(أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تحليلية على مستوى القطاعات للشركات المقيدة في البورصة المصرية)

د/ نسمة محمود محمود أبو العنين

قسم المحاسبة
كلية التجارة- جامعة دمياط

dr_nesma9@du.edu.eg

د/ منى أحمد أحمد شميس

قسم المحاسبة
كلية الإدارة - جامعة الدلتا للعلوم والتكنولوجيا

mona.shmeis@deltauniv.edu.eg

د/ محمد زكي بلبوله

قسم المحاسبة
كلية الإدارة - جامعة الدلتا للعلوم والتكنولوجيا

Mohamed.zaky@deltauniv.edu.eg

الملخص

هدفت الدراسة إلى قياس أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مع عمل دراسة تحليلية على مستوى القطاعات للشركات المقيدة في البورصة المصرية، وذلك بسبب اختلاف خصائص كل قطاع، واختلاف العوامل المؤثرة على كل قطاع، وقد تم تطبيق الدراسة على 75 شركة مقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من 2018 الى 2023، بإجمالي عدد مشاهدات 450 مشاهدة مقسمة على سبعة قطاعات مختلفة، وقد تم استخدام مجموعة من التحليلات الإحصائية مثل التحليلات الوصفية، واختبار Durbin-Waston ، معامل تضخم التباين(Variance Inflation Factor (VIF ، ثم تم اختبار الفروض باستخدام الانحدار بطريقة المربعات الصغرى(Ordinary Least Squares OLS) ، وقد تم عمل التحليلات الأساسية باستخدام طريقة الانحراف الشرطي السلبي للعائدات الأسبوعية عند حساب خطر انهيار أسعار الأسهم، ثم تم عمل تحليلات متانة Robustness Check للتحقق من استقرار وموثوقية النتائج التي تم الحصول عليها في التحليل الأساسي، وذلك بتغيير طرق قياس خطر انهيار أسعار الأسهم حيث تم استخدام طريقة كلاً من التقلب من الهبوط إلى الصعود، و الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة.

توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين إدارة تبويب التدفقات النقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك عندما تم دراسة هذه العلاقة لعينة الدراسة بشكل إجمالي، ولكن عندما تم تحليل تلك العلاقة في كل قطاع من القطاعات المختلفة في عينة الدراسة؛ اتضح وجود علاقة عكسية معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية كمؤشر لإدارة تبويب التدفقات النقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم في كل من قطاعي؛ الموارد الأساسية، والمنسوجات والسلع المعمرة، كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية معنوية بين التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية المتوقعة وخطر انهيار أسعار الأسهم في قطاع الرعاية الصحية والأدوية، وهذا ما دفع الباحثون في الدراسة الحالية إلى عمل تحليلات إضافية لاستنتاج تفسير موضوعي لتضارب النتائج بين القطاعات المختلفة، وتوصل الباحثون إلى عدم وجود ارتباط سلبي بين التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية وصافي التدفقات النقدية الاستثمارية والتمويلية في قطاع الصحة مثل باقي القطاعات، مما أعطى تفسيرًا أن التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية في قطاع الصحة قد تعود لإدارة الأرباح الحقيقية، والذي يسهل اكتشافه بالمقارنة بإدارة التبويب كما توصلت بعض الدراسات السابقة.

توفر هذه النتائج دلالات جوهرية للجهات التنظيمية والمستثمرين، حيث تؤكد على ضرورة التحليل القطاعي عند تقييم ممارسات إدارة تبويب التدفقات النقدية وآثارها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. علاوة على ذلك، تسلط الضوء على أهمية تعزيز الرقابة التنظيمية في القطاعات الأكثر عرضة لهذه الممارسات، كما تمكّن المستثمرين من فهم أعمق للمخاطر الكامنة، مما يساهم في اتخاذ قرارات استثمارية أكثر دقة واستراتيجية.

الكلمات المفتاحية

إدارة تبويب التدفقات النقدية التشغيلية، خطر انهيار أسعار الأسهم، التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية المتوقعة.

The Effect of Cash Flow Classification Shifting on Stock Price Crash Risk: A Sector-Based Analysis of Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange

Dr. Nesma Mahmmoud Mahmmoud Abou Elenen
Department of Accounting, Damietta University
dr_nesma9@du.edu.eg

Dr. Mona Ahmed Ahmed Shemes
Department of Accounting, Delta University for Science and Technology
mona.shmeis@deltauniv.edu.eg

Dr. Mohamed Zaki Balboula
Department of Accounting, Delta University for Science and Technology
Mohamed.zaky@deltauniv.edu.eg

Abstract

This study examines the effect of Cash Flow Classification Shifting on Stock Price Crash Risk, conducting a sector-level analysis of companies listed on the Egyptian Stock Exchange (EGX). Given the differences in sectoral characteristics and influencing factors, the study analyzes 75 listed companies from 2018 to 2023, with 450 firm-year observations across seven sectors. Statistical analyses include descriptive analysis, the Durbin-Watson test, and the Variance Inflation Factor (VIF) to check for multicollinearity. Ordinary Least Squares (OLS) regression was employed to test the hypotheses, with negative conditional return skewness as the primary measure of stock price crash risk. Robustness checks were conducted using alternative measures such as down-to-up volatility and the difference between negative and positive return sequences. The results show no significant relationship between Cash Flow Classification Shifting and stock price crash risk in the overall sample. However, at the sectoral level, a negative relationship was found in the Basic Resources and Textiles & Durable Goods sectors, while a positive relationship emerged in the Healthcare & Pharmaceuticals sector.

Further analysis suggests that, unlike other sectors, the Healthcare sector lacks a negative correlation between abnormal operating cash flows and net investment and financing cash flows, implying that real earnings management—rather than classification shifting—may be driving abnormal operating cash flows in this sector. These findings yield critical implications for regulators and investors by underscoring the necessity of sector-specific analysis in evaluating cash flow classification shifting practices and their implications for stock price crash risk. Moreover, they highlight the imperative for enhanced regulatory oversight in sectors most susceptible to such practices, while equipping investors with a deeper understanding of the inherent risks, thereby facilitating more sophisticated and strategic investment decision-making.

Keywords: Cash Flow Classification, Stock Price Crash Risk, Abnormal Operating Cash Flows

1. المقدمة

يعد الهدف الأساسي من التقارير المالية المنشورة من قبل الوحدات الاقتصادية هو توصيل معلومات ذات أهمية نسبية فيما يتعلق بالوضع المالي الحقيقي للشركة (IASB, 2018)، وتعد تلك التقارير من أهم مصادر المعلومات لأصحاب المصالح حيث تساعدهم على اتخاذ القرارات الاقتصادية الرشيدة التي تحقق مصالحهم (حسين، 2024) ، وذلك لما تتميز به من أهمية لما توفره من معلومات محاسبية جوهرية؛ حيث تبرز المركز المالي والتغيرات فيه ونتائج الأعمال للشركات بصورة دورية منتظمة بهدف توصيل تلك المعلومات الى مستخدميها، ومن أبرز ما تشمله هذه التقارير؛ قائمة التدفقات النقدية لما لها من أهمية كبيرة لإيضاح مدى فشل أو استمرار الوحدة الاقتصادية على المدى الطويل، وتفيد المعلومات عن التدفقات النقدية لأية منشأة في إمداد مستخدمي القوائم المالية بأساس لتقييم قدرة المنشأة على توليد نقدية وما في حكمها واحتياجات المنشأة لتوظيف هذه التدفقات النقدية (المعيار المحاسبي المصري رقم "4")، وبالتالي يُعتقد أن نجاح الوحدات في إدارة تدفقاتها النقدية له دور أساسي في المحافظة على القيمة السوقية المرتفعة لأسهمها مما تزيد من قيمة الوحدة السوقية، كما يمكن لقائمة التدفقات النقدية أن تقدم معلومات عن المخاطر المحتملة التي قد تهدد قابلية الشركة للاستمرار، ويمكن أن تؤدي المشاكل في إدارة التدفقات النقدية إلى فشل الأعمال أو حتى الإفلاس، وتُمكن إدارة التدفقات النقدية الفعالة الشركات من الحصول على أقصى قدر من الفوائد من مواردها الاقتصادية؛ لذا فان التدفقات النقدية -وتحديدًا التدفقات النقدية التشغيلية-تعتبر مقاييس راسخة لتقييم الأعمال (Damodaran, 2011)، كما يمكن النظر إليها على أنها أحد الأسس المهمة في تحديد قيمة السهم لذلك فنجاح الشركة في إدارة تدفقاتها النقدية له دور في زيادة أرباح الشركة وتحسين القيمة السوقية لأسهمها وذلك بسبب العلاقة الطردية بين صافي التدفقات النقدية والقيمة السوقية لأسهم الشركة (جياد، 2020).

وتعد الطريقة التي تفصح بها الشركة عن المعلومات ضمن قوائمها المالية ذات أهمية كبيرة في توصيل المعلومات المالية للمستخدمين لاتخاذ قراراتهم بصفتهم مقدمي راس المال والتنبؤ بالوضع المستقبلي للشركة كما أن عدم عرض المعلومات في القوائم المالية بصورة ملائمة أو استغلال الإدارة لخيارات العرض وفقا للمرونة التي توفرها المعايير المحاسبية يمكن أن تحد من فهم المستخدمين للعلاقة بين القوائم المالية للشركة ونتائجها المالية (محمود، 2023). علاوة على ذلك، فان مرونة المعايير المحاسبية تتيح الفرصة لذلك، حيث تقوم الإدارة باستخدام هذه المرونة عمدًا في اختيار ما إذا كانت ستصنف عناصر التدفقات النقدية على أنها تشغيلية أو غير تشغيلية لتصوير الصورة المطلوبة للشركة (Hassaan and Abdallah, 2024)، ويدعم هذا Maciel et al.(2019) حيث يؤكدون على إمكانية استخدام إدارة الشركة بشكل انتهازي لمرونة تبويب التدفق النقدي لتكييف عرض قائمة التدفقات النقدية مع حالة الشركة، وعلى الرغم من أن إجمالي التدفق النقدي الصافي يظل دقيقًا، إلا أن الإجماليات الفرعية في قائمة التدفقات النقدية قد تكون غير صحيحة. وبالتالي، من المرجح أن تكون مقاييس الأداء المالي القائمة على التدفق النقدي الصافي من الأنشطة التشغيلية أو الاستثمارية أو التمويلية مضللة، ويمكن تفسير هذا الموقف بشكل أفضل من خلال نظرية الخيارات المحاسبية Accounting Choices Theory، والتي تبحث في الأسباب التي تجعل الشركات تختار طرق محاسبية معينة، وتعتمد هذه النظرية على فكرة أن المديرين يتخذون قرارات محاسبية تؤثر على أداء الشركة المعلن عنه، وذلك لتحقيق أهداف معينة مثل زيادة قيمة السهم.

