتساب مرونة الإلتزامات/ التمويل بالدين على أساس الفرق بين نسبة الدين ممثلة في نسبة الإلتزامات إلى إجمالي الأصول وذلك على مستوى الشركة مقارنة بمتوسط نسبة الدين على مستوى الصناعة.

هذا، وإن كانت الآراء قد تباينت فيما يتعلق بأثر التحفظ المحاسبي على المرونة المالية، فيتضح مما سبق مدى أهمية المرونة المالية للشركات في تعزيز قدرتها على توفير الأموال اللازمة لمواجهة الضغوط المالية غير المتوقعة واغتنام المزيد من الفرص الاستثمارية، مما يثير التساؤل عن تأثيرها على خطر انهيار أسعار الأسهم خاصة وقد تباينت الآراء فيما يتعلق بهذا التأثير، وتمهيداً لتناول العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم فإن الأمر يستلزم – من وجهة نظر الباحثة – دراسة وتحليل ماهية خطر انهيار أسعار الأسهم وهو ما سوف تتناوله الباحثة في النقطة البحثية التالية.

3/2 ماهية خطر انهيار أسعار الأسهم (المفهوم، الأسباب، المقاييس)

قدمت العديد من الدراسات المحاسبية العديد من التعريفات لخطر انهيار أسعار الأسهم؛ ومنها دراسة (Zhu 2016) التي عرفته بأنه الهبوط أو الانخفاض الكبير والمفاجئ في أسعار الأسهم. كما عرفته دراسة (Kim and Zhang 2016) بأنه ذلك الخطر المرتبط بالانحراف أو الإلتواء السالب في توزيع عوائد الأسهم بشكل متكرر خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، مما يزيد من احتمالية حدوث انخفاض حاد ومفاجئ في أسعارها. في حين عرفته دراسة (Dang et al. 2018) بأنه التدهور الشديد في القيمة السوقية للأسهم مما يؤدي إلى الانخفاض الحاد في قيمة الشركة ومن ثم الانخفاض في ثروة المساهمين. كما عرفته أيضاً دراسة (Su et al. 2022) بأنه انخفاض كبير ومفاجئ في أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة.

وفي هذا الصدد، ترى الباحثة أنه على الرغم من تعدد التعريفات السابقة لخطر انهيار أسعار الأسهم، إلا أن مضمون هذه التعريفات جاء متقارباً في المعنى بشكل كبير، وهو الانخفاض والتدهور الشديد في أسعار الأسهم، ومن ثم يمكن للباحثة تعريف خطر انهيار أسعار الأسهم بأنه الخسارة المحتمل حدوثها نتيجة الانخفاض الحاد والمفاجئ في أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة، مما يؤثر سلباً على قيمتها السوقية ويلحق الضرر بالمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح.

وفيما يتعلق بأسباب وتفسيرات انهيار أسعار أسهم الشركات فقد أوضحت العديد من الدراسات المحاسبية وجود العديد من الأسباب والتفسيرات ومنها؛ أولاً: **حجب الأخبار السيئة Bad News Hoarding** حيث يميل بعض المديرين إلى حجب الأخبار السيئة وعدم الإفصاح عنها وذلك لتحقيق أغراض خاصة ومنها - على سبيل المثال لا الحصر - محاولة إخفاء أدائهم الوظيفي السيئ أو زيادة المكافآت والتعويضات التي يحصلون عليها ومن ثم تعظيم ثرواتهم الشخصية على حساب المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح، إلا أن عملية إخفاء مثل هذه الأخبار لا تستمر طويلاً؛ إذ لا مفر من حتمية الوصول إلى نقطة التحول Ping Point وهي تلك النقطة التي لا تستطيع الإدارة عندها إخفاء تلك الأخبار السيئة، وذلك نظراً لارتفاع تكلفة عملية الإخفاء مقارنة بالمنافع المتوقعة منها، الأمر الذي يترتب عليه الإفصاح عن تلك الأخبار السيئة المتراكمة دفعة واحدة مما يتسبب في انهيار أسعار الأسهم (Callen and Fang 2015; Habib et al 2018; Fu and Zang 2019). ثانياً: **عدم تجانس معتقدات المستثمرين heterogeneity in investors' beliefs** حيث أوضحت العديد من الدراسات، ومنها (Hong 2019; and Stein 2003; Habib et al 2018) أن للاختلافات في آراء ومعتقدات المستثمرين تأثيراً على خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك بافتراض وجود ثلاث فئات من المستثمرين في سوق الأوراق المالية، وهم فئة المستثمرين المتفائلين وفئة المستثمرين المتشائمين وأخيراً فئة المستثمرين المرجحين للسوق وهم من يتصفون بالعقلانية وتجنب المخاطر، وتعتمد كل فئة في تقييم أسعار أسهم الشركات على ما يتوافر لديها من معلومات ومعتقدات خاصة، مما يؤثر على تحريك أسعار الأسهم في ظل غياب أو نقص المعلومات الأساسية وتمكن المستثمرون المتشائمون من فرض السيطرة على تداول الأسهم بما لديهم من معلومات سلبية، مما قد يؤدي إلى حدوث إنحراف سلبي في عوائد الأسهم وانهيار أسعارها. ثالثاً: **إعاقة تدفق المعلومات Information Blockage** حيث أن الاتجاه التصاعدي لأسعار أسهم بعض الشركات قد يدفع المستثمرين المتفائلين إلى الإقبال على شراء هذه الأسهم، في حين قد يدفع هذا الإقبال المستثمرين المتشائمين إلى تأجيل أو تأخير أو قد يصل الأمر إلى الإحجام عن المشاركة في عملية التداول على هذه الأسهم إلى أن ينخفض سعرها، وذلك نظراً للشكوك التي قد تحيط بهم والإشارات غير الحقيقية التي قد تصل إليهم، مما يتسبب في حدوث إعاقة في قنوات تدفق المعلومات بسوق الأوراق المالية، الأمر الذي قد يؤدي إلى حدوث إلتواء سالب في عوائد الأسهم مما يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم (Cao et al. 2002; Zhu 2016). رابعاً: **مخاطر التخلف عن السداد The Default Risk** حيث أن فشل الشركة في الوفاء بالتزاماتها المالية قد يسهم في انهيار أسعار أسهمها، وذلك نظراً لأن الشركات التي يرتفع بها خطر التخلف عن السداد تكون أكثر عرضه للإفصاح بشكل مفاجئ عن وضعها المالي السيئ (أخبار سلبية) مما يؤثر سلباً على أسعار أسهمها ويعرضها لخطر الانهيار الحاد

والمفاجئ (Zhu 2016; Habib et al. 2018). **خامساً: طبيعة نشاط الشركة Nature of The Firm's Operations** حيث قد تتسبب طبيعة عمليات الشركة في زيادة خطر انهيار أسهمها (Habib et al. 2018)، ومثال على ذلك ما تعرضت له شركات النفط خلال أزمة جائحة فيروس كورونا المستجد Covid-19، حيث تعرضت أسعار النفط لهبوط حاد نتيجة انخفاض الطلب عليه بسبب تداعيات الجائحة، وكذلك الأمر بالنسبة لشركات السياحة حيث كان قطاع السياحة من أكثر القطاعات تضرراً بسبب تلك الجائحة نتيجة سياسات الإغلاق والحظر التي اتخذتها الدول لمواجهة تفشي الفيروس (Obayelu et al. 2021).

أما عن **مقاييس خطر انهيار أسعار الأسهم** فقد قدم الأدب المحاسبي العديد من الطرق لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، ومن أكثر هذه المقاييس قبولاً واستخداماً في التطبيق المحاسبي:

أولاً: مقياس الانخفاض الحاد في العوائد الأسبوعية للسهم خلال العام (The Standard deviation of firm-Specific Weekly Returns) ووفقاً لهذا المقياس يتم قياس خطر انهيار أسعار أسهم الشركة بدلالة الانحراف المعياري لعوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام، حيث يتم تحديد أسابيع انهيار الأسهم في سنة مالية معينة لشركة معينة، على أنها تلك الأسابيع التي تشهد خلالها الشركة عوائد أسبوعية غير عادية أقل من متوسط العوائد الأسبوعية غير العادية على مدار العام، وبمعنى آخر هي تلك الأسابيع التي تشهد خلالها الشركة عوائد أسبوعية غير عادية بانحراف معياري على الأقل 3,09 مقارنة بالانحراف المعياري لمتوسط العوائد الأسبوعية غير العادية على مدار العام، وفي هذه الحالة يأخذ خطر انهيار أسعار الأسهم بهذه الأسابيع القيمة (1)، وبخلاف ذلك يأخذ القيمة (صفر)، حيث تشير قيمة الانحراف المعياري 3,09 إلى احتمال بنسبة 1% لوقوع حدث غير طبيعي كالانخفاض الحاد للعوائد الأسبوعية للسهم خلال الفترة المالية المحددة وذلك وفقاً للتوزيع الطبيعي، وهو ما يشير إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار أسهم الشركة في المستقبل (Xu et al. 2013; Habib et al. 2018; Li et al. 2017; Park and Jung 2017).

ثانياً: مقياس معامل الالتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (The Negative Coefficient Of Skewness (NCSKEW)) والذي تم اقتراحه لأول مرة من قبل دراسة (Chen et al. 2001)، ويعتبر هذا المقياس هو الأكثر استخداماً في الدراسات السابقة، ويعتمد على تحديد معامل الالتواء (Skewness) السالب للعوائد الأسبوعية للأسهم خلال العام المالي محل الدراسة، والذي يمثل عدم التماثل في توزيع هذه العوائد، إذ تشير القيم السالبة في الالتواء إلى أن البيانات تلتوى في اتجاه اليسار والعكس صحيح، ويتم حساب قيمة هذا المقياس عن طريق أخذ المقدار السالب للجزء الثالث The Third Moment للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة في كل فترة، ثم تحويلها إلى التوزيع الطبيعي عن طريق أخذ الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية مرفوعاً إلى القوة الثالثة

(Kim et al. 2016; Zhang et al. 2017; Yeung and Lento 2018; Habib et al. 2018) وذلك وفقاً للمعادلة التالية:

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

حيث أن:

NCSKEW _{j, t}	تشير إلى معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال السنة (t)
n	تشير إلى عدد المشاهدات خلال الفترة والتي تمثل أسابيع تحقق العوائد للشركة (i) خلال السنة (t)، وغالباً ما تكون 52 أسبوعاً بصفة دائمة عند تقدير مخاطر الانهيار على أساس سنوي (Chen et al. 2001)
W _{it}	تشير إلى العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).

هذا، ويشير ارتفاع الإلتواء السالب في توزيع العوائد إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار أسهم الشركة، أي أنه كلما زادت قيمة معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال السنة (t) زاد احتمال تعرض سعر أسهم الشركة لخطر الانهيار المستقبلي، والعكس صحيح. مع ملاحظة أنه يتم تقدير العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال السنة (t) وذلك تماشياً مع دراسة (Chen et al. 2001; Hutton et al 2009; Hu and Wang 2018; Habib et al. 2018) وفقاً للمعادلة التالية:

$$W_{it} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$$

حيث أن:

W _{it}	تشير إلى العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال الأسبوع (t).
Ln	تشير إلى اللوغاريتم الطبيعي لواحد مضافاً إليه العائد المتبقى من نموذج انحدار السوق الموسع Expanded Market Model.
ε _{i,t}	خطأ التقدير العشوائي (البواقي) للشركة (i) خلال الأسبوع (t) الناتج من معادلة الانحدار للنموذج الموسع للسوق لتقدير العوائد الأسبوعية (أو اليومية) على أسهم الشركات Expanded Market Model وذلك على النحو التالي: $R_{it} = \alpha_i + \beta_1 R_{mt-2} + \beta_2 R_{mt-1} + \beta_3 R_{mt} + \beta_4 R_{mt+1} + \beta_5 R_{mt+2} + \varepsilon_{i,t}$ <u>حيث أن</u> R_{it} عائد سهم الشركة (i) في الأسبوع (t)، ويتم حسابه على أساس لوغاريتم الفرق بين سعر السهم خلال الأسبوع الحالي والأسبوع السابق.

α_i	ثابت الانحدار للشركة (i) ويعكس الجزء الثابت من العائد المحقق والخاص بالشركة بغض النظر عن العلاقة بين عائد السوق (R_m) وعائد الشركة (R_i)، أى الذى يحققه المستثمر من الاستثمار عديم المخاطرة.
R_{mt}	متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع (t)
R_{mt-1}	متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع السابق (t-1)
R_{mt-2}	متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع قبل السابق (t-2)
R_{mt+1}	متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع التالى (t+1)
R_{mt+2}	متوسط عائد مؤشر السوق خلال الأسبوع بعد التالى (t+2)
$\varepsilon_{i,t}$	الخطأ العشوائى وهو يمثل العائد على سهم الشركة (i) فى الأسبوع (t) والذى يتغير بشكل عشوائى نتيجة لعوامل أخرى غير عوائد مؤشر السوق.

ثالثاً: مقياس تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (the down-to-up volatility measure) المعروف اختصاراً بـ " Duvol " ويعتمد هذا المقياس على حساب تقلبات العوائد الأسبوعية للأسهم من أسفل إلى أعلى، وذلك من خلال تقسيم العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال الفترة الزمنية محل القياس إلى مجموعتين؛ الأولى: المجموعة المنخفضة (Down - Weeks) والتي تتضمن المشاهدات التى انخفضت عن متوسط العائد المحسوب عن الفترة محل القياس، أما الثانية: فهى المجموعة المرتفعة (Up - Weeks) والتي تتضمن المشاهدات التى ارتفعت عن متوسط العائد المحسوب عن الفترة محل القياس، ثم يتم حساب الانحراف المعياري لكل مجموعة على حدة، وتكون قيمة مقياس تقلب العوائد من أسفل إلى أعلى هى اللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المنخفضة إلى الانحراف المعياري لمجموعة المشاهدات المرتفعة، وتشير القيم المرتفعة لهذا المقياس إلى زيادة الإلتواء السالب فى توزيع العوائد، ومن ثم ارتفاع احتمال حدوث انهيار لسعر السهم (Yu and Mai 2020; Yeung and Lento 2018) وذلك من خلال النموذج التالى:

$$Duvol_{i,t} = \text{Log} \{ [(n_u - 1) \sum_{\text{Down}} W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) \sum_{\text{Up}} W_{i,t}^2] \}$$

حيث أن:

Duvol _{i,t}	تشير إلى مقياس التقلب فى العوائد من أسفل إلى أعلى للتعبير عن خطر انهيار أسعار أسهم الشركة (i) خلال السنة (t)
n_u	تشير إلى عدد مشاهدات المجموعة المنخفضة خلال الفترة محل القياس.
n_d	تشير إلى عدد مشاهدات المجموعة المرتفعة خلال الفترة محل القياس.