إن جودة المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية التشغيلية أمر بالغ الأهمية لتقييم أداء الشركة وتزداد أهميته للمشاركين في السوق بمرور الوقت (Barth et al., 2023; Schilit and Perler, 2002)، ولقد أشارت بعض الدراسات (DeFond and Hung, 2007; Brown et al., 2013) إلى أن الشركات قد تحصل على رد فعل إيجابي في أسعار أسهمها عندما تعلن عن تدفقات نقدية غير متوقعة (مفاجآت التدفق النقدي)، ولكن في بعض الأحيان تتعمد الشركات إدارة تبويب التدفقات النقدية لتحقيق هدف معين، وخلال ذلك يتم تحويل العناصر من نشاط إلى آخر، مع الحفاظ على ثبات صافي الربح والتدفقات النقدية الإجمالية (Lee, 2012)، ويعد تعمد إدارة التبويب Classification Shifting استراتيجية إعداد تقارير معدة جيداً لإخفاء بعضاً من الأخبار السيئة وتعزيز أداء الأرباح الأساسية للشركة مقارنة بأدوات إدارة الأرباح الأخرى (Abernathy et al. 2014) . ويرى Schilit and Perler, (2010) أن التلاعب بالتدفقات النقدية من خلال تعمد إدارة تبويب بنود قائمة التدفقات النقدية قد زاد في الفترة الحالية.

ويري Nagar and Sen, (2014) أنه بالمقارنة مع إدارة تبويب قائمة الدخل؛ فإن إدارة تبويب قائمة التدفقات النقدية ليس له تأثير على التدفقات النقدية المستقبلية، فضلاً عن كونه أسهل وينطوي على تكلفة منخفضة وأكثر صعوبة في اكتشافه من قبل المراجعين، ومن المرجح أن يشجع هذا الإدارة على استخدام استراتيجيات إعادة تبويب التدفقات النقدية للمبالغة في تقدير التدفقات النقدية التشغيلية (Hassaan and Abdallah, 2024). أي أنه يتوافر لدى المدراء حوافز لإدارة التدفقات النقدية (Lauricella, 2008; Lee, 2012) وهو ما يؤدي بدوره إلى زيادة غموض تقارير الشركة.

ولقد أشار Behn et al. (2013) أن استخدام إدارة تبويب التدفقات النقدية يكون أكثر عندما لا تتمكن الشركات من الانخراط في إدارة الأرباح الحقيقية بسبب ظروف معينه. كما أشارت دراسة محمود، (2020) أن ممارسات إدارة تبويب بنود القوائم المالية لا تترك أثرا على صافى الربح النهائي بقائمة الدخل كذلك لا تؤثر على رصيد إجمالي التدفقات النقدية وإنما هي حركة رأسية لبنود القوائم المالية لتضخيم البنود التي لها طبيعة الاستمرار والتي يركز مستخدم المعلومات المحاسبية عليها في تقييم الشركات أو بهدف التأثير على دوافع سوق رأس المال بما يتضمنه من مستثمرين ومحللين ماليين فضلاً عن مانحي الائتمان كما أنها تمثل فرصه حقيقية متاحة للمديرين للتلاعب لتتوافق مع توقعات المستثمرين والمحللين الماليين وتجنب فرض عقوبات نتيجة لانخفاض الأرباح التشغيلية .

2. مشكلة الدراسة:

تعد الأسهم من أكثر الاستثمارات شيوعاً بين المستثمرين، ولكي يحقق المستثمرون أرباحاً مرضية في مجال الأسهم فإن هذا يتطلب دراسة حركتها في فترة سابقة وملاحظة هذه الحركة حالياً والتنبؤ بالحركة المستقبلية، ولهذا الغرض تم استخدام عدد من الأساليب المعروفة بالتحليل الأساسي والفني للمعلومات المتعلقة بالأسهم (Sabri et al., 2020)، ويعد خطر انهيار أسعار الأسهم من الموضوعات التي تلقى اهتمامًا متزايداً من جانب العديد من الدراسات في السنوات الأخيرة، وكذلك من جانب المتعاملين في الأسواق المالية (Wu et al., 2021; Garg et al., 2022; Xiao, 2023)، وذلك بسبب الآثار السلبية الناتجة عن انهيار أسعار الأسهم والمتعلقة بقيمة الشركة وثروة المستثمرين واستقرار الأسواق المالية وانخفاض كفاءتها، ويشير انهيار أسعار الأسهم إلى انخفاض سعر سهم شركة واحدة أو مؤشر السوق بشكل مفاجئ وبصورة كبيرة دون الإفصاح عن ذلك، ومن شأنه أن يتسبب في إلحاق أضرارًا كبيرة بمصالح المساهمين، ويقلل من الثروة الخاصة للمستثمرين، علاوة على ذلك يخفض من ثقتهم في سوق رأس المال بصفة خاصة وأضرار كبيرة للاقتصاد بصفة عامة (حسين ، 2024; Hassaan and Abdallah, 2024)، ومن أسباب حدوث مخاطر انهيار أسعار الأسهم هو الرغبة لدى الإدارة في إخفاء المعلومات السلبية أو تأخير الإفصاح عنها لأطول فترة ممكنة مما يجعل التقارير المالية تتسم بالغموض Opacity (Wang, et al., 2022) ، ويمكن أن تُعزى مخاطر الانهيار إلى عوامل خاصة بخصائص الشركة نفسها، مثل غموض التدفقات النقدية(Sunder, 2010) ، فغموض التدفقات النقدية لديه القدرة على التأثير على مخاطر إنهيار أسعار الأسهم لأنه يمكن أن يسهل على الإدارة إخفاء الأخبار السيئة وتحويل الموارد (Cheng et al., 2020)، وذلك باعتبار التدفقات النقدية مصدرًا بالغ الأهمية للمعلومات الخاصة بالشركة، حيث أن التدفقات النقدية تعطي المشاركين في السوق معلومات عن قدرة المنشأة على توليد نقدية وما في حكمها واحتياجات المنشأة لتوظيف هذه التدفقات النقدية، وعندما تتراكم مثل هذه الأخبار السيئة لفترة طويلة جدًا ثم عند نقطة زمنية معينة يتم الإفصاح عنها دفعة واحدة، وعند وصول تلك المعلومات لسوق الأوراق المالية يزداد احتمال حدوث انهيار في أسعار الأسهم (e.g., Jin and Myers, 2006; Hutton et al., 2009; Mahmoodabadi et al., 2017; Li and Liu, 2023; Liu, et al.,2023)،

ويستند هذا على نظرية (Jin and Myers, 2006)، والتي توضح أن الإدارة، التي تتمتع بسلطة التحكم في تدفق المعلومات، تميل إلى إخفاء المعلومات (المعلومات السلبية عادةً) على المدى الطويل لأسباب مختلفة. وبالتالي، تتراكم المعلومات السلبية للشركة على مر السنين، وعندما لا يمكن إخفاء المعلومات السلبية، يتم إطلاقها في سوق رأس المال على الفور، مما يؤدي إلى حدوث انهيار لأسعار أسهم الشركة (Hutton et al., 2009; Kim and Zhang, 2014). وفى السياق ذاته فان غموض التدفقات النقدية التشغيلية تنبع من نوعين من إدارة التدفقات النقدية التشغيلية، يؤثر النوع الأول فقط على التدفقات النقدية التشغيلية ولكنه لا يغير الأرباح. على سبيل المثال، يمكن للشركات تأخير (تسريع) المدفوعات للموردين أو تسريع (تأخير) التحصيلات من العملاء (أي التوقيت) (Cheng, et al., 2020) ، يمكن للشركات أيضًا زيادة (خفض) التدفقات النقدية التشغيلية المفصح عنها عن طريق تحويل البنود في قائمة التدفقات النقدية (أي إدارة وتحويل التبويب classification shifting)، أما النوع الآخر من إدارة التدفقات النقدية التشغيلية فيؤثر على كل من التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح. على سبيل المثال، عندما يتم خفض النفقات التقديرية، تزداد كل من الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية (Dechow and Sloan, 1991; Roychowdhury, 2006).

يشير مفهوم إدارة (تحويل) التبويب Classification Shifting إلى قيام الشركات بإعادة تبويب بعض بنود القوائم المالية بهدف تقديم صورة مالية أكثر إيجابية دون التأثير على صافي الدخل أو إجمالي التدفقات النقدية، وقد تؤثر هذه الممارسة على زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، نظرًا لما يترتب عليها من تراكم للأخبار السلبية وتأجيل الإفصاح عنها، مما قد يؤدي إلى عدم استقرار الأسواق المالية، وتزداد هذه المخاطر عندما تعطي الشركات الأولوية لتحقيق أهداف التقارير المالية قصيرة الأجل على حساب مبادئ الشفافية والإفصاح.

وأشارت دراسة Hwang et al., (2024) إلى وجود علاقة إيجابية بين إدارة التبويب المحاسبي (إدارة تبويب بنود قائمة الدخل) ومخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية، حتى عندما يظل صافي الدخل ثابتًا، كما أوضحت أن الشركات التي تعتمد على إعادة التبويب بشكل انتهازي تكون أكثر عرضة لمخاطر انهيار أسعار أسهمها، حيث تؤدي هذه الممارسات إلى تضليل المستثمرين وتعزيز صورة مالية غير واقعية، مما قد يؤدي إلى تقلبات حادة في السوق عند الكشف عن المعلومات الحقيقية، ولكن ركزت تلك الدراسة على إدارة التبويب في قائمة الدخل. كما أنه قد أشارت بعض الدراسات الأخرى إلى أن المديرين التنفيذيين يميلون إلى تعديل الأرباح للحفاظ على استقرارها، لأن المستثمرين يكرهون التقلبات الحادة(Graham, et al., 2005) ، كما أن بعض أشكال إدارة الأرباح يمكن أن تكون وسيلة لتحسين استقرار الأداء المالي وليس بالضرورة لخداع المستثمرين(Fields, et al., 2001) ، كما استنتجت دراسة (إبراهيم وآخرون، 2023) وجود علاقة عكسية معنوية بين إدارة الأرباح الحقيقية وانهيار أسعار الأسهم، مما يعنى أنه كلما زادت إدارة الأرباح الحقيقية، انخفض خطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا يعنى أنه يمكن النظر الى إدارة التبويب من منظورين، أي إنها قد يكون لها نظرة إيجابية عندما تستخدم كوسيلة لحفظ استقرار وضع الشركة، وقد يكون لها نظرة سلبية عندما يتم الإفصاح عن الأخبار السيئة دفعة واحدة إلى المستثمرين، لذلك فإن إدارة تبويب التدفقات النقدية قد يكون لها مردود إيجابي أو سلبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وهذا ما تسعى الدراسة الحالية لبحثه.

ولقد أشارت دراسة (Wasiuzzaman, 2018) أن القطاعات تختلف فيما بينها من حيث خصائص القطاع؛ مثل درجة المنافسة، حجم الرافعة المالية، كثافة رأس المال، اختلاف درجة الطلب على منتجات القطاع، وكل ذلك يؤثر على درجة إدارة الأرباح في القطاع، لذلك تتوقع الدراسة الحالية اختلاف أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم تبعًا للطبيعة الاقتصادية والمالية للقطاعات المختلفة، فبعض القطاعات، خاصة تلك التي تتسم بدرجة عالية من التقلب وعدم الاستقرار المالي، قد تكون أكثر عرضة لتبعات هذه الممارسات مقارنة بالقطاعات الأكثر استقرارًا. وبالتالي، فإن دراسة هذا التأثير على مستوى القطاعات يعد أمرًا بالغ الأهمية لفهم كيفية تأثير السياسات المحاسبية المتبعة على استقرار الأسواق المالية، لذلك تتمثل تساؤلات الدراسة في:

- هل يؤثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم؟
- هل يختلف أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، باختلاف القطاع الصناعي؟

3. أهداف الدراسة

في ضوء مشكلة وتساؤلات الدراسة؛ يتمثل الهدف الرئيسي للدراسة في بحث أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم وذلك كدراسة تحليلية على مستوى القطاعات، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ويمكن تحقق ذلك من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- اختبار أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
- اختبار مدى تأثر مخاطر انهيار أسعار الأسهم لإدارة تبويب التدفقات النقدية باختلاف القطاع الصناعي، وذلك بعد تقسيم عينة الدراسة إلى 7 قطاعات مختلفة من حيث الخصائص.