وتأسيساً على ما سبق، يتضح للباحثة أن هناك كثيراً من الجدل بشأن التحفظ المحاسبي، حيث يرى البعض أنه يؤدي إلى تشويه المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية، ومن ثم التأثير السلبي على قرارات مستخدمي تلك التقارير، ومرجعهم في ذلك أن التحفظ المحاسبي يتعارض مع بعض الخصائص الأساسية لجودة المعلومات المحاسبية مثل الحيادية وصدق التمثيل، ويزيد من مشكلة عدم تماثل المعلومات ومن زيادة احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، في حين يرى البعض الآخر أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية من شأنه الحد من تخزين الأخبار السيئة ومن ثم تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم، ومن جهة أخرى اختلفت الآراء أيضاً فيما يتعلق بتأثير التحفظ المحاسبي على المرونة المالية للشركات، حيث يرى البعض أن التحفظ المحاسبي يعمل على زيادة المرونة المالية، في حين يرى البعض الآخر أن التحفظ المحاسبي يخفض المرونة المالية للشركات، أضاف إلى ما سبق تباين الآراء فيما يتعلق بالعلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، فمن جهة تلعب المرونة المالية دوراً كبيراً في تعزيز قدرة الشركات على توفير الأموال اللازمة لمواجهة الضغوط المالية غير المتوقعة واغتنام المزيد من الفرص الاستثمارية مما يسهم في الحد أو التخفيف من خطر انهيار أسعار الأسهم، ومن جهة أخرى قد تزيد تلك المرونة من السلوك الانتهازي للإدارة فيتم استغلالها لتحقيق منفعتهم الخاصة على حساب المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح مما قد يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، الأمر الذي يثير التساؤل عن أثر إدخال التحفظ المحاسبي كمتغير معدل (محفز) في العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما سوف تقوم الباحثة باختباره في المبحث التالي من هذا البحث.

3. المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية

تستهدف الباحثة من خلال هذا المبحث قياس أثر التحفظ المحاسبى على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، ولذلك يختص هذا المبحث بتحديد إجراءات الدراسة التطبيقية والتي تتضمن تحديد مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية، أسلوب ومصادر الحصول على البيانات، قياس متغيرات الدراسة، صياغة النماذج الإحصائية اللازمة لاختبار فروض الدراسة، اختبار الفروض وتحليل ومناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.

1/3 مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

تمثل مجتمع الدراسة فى الشركات المقيدة ببورصة تداول الأوراق المالية المصرية، وتمثلت عينة الدراسة فى (145) شركة موزعة على عدد من القطاعات الاقتصادية المختلفة وذلك خلال الفترة المالية من عام 2008م إلى عام 2021م وقد تم إختيار هذه العينة بشكل حسمى وفقاً لتوافر الشروط التالية:

- أن تكون شركات العينة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة مع استبعاد المؤسسات المالية والتي تشمل شركات التأمين والبنوك وشركات تقديم الخدمات المالية، وذلك لإختلاف طبيعة عملها، بالإضافة إلى اختلاف المتطلبات القانونية والتنظيمية التى تخضع لها.
 - توافر التقارير المالية لشركات العينة خلال فترة الدراسة.
 - نشر التقارير المالية لعينة الدراسة بالجنيه المصرى.
- هذا، ويوضح الجدول رقم (1/3) التالى عدد الشركات التى تمثل عينة الدراسة والقطاعات التى تنتمى إليها ونسبة كل قطاع فى عينة الدراسة.

جدول رقم (1/3) الشركات التى تمثل عينة الدراسة والقطاعات التى تنتمى إليها

م	القطاع	عدد الشركات	النسبة المئوية	عدد المشاهدات	النسبة المئوية
1	السلع غير الأساسية	27	%18,6	133	%14,52
2	السلع الأساسية	28	%19,3	149	%16,27
3	الرعاية الصحية	15	%10,3	77	%8,40
4	التصنيع	21	%14,5	168	%18,34
5	الموارد الأساسية	30	%20,7	220	%24,02
6	العقارات	24	%16,6	169	%18,45
	الإجمالى	145	%100	916	%100

2/3 أسلوب ومصادر الحصول على البيانات

اعتمدت الباحثة في جمع البيانات الخاصة بالدراسة التطبيقية على القوائم المالية لشركات العينة والأيضاحات المتممة لها المنشورة على مواقعها الإلكترونية خلال فترة الدراسة، بالإضافة إلى موقع شركة مصر لنشر المعلومات (www.egidegypt.com) للحصول على القوائم المالية السنوية الكاملة لشركات العينة، وكذلك بعض المواقع الإلكترونية الأخرى ذات الصلة، مثل موقع معلومات مباشر (www.mubasher.info/countries/eg).

3/3 فروض الدراسة التطبيقية

في ضوء طبيعة المشكلة وأهداف البحث، تم صياغة الفروض التالية:

- H₁:** يؤثر التحفظ المحاسبي سلبياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- H₂:** تؤثر المرونة المالية إيجابياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- H₃:** يؤثر التحفظ المحاسبي سلبياً ومعنوياً على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.
- H₄:** يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

4/3 توصيف وقياس متغيرات الدراسة التطبيقية

إستناداً إلى ما تم عرضه من خلال مشكلة البحث، وأهدافه، وفروضه، يمكن تحديد وتوصيف متغيرات الدراسة وكيفية قياسها على النحو التالي:

1/4/3 التحفظ المحاسبي

تم الاعتماد في قياس التحفظ المحاسبي على نموذجين هما؛ أولاً: نموذج (Basu 1997) وذلك قياساً على العديد من الدراسات السابقة، ومنها على سبيل المثال (Givoly et al. 2007; Watts 2009) المعروف بنموذج (C_Score) وذلك قياساً على العديد من الدراسات السابقة، ومنها (الجارحي 2016؛ Kim and Zhang 2013; Francis et al. 2013; Chan and Hus 2013). (2016).

2/4/3 المرونة المالية

تم قياس هذا المتغير بالاعتماد على المقياس الذى قدمته دراسة (Zhang et al. 2020) والتي اعتمدت فى قياس المرونة المالية على المعادلة التالية:

$$\text{المرونة المالية} = \text{المرونة النقدية (cfrx)} + \text{مرونة الإلتزامات/الدين (lfrx)}$$

3/4/3 خطر انهيار أسعار الأسهم

تم الاعتماد فى قياس خطر انهيار أسعار الأسهم على نموذجين هما؛ أولاً: نموذج معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم "NCSKEW"، وذلك قياساً على العديد من الدراسات السابقة ومنها (Hutton et al 2009; Kim et al. 2016; Zhang et al. 2017; Habib et al. 2018; Yeung and Lento 2018). ثانياً: مقياس تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (the down-to-up volatility measure) المعروف اختصاراً بـ "Duvol" وذلك قياساً على دراسات (Yeung and Lento 2018; Yu and Mai 2020).

4/4/3 المتغيرات الرقابية

وهى تلك المتغيرات التى قد يكون لها تأثير محتمل على العلاقة بين المتغيرات البحثية، ولكنها لا تدخل فى نطاق الدراسة الحالية، ولكن يلزم إضافتها لضبط هذه العلاقة فى نموذج الانحدار، ومن أهم هذه المتغيرات ما يلى:

• حجم الشركة (Size)

وفقاً لدراسة (Hutton et al. 2009) يعتبر حجم الشركة من المتغيرات الهامة التى يجب أن تؤخذ فى الحسبان عند دراسة تأثير العديد من المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم بصفة عامة وخطر انهيارها بصفة خاصة، ويقاس حجم الشركة عن طريق أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالى قيمة الأصول.

• نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)

وفقاً لدراسة (Kim and Zhang 2016) إتضح وجود علاقة معنوية موجبة بين نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية ومعامل الإلتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لأسهم الشركات محل الدراسة، وهو ما يعد مؤشراً لحدوث خطر انهيار أسعار الأسهم فى المستقبل، ومن ثم ضرورة أخذها فى الحسبان.

• متوسط العوائد الأسبوعية خلال العام (RET)

حيث وفقاً لدراسة (Chen et al 2001; Hong and Stein 2003) فإن الشركات ذات المتوسط السنوى المرتفع للعوائد الأسبوعية للسهم هى الشركات الأكثر عرضة لاحتتمالات الانخفاض فى العوائد غير العادية للسهم فى السنة المقبلة ومن ثم زيادة خطر انهيار

أسهمها في المستقبل، ويقاس هذا المتغير بقسمة مجموع العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال السنة $(\Sigma WRET_{i,t})$ على عدد أسابيع تحقق العائد خلال السنة.

• **تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام (SIGMA)**

وفقاً لدراسة (Chen et al. 2001; Hutton et al. 2009) فإن الشركات ذات التقلبات الحادة في العوائد الأسبوعية خلال السنة، هي الشركات الأكثر عرضة لاحتمالات الانخفاض في العوائد غير العادية للسهم في السنة المقبلة ومن ثم زيادة خطر انهيار أسهمها في المستقبل، ويقاس هذا المتغير بالانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للسهم $(SIGMA_{i,t})$ وذلك بأخذ الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحرافات قيم العوائد الأسبوعية عن وسطها الحسابي.

• **تغير معدل دوران الأسهم (DTURN)**

يعبر هذا المتغير عن تباين سلوك المستثمرين تجاه سهم الشركة، حيث أنه وفقاً لدراسة (Chen et al 2001; Hong and Stein 2003) فإن زيادة التباين في سلوك المستثمرين في سوق تداول الأوراق المالية تجاه سهم الشركة في السنة الحالية، له تأثير معنوي سالب على العوائد غير العادية للسهم في السنة المقبلة، وهو ما يزيد من احتمالات تعرض السهم لخطر الانهيار في المستقبل، ويتم قياس هذا المتغير بالفرق بين المتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على سهم الشركة في السنة الحالية $(AWTV_{i,t})$ والمتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على سهم الشركة في السنة السابقة $(AWTV_{i,t-1})$.

• **عمر الشركة (LnAge)**

ويقاس هذا المتغير وفقاً لدراسة (Chen 2021) باللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة. هذا، ويوضح الجدول رقم (2/3) ملخصاً لتوصيف متغيرات الدراسة وطرق قياسها، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (2/3)
توصيف متغيرات الدراسة وطرق قياسها

اسم المتغير	رمز المتغير	طريقة القياس
أولاً: المتغير التابع Dependent Variable		
خطر انهيار أسعار الأسهم	SPCR	المقياس الأول: مقياس معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية للسهم (NCSKEW) الذي يعتمد على تحديد معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية للأسهم خلال العام المالي محل الدراسة، والذي يمثل عدم التماثل في توزيع هذه العوائد، إذ تشير القيم السالبة في الإلتواء إلى أن البيانات تلتوى في اتجاه اليسار والعكس صحيح، وذلك وفقاً للنموذج التالي: $NCSKEW_{i,t} = - [n(n-1)^{3/2} \sum W_{i,t}^3] / [(n-1)(n-2)(\sum W_{i,t}^2)^{3/2}]$ ويشير ارتفاع الإلتواء السالب في توزيع العوائد إلى ارتفاع خطر انهيار أسعار أسهم الشركة، أي أنه كلما زادت قيمة معامل الإلتواء السالب للعوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال السنة (t) كلما زاد احتمال تعرض سعر أسهم الشركة لخطر الانهيار المستقبلي والعكس صحيح. مع ملاحظة أنه يتم تقدير العوائد الأسبوعية لسهم الشركة (i) خلال السنة (t) وفقاً للمعادلة التالية: $W_{it} = \ln(1 + \varepsilon_{i,t})$ وتمثل $(\varepsilon_{i,t})$ خطأ التقدير العشوائي (البواقي) للشركة (i) خلال الأسبوع (t) الناتج من معادلة الانحدار للنموذج الموسع للسوق لتقدير العوائد الأسبوعية على أسهم الشركات Expanded Market Model وذلك على النحو التالي: $R_{it} = \alpha_i + \beta_1 R_{mt-2} + \beta_2 R_{mt-1} + \beta_3 R_{mt} + \beta_4 R_{mt+1} + \beta_5 R_{mt+2} + \varepsilon_{i,t}$ وقد تم في هذه الدراسة تطبيق هذا النموذج على عدد 62205 مشاهدة (شركة/أسبوع) لعينة الدراسة خلال الفترة من 2008 إلى 2021. وذلك إستناداً إلى دراسات (Hutton et al. 2009; Kim et al. 2016; Zhang et al. 2017; Habib et al. 2018; Yeung and Lento 2018). المقياس الثاني: مقياس تقلبات عوائد الأسهم من أسفل إلى أعلى (Duvol). يعتمد هذا المقياس على حساب تقلبات العوائد الأسبوعية للأسهم من أسفل إلى أعلى، وتشير القيم المرتفعة لهذا المقياس إلى زيادة الإلتواء السالب في توزيع العوائد ومن ثم ارتفاع احتمال حدوث انهيار لسعر السهم، وذلك من خلال النموذج التالي: $Duvol_{i,t} = \log \{ [(n_u - 1) \sum W_{i,t}^2] / [(n_d - 1) \sum W_{i,t}^2] \}$ وذلك استناداً إلى دراسات (Yeung and Lento 2018; Yu and Mai 2020).