4. أهمية الدراسة

تعد العلاقة بين إعادة تبويب بنود التدفقات النقدية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم المستقبلية من الموضوعات البحثية الهامة، خاصة عند تحليلها على مستوى القطاعات، ويمكن النظر الى تلك الأهمية من ناحيتين وهما:

4-1 الأهمية العلمية:

- يساهم البحث في توضيح العلاقة بين إدارة تبويب التدفقات النقدية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم على مستوى القطاعات، وهو موضوع لم يحظَ بدراسة وافية في الأدبيات المحاسبية، رغم اختلاف القطاعات من حيث الخصائص.
- يسلط البحث الضوء على كيفية تأثير استراتيجيات إدارة التدفقات النقدية على تقلبات أسعار الأسهم، مما يساعد في فهم عوامل المخاطر المالية بشكل أكثر وضوحاً.
- استنادًا إلى نظرية الاختيارات المحاسبية، تبحث هذه الدراسة في ممارسات إدارة تبويب التدفقات النقدية من قبل الشركات المدرجة في البورصة المصرية، وهي سوق ناشئة ذات خصائص اقتصادية وتنظيمية مختلفة تتطلب تدقيقًا إضافيًا في هذا المجال.

4-2 الأهمية العملية:

- يعد التدفق النقدي المستقر عاملاً حاسمًا في العمليات المستدامة والكفاءة المالية للشركة، ولقد زادت أهمية المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية التشغيلية بشكل كبير على مر السنين، مما يحفز المدراء على التلاعب بها، فالكثير من الشركات والمحللين يصدرون توقعات التدفق النقدي، وقد يكون المدراء مهتمين بتلبية أو تجاوز مثل هذه التوقعات ((DeFond and Hung, 2003; Zhang, 2006; Brown et al., 2013)، لذلك تمنح الدراسة الحالية المستثمرين بمؤشرات حول كيفية تحليل التقارير المالية للكشف عن أي ممارسات تؤدي إلى تصوير وضع الشركة بشكل غير حقيقي.
- تساعد الدراسة الحالية الجهات التنظيمية مثل الهيئة العامة للرقابة المالية في وضع معايير أكثر صرامة لضمان الشفافية في التقارير المالية، للحفاظ على استقرار الأسواق المالية على المدى قصير وطويل الأجل.
- تساعد الدراسة المديرين الماليين في فهم كيفية تأثير طرق تبويب التدفقات النقدية على استقرار السهم واتخاذ قرارات مالية أكثر استدامة.

5. منهج الدراسة

يوجد نوعان رئيسيان من مناهج البحث العلمي، يمكن اتبعهما؛

- **المنهج الاستنباطي**: والذي يقوم على استنباط نظرية قائمة تفسر علاقة السبب والنتيجة بين متغيرات معينه، حيث يبدأ هذا المنهج بنظرية قائمة، ثم يتم استنتاج فروض قابلة للاختبار في ضوء تلك النظرية، وما كتب في الأدب المتعلق به، ثم يتم جمع البيانات اللازمة لاختبار تلك الفروض، وفي النهاية فإنه يتم تأييد النظرية أو نفيها أو تعديلها في ضوء النتائج.
- **المنهج الاستقرائي**: والذي يتم استخدامه عند إيجاد نظرية جديده لتفسر ظاهرة ما، لذلك يبدأ بجمع بيانات وملاحظات عن المشكلة البحثية، ثم يتم بناء نظرية جديدة بشأنها في ضوء الاستنتاجات المستخلصة من نتائج تحليل البيانات.

وقد تم استخدام المنهج الاستنباطي في الدراسة الحالية، حيث تم استنباط العلاقة بين إدارة تبويب التدفقات النقدية بناءً على نظرية الخيارات المحاسبية، ثم تم استنتاج الفروض واختبارها في ضوء ما تم جمعه من مشاهدات للشركات المصرية المقيدة بالبورصة بعد تصنيفها وفقاً للقطاع.

6. خطة الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة، وسعياً نحو تحقيق أهدافها، تم تقسيم الدراسة على النحو التالي:

6-1 خطر انهيار أسعار الأسهم: المفهوم ونظريات التفسير.
6-2 إدارة تبويب التدفقات النقدية: المفهوم والوضع الحالي.
6-3 مراجعة الدراسات السابقة واستنتاج الفروض:
6-3-1 تحليل أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
6-3-2 دور اختلاف القطاع على العلاقة بين إدارة تبويب التدفقات النقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم.
6-4 منهجية الدراسة
6-5 نتائج اختبار فروض الدراسة.
6-6 نتائج الدراسة والتوصيات والأبحاث المستقبلية

6-1 خطر انهيار أسعار الأسهم: المفهوم ونظريات التفسير:

وسط الاضطرابات في أسواق الأسهم في السنوات الأخيرة، يعتبر المستثمرون انهيار قيمة الأسهم من بين أهم عوامل المخاطر، وفي الأدبيات المحاسبية، يتم تعريف مخاطر انهيار أسعار الأسهم على أنها احتمالية حدوث انخفاضات كبيرة في عوائد الأسهم (Hwang et al., 2024)، ومن خلال مراجعة واستقراء الأدب المحاسبي، قدمت بعض الدراسات تعريفاً لخطر انهيار أسعار الأسهم من منظور التفسيرات المقدمة كأسباب لحدوث انهيار أسعار الأسهم، فعلى سبيل المثال، عرفت دراسة (Hutton et al., 2009) خطر انهيار أسعار الأسهم على أنه ظاهرة تهبط فيها أسعار الأسهم بسبب الإفراط في المعلومات السيئة المفصح عنيا مرة واحدة بعد تراكم الأخبار السيئة داخل الشركة.

في حين تشير الدراسات السابقة إلى عدة عوامل نظرية لمخاطر الانهيار، مثل حجب المعلومات (Cao et al. 2002)، وتفاوت معتقدات المستثمرين (Hong and Stein 2003)، وحوافز التعويضات (Bleck and Liu 2007; Benmelech et al. 2010; Kim et al. 2011)، فإن الرابط النظري الأساسي يستند إلى إطار نظرية Jin &Myers, (2006) ؛ حيث يشير هذا الإطار إلى أن عدم تماثل المعلومات يسمح للمديرين بتخزين الأخبار السيئة لفترة معينة، مما يؤدي في النهاية إلى إصدار مفاجئ لهذه الأخبار في السوق، وهو ما يؤدي إلى انخفاض حاد ومستمر في سعر

السهم، مما ينتج عنه انهيار السوق، وذلك حيث أن قدرة المديرين على تخزين الأخبار السيئة محدودة، فعملية الحجب لن تستمر لوقت طويل، لذلك فإنه عندما تستمر عملية تخزين الأخبار السيئة فإنها تصل إلى نقطة معينة تعتبر نقطة حاسمة تفوق قدرة الإدارة على تخزين الأخبار السيئة، والتي تسمى نقطة التحول Tipping Point، وعند هذه النقطة يتم الكشف عن هذه الأخبار والمعلومات السيئة المتراكمة، مما يتسبب في حدوث الانهيار (عبد الحليم، وآخرون، 2022)

والنظرية الأخرى التي تفسر حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم هي النظرية التي قدمتا دراسة (Hong and Stein, 2003) والتي تتمثل في **أن اختلاف الآراء ووجهات النظر بين** المستثمرين، حيث اهتمت هذه الدراسة بقياس وتفسير اختلاف الآراء ووجهات النظر بين المستثمرين على حدوث انهيار أسعار الأسهم، ولقد أشارت هذه الدراسة إلى أن هناك ثلاثة مجموعات من المستثمرين في السوق هم المستثمرون المتفائلون، والمستثمرون المتشائمون، والمستثمرون المرجحون للسوق، وكل مجموعة من المستثمرين تمتلك آراء ووجهات نظر مختلفة فيما يتعلق بتقييم وحركة سعر السهم، واختلاف الآراء ووجهات النظر بين المجموعات الثلاثة للمستثمرين يؤثر على حركة سعر السهم حتى في حالة نقص أو عدم توافر المعلومات الأساسية، لأن كل مجموعة من المستثمرين تعتمد على ما يتوفر لديها من معلومات مع الاعتقاد من جانب كل مجموعة أن ما يتوافر لديها من معلومات هي المعلومات الأكثر ملاءمة ودقة من غيرها، مما يؤدى إلى وقوع خطر انهيار أسعار الأسهم (القليطى، 2023).

كما توثق الدراسات السابقة أن غموض التقارير المالية للشركات يُعد أحد محددات مخاطر الانهيار. على سبيل المثال؛ يشير Hutton et al. (2009) إلى أن إدارة الاستحقاقات (Accruals Management) تُستخدم كشكل من أشكال التقارير المالية الانتهازية المرتبطة بمخاطر الانهيار، كما يشير Francis et al. (2016)أن الشركات التي تنخرط في الإدارة الحقيقية للأرباح (Real Earnings Management) تكون أكثر عرضة لمخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويركز Cohen et al. (2014)على قطاع البنوك، ليستنتج أن الشركات التي لديها مخصصات خسائر القروض التقديرية تعاني من مخاطر الانهيار أثناء الأزمات المالية، ويوضح Hsu et al. (2022)أن احتمالية حدوث مخاطر الانهيار ترتبط إيجابيًا بتكرار الإفصاح غير المتوافق مع مبادئ المحاسبة المقبولة عمومًا(Non-GAAP Reporting) ، والذي يُعتبر شكلًا من أشكال إدارة الأرباح.

هناك أيضًا أبحاث تربط مخاطر الانهيار بدور حوكمة الشركات في الحد من عدم تماثل المعلومات بين المطلعين (Corporate Insiders)والمستثمرين الخارجيين. على سبيل المثال؛ يكشف Andreou et al. (2016)أن وجود سياسة حوكمة داخلية قوية، مثل لجنة مراجعة تحتوي على نسبة عالية من الأعضاء المستقلين وذوي الخبرة في الصناعة، يقلل من مخاطر الانهيار، كما يوفر Al Mamun et al. (2021)دليلًا على أن الشركات التي لديها مستشار إداري رفيع المستوى تواجه مخاطر انهيار أقل من غيرها، أما بالنسبة لآليات الحوكمة الخارجية، فقد وُجد أنها تقلل أيضًا من مخاطر الانهيار، مثل :استقرار المستثمر المؤسسي(Callen and Fang 2013) ، وتخصص المراجع في الصناعة (Robin and Zhang 2015)، ومدة تعيين المراجع.(Callen and Fang 2017)

ومن الأسباب الأخرى التي تفسر حدوث انهيار أسعار السهم طبيعة أنشطة أو عمليات الشركة فالطبيعة الأساسية لعمليات وأنشطة الشركة قد تكون سبباً في حدوث خطر انهيار أسعار الأسهم كما حدث في السنوات الماضية في شركات النفط التي تعرضت لانهيار أسعار النفط، وكذلك أيضا كما في حالة شركات التأمين التي قد تواجه ارتفاع قيمة المطالبات التأمينية نتيجة لوقوع الكوارث الطبيعة، وعلاوة على ذلك، قد يتسبب وقوع التغييرات في بيئة الأعمال من ناحية درجة المنافسة أو الإجراءات القانونية أو الحكومية أو الأحداث الاقتصادية في حدوث خطر انهيار أسعار أسهم الشركات في المستقبل (القليطى، 2023).

2-6 إدارة تبويب التدفقات النقدية: المفهوم والوضع الحالي

تعد قائمة التدفق النقدي تقرير مالي يتم من خلاله توفير تفاصيل دقيقة عن أداء الشركة فيما يتعلق بالتدفقات النقدية الداخلة والخارجة من الشركة خلال فترة زمنية محددة (Oroud, et.al, 2017)، وتعتبر قائمة التدفقات النقدية أحد أهم القوائم المالية التي تعدها الشركات، كما تهدف هذه القائمة إلى تقديم معلومات تفصيلية حول قدرة الشركة على توليد تدفقات نقدية مستقبلية من أنشطة التمويل والتشغيل والاستثمار كافية لسداد الالتزامات وتوزيع الأرباح. علاوة على ذلك، توفير المعلومات للمستخدمين الداخليين المتمثلة في الإدارة وكذلك المستخدمين الخارجيين المتمثلة في أولئك الذين يستثمرون في الأسهم والذين يسعون إلى الحصول على معلومات حول الوضع المالي الحالي والمستقبلي للشركة.

فإذا حوّل المديرون التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة التشغيلية إلى أنشطة التمويل أو الاستثمار، وكذلك التدفقات النقدية الداخلة من أنشطة التمويل أو الاستثمار إلى الأنشطة التشغيلية، فقد ينحرف التدفق النقدي التشغيلي من الأنشطة التشغيلية عن المبلغ المتوقع (التدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة)، وبالتالي ستُبالغ في تقدير التدفق النقدي التشغيلي(Hassaan and Abdallah, 2024) . ولقد أوضحت نتائج الدراسات السابقة مثل دراسة Gordon et al. (2017) - المطبقة على عينة من 13 دولة أوروبية- كيف يتم إساءة استخدام المرونة في تبويب التدفق النقدي التشغيلي

بموجب المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية IFRSs لتضخيم التدفق النقدي التشغيلي مما أدى إلى تصنيف 60٪ من شركات العينة للفوائد على أنها تدفق نقدي تشغيلي، وتصنيف 57٪ منها لتوزيعات الأرباح على أنها تدفق نقدي تشغيلي، وقد توصل Baik et al. (2016) إلى استنتاجات مماثلة عند تطبيقها على السوق الكورية وسوق المملكة المتحدة ، كما أوضحت دراسة كلاً من Costa et al. (2019) Maciel et al. (2019) رؤى حول وجود ممارسات إدارة تبويب التدفق النقدي التشغيلي في البرازيل. وفي الأسواق الناشئة، أوضحت دراسة أجراها Nagar and Sen (2014)على الهند أن الإدارة في الشركات الهندية تتلاعب بالتدفق النقدي التشغيلي من خلال تحويل التدفقات الداخلة والخارجة بين أقسام التشغيل والاستثمار أو التمويل. وأخيرًا، وبالتطبيق على السياق المصري، كسوق ناشئة بارزة في المنطقة العربية والأفريقية، فقد بحثت دراسة محمود (٢٠٢٣) إدارة تبويب التدفقات النقدية في الشركات المصرية لاستكشاف العلاقة بين إدارة الأرباح ودقة توقعات المحللين الماليين، وتحلل الدراسة عينة من ٢١ شركة مصرية مدرجة خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠٢١. ولقد أُظهرت النتائج أن الشركات المصرية تُمارس إدارة تبويب التدفقات النقدية.

3-6 مراجعة الدراسات السابقة واستنتاج الفروض

6-3-1 تحليل أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على خطر انهيار أسعار الأسهم.

تُظهر الدراسات السابقة أن إدارة الشركات لتبويب التدفقات النقدية قد تُستخدم كأداة لتعديل الصورة المالية الظاهرة للمستثمرين، وذلك من خلال إدارة تبويب التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية بطريقة تخفي الأداء الحقيقي للشركة، ويمكن للشركات استخدامه للتأثير على تقييم المستثمرين والمحللين الماليين واتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناءً على بيانات مالية قد تكون مضللة.

وتشير النتائج التي توصلت إليها دراسات مثل (محمود، 2023; Hassaan & Abdallah, 2024; Bansal et al., 2021; Rehman, et al., 2024) إلى أن بعض الشركات تتعمد إلى إعادة تبويب التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة التشغيلية ضمن التدفقات الاستثمارية أو التمويلية بهدف تضخيم التدفقات النقدية التشغيلية، مما يجعل الأداء المالي للشركة يبدو أقوى مما هو عليه في الواقع، حيث توصلت دراسة (محمود، 2023) إلى أن وجود علاقة ارتباط طردية (عكسية) ومعنوية بين التدفقات النقدية غير المتوقعة من الأنشطة التشغيلية والتدفقات النقدية الخارجة (الداخلة) لكل من الأنشطة التمويلية والأنشطة الاستثمارية وهو ما يمثل مؤشرًا على قيام الشركات المساهمة المدرجة بالبورصة المصرية بممارسة إدارة الأرباح من خلال إدارة تبويب بنود قائمة التدفقات النقدية حيث يتم تبويب التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة التشغيلية ضمن التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية بهدف تضخيم التدفقات النقدية التشغيلية، كذلك توصلت الى وجود علاقة ارتباط عكسية ومعنوية بين التدفقات النقدية غير المتوقعة كمؤشر لإدارة الأرباح من خلال قائمة التدفقات النقدية ودقة توقعات المحللين الماليين كما وجدت علاقة ارتباط طردية ومعنوية بين عدد المحللين الماليين الذين يتبعون الشركة ودقة توقعات المحللين الماليين وأخيرا أظهرت النتائج أن الشركات المتعثرة ماليا تكون أكثر عرضة بممارسة إدارة الأرباح من خلال إدارة عرض بنود قائمة التدفقات المالية مما يعطى مؤشراً مبدئياً على ميل إدارة شركات العينة التي تواجه صعوبات مالية نحو التلاعب بالتدفقات النقدية الاستثمارية والتمويلية بهدف تضخيم التدفقات النقدية التشغيلية.

كما توصلت دراسة(Hassaan & Abdallah, (2024 إلى وجود اختلافات جوهرية في إدارة تبويب التدفقات النقدية في الشركات المصرية، وأشارت إلى دور كل من القطاع الصناعي1 الذى تنتمى له الشركة ومستوى المديونية بها كمحددات هامة لاختيار المديرين بين إدارة تبويب التدفقات النقدية كأنشطة تشغيلية أو غير تشغيلية، بالإضافة الى ذلك، تشير نتائج التحليل الإحصائي الى أن ممارسات إعادة تبويب التدفقات النقدية تتأثر بهيكل مجلس الإدارة، وتزيد احتمالات حدوثها في الشركات الأقل ربحية، بالإضافة إلى تلك التي تشهد تلاعبًا في الأرباح من خلال المستحقات وقد تم تأكيد النتائج من خلال الاختبارات الإضافية للتحقق من جودة النتائج، الأمر الذى يؤكد بشكل كامل مفاهيم نظرية الاختيارات المحاسبية، وتقدم الدراسة تقييماً شاملاً يعكس ممارسات إعادة تبويب التدفقات النقدية في الأسواق العربية وذلك بالتطبيق على البورصة المصرية، وبوجه عام تعد نتائج الدراسة ذات أهمية لكل من واضعي المعايير المحاسبية وواضعي السياسات والجهات التنظيمية والدائنين والمستثمرين حيث أن اختيار مكان تبويب التدفقات النقدية يمكن أن يؤثر على تقييم أداء الشركة ومن ثم على قرارات مستخدمي القوائم المالية التي تصدرها. وبشكل عام، تؤكد النتائج على حاجة الجهات المنوط بها إصدار المعايير المحاسبية الى إعادة تقييم إيجابيات وسلبيات المرونة الممنوحة للشركات غير المالية بموجب معيار المحاسبة المصري رقم 4 (والدولي رقم 7)، وتأثيراتها على جودة التقارير المالية وقابليتها للمقارنة.

---

[1] ويختلف إعادة التصنيف بين القطاعات، مما يشير إلى أن مدى تفضيل الإدارة لإعادة تصنيف التدفقات النقدية يختلف بشكل كبير عبر القطاعات. وهذا يعني وجود عوامل خاصة بالصناعة تؤثر على قرارات إعادة تصنيف الإدارة في الشركات داخل تلك الصناعة.

كما هدفت (Bansal, et al., 2021)الى التحقق من الأنماط المختلفة لإدارة تبويب التدفقات النقدية classification shifting (CS) ، فهو يعد شكل جديد من إدارة الأرباح للشركات حيث يقوم المدراء بتصنيف خاطئ لبنود قائمتي الدخل والتدفقات النقدية وذلك بهدف الإفصاح عن الأداء التشغيلي بصورة إيجابية، على وجه الخصوص، وقد بحث مدى وجود إدارة التبويب للإيرادات والنفقات (المصروفات)، وكذا سوء إدارة التبويب للتدفقات النقدية ، لـــ 12870 مشاهدة للشركات المدرجة في بورصة مومباي (BSE) في الفترة الزمنية من 2010: 2018، وتوصلت نتائج الدراسة إلى أن المستثمرين يقومون بخطوة أساسية وهي مراجعة شاملة للبيانات الواردة بالقوائم المالية بصورة أساسية قبل القيام بتقييم محافظهم الاستثمارية، وأوصت الدراسة المراجعين التحقق من أسس تبويب الإيرادات ومدى الالتزام بالمعايير من قبل معهد المحاسبين القانونيين الهندي بالهند، لفرض متطلبات الإفصاح الإلزامي لتبويب كلا من الإيرادات والتدفقات النقدية، كما أوصت المقرضين عدم اتخاذ قرارات الإقراض بالاعتماد على مقاييس الأداء التشغيلي، حيث أن إدارة تبويب التدفقات هي الأداة المفضلة للتأثير بشكل إيجابي على تنبؤات المقرضين تجاه الأداء التشغيلي للشركات.

كما استهدفت دراسة (Rehman, et al., 2024) إلى التحقيق في ممارسة إدارة الأرباح باستخدام إدارة (تحويل) تبويب الإيرادات للشركات المدرجة في الصين، لـــ 2920 شركة مدرجة في بورصتي شنغهاي وشنتشن الصينيتين للفترة من 2003 إلى 2019. ولقد توصلت نتائج الدراسة الى قيام الشركات بإدارة تبويب الإيرادات بشكل خاطئ وذلك من خلال الاستفادة من المرونة التي توفرها معايير إعداد التقارير المالية المعمول بها، كما أشارت نتائج الدراسة إلى أن المدراء يديرون تبويب الإيرادات غير التشغيلية كإيرادات تشغيلية رغبة منهم في تغيير الواقع الاقتصادي وذلك بالاستناد على ضعف مستخدمي التقارير المالية لتقييم النصف العلوي لبنود قائمة الدخل أكثر من الجزء السفلي، علاوة على ذلك أشارت النتائج إلى أن تبني معايير إعداد التقارير المالية الدولية يمنع ممارسات إدارة الأرباح باستخدام إدارة (تحويل) تبويب الإيرادات، كما أن الشركات التي تعاني من خسائر أو تعاني من نمو منخفض، تشارك بشكل أكثر استمرارًا في التصنيف الخاطئ للإيرادات، وتسلط نتائج هذه الدراسة الضوء أيضًا على أن استمرار إعادة التبويب أكبر بالنسبة للشركات التي تعاني من خسائر أو تعاني من نمو منخفض، بينما ثبت أيضًا أن الكيانات غير المملوكة للدولة أكثر مشاركة نسبيًا في ممارسة إدارة الأرباح باستخدام إعادة تبويب الإيرادات مقارنة بالكيانات المملوكة للدولة.