ثانياً: المتغير المستقل Independent Variable		
تم قياس هذا المتغير بالاعتماد على المقياس الذي قدمته دراسة (Zhang et al. 2020) والتي اعتمدت في قياس المرونة المالية على المعادلة التالية: المرونة المالية = المرونة النقدية (cfrx) + مرونة الالتزامات (lfrx) وتم احتساب المرونة النقدية على أساس الفرق بين نسبة الأرصدة النقدية المحتفظ بها ممثلة في نسبة النقدية وما في حكمها إلى إجمالي الأصول وذلك على مستوى الشركة مقارنة بمتوسط تلك النسبة على مستوى الصناعة، واحتساب مرونة الالتزامات/ التمويل بالدين على أساس الفرق بين نسبة الدين ممثلة في نسبة الالتزامات إلى إجمالي الأصول وذلك على مستوى الشركة مقارنة بمتوسط نسبة الدين على مستوى الصناعة.	FF	المرونة المالية
ثالثاً: المتغير المعدل Moderator Variable		
المقياس الأول: نموذج (Basu 1997) الذي يعتمد على صياغة علاقة انحدار بين الأرباح المحاسبية ممثلة بربحية السهم في نهاية الفترة منسوبة إلى سعره في بداية الفترة $(EPS_{i,t}/P_{i,t-1})$ كمتغير تابع، وعائد السهم في نهاية الفترة $(R_{i,t})$ كمتغير مستقل، مع اعتبار أن العوائد الموجبة للأسهم مؤشر لقياس الأخبار الجيدة والعوائد السالبة للأسهم مؤشر لقياس الأخبار السيئة وذلك وفقاً للنموذج التالي: $EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 (D_{i,t} * R_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$ وتشير β_4 إلى معامل انحدار العوائد في ظل الأخبار السيئة والذي كلما كان موجباً ومرتفعاً كانت الشركة متحفظة والعكس صحيح. وذلك استناداً إلى دراسات (Givoly et al. 2007; Ismail and Elbolok 2011; Watts and Zuo 2012). المقياس الثاني: نموذج (Khan and Watts 2009) المعروف بنموذج (C_Score) والذي يعتمد على إضافة بعض خصائص الشركات لنموذج (Basu 1997) كضوابط لتطبيق التحفظ المحاسبي وهي؛ حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والرافعة المالية، حيث يتم تعديل نموذج (Basu 1997) وذلك بالتعويض عن β_3 في النموذج الأصلي - والتي تمثل معامل انحدار مجمع عوائد السهم والذي يعبر عن معدل استجابة سعر السهم للأخبار الجيدة - بالمؤشر G_Score، والتعويض عن β_4 - والتي تمثل معامل الانحدار للعلاقة بين العوائد السالبة للسهم وربحيته والذي يعبر عن معدل الاستجابة الإضافية لسعر السهم للأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة - بالمؤشر C_Score وذلك على النحو التالي: $EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + \beta_3 R_{i,t} + \beta_4 (D_{i,t} * R_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad \dots(1)$ $G_Score = \beta_3 = \mu_1 + \mu_2 Size_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 Lev_{i,t} \dots (2)$ $C_Score = \beta_4 = \lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 Lev_{i,t} \dots (3)$ $EPS_{i,t}/P_{i,t-1} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + R_{i,t} (\mu_1 + \mu_2 Size_{i,t} + \mu_3 M/B_{i,t} + \mu_4 Lev_{i,t})$	AC	التحفظ المحاسبي

$t) + D_{i,t} * R_{i,t} (\lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 M/B_{i,t} + \lambda_4 Lev_{i,t}) + (\delta_1 Size_{i,t} + \delta_2 M/B_{i,t} + \delta_3 Lev_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} Size_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} M/B_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} Lev_{i,t}) + \varepsilon_{i,t} \dots (4)$ وذلك استناداً الى دراسات (الجارحي 2016؛ Chan and Hus 2013؛ Francis et al. 2013; Kim and Zhang 2016).		
رابعاً: المتغيرات الرقابية Control Variables		
اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة الأصول (Hutton et al. 2009).	Size	حجم الشركة
نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (Kim and Zhang 2016).	MTB	نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية
قسمة مجموع العوائد الأسبوعية لسهم الشركة خلال السنة ($\Sigma WRET_{i,t}$) على عدد أسابيع تحقق العائد خلال السنة (Chen et al 2001; Hong and Stein 2003).	RET	متوسط العوائد الأسبوعية خلال العام
الانحراف المعياري للعوائد الأسبوعية للسهم ($SIGMA_{i,t}$) وذلك بأخذ الجذر التربيعي لمجموع مربعات انحرافات قيم العوائد الأسبوعية عن وسطها الحسابي (Chen et al. 2001; Hutton et al. 2009).	SIGMA	تقلب عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام
الفرق بين المتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على سهم الشركة في السنة الحالية ($AWTV_{i,t}$) والمتوسط السنوي لحجم التداول الأسبوعي على سهم الشركة في السنة السابقة ($AWTV_{i,t-1}$) (Chen et al 2001; Hong and Stein 2003).	DTURN	تغير معدل دوران الأسهم
نسبة صافي الربح لإجمالي أصول الشركة في نهاية السنة (Li et al 2021; Kim and Zhang 2016).	ROA	معدل العائد على الأصول
اللوغاريتم الطبيعي لعمر الشركة (Chen 2021)	LnAge	عمر الشركة

5/3 صياغة النماذج الإحصائية اللازمة لاختبار فروض الدراسة

تأسيساً على ما تقدم، وفي ضوء مشكلة البحث، وأهدافه، وفروضه، فإنه يمكن للباحثة صياغة نماذج الدراسة في شكل نماذج انحدار، وذلك على النحو التالي:

- النموذج الأول لاختبار أثر التحفظ المحاسبي على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

$$SPCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 RET_{i,t} + \beta_4 SIGMA_{i,t} + \beta_5 DTURN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- **النموذج الثانى** لاختبار أثر درجة التحفظ المحاسبى على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

$$FF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 AC_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 MTB_{i,t} + \beta_4 LnAge_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- **النموذج الثالث** لاختبار أثر المرونة المالية على خطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

$$SPCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FF_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 RET_{i,t} + \beta_4 SIGMA_{i,t} + \beta_5 DTURN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

- **النموذج الرابع** لاختبار أثر التحفظ المحاسبى على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

$$SPCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FF_{i,t} + \beta_2 AC_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 RET_{i,t} + \beta_5 SIGMA_{i,t} + \beta_6 DTURN_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ويمكن أيضاً الرموز التى وردت بالنماذج السابقة من خلال الجدول رقم (3/3) التالى:
جدول رقم (3/3) تفسير الرموز الواردة بالنماذج البحثية

AC	التحفظ المحاسبى	FF	المرونة المالية
SPCR	خطر انهيار أسعار الأسهم	Size	حجم الشركة
RET	متوسط العوائد الأسبوعية خلال العام	SIGMA	تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام
DTURN	تغير معدل دوران الأسهم	MTB	نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية
LnAge	عمر الشركة	$\varepsilon_{i,t}$	يشير إلى الخطأ العشوائى
β_0	قيمة الثابت فى معادلة الانحدار	β	معامل الانحدار

6/3 اختبار فروض البحث وتحليل نتائج الدراسة التطبيقية

اعتمدت الباحثة فى تحليل بيانات الدراسة واختبار فروضها على برنامج التحليل الإحصائى (STATA)، الذى يقوم بحذف المشاهدات التى بها قيم مفقودة عند تشغيل أى اختبار أو نموذج، والإفصاح عن عدد المشاهدات التى تم تشغيل النموذج على أساسها، وعلى ذلك قد يختلف عدد المشاهدات على مستوى تحليل الارتباط أو الانحدار بحسب عدد القيم المفقودة فى المتغيرات محل الدراسة.

1/6/3 التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (4/3) التالي التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة والتي تشمل كلاً من: التحفظ المحاسبي (AC)، المرونة المالية (FF)، خطر انهيار أسعار الأسهم (SPCR)، وأيضاً المتغيرات الرقابية والتي تتضمن حجم الشركة (Size)، متوسط العوائد الأسبوعية خلال العام (RET)، تقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام (SIGMA)، تغير معدل دوران الأسهم (DTURN)، نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (MTB)، عمر الشركة (LnAge).

جدول (4/3)

التحليل الإحصائي الوصفي لمتغيرات الدراسة الكمية

Variable	N	Mean	SD	Min	Max
SPCR (NCSKEW)	916	-0.425	0.726	-2.663	1.480
SPCR (DUVOL)	906	0.840	0.355	0.260	2.206
AC (BASU)	916	0.137	0.209	-0.094	0.835
AC (C_Score)	916	0.150	0.470	-0.975	2.588
FF	894	0.087	0.183	-0.159	0.614
RET	907	0.002	0.010	-0.022	0.045
SIGMA	902	0.063	0.026	0.023	0.187
MTB	916	0.373	0.699	-1.043	2.489
ROA	916	0.100	0.092	-0.058	0.698
DTURN	903	50.520	8.611	30.383	70.343
SIZE	916	20.847	1.578	17.289	25.658
LnAge	910	2.639	0.612	0.000	3.951

يتضح من الجدول رقم (4/3) السابق أنه بالنسبة لخطر انهيار أسعار الأسهم فقد أظهرت النتائج أن الوسط الحسابي لاحتمال حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم لشركات العينة وفقاً لمقياس (NCSKEW) خلال فترة الدراسة قد بلغ (- 0,425) بانحراف معياري (0,726)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (-2,663، 1,480) على التوالي، ويقترب هذا الوسط الحسابي من الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Su and Song 2021; Chen 2021; Chen et al. 2001) حيث بلغ (- 0,426 ، - 0,274 ، - 0,262) على التوالي، بينما يرتفع ذلك الوسط الحسابي عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Kousenidis et al. 2014; Kim and Zhang 2016;) حيث بلغ (- 0,06 ، - 0,02 ، - 0,085 ، - 0,205) على التوالي، وينخفض عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسة (Young and Lento 2018)

حيث بلغ (-0,541)، وترجع تلك الاختلافات إلى إختلاف بيئة التطبيق والفترة الزمنية وحجم العينة لكل دراسة.

كما بلغ الوسط الحسابي لاحتمال حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم لشركات العينة وفقاً لمقياس (DUVOL) خلال فترة الدراسة (0,840) بانحراف معياري (0,355)، وبلغت أدنى وأعلى قيمة (0,260، 2,206) على التوالي، ويرتفع هذا الوسط الحسابي عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Su and Song 2021; Chen 2021; Chen et al. 2001; Dang et al. 2018; Li et al 2017; Yeung and Lento 2018) حيث بلغ (-0,271 - 0,190، -0,182، -0,055، -0,134، -0,165) على التوالي.

وبلغ الوسط الحسابي للتحفظ المحاسبي لشركات العينة وفقاً لنموذج (Basu 1997) خلال الفترة محل الدراسة (0,137) بانحراف معياري (0,209)، وبلغ الحد الأدنى له (-0,094) والحد الأعلى (0,835)، ويقترب هذا الوسط الحسابي من الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Chan and Hus 2013; Krismiaji and Sururi 2021; Lafond and Roychowdhury 2008) حيث بلغ (0,036، 0,04، 0,033) على التوالي، كما بلغ الوسط الحسابي للتحفظ المحاسبي لشركات العينة وفقاً لنموذج (C_Score) خلال الفترة محل الدراسة (0,150) بانحراف معياري (0,470)، وبلغ الحد الأدنى له (-0,975) والحد الأعلى (2,588)، ويقترب هذا الوسط الحسابي من الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Kim and Zhang 2009; Chan and Hsu 2013; Khan and Watts 2009) حيث بلغ (0,154، 0,175، 0,105) على التوالي، ويرتفع عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسة (Kousenidis et al. 2014) حيث بلغ (0,02)، وينخفض عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسة (Waqas and Siddiqui 2021) حيث بلغ (0,773).

وبلغ الوسط الحسابي للمرونة المالية لشركات العينة خلال الفترة محل الدراسة (0,087) بانحراف معياري (0,183)، وبلغ الحد الأدنى لها (-0,159) والحد الأعلى (0,614)، ويقترب هذا الوسط الحسابي من الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Zhang et al. 2020; Ayadin et al. 2010) حيث بلغ (0,08، 0,099) على التوالي، بينما ينخفض عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسة (Nguyen and Dang 2023) حيث بلغ (0,412).

كما بلغ الوسط الحسابي لمتوسط العوائد الأسبوعية خلال العام (0,002) بانحراف معياري (0,010)، وبلغ الحد الأدنى لها (- 0,022) والحد الأعلى (0,045)، ويقترب هذا الوسط الحسابي من الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسة (Chen et al. 2001 2021) حيث بلغ (0,003) بينما يبتعد عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Dang et al. 2018; Li et al 2017; Kim and Zhang 2016) حيث بلغ (-0,198، -0,0116، 0,177) على التوالي، وبلغ الوسط الحسابي لتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام (0,063) بانحراف معياري (0,026)، وبلغ الحد الأدنى لها (0,023) والحد الأعلى (0,187)، ويقترب هذا الوسط الحسابي من الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Chen 2021; Kousenidis et al. 2014; Kim and Zhang 2016; Dang et al. 2018; Su and Song 2021) حيث بلغ (0,048، 0,05، 0,054، 0,056، 0,045) على التوالي، بينما يبتعد عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Chen et al. 2001; Li et al 2017) حيث بلغ (0,025، 4,548) على التوالي، كما بلغ الوسط الحسابي لنسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية (0,373) بانحراف معياري (0,699)، وبلغ الحد الأدنى لها (-1,043) والحد الأعلى (2,489)، وينخفض هذا الوسط الحسابي عن الوسط الحسابي الذي توصلت إليه دراسات (Su and Song 2021; Chen et al. 2001; Dang et al. 2018; Li et al 2017; Yeung and Lento 2018) حيث بلغ (2,801، 0,983، 2,675، 1,815، 2,099) على التوالي، وترجع الباحثة تلك الاختلافات إلى اختلاف بيئة التطبيق والفترة الزمنية محل الدراسة، إلى جانب حجم العينة التي اعتمدت عليها كل دراسة.

كما بلغ الوسط الحسابي لمعدل العائد على الأصول (0,100) بانحراف معياري (0,092)، وبلغ الحد الأدنى لها (- 0,058) والحد الأعلى (0,698)، وبلغ أيضاً الوسط الحسابي لتغير معدل دوران الأسهم (50,520) بانحراف معياري (8,611)، وبلغ الحد الأدنى لها (30,383) والحد الأعلى (70,343)، وبلغ الوسط الحسابي لأحجام شركات العينة خلال الفترة محل الدراسة (20,847) بانحراف معياري (1,578)، وبلغ الحد الأدنى لها (17,289) والحد الأعلى (25,658)، وأخيراً بلغ الوسط الحسابي لأعمار شركات العينة خلال فترة الدراسة (2,639) بانحراف معياري (0,612)، وبلغ الحد الأدنى لها (0,000) والحد الأعلى (3,951).

2/6/3 نتائج اختبارات الفروض

لاختبار صحة فروض الدراسة والتعرف على طبيعة واتجاه وقوة العلاقة بين متغيرات الدراسة، تم إجراء تحليل الارتباط والانحدار، وذلك على النحو التالي:

1/2/6/3 تحليل الارتباط

يوضح الجدول رقم (5/3) التالي مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) للعلاقات الثنائية لتحديد طبيعة وقوة واتجاه العلاقة بين متغيرات الدراسة:

جدول (5/3)

مصفوفة ارتباط بيرسون للعلاقات الثنائية بين المتغيرات البحثية

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) NCSKEW	1.000														
(2) DUVOL	0.902***	1.000													
(3) BASU	-0.046*	-0.055*	1.000												
(4) C_Score	-0.061*	-0.052*	0.428***	1.000											
(5) CH	0.125***	0.122***	-0.035	-0.121***	1.000										
(6) cfrx	0.123***	0.122***	-0.032	-0.113***	0.986***	1.000									
(7) LEV	-0.070**	-0.060*	0.038	0.117***	-0.448***	-0.447***	1.000								
(8) lfrx	0.111***	0.108***	-0.076**	-0.159***	0.557***	0.533***	-0.723***	1.000							
(9) FF	0.131***	0.132***	-0.059*	-0.135***	0.936***	0.937***	-0.611***	0.778***	1.000						
(10) RET	-0.244***	-0.230***	0.256***	0.120***	0.000	-0.004	-0.001	-0.037	-0.027	1.000					
(11) SIGMA	-0.277***	-0.255***	-0.110***	-0.032	-0.110***	-0.102***	0.041	-0.052	-0.092***	0.269***	1.000				
(12) MTB	0.065**	0.052	-0.163***	-0.173***	0.256***	0.249***	-0.046	0.058*	0.183***	-0.176***	0.002	1.000			
(13) TURN	-0.021	-0.033	0.016	-0.040	-0.110***	-0.084**	0.104***	-0.145***	-0.122***	-0.019	0.154***	0.181***	1.000		
(14) SIZE	0.152***	0.125***	0.122***	0.088***	-0.055*	-0.041	0.326***	-0.276***	-0.163***	-0.031	-0.319***	0.022	0.392***	1.000	
(15) LnAGE	-0.019	0.001	0.099***	0.055*	0.090***	0.084**	-0.167***	0.124***	0.102***	0.081**	-0.033	-0.078**	-0.178***	-0.191***	1.000

هذا، ويتضح من الجدول رقم (5/3) السابق ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط سلبية ذات دلالة معنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس (NCSKEW) والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياسي (Basu) و (C_Score) عند مستوى معنوية أقل من (10%) وبمعاملات ارتباط (-0,046)، (-0,061) على التوالي، كما يتضح أيضاً وجود علاقة ارتباط سلبية ذات دلالة معنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس (DUVOL) والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياسي (Basu) و (C_Score) عند مستوى معنوية أقل من (10%) وبمعاملات ارتباط (-0,055)، (-0,052) على التوالي، مما يعني أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي أدى ذلك إلى انخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يتسق مع ما تفترضه الدراسة الحالية فيما يتعلق بالعلاقة بين التحفظ المحاسبي وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- وجود علاقة ارتباط موجبة ذات دلالة معنوية بين خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياسي (NCSKEW) و (DUVOL) والمرونة المالية للشركات عند مستوى معنوية أقل من (1%) وبمعاملات ارتباط (0,131)، (0,132) على التوالي، مما يعني أنه كلما زادت المرونة المالية للشركات أدى ذلك إلى زيادة احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يتسق مع ما تفترضه الدراسة الحالية فيما يتعلق بالعلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- وجود علاقة ارتباط سلبية ذات دلالة معنوية بين المرونة المالية والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (Basu) عند مستوى معنوية أقل من (10%) وبمعامل ارتباط (-0,059)، وأيضاً وجود علاقة سلبية ذات دلالة معنوية بين المرونة المالية والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (C_Score) عند مستوى معنوية أقل من (1%) وبمعامل ارتباط (-0,135)، مما يعني أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي أدى ذلك إلى انخفاض المرونة المالية للشركات، وهو ما لا يقلل مطلقاً من أهمية التحفظ المحاسبي، وإنما يشير إلى أهمية الدور الذي يمكن أن يلعبه التحفظ المحاسبي في ضبط ورقابة مستوى المرونة المالية للشركات، ويمكن تفسير تلك العلاقة بأنه في ظل اتباع السياسات المالية المتحفظة تميل الشركات إلى تخفيض مستوى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية مما يحول دون إساءة استغلالها من قبل المديرين في سياق نظرية الوكالة، والاعتماد على طاقة الاقتراض كمصدر للتمويل مستغلة في ذلك قدرة التقارير المالية المتحفظة على رفع كفاءة عقود الدين لقدرتها على توفير معلومات أكثر ملائمة لأصحاب الديون مما يؤدي إلى زيادة قدرة الشركات على الوصول إلى مصادر التمويل؛ إذ يتضح من التحليل السابق وجود علاقة ارتباط سلبية معنوية بين الأرصدة النقدية المحتفظ بها والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (C_Score) عند مستوى معنوية أقل من (1%) وبمعامل ارتباط (-0,121)، مع وجود علاقة ارتباط موجبة معنوية مع نسبة الرفع المالي (مقاسة بنسبة الإلتزامات لإجمالي الأصول) عند مستوى معنوية أقل من (1%) وبمعامل ارتباط (0,117)، كما يتضح أيضاً وجود علاقة ارتباط سلبية غير معنوية بين الأرصدة النقدية المحتفظ بها والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (Basu) بمعامل ارتباط (-0,032)، مع وجود علاقة ارتباط موجبة غير معنوية مع نسبة الرفع المالي بمعامل ارتباط (0,038).

- وفيما يتعلق بمعاملات الارتباط بين خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس (NCSKEW) والمتغيرات الضابطة، فيلاحظ وجود علاقة سلبية معنوية مع كل من متوسط العوائد الأسبوعية خلال العام، وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام عند مستوى معنوية أقل من (1%) بمعاملات ارتباط (-0,244)، (-0,277) على التوالي، وعلاقة سلبية غير معنوية مع كل من معدل تغير دوران الأسهم وعمر الشركة بمعاملات ارتباط (-0,021)، (-0,019) على التوالي، وعلاقة موجبة معنوية مع كل من حجم الشركة ونسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية ومعدل العائد على الأصول بمعاملات ارتباط (0,152)، (0,065)، (0,078) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من (1%)، (5%)، (5%)، على التوالي.
- وفيما يتعلق بمعاملات الارتباط بين خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً لمقياس (DUVOL) والمتغيرات الضابطة فيلاحظ وجود علاقة سلبية معنوية مع كل من متوسط العوائد الأسبوعية خلال العام، وتقلبات عوائد الأسهم الأسبوعية خلال العام عند مستوى معنوية أقل من (1%) بمعاملات ارتباط (-0,230)، (-255,0) على التوالي، وعلاقة سلبية غير معنوية مع معدل تغير دوران الأسهم وعمر الشركة بمعامل ارتباط (-0,033)، وعلاقة موجبة معنوية مع حجم الشركة بمعامل ارتباط (0,125) عند مستوى معنوية أقل من (1%)، وعلاقة موجبة غير معنوية مع كل من نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية بمعاملات ارتباط (0,052)، (0,001) على التوالي، وأخيراً أظهرت نتائج الجدول أن قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض لم تتجاوز 90%، وهو ما يشير إلى انعدام مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة.

2/2/6/3 نتائج تحليل الانحدار لاختبار فروض البحث

1/2/2/6/3 نتائج اختبار الفرض الأول

ينص الفرض الأول على أنه يؤثر التحفظ المحاسبي سلبياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية. وقد اعتمدت الباحثة في اختبار هذا الفرض على طريقة المربعات الصغرى، ويوضح الجدول رقم (6/3) التالي نتيجة الاختبار الإحصائي للفرض الأول على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، و (DUVOL) وأيضاً المقياسين المستخدمين لقياس التحفظ المحاسبي (C_Score)، و (Basu).

جدول (6/3) نتائج اختبار الفرض الأول

variables	NCSKEW	NCSKEW	DUVOL	DUVOL
AC (C_Score)	-0.135**		-0.0693**	
	(0.0452)		(0.0253)	
AC (BASU)		-0.264***		-0.190***
		(0.0778)		(0.0328)
L.RET	6.858**	7.830***	2.817**	3.508***
	(2.641)	(2.396)	(1.016)	(1.033)
L.SIGMA	-3.564**	-3.265**	-1.671**	-1.608**
	(1.499)	(1.454)	(0.641)	(0.581)
D.TURN	-0.0137*	-0.0115*	-0.00727**	-0.00609**
	(0.00665)	(0.00647)	(0.00294)	(0.00280)
L.SIZE	0.0593***	0.0590***	0.0244***	0.0257***
	(0.0185)	(0.0148)	(0.00788)	(0.00623)
Constant	-1.417**	-1.413***	0.449**	0.431**
	(0.470)	(0.381)	(0.196)	(0.153)
R ²	0.062	0.055	0.052	0.052
Adjusted R ²	0.056	0.049	0.046	0.046
F	10.51	9.806	8.681	9.290
prob_F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

هذا، ويتضح من الجدول رقم (6/3) السابق ما يلي:

- معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ حيث أن احتمالية F أقل من 5% (0,000)، كما بلغت قيم معامل التحديد المعدل ($Adj. R^2$) للنماذج الأربعة 5,6%، 4,9%، 4,6%، 4,6%؛ وهو ما يشير إلى أن التحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (C_Score) يفسر ما قيمته 5,6% من التغير الذي يحدث بمعامل الإلتواء السالب ($NCSKEW_{i,t+1}$)، وما قيمته 4,6% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى ($DuVol_{i,t+1}$)، ويشير أيضاً إلى أن التحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (Basu) يفسر ما قيمته 4,9% من التغير الذي يحدث بمعامل الإلتواء السالب ($NCSKEW_{i,t+1}$)، وما قيمته 4,6% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى ($DuVol_{i,t+1}$).

- وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي بمقياسيه (C_Score)، (Basu) على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، (Duvol)؛ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة؛ (- 0,135 ، - 0,069) على التوالي بالنسبة للمقياس الأول للتحفظ المحاسبي (C_Score) عند مستوى معنوية أقل من (5%)، وبلغت (- 0,264 ، - 0,190) على التوالي بالنسبة للمقياس الثاني للتحفظ المحاسبي (Basu) عند مستوى معنوية أقل من (1%)، مما يعنى أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي أدى ذلك لانخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسات (Kousenidis et al. 2014; Kim and Zang 2016; Wang et al. 2020; Waqas and (siddiqui 2021).

- وفيما يتعلق بعلاقة المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم ($NCSKEW_{i,t+1}$)، ($Duvol_{t+1}$) بالمتغيرات الرقابية، يتضح وجود علاقة طردية معنوية مع متوسط عوائد الأسهم $RET_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (6,858)، (7,830)، (2,817)، (3,508) عند مستوى معنوية أقل من (5%)، (1%)، (5%)، (1%) على التوالي، ويتضح أيضاً وجود علاقة عكسية معنوية مع تقلبات عوائد $SIGMA_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (- 3,858)، (- 3,265)، (- 671,1)، (- 608,1) عند مستوى معنوية أقل من (5%)، وأيضاً وجود علاقة عكسية معنوية مع تغير معدل دوران الأسهم $DTURN_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (- 0,013)، (- 0,011)، (- 0,007)، (- 0,006) عند مستوى معنوية أقل من (10%)، (10%)، (5%)، (5%) على التوالي، كما يتضح أيضاً وجود علاقة طردية مع حجم الشركة $Size_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (0,059)، (0,059)، (0,024)، (0,025) عند مستوى معنوية أقل من (1%).

وإستناداً إلى نتائج التحليل السابق يتضح أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي وذلك فى ظل المقياسين (C_Score)، (Basu) كلما انخفض احتمال التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم فى ظل المقياسين ($NCSKEW_{i,t+1}$)، ($Duvol_{t+1}$)، وبالتالي يتم قبول الفرض الأول الذى ينص على أنه يؤثر التحفظ المحاسبي سلبياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

2/2/2/6/3 نتائج اختبار الفرض الثانى

ينص الفرض الثانى على أنه تؤثر المرونة المالية إيجابياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وقد اعتمدت الباحثة فى اختبار هذا الفرض على طريقة المربعات الصغرى، ويوضح الجدول رقم (7/3) التالى نتيجة الاختبار الإحصائى للفرض الثانى على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، و (DUVOL).