كما أشارت دراسة (Hwang et al., 2024) أن هناك وجهتان نظر حول تأثير إدارة (تحويل) التبويب على قيمة الشركة:

1) الرأي الأول يرى أن إدارة التبويب يمكن أن يزيد من قيمة الشركة من خلال خفض تكاليف الاقتراض لأنه يقلل من احتمالية انتهاك اتفاقيات الديون (Fan et al. 2019) ويعزز معلوماتية أسعار الأسهم عبر توفير إشارة أفضل عن التدفقات النقدية المستقبلية.(Shu and Thomas 2019; Ha and Thomas 2020)
2) الرأي الثاني يعتمد على مشكلات الوكالة الناتجة عن إدارة التبويب، إذا أن استخدم المديرون لإدارة التبويب بشكل انتهازي لتعظيم مكافآتهم عن طريق تأجيل الأداء السيئ، فقد يؤدي ذلك إلى خفض قيمة الشركة، كما أن إدارة التبويب المدفوع بمشكلات الوكالة من المحتمل أن يؤدي إلى تسعير خاطئ في السوق(McVay 2006) (Mispricing) ، مما يزيد من عدم كفاءة المعلومات وبالتالي يخفض قيمة الشركة.

من ناحية أخرى، أوضحت دراسات مثل (Cheng et al., 2020; Jabbari et al., 2013; Hwang et al., 2024) أن الغموض في التدفقات النقدية التشغيلية نتيجة التلاعب بها يرتبط ارتباطًا وثيقًا بزيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ويرجع ذلك إلى أن التبويب غير الدقيق يُساهم في إخفاء الأخبار السيئة وتأخير إفصاحها، مما يؤدي إلى تضليل السوق والمستثمرين حول الأداء الحقيقي للشركة، وعندما يتم اكتشاف هذه الممارسات أو تنكشف المعلومات الحقيقية، فإن رد فعل السوق قد يكون حادًا، مما يؤدي إلى انخفاض حاد ومفاجئ في أسعار الأسهم.

فقد استهدفت دراسة (Cheng, et al., 2020) فحص العلاقة بين غموض التدفقات النقدية التشغيلية وخطر انهيار أسعار الأسهم للشركات العامة الأمريكية في الفترة من 1992: 2014، وبلغت المشاهدات 52626 مشاهدة، وتوصلت الدراسة الى أن غموض التدفقات النقدية التشغيلية يرتبط بشكل إيجابي بخطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل وذلك بعد التحكم في غموض الاستحقاقات Accruals Opacity والعوامل الأخرى المعروفة بتأثيرها على خطر الانهيار، وقد أشارت نتائج الدراسة أيضا الى أن غموض التدفقات النقدية التشغيلية يسهل من عملية الاحتفاظ بالأخبار السيئة ويمكِّن من تحويل الموارد الإدارية، مما يزيد بدوره من خطر الانهيار

كما استهدفت (Jabbari, et al., 2013) معرفة مدى كفاءة التدفق النقدي التشغيلي من حيث التنبؤ والإفصاح عن مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ودوره في تحقيق الأرباح المضللة لـــ 71 شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية للفترة من 2006 :2010، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التدفق النقدي التشغيلي ومخاطر انهيار أسعار الأسهم والأرباح المضللة Misleading Earnings. كما وجدت علاقة عكسية بين التدفق النقدي التشغيلي

ومخاطر انهيار أسعار الأسهم والأرباح المضللة، كما وجدت علاقة سلبية ملحوظة بين التدفق النقدي التشغيلي وغموض الأرباح.

واستهدفت(Hwang, et al., 2024) بحث ما إذا كان إدارة (تحويل) التبويب لبنود الدخل مرتبطًا بمخاطر انهيار أسعار الأسهم. على عكس الدراسات السابقة، ركزت تلك الدراسة على تخزين الأخبار السيئة من خلال إدارة التبويب، حيث أشارت الدراسات السابقة أدلة على الوزن الأكبر الذي يضعه المشاركون في السوق على الأرباح الأساسية وانهيار أسعار الأسهم الناتج عن تأخير نشر الأخبار السيئة، وقد توصلت هذه الدراسة أن إدارة تبويب عناصر الدخل مرتبط بشكل إيجابي بمخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل حتى لو لم يتغير صافي الدخل، هذه النتيجة قوية بعد التحكم في محددات التحول في التبويب.

علاوة على ذلك، توضح دراسات مثل (Nagar & Raithatha, 2024)أن آليات الحوكمة الداخلية قد تكون غير قادرة على الحد من هذه الممارسات بالكامل، مما يجعل بعض الشركات تستمر في إدارة تبويب التدفقات النقدية لتحقيق مكاسب قصيرة الأجل، على الرغم من المخاطر طويلة الأجل التي قد تواجهها، حيث استهدفت دراسة (Nagar and Raithatha, 2024) اختبار مدى كفاءة وفعالية آليات حوكمة الشركات الداخلية في الحد من التلاعب بالتدفقات النقدية من خلال إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، وتعمد إدارة التبويب، والتوقيت للشركات الهندية ففي الفترة من 2004: 2015، بلغت إجمالي المشاهدات 22250مشاهدة، وتوصلت نتائج الدراسة الى أن مجالس الإدارة في الشركات الهندية تلعب دورًا بارزا في الحد من التلاعب بالتدفقات النقدية من خلال الأنشطة الحقيقية ولكنها تفشل في السيطرة على التلاعب من خلال تعمد سوء التبويب والتوقيت.

وبالتالي يتضح من العرض السابق أن إدارة تبويب بنود القوائم المالية، يمكن أن تحسن معلوماتية السهم، ويمكن أن تستخدم بشكل انتهازي لإعطاء صورة غير حقيقية عن أداء الشركة، وهذا يؤدى إلى تخزين الأخبار السيئة وعندما يتم اكتشاف هذه الأخبار أو الإفصاح عنها قد يؤدي ذلك إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم، لذلك يمكن استنتاج الفرض الأول وهو كالتالي:

الفرض الأول: يوجد تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية لإدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

6-3-2 دور اختلاف القطاع على العلاقة بين إدارة تبويب التدفقات النقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم

تشير الدراسات السابقة إلى أن إدارة التبويب لبنود القوائم المالية ليست ممارسة موحدة بين جميع الشركات، بل تتأثر بعدة عوامل خاصة بالقطاع الصناعي، مما يؤدي إلى تفاوت تأثيرها على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بين مختلف القطاعات، ويتضح من الدراسات السابقة أن بعض الصناعات أكثر عرضة لممارسات إعادة تبويب التدفقات النقدية بسبب اختلاف طبيعة الأصول، وهيكل التكاليف، والضغوط التنافسية، والتقلبات المالية، مما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم عند اكتشاف أي تلاعب مالي.

فقد فحصت دراسة Wasiuzzaman (2018) الاختلافات في إدارة الأرباح عبر الصناعات، ووجدت أن هناك اختلافات جوهرية بين القطاعات المختلفة في تطبيق استراتيجيات المحاسبة الإبداعية، حيث كانت القطاعات ذات كثافة رأس المال العالية، والتقلبات الكبيرة، والربحية المتفاوتة أكثر عرضة لمثل هذه الممارسات، كما وجدت دراسة كلاً من (Nelson et al., 2002; Sun and Rath , 2009) أدلة قوية على أن إدارة الأرباح والتلاعب في التقارير المالية يختلفان بين القطاعات، حيث إن بعض القطاعات تميل إلى تضخيم الأرباح بينما تميل أخرى إلى تقليلها بناءً على طبيعة الصناعة.

وأشارت دراسة Bolton et al. (2016) إلى أن القوانين واللوائح المحاسبية تختلف في تطبيقها بين الصناعات، مما يعني أن طريقة تنفيذ المراجعة والرقابة الداخلية تختلف من قطاع إلى آخر، وهو ما يؤثر على إمكانية اكتشاف ممارسات إدارة التبويب، وبالتالي استقرار أسعار الأسهم في تلك الصناعات.

كما بحثت دراسة (Wang, et al., 2022) دراسة تأثير تقلب التدفقات النقدية للقطاع على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وأظهرت النتائج أن زيادة درجة التقلب في التدفقات النقدية للقطاع تزيد بشكل كبير من خطر انهيار أسعار الأسهم، كما أن ارتفاع مستوى المنافسة في سوق المنتجات وارتفاع مستوى عدم التأكد في السياسات يزيدان من التأثير الإيجابي لتقلب التدفقات النقدية للقطاع على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، مما يؤكد التأثير المُخفف لمنافسة سوق المنتجات وعدم التأكد في السياسات، ويُحلل تأثير خفض درجة التحفظ المحاسبي وزيادة تفاؤل توقعات أرباح المحللين، ويُكشف عنه كخطوات مؤقتة في آلية تأثير تقلب التدفقات النقدية للقطاع على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركة. وبشكل عام، سلطت الدراسة الضوء على العواقب الوخيمة لتقلب التدفقات النقدية للقطاع على مخاطر الانهيار، مما ينبغي أن يشجع الباحثين والمستثمرين والجهات التنظيمية على معالجة إدارة تقلبات التدفقات النقدية للقطاع.

كما أشارت دراسة (Hassaan, & Abdallah, 2024) إلى وجود اختلافات جوهرية في إدارة تبويب التدفقات النقدية بين الشركات، وأشارت إلى دور كل من القطاع الصناعي2 الذى تنتمى له الشركة ومستوى المديونية بها كمحددات هامة لاختيار المديرين بين إدارة تبويب التدفقات النقدية كأنشطة تشغيلية أو غير تشغيلية، كما أشارت دراسة (Cheng, et al., 2020) أن العلاقة الإيجابية بين غموض التدفقات النقدية التشغيلية وخطر الانهيار تكون أكثر وضوحًا عندما لا يكون هناك ضعف في الرقابة، وعدم تماثل للمعلومات، وتكون أهمية التدفقات النقدية التشغيلية منخفضة، وتكون تكلفة إدارة الاستحقاقات مرتفعة.