جدول (7/3) نتائج اختبار الفرض الثانى

Variables	NCSKEW	DUVOL
FF	0.438***	0.248**
	(0.134)	(0.0841)
L.RET	6.950**	2.879**
	(2.530)	(1.147)
L.SIGMA	-2.528*	-1.066
	(1.404)	(0.624)
D.TURN	-0.0143*	-0.00765**
	(0.00669)	(0.00281)
L.SIZE	0.0687***	0.0318***
	(0.0165)	(0.00725)
Constant	-1.746***	0.218
	(0.403)	(0.174)
Observations	847	846
R ²	0.066	0.062
Adjusted R ²	0.061	0.056
F	11.98	11.01
prob_F	0.000	0.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$.

هذا، ويتضح من الجدول رقم (7/3) السابق ما يلى:

- معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ حيث أن احتمالية F أقل من 5% (0,000)، كما بلغت قيم معامل التحديد المعدل ($Adj. R^2$) 6,1% ، 5,6% على التوالى؛ وهو ما يشير إلى أن المرونة المالية تفسر ما قيمته 6,1% من التغير الذى يحدث بمعامل الإلتواء السالب ($NCSKEW_{i, t+1}$)، وما قيمته 5,6% من التغير الذى يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى ($DuVol_{i, t+1}$).

- وجود تأثير إيجابي معنوي للمرونة المالية على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم $(NCSKEW_{i,t+1})$ ، $(Duvol_{i,t+1})$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنموذجين $(0,438)$ ، $(0,248)$ ، عند مستوى معنوية أقل من 1% لمعامل الإلتواء السالب ومستوى معنوية أقل من 5% لتقلب العوائد من أعلى لأسفل، مما يعنى أنه كلما زادت المرونة المالية أدى ذلك لزيادة خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Chen 2021).

- وفيما يتعلق بمعاملات انحدار المتغيرات الرقابية، يتضح وجود علاقة طردية معنوية بين متوسط عوائد الأسهم $RET_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم $(NCSKEW_{i,t+1})$ ، $(Duvol_{i,t+1})$ ؛ حيث بلغت معاملات الانحدار للمقياسين $(6,950)$ ، $(2,879)$ على التوالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من 5% للمقياسين، كما يتضح وجود علاقة عكسية بين تقلبات عوائد $SIGMA_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت معاملات الانحدار للمقياسين $(-2,528)$ ، $(-0,661)$ وهذه العلاقة معنوية عند مستوى 10% لمعامل الإلتواء السالب، وغير معنوية لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، وأظهرت النتائج أيضاً وجود علاقة عكسية معنوية بين تغير معدل دوران الأسهم $DTURN_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم، حيث بلغت معاملات الانحدار للمقياسين $(-0,014)$ ، $(-0,007)$ عند مستوى معنوية أقل من 10% لمعامل الإلتواء السالب، ومستوى معنوية أقل من 5% لتقلب العوائد من أسفل لأعلى، وأخيراً يتضح وجود علاقة طردية معنوية بين حجم الشركة $Size_{i,t}$ والمقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم حيث بلغت معاملات الانحدار للمقياسين $(0,068)$ ، $(0,007)$ عند مستوى معنوية أقل من 1% للمقياسين.

وإستناداً إلى نتائج التحليل السابق يتضح أنه كلما زادت المرونة المالية إرتفع احتمال تعرض الشركات لخطر انهيار أسعار الأسهم فى ظل المقياسين $(NCSKEW_{i,t+1})$ ، $(Duvol_{i,t+1})$ ، وبالتالي يتم قبول الفرض الثانى الذى ينص على أنه تؤثر المرونة المالية إيجابياً ومعنوياً على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

3/2/2/6/3 نتائج اختبار الفرض الثالث:

ينص الفرض الثالث على أنه يؤثر التحفظ المحاسبي سلبياً ومعنوياً على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وقد اعتمدت الباحثة في اختبار هذا الفرض على طريقة المربعات الصغرى، ويوضح الجدول رقم (8/3) التالي نتيجة الاختبار الإحصائي للفرض الثالث على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس التحفظ المحاسبي (C_Score)، و(Basu).

جدول (8/3) نتائج اختبار الفرض الثالث

Variables	FF	FF
AC (C_Score)	-0.0406**	
	(0.0149)	
AC (BASU)		-0.148**
		(0.0575)
SIZE	-0.0156**	-0.0147***
	(0.00710)	(0.00314)
MTB	0.0463**	0.0531***
	(0.0187)	(0.00892)
LnAge	0.0294*	0.0318***
	(0.0160)	(0.00567)
Constant	0.324*	0.297***
	(0.153)	(0.0614)
Observations	888	888
R ²	0.078	0.077
Adjusted R ²	0.074	0.060
F	18.79	4.56
prob_F	0.000	0.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0$.

هذا، ويتضح من الجدول رقم (8/3) السابق ما يلي:

- معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ حيث أن احتمالية F أقل من 5% (0,000)، كما بلغت قيم معامل التحديد المعدل (Adj. R²) 7,4% ، 6% على التوالي؛ وهو ما يشير إلى أن التحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (C_Score) يفسر ما قيمته 7,4% من التغير الذي يحدث بالمرونة المالية، ويشير أيضاً إلى أن التحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (Basu) يفسر ما قيمته 6% من التغير الذي يحدث بالمرونة المالية.

- وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي بمقياسيه (C_Score)، (Basu) على المرونة المالية، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج؛ (- 0,040 ، - 0,148) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من (5%)، مما يعنى أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي أدى ذلك لانخفاض المرونة المالية، وهذه النتيجة تتفق مع ما توصلت إليه دراسات (Gigler et al.2009; Roychowdhury 2010, Lee 2009; Chan et al. 2012; Biddle et al. 2012).
 - وفيما يتعلق بعلاقة المرونة المالية بالمتغيرات الرقابية يتضح وجود علاقة سلبية معنوية مع حجم الشركة $Size_{i,t}$ ، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج (- 0,0156)، (- 0,0147) عند مستوى معنوية أقل من (5%)، (1%) على التوالي، ويتضح أيضاً وجود علاقة طردية معنوية مع نسبة القيمة السوقية للقيمة الدفترية لحقوق الملكية $MTB_{i,t}$ ، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (0,0463)، (0,0531) عند مستوى معنوية أقل من (5%)، (1%) على التوالي، وأيضاً وجود علاقة طردية معنوية مع عمر الشركة $LnAge_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (0,0294)، (0,0318) عند مستوى معنوية أقل من (10%)، (1%) على التوالي.
- وإستناداً إلى نتائج التحليل السابق يتضح أنه كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي وذلك فى ظل المقياسين (C_Score)، (Basu) انخفضت المرونة المالية للشركات، وبالتالي يتم قبول الفرض الثالث الذى ينص على أنه يؤثر التحفظ المحاسبي سلبياً ومعنوياً على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

4/2/2/6/3 نتائج اختبار الفرض الرابع

ينص الفرض الرابع على أنه يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وقد اعتمدت الباحثة في اختبار هذا الفرض على طريقة المربعات الصغرى، ويوضح الجدول رقم (9/3) التالي نتيجة الاختبار الإحصائي للفرض الثاني على مستوى المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، و (DUVOL) وأيضاً المقياسين المستخدمين لقياس التحفظ المحاسبي (C_Score)، و (Basu).

جدول (9/3) نتائج اختبار الفرض الرابع

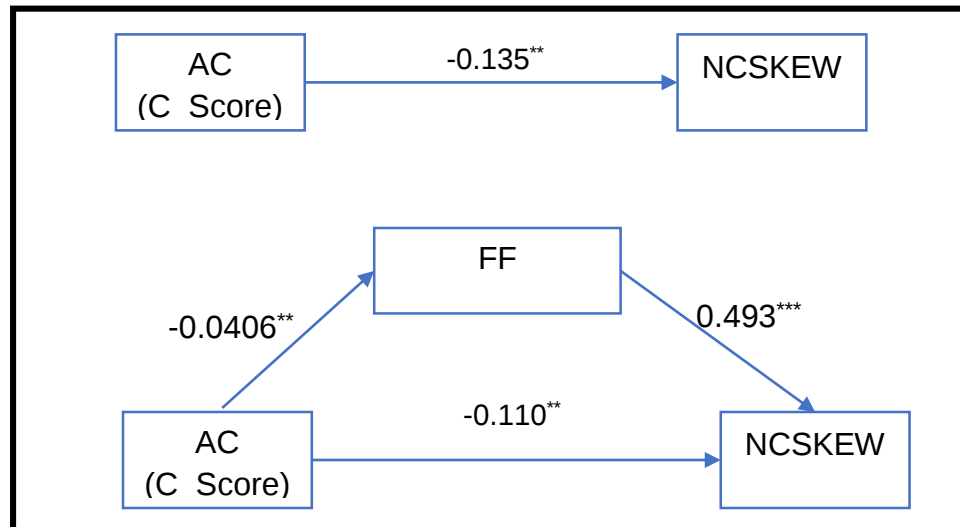
variables	NCSKEW	NCSKEW	DUVOL	DUVOL
FF	0.493***	0.475***	0.285**	0.263***
	(0.147)	(0.136)	(0.0984)	(0.0851)
AC (C_Score)	-0.110**		-0.0534	
	(0.0509)		(0.0313)	
AC (BASU)		-0.245***		-0.173***
		(0.0789)		(0.0346)
L.RET	6.533**	7.448**	2.562**	3.249***
	(2.893)	(2.519)	(1.084)	(1.053)
L.SIGMA	-3.227**	-2.935*	-1.402**	-1.352**
	(1.399)	(1.379)	(0.589)	(0.552)
D.TURN	-0.0142*	-0.0121*	-0.00761**	-0.00649**
	(0.00664)	(0.00647)	(0.00293)	(0.00280)
L.SIZE	0.0735***	0.0721***	0.0331***	0.0338***
	(0.0174)	(0.0151)	(0.00745)	(0.00613)
Constant	-1.782***	-1.757***	0.222	0.220
	(0.432)	(0.371)	(0.180)	(0.140)
Observations	776	829	775	828
R ²	0.081	0.072	0.075	0.072
Adjusted R ²	0.074	0.065	0.068	0.065
F	11.25	10.64	10.35	10.62
prob F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

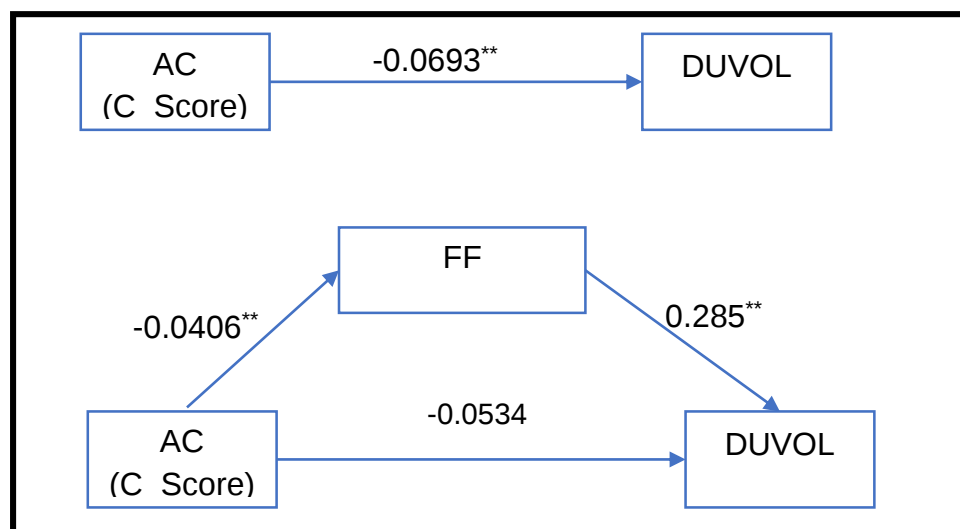
هذا، ويتضح من الجدول رقم (9/3) السابق ما يلي:

- معنوية النماذج وإمكانية الاعتماد على نتائجها؛ حيث أن احتمالية F أقل من 5% (0,000)، كما بلغت قيم معامل التحديد المعدل ($Adj. R^2$) للنماذج الأربعة 7,4%، 6,5%، 6,8%، 6,5%؛ وهو ما يشير إلى أن المرونة المالية FF والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (C_Score) يفسران ما قيمته 7,4% من التغير الذي يحدث بمعامل الإلتواء السالب ($NCSKEW_{i,t+1}$)، وما قيمته 6,8% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى ($DuVol_{i,t+1}$)، ويشير أيضاً إلى أن المرونة المالية والتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (Basu) يفسران ما قيمته 6,5% من التغير الذي يحدث بمعامل الإلتواء السالب ($NCSKEW_{i,t+1}$)، وما قيمته 6,5% من التغير الذي يحدث بتقلب العوائد من أسفل لأعلى ($DuVol_{i,t+1}$).
- وجود تأثير إيجابي معنوي للمرونة المالية على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم ($NCSKEW$)، ($DuVol$) حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة؛ (0,493)، (0,475)، (0,285)، (0,263) عند مستوى معنوية أقل من 1%، 1%، 5%، 5% على التوالي، مما يعني أنه كلما زادت المرونة المالية أدى ذلك لزيادة خطر انهيار أسعار الأسهم.
- وجود تأثير سلبي للتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (C_Score) على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم ($NCSKEW$)، ($DuVol$) حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج (0,135 -)، (0,069) وهذا التأثير معنوي عند مستوى 5% لمعامل الإلتواء السالب وغير معنوي لتقلبات العوائد من أسفل لأعلى، ووجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (Basu) على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم ($NCSKEW$)، ($DuVol$)، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج (0,264 -)، (0,190) على التوالي عند مستوى معنوية أقل من 1%، مما يعني أنه كلما زادت درجة التحفظ المحاسبي أدى ذلك لانخفاض خطر انهيار أسعار الأسهم.
- وفيما يتعلق بعلاقة المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم ($NCSKEW_{i,t+1}$)، ($DuVol_{t+1}$) بالمتغيرات الرقابية يتضح وجود علاقة طردية معنوية مع متوسط عوائد الأسهم $RET_{i,t}$ ، حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (6,533)، (7,448)، (2,562)، (3,249) عند مستوى معنوية أقل من 5%، 5%، 5%، 1% على التوالي، ويتضح أيضاً وجود علاقة عكسية معنوية مع تقلبات عوائد $SIGMA_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (3,227 -)، (2,953 -)، (1,402 -)، (1,352 -) عند مستوى معنوية أقل من 5%، 10%، 5%، 5% على التوالي، وأيضاً وجود علاقة عكسية معنوية مع تغير معدل دوران الأسهم $DTURN_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (0,014 -)، (0,012 -)، (0,007 -)، (0,006 -) عند مستوى معنوية أقل من 10%، 10%، 5%، 5% على التوالي، كما يتضح أيضاً وجود علاقة طردية مع حجم الشركة $Size_{i,t}$ حيث بلغت قيم معاملات الانحدار للنماذج الأربعة (0,073)، (0,072)، (0,033)، (0,033) عند مستوى معنوية أقل من 1%.

- ولفحص الأثر غير المباشر للتحفظ المحاسبي بإدخاله كمتغير معدل على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم، فقد تم إجراء تحليل المسار Path analysis عن طريق الانحدار، وذلك على النحو التالي:



(Sobel Z = -0.026), (z = -2.764, P-Value = 0.006), based on bootstrapping depends on 1000 replications the average indirect effect is -0.0184 (z = -1.84, P-Value = 0.065)



(Sobel Z = -0.014), (z = -2.873, P-Value = 0.004), based on bootstrapping depends on 1000 replications the average indirect effect is -0.0109 (z = -1.98, P-Value = 0.048)

هذا، ويتضح من التحليل السابق وجود تأثير إيجابي مباشر للمرونة المالية على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، (Duvol)، وأيضاً وجود تأثير سلبي مباشر للتحفظ المحاسبي على المرونة المالية، إلى جانب وجود تأثير سلبي مباشر للتحفظ المحاسبي على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، (Duvol).

ويتضح أيضاً جود تأثير سلبي غير مباشر للتحفظ المحاسبي وفقاً لمقياس (C_Score) على المقياسين المستخدمين لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم (NCSKEW)، (Duvol) من خلال المرونة المالية، بمتوسط قيم معاملات انحدار (- 0,0184 ، - 0,0109) على التوالي.

مما يشير إلى الدور الفعال الذي يلعبه التحفظ المحاسبي في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم؛ فمن جهة يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً سلبياً مباشراً على خطر انهيار أسعار الأسهم باعتبار أن التحفظ المحاسبي يعمل كآلية لخفض دوافع المديرين نحو إخفاء الأخبار السيئة ومن ثم الحد من تراكمها، وهو ما يعزز من شفافية المعلومات المالية ويحد من عدم تماثلها، وبالتالي الحد من التعرض لخطر انهيار أسعار الأسهم، ومن جهة أخرى يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً سلبياً غير مباشر على خطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المرونة المالية، إذ تستمد الشركات مرونتها المالية إما من خلال الاحتفاظ بالأرصدة النقدية الوفيرة أو الاعتماد على طاقة الاقتراض كمصدر للتمويل، إلا أنه في سياق نظرية الوكالة قد يسيئ المديرين استغلال تلك الأرصدة النقدية الوفيرة المحتفظ بها لتعظيم منفعتهم الشخصية على حساب المساهمين، كأن يتم استغلال تلك الأرصدة في زيادة الاستثمار في مشروعات محفوفة بالمخاطر كمحاولة لإثبات قدراتهم مع إخفاء الأخبار السيئة المتعلقة بتلك المشروعات إما لإخفاء أدائهم الوظيفي السيئ أو زيادة المكافآت والتعويضات التي يحصلون عليها وهو ما يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن في ظل إتباع السياسات المالية المتحفظة تميل الشركات إلى تخفيض مستوى الاحتفاظ بالأرصدة النقدية مما يحول دون إساءة استغلالها ويعمل على تقييد السلوكيات الانتهازية من قبل المديرين، والاعتماد على الدين كمصدر للتمويل مستغلة في ذلك قدرة التقارير المالية المتحفظة على رفع كفاءة عقود الدين لما توفره من معلومات أكثر ملاءمة لأصحاب الديون، وبالتالي زيادة قدرة الشركات على الوصول إلى مصادر التمويل وهو ما يحد من خطر انهيار أسعار الأسهم.

وتأسيساً على ما سبق، وإعتماداً على إجراء إعادة محاكاة العينة باستخدام تقنية Bootstrapping - حيث تم إعادة محاكاة العينة 1000 مرة في كل نموذج - إلى جانب الاعتماد على اختبار سوبل Sobel ، تم تأكيد التأثير السلبي غير المباشر للتحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المرونة المالية، وبذلك يتم قبول الفرض الرابع الذي ينص على أنه يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية.

الملخص والنتائج والتوصيات ومقترحات الأبحاث المستقبلية

أولاً: ملخص البحث ونتائجه

تمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في قياس أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المدرجة بالبورصة المصرية، ولتحقيق هذا الهدف قامت الباحثة بتقسيم البحث إلى ثلاثة مباحث هي؛ المبحث الأول: الدراسات السابقة، المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي للبحث، المبحث الثالث: الدراسة التطبيقية. وقد توصلت الباحثة من خلال دراستها النظرية والتطبيقية إلى مجموعة من النتائج توجز أهمها في الآتي:

(1) تزايد الاهتمام في الآونة الأخيرة بظاهرة انهيار أسعار الأسهم وما يرتبط بها من مخاطر، وخاصة بعد الانهيارات التي لحقت بكبرى الشركات في مختلف أنحاء العالم في أعقاب الأزمة المالية العالمية الحادة عام 2008.

(2) يعتبر التحفظ المحاسبي أحد السمات الجدلية للتقارير المالية للشركات، وذلك لتأثيره المباشر وغير المباشر على صدق وشفافية تلك التقارير، إذ يرى البعض أنه يؤدي إلى تشويه المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية، ومن ثم التأثير السلبي على قرارات مستخدمي تلك التقارير، وهو ما يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم، في حين يرى البعض الآخر أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية من شأنه الحد من تخزين الأخبار السيئة وهو ما يعزز من شفافية المعلومات المالية ويحد من عدم تماثلها من ثم تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم.

(3) تعتبر المرونة المالية من المفاهيم الحديثة نسبياً في علم الإدارة المالية، وقد نالت اهتماماً كبيراً في السنوات الأخيرة، بوصفها واحدة من معطيات تصميم هيكل رأس المال في الشركات وعلاقتها المباشرة بقدرة تلك الشركات على مواجهة الصدمات غير المتوقعة للتدفق النقدي وتعقب الفرص الاستثمارية.

(4) تباينت الآراء فيما يتعلق بالعلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم؛ فمن جهة تلعب المرونة المالية دوراً كبيراً في تعزيز قدرة الشركات على توفير الأموال اللازمة لمواجهة الضغوط المالية غير المتوقعة واغتنام المزيد من الفرص الاستثمارية مما يسهم في الحد أو التخفيف من خطر انهيار أسعار الأسهم، ومن جهة أخرى قد تزيد تلك المرونة من السلوك الانتهازي للمديرين، فيتم استغلالها لتحقيق منفعتهم الخاصة على حساب المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح، مما قد يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم.

(5) أكدت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وهو ما يدعم وجهة النظر المؤيدة لدور التحفظ المحاسبي في تخفيض خطر انهيار أسعار الأسهم ويؤيد قبول الفرض الأول للبحث.

- (6) أكدت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير إيجابي معنوي للمرونة المالية على خطر انهيار أسعار الأسهم للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وهو ما يؤيد قبول الفرض الثاني للبحث، ويدعم الفكرة القائلة بأن ارتفاع مستويات المرونة المالية يمكن أن يؤدي إلى تفاقم السلوكيات الانتهازية للإدارة للحصول على مزيد من المكافآت والتعويضات مما قد يزيد من خطر انهيار أسعار الأسهم ما لم توجد آليات فعالة لضبط وإدارة المرونة المالية للشركات.
- (7) أكدت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي على المرونة المالية للشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وهو ما يؤيد قبول الفرض الثالث لهذا البحث.
- (8) أكدت نتائج التحليل الإحصائي وجود تأثير سلبي معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين المرونة المالية وخطر انهيار أسعار أسهم الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، وهو ما يؤكد التأثير السلبي غير المباشر للتحفظ المحاسبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال المرونة المالية ويؤيد قبول الفرض الرابع لهذا البحث.

ثانياً: التوصيات

- في ضوء النتائج التي أسفرت عنها هذه الدراسة، توصي الباحثة بالآتي:
- (1) ضرورة تبني الشركات سياسات للرفع المالي المنخفض وتجنب مخاطر الرفع المالي المتزايد لغرض الحفاظ على مرونتها المالية في المستقبل، بما يزيد من قدرتها على مواجهة صدمات التدفق النقدي غير المتوقعة واغتنام فرص النمو.
 - (2) تكثيف جهود الجهات الرقابية والتنظيمية في مصر لضمان الإنضباط المؤسسي بتطبيق آليات حوكمة الشركات والعمل على تطويرها للحد من السلوكيات الانتهازية للمديرين وميلهم نحو حجب وتخزين الأخبار السيئة، بما يزيد من مصداقية وشفافية المعلومات الواردة بالتقارير المالية للشركات.
 - (3) قيام الهيئة العامة للرقابة المالية في مصر بالتعاون مع هيئة سوق المال بمبادرات تثقيفية تستهدف المديرين والمساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح فيما يتعلق بمخاطر السلوك الانتهازي للإدارة وأهمية ضبط مستويات المرونة المالية للشركات ورقابتها على نحو يحد من خطر انهيار أسعار الأسهم.
 - (4) مساهمة كليات التجارة في الجامعات المصرية في تنمية التثقيف المالي والإداري للطلاب من خلال إضافة مقررات تتناول المفاهيم الحديثة في علوم الإدارة المالية، ومنها المرونة المالية وغيرها من المفاهيم التي يمكن أن يكون لها دور في الحد من خطر انهيار أسعار الأسهم.

ثالثاً: مقترحات الأبحاث المستقبلية

فى ضوء النتائج التى توصلت إليها الباحثة، فإنها تقترح توجه الفكر المحاسبى لإجراء مزيد من الدراسات التى من شأنها تقديم تفسيرات إضافية بشأن أثر التحفظ المحاسبى على كل من المرونة المالية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، من خلال إدخال متغيرات تفسيرية جديدة لم تدخل فى نطاق الدراسة الحالية، ومنها على سبيل المثال لا الحصر:

- (1) أثر تفعيل آليات حوكمة الشركات على العلاقة بين التحفظ المحاسبى والمرونة المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- (2) أثر تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على مستوى التحفظ المحاسبى وانعكاس ذلك على المرونة المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
- (3) أثر تطبيق التحفظ المحاسبى على العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- (4) أثر العلاقة بين هيكل الملكية والتحفظ المحاسبى على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- (5) أثر التحفظ المحاسبى على جودة الأرباح المحاسبية وانعكاس ذلك على خطر انهيار أسعار الأسهم.
- (6) أثر القدرة الإدارية على العلاقة بين التحفظ المحاسبى وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- (7) أثر الخصائص التشغيلية للشركة على العلاقة بين التحفظ المحاسبى وخطر انهيار أسعار الأسهم.
- (8) أثر الروابط السياسية للشركات على العلاقة بين التحفظ المحاسبى وخطر انهيار أسعار الأسهم.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- ابراهيم، أرشد فؤاد؛ وناجي، رائد كاظم. 2015. أثر سعة المديونية والتدفقات النقدية الحرة في أداء الشركة: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. *المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية*. العدد (44): 37 – 71.
- الجارحي، فريد محرم فريد إبراهيم. 2016. العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية*. العدد الثاني: 439 – 491.
- الحنيطي، هناء محمد؛ والتميمي، أرشد فؤاد. 2017. المرونة المالية للشركة وتأثيرها في خيارات النمو: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية. *مجلة الميثاق للعلوم الاقتصادية والإدارية*. العدد الأول، المجلد (3): 11 – 35.
- السنيدى، مصطفى محمد جاسم. 2021. العلاقة بين التحفظ المحاسبي والفسل المالي: دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المساهمة العامة الصناعية الأردنية. *مجلة العلوم الاقتصادية*. العدد (60)، المجلد (16): 204 – 233.
- العايدى، ثروت مصطفى على. 2022. المخاطر المترتبة على التحفظ المحاسبي وانعكاسات ذلك على أسهم وقيمة المنشأة (دراسة نظرية تطبيقية). *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*. العدد الأول، المجلد (4): 515 – 553.
- النجار، جميل حسن. 2013. مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة اختبارية. *مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية*. العدد (11): 151 – 199.
- حمدان، علام محمد موسى. 2011. أثر التحفظ المحاسبي في تحسين جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. *مجلة دراسات العلوم الإدارية*. العدد الثاني، المجلد (38): 730 – 786.
- شتيوى، أيمن أحمد أحمد. 2010. تأثير مخاطر الدعاوى القضائية على ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات المتهمه بالتلاعب: بالتطبيق على سوق الأسهم المصرية. *مجلة الإدارة العامة*. العدد الرابع (50): 575 – 622.
- عرفة، نصر طه حسن. 2015. حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي والقرارات المالية. أدلة عملية من البيئة السعودية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*. العدد الثالث: 445 – 476.
- عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد. 2016. العلاقة بين التحفظ المحاسبي والتحفظ المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *الفكر المحاسبي*. العدد الثاني، المجلد (20): 169 – 311.