وبناءً على العوامل القطاعية التي تم تناولها في الدراسات السابقة، يمكن استنتاج:

- تؤثر شدة المنافسة في الصناعة على شفافية الإفصاح، وبالتالي يمكن أن تؤثر على قرارات إدارة التدفقات النقدية بهدف تحسين صورة الشركة أمام المستثمرين، ففي القطاعات ذات المنافسة الشديدة، قد يكون هناك دافع أكبر لتعديل تصنيف التدفقات النقدية لتعزيز الموقف المالي الظاهري للشركة، مما قد يقلل من شفافية المعلومات المالية ويؤثر على تقلبات أسعار الأسهم.
- تشير الأدلة إلى أن الشركات ذات الرافعة المالية العالية قد تكون أكثر عرضة لإدارة الأرباح، وقد تستخدم إدارة تبويب التدفقات النقدية كأداة لتقديم صورة أكثر استقرارًا لتدفقاتها النقدية، مما قد يؤثر على تقييم المستثمرين واحتمالية انهيار أسعار الأسهم.
- الشركات في القطاعات كثيفة رأس المال قد تعيد تصنيف التدفقات النقدية لتعكس استقرارًا ماليًا مصطنعًا، خاصة في الفترات التي تواجه فيها انخفاضًا في التدفقات النقدية التشغيلية، وهذا قد يؤثر على استقرار أسعار الأسهم في هذه القطاعات.
- في القطاعات التي تتميز بتقلبات عالية في الطلب والتدفقات النقدية، قد تلجأ الشركات إلى إدارة تبويب التدفقات النقدية للتخفيف من آثار هذه التقلبات على تقاريرها المالية، مما قد يؤثر على تقييم المستثمرين واستقرار أسعار الأسهم.
- في القطاعات ذات الربحية المنخفضة، قد يكون هناك دافع أقوى لاستخدام إدارة تبويب التدفقات النقدية كأداة لتحسين المؤشرات المالية الظاهرة، مما قد يؤثر على ثقة المستثمرين ويزيد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

وبالتالي يمكن استنتاج الفرض الثاني:

الفرض الثاني: يختلف أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، باختلاف القطاع الصناعي.

4-6 منهجية الدراسة:

(1-4-6) هدف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى قياس أثر إدارة تبويب بنود التدفقات النقدية على خطر انهيار أسعار الأسهم باستخدام التحليل القطاعي، وذلك من خلال واقع الدراسة العملية التطبيقية للشركات المسجلة في البورصة المصرية.

(2-4-6) مجتمع وعينة الدراسة

تتضمن مجتمع الدراسة جميع الشركات المسجلة في البورصة المصرية في الفترة ما بين 2018 إلى 2023 وهي 213 شركة، وقد تم استبعاد المؤسسات المالية (مثل البنوك، وشركات التأمين، ...) وذلك لما تتسم به هذه تلك المؤسسات من خصائص تشغيلية تختلف اختلافاً جوهرياً عن بقية الشركات، الأمر الذي يجعل قيم بعض المتغيرات الضابطة لها غير زي معنى، هذا بالإضافة إلى خضوعها إلى قوانين وقواعد تنظيمية مختلفة، ويمكن عرض إجراءات تحديد عينة الدراسة كما في الجدول رقم (1) التالي:

جدول رقم (1): يوضح إجراءات تحديد عينة الدراسة

الإجراء	عدد الشركات	عدد المشاهدات
العينة الأولية للدراسة	213	1278
(-) البنوك والمؤسسات المالية	50	(300)
(-) شركات بقطاعات لا تستوفي شروط التحليل	53	(318)
(-) مشاهدات ذات قيم مفقودة	32	(192)
(-) مشاهدات ذات قيم شاذة ومتطرفة	3	(18)
صافي العينة	75	450

[2] ويختلف إعادة التصنيف بين القطاعات، مما يشير إلى أن مدى تفضيل الإدارة لإعادة تصنيف التدفقات النقدية يختلف بشكل كبير عبر القطاعات. وهذا يعني وجود عوامل خاصة بالصناعة تؤثر على قرارات إعادة تصنيف الإدارة في الشركات داخل تلك الصناعة.

ويمكن بيان توزيع عينة الدراسة لكل من الشركات والمشاهدات على قطاعات الدراسة من خلال الجدول رقم (2) التالي:

جدول رقم (2): يوضح توزيع عينة الدراسة بين القطاعات المختلفة

القطاع	عدد الشركات	نسبة تمثيل القطاع
أغذية ومشروبات وتبغ	22	%29
رعاية صحية وأدوية	10	%13
سياحة وترفيه	5	%7
عقارات	17	%22
مقاولات وإنشاءات هندسية	5	%7
منسوجات وسلع معمرة	5	%7
موارد أساسية	11	%15
الإجمالي	**75**	%100

(3-4-6) مصادر الحصول على البيانات:

تعتمد الدراسة الحالية على مصادر البيانات الثانوية، للشركات المدرجة الواردة بعينة الدراسة، حيث أن بيانات الدراسة الحالية تعتمد على مجموعة من البيانات المالية والتي يمكن استخرجها من التقارير المالية وتقارير مجلس الإدارة وهيكل المساهمين، وقد اعتمدت الدراسة في سبيل الحصول على تلك التقارير مجموعة من المصادر وهي؛ شركة مصر لنشر المعلومات، موقع البورصة المصرية، موقع مباشر مصر، والموقع الإلكتروني للشركات محل الدراسة.

(4-4-6) قياس متغيرات الدراسة:

المتغير المستقل: إدارة تبويب التدفقات النقدية:

تعتمد الفكرة التي طرحها (McVay, 2006) لاكتشاف ممارسات إدارة تبويب بنود قائمة الدخل، في وجود علاقة إيجابية بين الأرباح التشغيلية غير العادية الناتجة عن إدارة تبويب بنود قائمة الدخل وحجم عناصر المصروفات الخاصة غير المتكررة والتي تؤدي إلى خفض صافي الدخل التشغيلي.

وقد اقترح (محمود، 2023) أن قيام المديرين إما بإدارة تبويب التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة التشغيلية إلى التدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية، أو إدارة تبويب التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية إلى التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية، لذلك فإن التدفقات النقدية الداخلة من الأنشطة التشغيلية المُفصح عنها ستكون أعلى مما هو متوقع، ولذلك في حالة وجود إدارة تبويب لبعض بنود التدفقات النقدية، يمكن توقع وجود ارتباط إيجابي بين التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية والتدفقات النقدية الخارجة من الأنشطة الاستثمارية أو التمويلية ووجود ارتباط سلبي بين التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية والتدفقات النقدية الداخلة الاستثمارية أو التمويلية.

وقد اقترح Dechow et al., 1998 تقدير التدفقات النقدية المتوقعة باستخدام النموذج التالي:

$$\mathbf{CFO_{i,t}/\ A_{i,t-1}= \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{Ai,t-1}\right) + \alpha_2 \left(\frac{Si,t}{Ai,t-1}\right) + \alpha_3 \left(\frac{\Delta Si,t}{Ai,t-1}\right) + \varepsilon_{it}} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \mathbf{(1)}$$

حيث أن:

- $CFO_{i,t}$: تمثل التدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة للشركة (i) عن السنة (t).
- $A_{i,t-1}$: تمثل إجمالي الأصول للشركة (i) في نهاية السنة (t-1).
- Si,t: صافي المبيعات للشركة (i) عن السنة (t).
- $\Delta S_{i,t}$: التغير في صافي المبيعات للشركة (i) عن السنة (t).

ووفقاً لهذا النموذج فإن التدفقات النقدية المتوقعة من الأنشطة التشغيلية تكون دالة في المبيعات والتغير في المبيعات، وبناءً عليه يتم تقدير التدفقات النقدية التشغيلية لكل شركة سنوياً باستخدام المعدلات المقدرة من المعادلة الأولى باستخدام الانحدار

لكل قطاع ولكل سنة cross sectional regression لجميع الشركات، **ثم يتم حساب التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية بالفرق بين التدفقات النقدية التشغيلية الفعلية والتدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة**.

وبرغم أن النموذج الأول يساعد على اكتشاف إدارة الأرباح من خلال التدفقات النقدية التشغيلية، إلا أنه لا يوفر دليلاً كافياً أن إدارة الأرباح هذه ناتجة عن سوء تبويب التدفقات النقدية، بهدف تضخيم التدفقات النقدية التشغيلية، لذلك نهجت الدراسة الحالية نهج دراسة (Mulchandani et al., 2023)، حيث تم استخدام النموذج رقم (2) للتركيز على معلومات إضافية عن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، فإذا قام المدراء بإدارة تبويب التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية إلى التدفقات النقدية الاستثمارية أو العكس، فإنه من المتوقع أن ينتج ارتباطاً سلبًيا بين التدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة وصافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية، ويتم استخدام النموذج رقم (2) لاختبار هذا التوقع.

$$\mathbf{UE_CFO_{i,t}= \beta_0+ \beta_1\ CFF_{it} + \beta_2\ CFI_{it}+ + \beta_3 ROA + \beta_4\ Size_{it}+ \beta_5 MTB_{it}+ \beta_6 DACC_{it}+ \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (2)}$$

حيث أن:

- $UE_CFO_{i,t}$: تمثل التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية المقدرة باستخدام المعادلة الأولى.
- CFF_{it}: تمثل صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية.
- CFI_{it}: تمثل صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية.
- وباتباع المنهجية المستخدمة في دراستي كلا من(محمود، 2023 & Lee,) تم إدخال المتغيرات الرقابية التالية:
- للعائد على الأصول ROA
- الحجم SIZE
- نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية MTB و
- الاستحقاقات التقديرية DACC

حيث تتأثر التدفقات النقدية التشغيلية عند استخدام إجراءات إدارة الأرباح الحقيقية مثل تخفيض النفقات التقديرية وخصومات الأسعار وزيادة الإنتاج وما إلى ذلك، كما تؤثر هذه الإدارة كذلك على الأرباح، وبالتالي، فإن التحكم في العائد على الأصولROA ، يوفر اختبارا أقوى لفحص التلاعب بالتدفق النقدي باستخدام إدارة التبويب فقط، كما قد يستخدم المديرون التلاعب بالتدفق النقدي إما لإخفاء إدارة الاستحقاقات أو كبديل لإدارة الاستحقاقات، وبالتالي تم استخدام الاستحقاقات التقديرية DACC المقدرة باستخدام نموذج جونز(Jones, 1991) كمتغير رقابة تفسيري لهذا الارتباط. والمتغير $DACC_{i,t}$ يمثل قيمة البواقي في معادلة الانحدار التالي:

$$\mathbf{\frac{TAi,t}{Ai,t-1} = \alpha_0 + \beta_1\left(\frac{1}{Ai,t-1}\right) + \beta_2\left(\frac{\Delta STi,t}{Ai,t-1}\right) + \beta 3\left(\frac{PPEi,t}{Ai,t-1}\right) + \varepsilon_{i,t} \ldots.(3)}$$

حيث:

- $TA_{i,t}$: تمثل إجمالي الاستحقاقات للشركة i في السنة t وتحسب كفرق بين الأرباح قبل كل من البنود غير العادية (الاستثنائية) والعمليات غير المستمرة مطروحاً منها التدفقات النقدية التشغيلية.
- A_{it-1}: تمثل إجمالي الأصول للشركة i في نهاية السنة $(t-1)$
- $\Delta ST_{i,t}$: تمثل التغير في المبيعات
- $PPE_{i,t}$: تمثل القيمة الإجمالية للممتلكات والمعدات والآلات في نهاية السنة t

- وتم استخدام الحجم *SIZE* ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية *MTB* للتحكم في أي تغيير في التدفق النقدي غير العادي من العمليات الناشئة بسبب حجم الشركة وفرص النمو.