- غالى، أشرف أحمد محمد. 2022. قياس فعالية القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين على العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي وخطر الانهيار المستقبلي لأسعار الأسهم خلال جائحة: COVID-19 : دليل تطبيقي من البورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية. العدد الرابع، المجلد (13): 1 - 79.
- محمد، محمد جاسم. 2020. تفاعل مكونات المرونة المالية للمصارف: دراسة تحليلية لعينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2012 - 2016. *مجلة جامعة الأنبار للعلوم الإدارية والاقتصادية*. العدد (31)، المجلد (12): 65 - 90.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- Alkordi, A., M. Al-Nimer and M. Dabaghia. 2017. Accounting Conservatism and Ownership Structure Effect: Evidence from Industrial and Financial Jordanian Listed Companies. *International Journal of Economics and Financial Issues*. 7(2): 608-619.
- Almeida H., M. Campello and M. S. Weisbach. 2004. The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*. 59(4): 1777-1804.
- Artiach, T. C. and P. M. Clarkson. 2013. Conservatism, disclosure and cost of equity capital. *Australian Journal of Management*. 39(2): 1 - 41.
- Ayadin, O. A., C. Florackis and A. Ozkan. 2010. Financial flexibility, corporate investment and performance. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 42: 211 - 250.
- Bahadori, M., G. Talebnia and Z. Imani. 2015. A study on the Relationship between Financial Flexibility and Cash Policies of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*. 5(7): 138 - 143.
- Ball, R. and L. Shivakumar. 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*. 39(1): 83-128.
- Ball, R., A. Robin and G. Sadka. 2008. Is financial reporting shaped by debt markets or by equity markets? An international study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*. 13: 168-205.
- Barclay, M., F. Fu and C. W. Smith. 2012. Rational financial management: Evidence from seasoned equity offerings. *AFA 2010 Atlanta Meetings Paper*. Available at: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1099850.

- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 24(1997): 3 – 37.
- Beatty, A., J. Weber and J. J. Yu. 2008. Conservatism and Debt. *Journal of Accounting and Economics*. 45(2-3): 154-174.
- Beaver, W. H. and S. G. Ryan. 2005. Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*. 10 (2-3): 269 – 309.
- Biddle, G. C., L. Ma and F. Wu. 2012. Conditional Conservatism and the Cost of Equity Capital: Informational, Fundamental, and Behavioral Effects. *The HKU Scholars Hub - The University of Hong Kong*. Available at: <https://hub.hku.hk/handle/10722/169418>.
- Cao, H. H., J. D. Coval and D. Hirshleifer. 2002. Sidelined Investors, Trading-Generated News, and Security Returns. *The Review of Financial Studies*. 15(2): 615 - 648.
- Chan, A. and A. W. Hsu. 2013. Corporate pyramids, conservatism and cost of debt: Evidence from Taiwan. *The International Journal of Accounting*. 48(3): 390-413.
- Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. 2001. Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. *Journal of Financial Economic*. 61(3): 345-381.
- Chen, Z. 2021. The Impact of Cash Holding on Stock Price Crash Risk. *Advances in Economics, Business and Management Research*. 203: 1551 – 1562.
- Cheng, C. S. A., S. Li and E. X. Zhang. 2020. Operating cash flow opacity and stock price crash risk. *Journal of Accounting and Public Policy*. 39(3): 1 – 22.
- Cornetta, M. M., A. J. Marcus and H. Tehranian. Corporate governance and pay – for - performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics*. 87(2): 357 – 373.
- Dang, V. A., E. Lee, Y. Liu and C. Zeng. 2018. Corporate debt maturity and stock price crash risk. *European Financial Management*. 24(3): 451 – 484.
- De Anglo, H., L. De Anglo and T. M. Whited. Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*. 99(2): 235 – 261.

- DeAngelo, H., L. DeAngelo and T. M. Whited. 2011. Capital Structure Dynamics and Transitory Debt. *Journal of Financial Economics*. 99(2): 235 – 261.
- Denis, D. J. 2011. Financial flexibility and corporate liquidity. *Journal of Corporate Finance*. 17(3): 667– 674.
- Duchin, R. 2010. Cash Holdings and Corporate Diversification. *The Journal of Finance*. 65(3): 955-992
- Easton p. and J. Pae. 2004. Accounting conservatism and the relation between returns and accounting data. *Review of accounting studies*. (9): 495 – 521.
- Francis, B., I. Hassan and W. Wu. 2013. The benefits of conservative accounting to shareholders: evidence from the financial crisis. *Accounting Horizons*. 27(2): 319-345.
- Gigler, F., C. Kanodia, H. Saprà and R. Venugopalan. 2009. Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of Accounting Research*. 47(3): 767-797.
- Givoly, D. and C. Hayn. 2000. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*. 29(1): 287-320.
- Givoly, D., C. Hayn and A. Natarajan. 2007. Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review*. 82(1): 65–106.
- Guay, R. W. and R. E. Verrecchia. 2007. Conservative Disclosure. *Journal of Financial Reporting*. 3(1): 73 – 92.
- Guay, W. and R. Verrecchia. 2006. Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski (2006). *Journal of Accounting and Economics*. 42(1): 149-165.
- Habib, A., M. M. Hasan and H. Jiang. 2018. Stock price crash risk: Review of the empirical literature. *Accounting & Finance*. 58(2018): 211-251.
- Handoo, A. and K. Sharma. 2014. A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management Review*. 26(3): 170 – 182.
- Hao, D. Y., S. Ying-ying and Z. Tian-xi. 2020. CEO Tenure, Internal Control and Stock Price Crash Risk. *Journal of Central University of Finance & Economics*. 8(2020): 45 – 60.

- Herrmann, P. and S. Nadkarni. 2013. Managing strategic change: The duality of CEO personality. *Strategic Management Journal*. 35(9): 1318 – 1342.
- Hess, D. and P. Immenkotter. 2012. How Much Is Too Much? Debt Capacity and Financial Flexibility. Available at: <https://papers.ssrn.com>.
- Hong, H. and J. C. Stein. 2003. Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. *The Review of Financial Studies*. 16(2): 487-525.
- Hu, G. and Y. Wang. 2018. Political connections and stock price crash risk: The role of intermediary information disclosure. *China Finance Review International*. 8(2): 140 – 157.
- Hutton, A. P., A. J. Marcus and H. Tehranian. 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*. 94(1): 67-86.
- Ibrahim, A. A., M. Wang and D. H. Hailu. 2019. Accounting Conservatism and Cost of Debt of African Firms: Based on Ownership Structure. *Global Journal of Management and Business Research*. 19(7): 11 – 22.
- Ismail, T. and R. Elbolok. 2011. Do conditional and unconditional conservatism impact earnings quality and stock prices in Egypt? *Research Journal of Finance and Accounting*. 2(12): 7-21.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4): 305 – 360.
- Jia, H., Y. Zhu and X. Chen. 2023. Stock Repurchase and Stock Price Crash Risk. *Finance Research Letters*. 60 (2024): 1 -7.
- Jin, L. and S. C. Myers. 2006. R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*. 79(2): 257 – 292.
- Jing, Z., S. Lu, Y. Zhao and J. Zhou. 2023. Economic policy uncertainty, corporate investment decisions and stock price crash risk: Evidence from China. *Accounting & Finance*. 63(S1): 1477 – 1502.
- Kamarudin, K. A., A. Islam, A. Habib and Ismail, W. A. 2022. Auditor switching, lowballing and conditional conservatism: evidence from selected Asian countries. *Managerial Auditing Journal*. 37(2): 224 – 254.

- Kang, T., G. J. Lobo and M. C. Wolfe. 2017. Accounting Conservatism and Firm Growth Financed by External Debt: The Role of Debt Maturity. ***Journal of Accounting, Auditing & Finance***. 32(2): 182 – 208.
- Khan, M. and R. L. Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm year measure of accounting conservatism. ***Journal of Accounting and Economics***. 48(2-3): 132-150.
- Kim, J. B. and L. Zhang, 2016. Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. ***Contemporary Accounting Research***. 33(1): 412 – 441.
- Kim, J., L. Li, L. Y. Lu and Y. Yu. 2016. Financial statement comparability and expected crash risk. ***Journal of Accounting and Economics*** 61(2-3): 294 – 312.
- Kolker, K. 2013. Debt capacity for short - term financing in financial crisis. ***The Bonn Journal of Economics***. 2(1): 31 – 42.
- Kousenidis, D. V., A. C. Ladas and C. I. Negakis. 2014. Accounting conservatism quality of accounting information and crash risk of stock prices. ***The Journal of Economic Asymmetries***. 11(2014): 120 – 137.
- Krismiaji, K. and S. Sururi. 2021. Conservatism, earnings quality, and stock prices – Indonesian evidence. ***Journal of Accounting and Investment***. 22(1): 37-50.
- Lafond, R. and S. Roychowdhury. 2008. Managerial ownership and accounting conservatism. ***Journal of Accounting Research***. 46(1): 101 – 135.
- Lee, J. K. B. 2012. The role of accounting conservatism in firms' financial decisions. Available at: <https://www.researchgate.net>.
- Li, J., L. Wang, Z. Q. Zhou and Y. Zhang. 2021. Monitoring or tunneling? Information interaction among large shareholders and the crash risk of the stock price. ***Pacific-Basin Finance Journal***. 65: 1-20.
- Li, X., S. S. Wang and X. Wang. 2017. Trust and stock price crash risk: Evidence from China. ***Journal of Banking & Finance***. 76(C): 74 – 91.
- Lin, C. M., M. L. Chan, I. H. Chien and K. H. Li. 2018. The relationship between cash value and accounting conservatism: The role of controlling shareholders. ***International Review of Economics and Finance***. 55(2018): 233 – 245.

- Lyimo, G. D. 2014. Conditional Conservatism and its Effect on Earnings Quality and Stock Prices in Indian Capital Market. *European Journal of Business and Management*. 22(6): 98 -104.
- Mamashli, R. and V. Osku. 2016. The Effect of Unconditional Conservatism, Institutional Ownership and Size of Institute Auditor on Stock Price. *International Journal of Management, Accounting and Economics*. 9(3): 498 – 508.
- Marchica, M. T. and R. Mura. 2010. Financial flexibility, investment ability, and firm value: evidence from firms with spare debt capacity. *Financial management*. 39(4): 1339 – 1365.
- Marzuki, M. M. and E. A. Abdul Wahab. 2018. International financial reporting standards and conservatism in the Association of Southeast Asian Nations countries: Evidence from Jurisdiction Corruption Index. *Asian Review of Accounting*. 26(4): 487 – 510.
- Mckee, T.E. 2015. Earnings Management: An Executive Perspective. Mason, Ohio, Thomson.
- Michael, A., D. Giacomino and J. L. Gissel. 2007. Earnings Management and Its Implications. *The CPA Journal*. 77 (8): 64 – 68.
- Nguyen, Q. K. and V. C. Dang. 2023. Does the financial flexibility prevent stock price crash risk during COVID-19 crisis? Evidence from the Vietnamese stock market. *Heliyon*. 9(2023): 1 -13.
- Nianhang, X., J. Xuanyu, C. Kam and Y. Zhihong. 2013. Analyst coverage, optimism, and stock price crash risk: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*. 25(c): 217 – 239.
- Noh, M., J. Park and S. Yoo. 2023. Strategic emphasis and accounting conservatism. *Managerial Finance*. 29(3): 443 – 469.
- Obayelu, A. E., S. E. Edewor and A. O. Ogbe. 2021. Trade effects, policy responses and opportunities of COVID 19 outbreak in Africa. *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*. 14(1): 44 – 59.
- Park, S. Y. and H. Jung. 2017. The Effect of Managerial Ability on Future Stock Price Crash Risk: Evidence from Korea. *Sustainability*. 9(12): 1- 17.
- Penman, S. H. and X. J. Zhang. 2002. Accounting Conservatism, the Quality of earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*. 77(2): 237-264.

- Roychowdhury, S. and R. L. Watts. 2007. Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. ***Journal of Accounting and Economics***. 44(2-1): 2-31.
- Roychowdhury, S. 2010. Discussion of: Acquisition profitability and timely loss recognition by J. Francis and X. Martin. ***Journal of Accounting and Economics***. 49 (1-2): 179-183.
- Saleh, M., M. Hematfar and P. Khazaei. 2012. A study of the relationship between conservatism and capital cost of listed companies. Some Iranian evidences. ***Australian Journal of Basic and Applied Sciences***. 6(2): 1-8.
- Schroder, R.G., M. W. Clark and J. M. Cathey. 2005. Financial Accounting Theory and Analysis, Text Reading and Cases. (8th ed). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Scott, B., Pitman, M. (2005). Auditors and Earnings Management. Retrieved June 2011, Available at: www.nysscpa.org.
- Shen, H.H. and P. Yu. 2012. State Ownership, Environment Uncertainty and Investment Efficiency. ***Journal of Economic Research***. 7: 113-126.
- Su, Kun and V. Song. 2021. Social trust, corporate governance, and stock price crash risk: Evidence from China. ***Bulletin of Economic Research***. 74(4): 923 – 1162.
- Su, L., E. Homapour, F. Caraffini and F. Chiclana. 2022. An Empirical Investigation of Multinationality and Stock Price Crash Risk for MNCs in China. ***Mathematics - MDPI***. 10(19): 1 – 12.
- Wang, C., C. C. Lee and L. T. Wu. 2023. The relationship between cash flow uncertainty and extreme risk: International evidence. ***Pacific-Basin Finance Journal***. 77(2023): 1- 28.
- Wang, Q., X. Li and Q. Liu. 2020. Empirical research of accounting conservatism, corporate governance and stock price collapse risk based on panel data model. ***Connection Science***. 33(4): 995 – 1010.
- Waqas, A. and D. A. Siddiqui. 2021. How Does the Accounting Conservatism Affect the Stock Price Crash Risk in Pakistan: The Complementary Role of Managerial and Institutional Ownership? ***Journal of Accounting and Finance in Emerging Economies***. 7(3): 607 – 621.

- Wara, R. K. 2015. The Relationship between Financial Flexibility and Dividend Payouts: A Case of Listed Firms in Kenya. *European Journal of Business and Management*. 7(3): 51 – 58.
- Watts, R. and L. Zuo. 2012. Accounting conservatism and firm value: Evidence from the global financial crisis. *SSRN Electronic Journal*. Available at: <https://www.researchgate.net>.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting horizons*. 17 (3): 207-221.
- Xiong, J. C and Y. Ying. 2016. Stock Liquidity, Business Investment and Capital Allocation Efficiency: Empirical Evidences from Chinese Listed Companies. *Journal of Jiangxi University of Finance and Economics*.
- Xu, N., K. C. Chan, X. Jiang and Z. Yi. 2013. Do star analysts know more firm-specific information? Evidence from China. *Journal of Banking & Finance*. 37(1): 89 – 102.
- Yeung, W. H. and C. Lento. 2018. Ownership structure, audit quality, board structure, and stock price crash risk: Evidence from China. *Global Financial Journal*. 37(August): 1 – 24.
- Yeung, W. H. and C. Lento. 2018. Stock price crash risk and unexpected earnings thresholds. *Managerial Finance*. 44(8): 1012-1030.
- Yu, J. and D. Mai. 2020. Political turnover and stock crash risk: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*. 61(June). 1-21.
- Zhang, H., Z. Zhang, Z. and E. Steklova. 2020. Do companies need financial flexibility for sustainable development? *Sustainability*. 12(5): 1- 14.
- Zhang, M., Y. Liu, L. Xie, and T. Ye. 2017. Does the cutoff of “red capital” raise a red flag? Political connections and stock price crash risk. *The North American Journal of Economics and Finance*. 39(c): 89-109.
- Zhang, X., S. Gao and Y. Zeng. 2019. An empirical study of the relationship between accounting conservatism and executive compensation-performance sensitivity. *International Journal of Accounting & Information Management*. 27(1): 130 – 15.
- Zhu, W. 2016. Accruals and price crashes. *Review of Accounting Studies*. 21(2): 349–399.

ملاحق البحث

ملحق قائمة شركات عينة البحث والقطاعات التي تنتمي إليها

No.	Identifier RIC	Company Name	GICS Sector Name
1	ACGC.CA	Arabia Cotton Ginning Co SAE	Consumer Discretionary
2	AIVC.CA	Al Arafa for Investment and Consultancies SAE	Consumer Discretionary
3	APSW.CA	Unirab Polvara Spinning and Weaving Co SAE	Consumer Discretionary
4	AUTO.CA	GB Auto SAE	Consumer Discretionary
5	CAED.CA	Cairo for Educational Affairs SAE	Consumer Discretionary
6	CIRA.CA	Cairo for Investment and Real Estate Development SAE	Consumer Discretionary
7	DSCW.CA	Dice Sports and Casual Wear SAE	Consumer Discretionary
8	EITP.CA	Egyptian Co for International Touristic Projects SAE	Consumer Discretionary
9	ELWA.CA	El Wadi for International and Investment Development SAE	Consumer Discretionary
10	GPPL.CA	Golden Pyramids Plaza SAE	Consumer Discretionary
11	GTWL.CA	Golden Textiles and Clothes Wool SAE	Consumer Discretionary
12	KABO.CA	El Nasr Clothing and Textiles Company SAE	Consumer Discretionary
13	MFSC.CA	Egypt Free Shops Company SAE	Consumer Discretionary
14	MHOT.CA	Misr Hotels Company SAE	Consumer Discretionary
15	MTIE.CA	MM Group for Industry and International Trade SAE	Consumer Discretionary
16	ORHD.CA	Orascom Development Egypt SAE	Consumer Discretionary
17	ORWE.CA	Oriental Weavers Carpet Co SAE	Consumer Discretionary
18	PHTV.CA	Pyramisa Hotels and Resorts SAE	Consumer Discretionary
19	PRCL.CA	General Company for Ceramic and Porcelain Products SAE	Consumer Discretionary
20	RMTV.CA	Rowad Misr for Tourism Investment Co SAE	Consumer Discretionary
21	ROTO.CA	Rowad Tourism Company SAE	Consumer Discretionary
22	RTVC.CA	Remco Tourism Villages Construction SAE	Consumer Discretionary
23	SCTS.CA	Suez Canal Company for Technology Settling SAE	Consumer Discretionary
24	SDTI.CA	Sharm Dreams Company For Touristic Investment SAE	Consumer Discretionary
25	SPHT.CA	El Shams Pyramids Co for Hotels and Touristic Projects SAE	Consumer Discretionary
26	SPIN.CA	Alexandria Spinning & Weaving Co	Consumer Discretionary
27	TRTO.CA	Trans Oceans Tours SAE	Consumer Discretionary
28	ADPC.CA	Arab Dairy Products Company SAE	Consumer Staples
29	AFMC.CA	Alexandria Flour Mills and Bakeries Co SAE	Consumer Staples
30	AJWA.CA	Ajwa for Food Industries Co Egypt SAE	Consumer Staples
31	CEFM.CA	Middle Egypt Flour Mills Co SAE	Consumer Staples
32	COSG.CA	Cairo for Oil and Soap Co SAE	Consumer Staples

33	DOMT.CA	Arabian Food Industries Company SAE	Consumer Staples
34	EAST.CA	Eastern Company SAE	Consumer Staples
35	EDFM.CA	East Delta Flour Mills Co SAE	Consumer Staples
36	EFID.CA	Edita Food Industries SAE	Consumer Staples
37	ELNA.CA	El Nasr for Manufacturing Agricultural Crops SAE	Consumer Staples
38	EPCO.CA	Egypt Poultry Company SAE	Consumer Staples
39	ESGI.CA	Egyptian Starch and Glucose Manufacturing Co SAE	Consumer Staples
40	IFAP.CA	International Co for Agricultural Corps SAE	Consumer Staples
41	INFI.CA	Ismailia National Company for Food Industries SAE	Consumer Staples
42	ISMA.CA	Ismailia Misr Poultry Co SAE	Consumer Staples
43	JUFO.CA	Juhayna Food Industries SAE	Consumer Staples
44	MILS.CA	North Cairo Flour Mills Company SAE	Consumer Staples
45	MOSC.CA	Misr Oils and Soap Co SAE	Consumer Staples
46	MPCO.CA	Mansoura Poultry Co SAE	Consumer Staples
47	NEDA.CA	North Upper Egypt Development and Agricultural Production Co SAE	Consumer Staples
48	OLFI.CA	Obour Land for Food Industries	Consumer Staples
49	POUL.CA	Cairo Poultry Company SAE	Consumer Staples
50	SCFM.CA	South Cairo and Giza Mills and Bakeries SAE	Consumer Staples
51	SNFC.CA	Sharkia National Company for Food Security SAE	Consumer Staples
52	SUGR.CA	Delta Sugar Co SAE	Consumer Staples
53	UEFM.CA	Upper Egypt Flour Mills SAE	Consumer Staples
54	WCDF.CA	Middle and West Delta Flour Mills SAE	Consumer Staples
55	ZEOT.CA	Extracted Oil and Derivatives Co SAE	Consumer Staples
56	ADCI.CA	Arab Drug Company for Pharmaceuticals and Chemical Industries SAE	Health Care
57	AMES.CA	Alexandria Medical Services New Medical Center Alexandria SAE	Health Care
58	AXPH.CA	Alexandria Company for Pharmaceuticals and Chemical Industries SAE	Health Care
59	BIOC.CA	GlaxoSmithKline SAE	Health Care
60	CLHO.CA	Cleopatra Hospital SAE	Health Care
61	CPCI.CA	Kahira Pharmaceuticals and Chemical Industries Co	Health Care
62	ISPH.CA	Ibnsina Pharma Co SAE	Health Care
63	MIPH.CA	Minapharm Pharmaceuticals SAE	Health Care
64	MPCI.CA	Memphis Pharmaceuticals and Chemical Industries SAE	Health Care
65	NINH.CA	Nozha International Hospital SAE	Health Care
66	NIPH.CA	El Nile Company for Pharmaceuticals and Chemical Industries SAE	Health Care
67	OCPH.CA	October Pharma For Pharmaceutical Industries SAE	Health Care
68	PHAR.CA	Egyptian International Pharmaceutical Industries	Health Care

		Company SAE	
69	RMDA.CA	Tenth of Ramadan for Pharmaceutical and Diagnostic Reagents Company SAE	Health Care
70	SIPC.CA	Sabaa International Company for Pharmaceutical & Chemical Industries SAE	Health Care
71	ACRO.CA	Acrowmiser for Metallic Scaffoldings and Frameworks SAE	Industrials
72	AITG.CA	Assiut Islamic National Trade and Development SAE	Industrials
73	ALCN.CA	Alexandria Container and Cargo Handling Company SAE	Industrials
74	ARVA.CA	Arab Valves Co SAE	Industrials
75	CERA.CA	Arab Ceramic Co SAE	Industrials
76	CSAG.CA	Canal Shipping Agencies Co SAE	Industrials
77	DAPH.CA	Development and Engineering Consultants Co SAE	Industrials
78	ECAP.CA	Al Ezz Ceramic and Porcelain Co SAE	Industrials
79	EEII.CA	Arab Engineering Industries SAE	Industrials
80	ELEC.CA	Electro Cable Egypt Co SAE	Industrials
81	ETRS.CA	Egyptian Transport and Commercial Services Co SAE	Industrials
82	GSSC.CA	General Company for Silos and Storage SAE	Industrials
83	LCSW.CA	Lecico Egypt SAE	Industrials
84	NCCW.CA	Nasr Company for Civil Works SAE	Industrials
85	NCGC.CA	Nile Cotton Ginning SAE	Industrials
86	NRPD.CA	National Real Estate Bank for Development SAE	Industrials
87	RAYA.CA	Raya Holding for Financial Investment SAE	Industrials
88	SMPP.CA	Shorouk for Modern Printing and Packaging SAE	Industrials
89	SWDY.CA	El Sewedy Electric Co SAE	Industrials
90	UEGC.CA	El-Saeed Contracting & Real Estate Investment Co	Industrials
91	WKOL.CA	Wadi Kom Ombo for Land Reclamation Co SAE	Industrials
92	ABUK.CA	Abu Qir Fertilizers and Chemical Industries Co SAE	Materials
93	ALUM.CA	Arab Aluminum Company SAE	Materials
94	AMOC.CA	Alexandria Mineral Oils Co SAE	Materials
95	ARCC.CA	Arabian Cement Company SAE	Materials
96	ASCM.CA	ASEC Co for Mining SAE	Materials
97	ATQA.CA	Misr National Steel SAE	Materials
98	DTPP.CA	Delta Co for Printing and Packaging SAE	Materials
99	EFIC.CA	Egyptian Financial & Industrial SAE	Materials
100	EGAL.CA	Egypt Aluminum Company SAE	Materials
101	EGCH.CA	Egyptian Chemical Industries SAE	Materials
102	EKHO.CA	Egypt Kuwait Holding Co SAE	Materials
103	ENGC.CA	Industrial Engineering Co for Construction and Development SAE	Materials
104	ESRS.CA	Ezz Steel Co SAE	Materials

105	IRAX.CA	Al Ezz Dekheila Steel Company Alexandria SAE	Materials
106	IRON.CA	Egyptian Iron & Steel Company SAE	Materials
107	KZPC.CA	Kafr El Zayat Pesticides and Chemicals Co SAE	Materials
108	MBSC.CA	Misr Beni Suef Cement Co SAE	Materials
109	MCQE.CA	Misr Cement Company SAE	Materials
110	MEPA.CA	Medical Packaging Co SAE	Materials
111	MFPC.CA	Misr Fertilizers Production Co SAE	Materials
112	MICH.CA	Misr Chemical Industries Co SAE	Materials
113	NCEM.CA	National Cement Co SAE	Materials
114	PACH.CA	Paints and Chemical Industries Co SAE	Materials
115	RAKT.CA	General Company for Paper Industry SAE	Materials
116	RUBX.CA	Rubex for Plastic Manufacturing Co SAE	Materials
117	SCEM.CA	Sinai Cement Co SAE	Materials
118	SKPC.CA	Sidi Kerir Petrochemicals Company SAE	Materials
119	SMFR.CA	Samad Misr SAE	Materials
120	SVCE.CA	South Valley Cement Co SAE	Materials
121	TORA.CA	Egyptian Tourah Portland Cement Co SAE	Materials
122	AMER.CA	Amer Group Holding Co SAE	Real Estate
123	ARAB.CA	Arab Developers Holding	Real Estate
124	AREH.CA	Real Estate Egyptian Consortium SAE	Real Estate
125	CCRS.CA	Gulf Canadian Company for Arab Real Estate Investment SAE	Real Estate
126	DCRC.CA	Delta Co for Construction and Rebuilding SAE	Real Estate
127	EALR.CA	Arab Co for Land Reclamation SAE	Real Estate
128	EGTS.CA	Egyptian Resorts Co SAE	Real Estate
129	EHDR.CA	Egyptians for Housing & Development Reconstruction Company SAE	Real Estate
130	EIUD.CA	Egyptians for Investment and Urban Development SAE	Real Estate
131	ELKA.CA	Cairo for Housing and Development Co SAE	Real Estate
132	ELSH.CA	El Shams Housing and Urbanization Co SAE	Real Estate
133	EMFD.CA	Emaar Misr for Development SAE	Real Estate
134	GGCC.CA	Giza General Contracting and Real Estate Investment Co SAE	Real Estate
135	GIHD.CA	Islamic Gharbia Co for Developed Buildings SAE	Real Estate
136	HELI.CA	Heliopolis Company for Housing and Development SAE	Real Estate
137	MENA.CA	Mena for Touristic and Real Estate Investment Co SAE	Real Estate
138	MNHD.CA	Madinet Nasr for Housing and Development SAE	Real Estate
139	NHPS.CA	National Company for Housing for Professional Syndicates SAE	Real Estate

140	OCDI.CA	Sixth of October Development and Investment Co SAE	Real Estate
141	PHDC.CA	Palm Hills Developments	Real Estate
142	RREI.CA	Arab Real Estate Investment Co SAE	Real Estate
143	TMGH.CA	Talaat Mostafa Group Holding Co SAE	Real Estate
144	UNIT.CA	United Company for Housing and Development SAE	Real Estate
145	ZMID.CA	Zahraa Maadi Investment and Development SAE	Real Estate