ويشير المعامل السلبي لكل من **CFF**أو **CFI**إلى أن المديرين قد يقومون بتحويل التدفقات النقدية التشغيلية (CFO) إلى التدفقات النقدية التمويلية (CFF) أو الاستثمارية(CFI) ، أو العكس

<u>المتغير التابع</u>: مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

مخاطر انهيار أسعار الأسهم: هي احتمال حدوث انخفاض حاد في القيمة السوقية لسهم الشركة والذي يمكن تحديده من خلال الانحراف أو الالتواء السالب في توزيعات العوائد على السهم خلال فترة التداول، ويتم قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم من خلال الخطوات التالية:

الخطوة الأولى: حساب العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة:

وفقًا للدراسات السابقة حول مخاطر الانهيار ((e.g., Jia, 2018; Ben-Nasr & Ghouma, 2018; Bai et al., 2019)، تستخدم هذه الدراسة مقاييس كمتغيرات تابعة بناءً على العائد الأسبوعي للسهم[3] لكل شركة في الأسبوع الحالي وأسبوعين للأمام والخلف، مقدرين كمتبقيات من استخدام نموذج السوق، باتباع Hutton et al. (2009) and Kim et al. (2011a) يتم استخدام العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة لحساب مقاييس مخاطر الانهيار الخاصة بالشركة. وعلى وجه التحديد، يتم أولاً تقدير نموذج السوق المتوسع Expanded Market Model كما يلي:

$$r_{i,t}=\alpha_i+ \beta_{1i}\, r_{m,t-2}+ \beta_{2i}\, r_{m,t-1}+ \beta_{3i}\, r_{m,t} + \beta_{4i}\, r_{m,t+1} + \beta_{5i}\, r_{m,t+2} + \varepsilon_{it} \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (4)$$

حيث أن:

- $r_{i,t}$: العائد على سعر سهم الشركة i في الأسبوع t (تم حساب العائد الأسبوعي علي سعر سهم الشركة من خلال تحديد قيمة النمو في سعر السهم ، وتم حساب قيمة النمو باللوغاريتم الطبيعي للتغير في سعر السهم [$\mathrm{Ln}(\frac{stock\ closing\ price\ t}{stock\ price\ closing\ t-1}$)[**(Chen et al., 2001**
- $r_{m,t}$: هو عائد السوق المرجح بالقيمة في الأسبوع (t)، وقد تم الاعتماد على عائد السوق للمؤشر EGX100.
- ε_{it}**:** هو الخطأ العشوائي الذي ينطوي عليه العائد المتبقي من نموذج الانحدار لسهم الشركة (i) في الأسبوع (t).
- **ويتم حساب العائد الخاص بالشركة** (i) خلال الأسبوع (t)، على أنه اللوغارتيم الطبيعي لواحد مضافاً اليه العائد المتبقي لنموذج السوق كما يلي:

$$W_{i,t}=\mathrm{Ln}\ (1+\varepsilon_{it}) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (5)$$

وذلك نظراً لأن توزيع قيم الخطأ العشوائي تكون شديدة الالتواء، ومن ثم يتم تحويلها الى التوزيع الطبيعي عن طريق أخذ اللوغاريتم لواحد مضافاً اليه العائد المتبقي لنموذج السوق.

وتم الاعتماد على بواقي نموذج الانحدار من النموذج رقم (4) لقياس خطر انهيار أسعار الأسهم بدلاً من العوائد الفعلية للسهم، نظراً لأن استخدام العوائد الفعلية للشركة قد ينتج عنها ظهور العديد من أحداث انهيار أسعار الأسهم خلال فترات هبوط الأسعار في سوق الأسهم بشكل عام، في حين أن الدراسات التي تركز على مخاطر انهيار أسعار الأسهم تهتم بالأسعار المتطرفة فقط، والتي يمكن حسابها من خلال العوائد المتبقية لنموذج الانحدار رقم (4) (يوسف، 2023)

الخطوة الثانية: قياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم:

يوجد العديد من المقاييس التي تم استخدامها في الأدبيات السابقة لقياس مخاطر انهيار أسعار الأسهم وسيتم استخدام الأربعة مقاييس التالية:

1) **<u>المقياس الأول</u> لمخاطر الانهيار هو احتمال أن تكون العوائد الأسبوعية للسهم سالبة متطرفة:**
حيث يمثل هذا المقياس متغير ثنائي يأخذ القيمة واحد إذا كانت قيمة واحد على الأقل من العوائد الأسبوعية الخاصة بالشركة تنخفض 3.09 درجة انحراف معياري أو أكثر عن متوسط قيمة العوائد خلال الفترة، وصفر بخلاف ذلك (Hutton et al., 2009)، وتم اختيار انحراف معياري قيمته 3.09 درجة لتوليد تكرار بنسبة 0.1% في التوزيع الطبيعي، بحيث تمثل مؤشراً معقولا للأحداث المتطرفة Extreme events، كانهيار سعر السهم، أي انه كلما انخفضت قيمة العائد للسهم 3,09 درجة انحراف معياري أو أكثر عن متوسط عوائد السهم خلال الفترة يكون هناك احتمال قدره 0,1 أن يتعرض سعر السهم للانهيار خلال تلك الفترة.

2) **<u>المقياس الثاني</u> لمخاطر الانهيار هو الانحراف الشرطي السلبي للعائدات الأسبوعية خلال العام الحالي** والذي يرمز له بـ (Y_2)، والذي يتم حسابه على أنه سالب اللحظة الثالثة للعائدات الأسبوعية لكل شركة في عام ما مقسومًا على الانحراف المعياري للعائدات الأسبوعية مرفوعًا إلى القوة الثالثة[4]. وعلى هذا النحو، يتم قياس (Y_1) للشركة (i) في العام (t) بالمعادلة أدناه (Harper et al., 2020)

$$Y_{2it}= -[n(n-1)^{3/2}\sum W^3_{it}]/\ [(n-1)(n-2)(\ \sum W^2_{it})^{3/2}]$$

[3] تعتمد أغلب نماذج قياس مخاطر انهيار سعر السهم على عوائد الأسهم الخاصة بكل شركة وذلك لضمان أن النموذج المستخدم يعكس العوامل الخاصة بالشركة وليس العوامل الأخرى التي تؤثر على أسعار الأسهم على مستوى السوق أو الصناعة بشكل عام.

[4] مضروب في المكعب.

حيث:

- (W_{it}): العائد الخاص بالشركة (i) في الأسبوع (t)، والذي يتم حسابه باستخدام المعادلات (4)، (5)
- n: هو عدد المشاهدات للعوائد الأسبوعية خلال العام الحالي (t).

ونظراً لإضافة الإشارة السالبة أمام معامل الالتواء المحسوب باستخدام المعادلة السابقة فإن ذلك يعني أنه كلما زات قيمة المتغير Y المحسوبة، كلما زاد الالتواء السالب لعوائد سهم الشركة، وبالتالي زيادة مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

3) **المقياس الثالث لمخاطر الانهيار هو التقلب من الهبوط إلى الصعود** والذي يرمز له بالرمز (Y_3)، والذي يقاس باللوغاريتم الطبيعي لنسبة الانحراف المعياري لعائدات الأسهم الأسبوعية (W_{it}) خلال أسابيع "الهبوط" (أي الأسابيع التي يكون فيها Wit أقل من متوسطه السنوي) مقسومًا على الانحراف المعياري لعائدات الأسهم الأسبوعية (W_{it}) خلال أسابيع "الصعود" (أي الأسابيع التي يكون فيها W_{it} أعلى من متوسطه السنوي). وبشكل خاص، يتم حساب (Y_2) للشركة (i) في العام (t) بالمعادلة أدناه (Habib et al., 2018):

$$Y_{3it}=\log\left[(n_{up}-1)\sum_{Down} W^2_{it}\right] / \left[(n_{Down}-1)\sum_{up} W^2_{it}\right]$$

حيث أن:

- Y_{3it} : مقياس تقلب العوائد لأسفل الى تقلب العوائد لأعلى للشركة i خلال الفترة t، وكلما زادت قيمة هذا المقياس كلما زاد الالتواء السالب في توزيع عوائد سهم الشركة، مما يعني زيادة خطر انهيار سعر السهم.
- n_{up} و n_{Down}: هما عدد الأسابيع الصاعدة والهابطة في السنة (t) على التوالي.

4) **المقياس الرابع لمخاطر الانهيار هو الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة**، ووفقاً لهذا المقياس يتم أولا حساب عدد مشاهدات العوائد المتطرفة سواءً الموجبة أو السالبة كما في دراسة ((Hutton et al., 2009)، (Callen & Fang, 2017))، حيث يعد العائد الأسبوعي لسهم الشركة متطرفاً إذا كانت قيمة العائد تزيد أو تنخفض 3.09 درجة انحراف معياري عن متوسط عوائد السهم خلال الفترة، ثم يتم حساب المتغير (Y_{4it}) كما يلي:

(Y_{4it}) = عدد المشاهدات ذات العوائد السالبة المتطرفة مطروحاً منها عدد المشاهدات ذات العوائد الموجبة المتطرفة

وكلما زادت قيمة هذا المتغير كلما زاد خطر انهيار سعر سهم الشركة، حيث يكون تكرار العوائد السالبة المتطرفة للسهم أعلى (Callen & Fang, 2017) (Bhargava et al., 2017)

وقد تم الاعتماد على المقياس الثاني في التحليل الأساسي، وتم الاعتماد على المقياس الثالث والرابع في تحليل المتانة.

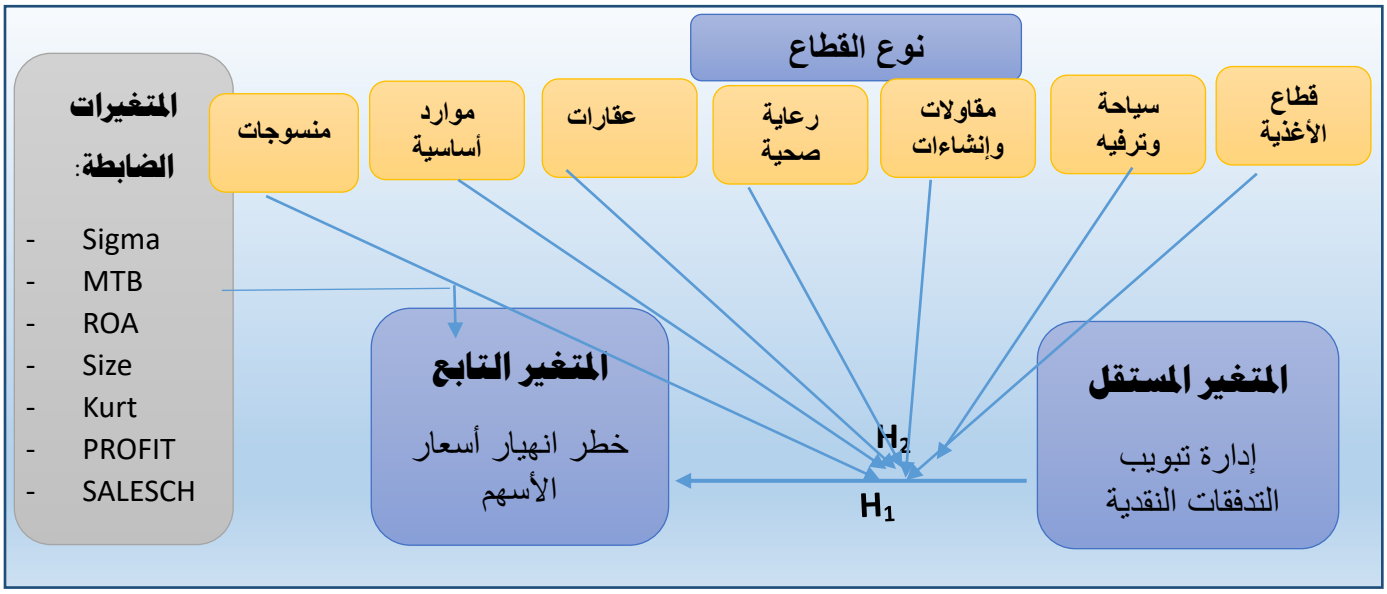
المتغيرات الضابطة:

تشمل المتغيرات الضابطة بعض المتغيرات المؤثرة على المتغير التابع (مخاطر انهيار أسعار الأسهم)، ولكنها لا تدخل ضمن نطاق الدراسة الحالية، ولكن يتم إضافة تلك المتغيرات من أجل ضبط العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع في نموذج الانحدار، ويوضح الجدول التالي أهم تلك المتغيرات وكيفية قياسها (الصباغ، 2019& عبد الحليم، وآخرون، 2022& Li et al., 2023 & Hwang et al., 2024& Jiang, et al.,2010 & Skinner and Sloan 2002 Francis et al. 2004

جدول رقم (3): يوضح المتغيرات الضابطة في نموذج الدراسة

الانحراف المعياري للعوائد	Sigma	ويشير للتقلبات في العوائد الأسبوعية لسهم شركة معينة خلال فترة محددة، فكلما زادت تقلبات العائد كلما زاد احتمال انهيار سعر السهم، ويتم حسابه بالانحراف المعياري للعائد الأسبوعي الخاص بالشركة خلال الفترة
تفرطح العوائد Kurtosis of Returns	Kurt	معامل تفرطح العوائد الخاصة بالشركة، وهو مقياس إحصائي يعكس مدى تركّز أو تشتت توزيع عوائد الشركة مقارنة بالتوزيع الطبيعي.
نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية	MTB	وتعبر عن فرص النمو المتاحة أمام الشركة، ويقاس بقسمة القيمة السوقية لحقوق المساهمين آخر الفترة على القيمة الدفترية لحقوق المساهمين بالشركة آخر الفترة.
معدل العائد على الأصول	ROA	وذلك للتحكم في تأثير الأداء المالي للشركة خلال العام، ويتم قياسه بنسبة صافي ربح الشركة

		بعد الضرائب إلى إجمالي الأصول في نهاية العام.
حجم الشركة	Size	يقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام
ربحية الشركة	PROFIT	حيث يؤثر صافي الربح السلبي (الخسائر) على أسعار الأسهم، حيث يُنظر إليه على أنه إفصاح عن أخبار سلبية قد تؤثر على مخاطر انهيار أسعار الأسهم. الخسارة يأخذ (1)، والربح يأخذ (0)
التغير في المبيعات	SALESCH	يقاس ب (مبيعات السنة الحالية- مبيعات السنة السابقة) / مبيعات السنة السابقة.



شكل رقم (1): يوضح تصور العلاقات بين متغيرات الدراسة

نموذج اختبار الفروض الإحصائية للدراسة:

$$SPCR_{it}= \beta_0+ \beta_1\ UE_CFO_{i,t} + \beta_2\ Sigma_{it}+ \beta_3\ Kurt_{it}+ \beta_4 MTB_{it}+ \beta_5\ ROA_{it}+ \beta_6\ Size_{it}+ \beta_7\ PROFIT_{it}+ \beta_8\ SALESCH_{it}+ \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

- **SPCR**: خطر انهيار أسعار الأسهم في الشركة I في السنة t[5]، وتم حسابه في التحليل الأساسي باستخدام طريقة الانحراف الشرطي السلبي للعائدات الأسبوعية خلال العام الحالي، وفي تحليل المتانة(Robustness Check)[6] ، تم استخدام طريقتي التقلب من الهبوط إلى الصعود و الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة.
- **$UE_CFO_{i,t}$**: التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية المقدرة في الشركة i في السنة t
- **Sigma**: الانحراف المعياري للعوائد.
- **Kurt**: تفرطح العوائد

[5]وتم حسابه بعد شهر من إصدار القوائم المالية، ولأن متوسط إصدار القوائم بعد 3 شهور من نهاية السنة، لذلك تم بدء حساب الانهيار من شهر مايو، والسبب في ذلك هو أن يتم حساب رد فعل المستثمر على القوائم المالية بشكل موضوعي بعد اطلاعه على القوائم المالية بفترة كافية.

[6]يهدف تحليل المتانة إلى اختبار مدى قوة النتائج عند إجراء تغييرات معينة على الافتراضات أو المتغيرات في النموذج، ويشمل تغيير طرق قياس المتغيرات أو استخدام نماذج بديلة، يمكن أن يتضمن أيضًا إعادة تقييم النتائج في ظل ظروف مختلفة.

- **MTB**: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية.
- **ROA**: معدل العائد على الأصول.
- **Size**: حجم الشركة
- **PROFIT**: ربحية الشركة كما سبق إيضاحها
- **SALESCH**: التغير في المبيعات.
- β_0: ثابت نموذج الانحدار.
- β_1، β_2، β_3، β_4، β_5، β_6، β_7، β_8: معاملات الانحدار.
- $\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي للشركة i في السنة t.

(5-4-6) التحليل الإحصائي للبيانات:

لتحليل البيانات واختبار الفروض تم الاعتماد على برنامج Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)، وتتمثل الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة التطبيقية فيما يلي

أولاً: الإحصاءات الوصفية (*Descriptive statistics*) **ومصفوفة الارتباط:**

(1) الإحصاءات الوصفية:

تستخدم الإحصاءات الوصفية لوصف الملامح الأساسية لبيانات الدراسة، ويعرض الجدول رقم (4) نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

جدول رقم (4): يوضح الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغير	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
ROA	-112.62	81.61	.9779	9.40707
SIZE	.00	25.29	20.0968	2.99441
PROFIT	.00	1.00	.2289	.42059
SALESCH	-45.46	5.70	-.6034	3.84975
SPCR2	-4.30	5.13	-.0490	1.04552
SPCR3	-3.46	5.08	-.0100	.78836
SPCR4	-2.00	1.00	-.0378	.56702
Sigma	.00	.16	.0533	.02368
Kurt	-1.45	35.45	2.4425	4.16868
MTB	15.38	24.61	20.4784	1.72329
UNCFO	-3.23293	8.46410	.0000000	.96478162

ومن خلال الاطلاع على الجدول السابق يتضح ما يلي:

- يتراوح مدى خطر انهيار أسعار الأسهم (وفقاً للطريقة الثانية معامل **الالتواء السالب لعوائد الأسهم الأسبوعية)**، ما بين -4.30، 5.13، مما يعني أن هناك تفاوتًا كبيرًا بين الحد الأدنى والأقصى لعوائد الأسهم الأسبوعية.، كما أن المتوسط -0.0490، وهو قريب من الصفر، مما يشير إلى أن العوائد الأسبوعية للأسهم بشكل عام قريبة من التعادل، لكنها تميل بشكل طفيف إلى السالب ووجد أن الانحراف معياري 1.04552، مما يدل على وجود تباين كبير في عوائد الأسهم الأسبوعية، أي أن هناك تقلبات ملحوظة في الأسعار.
- يتراوح مدى خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للطريقة الثالثة **SPCR(3) (تقلب العوائد لأسفل الى تقلب العوائد لأعلى)** ما بين -3.46 الى 5.08 يشير هذا النطاق إلى وجود اختلاف كبير بين الأسهم؛ حيث أن بعض الأسهم تعاني من تقلبات سلبية حادة أكثر من الإيجابية (قيم سالبة كبيرة)، بينما البعض الآخر لديه تقلبات إيجابية أعلى من السلبية (قيم موجبة كبيرة)، وكان المتوسط -0.0100، أي أن المتوسط قريب من الصفر، مما يعني أن التقلبات السلبية لعوائد الأسهم تميل لأن تكون أعلى قليلًا من التقلبات الإيجابية، ولكن الفرق ليس كبيرًا، وهذا يشير إلى أن السوق، في

المتوسط، قد يواجه مخاطر انخفاض أكبر قليلًا من الارتفاع، لكن التأثير ليس شديدًا. كما وجد أن الانحراف المعياري 0.78836 وهذا يدل على وجود تفاوت واضح بين الأسهم المختلفة من حيث علاقتها بين التقلبات السلبية والإيجابية.

- يتراوح مدى خطر انهيار أسعار الأسهم وفقاً للطريقة الرابعة **SPCR (4)** (**الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة**) بين -2 و1، والمتوسط -0.0228، مما يعني أن العوائد السلبية تحدث بشكل طفيف أكثر من العوائد الموجبة، ولكن ليس بفارق كبير، يشير ذلك إلى ميل السوق عمومًا نحو العوائد السلبية بشكل طفيف، لكنه ليس انهيارًا حادًا أو نمطًا واضحًا للهبوط. كما وجد أن الانحراف المعياري 0.567 وهذا يدل على وجود تفاوت بين الأسهم المختلفة، فبعضها يعاني من عدد كبير من العوائد السلبية أكثر من الموجبة، بينما البعض الآخر لديه العكس، مع العلم أن القيم الأقرب للصفر تعني توازنًا بين العوائد السلبية والموجبة، بينما القيم المتطرفة (سالب أو موجب) تشير إلى هيمنة اتجاه معين.
- يتراوح مدى التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية المقدرة **UE_CFO** بين -3.23293 و8.464 [7]ويدل الفرق الكبير بين الحد الأدنى والحد الأقصى على أن بعض الشركات تعاني من تدفقات نقدية تشغيلية سلبية كبيرة، بينما تحقق شركات أخرى فائضًا نقديًا كبيرًا مقارنة بتوقعاتها، ووجد أن الانحراف المعياري قيمته 0.9647 وهذا يدل على أن هناك تفاوتًا كبيرًا بين الشركات من حيث التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية، أي يوجد تفاوت كبير بين الشركات في استخدام إدارة تبويب التدفقات النقدية.
- يتراوح مدى الانحراف المعياري للعوائد **Sigma** ما بين 0، 0.16 وهذا يشير إلى أن بعض الأسهم لا تعاني من أي تقلبات في العوائد (0.00)، بينما بعض الأسهم لديها تقلبات مرتفعة (0.16)، ووجد أن المتوسط 0.0533 وهذا يعني أن معظم الأسهم في العينة لديها تقلبات متوسطة نسبيًا، أما الانحراف المعياري فقيمته 0.02368 فيشير إلى أن معظم الأسهم لديها تقلبات قريبة من المتوسط، مع وجود بعض الأسهم ذات التذبذب المرتفع أو المنخفض جدًا.
- يتراوح مدى تفرطح العوائد **Kurt** ما بين -1.5 و35.45 وهذا يعنى أن هناك تفاوت كبير جدًا بين القيم الدنيا والعليا، فبعض الأسهم لديها تفرطح سلبي أو قريب من الصفر، مما يعني أن عوائدها منتظمة أكثر وأقل تأثرًا بالقيم المتطرفة، وبعض الأسهم لديها تفرطح مرتفع جدًا (35.45)، مما يعني أن توزيع العوائد يحتوي على قيم متطرفة كثيرة جدًا، سواء ارتفاعات حادة أو انخفاضات حادة، أما المتوسط فكان قيمته 2.44 مما يشير إلى أن توزيع العوائد في السوق أقل تفرطحًا بقليل من التوزيع الطبيعي، أي أن السوق لديه عدد أقل من القيم المتطرفة مما هو متوقع في التوزيع الطبيعي
- وباستعراض القيم الدنيا والعليا الموضحة بالجدول السابق للمتغيرات الأخرى والمتوسطات والانحرافات المعيارية السابقة، يتضح أنها قيم مقبولة ولا يوجد أي قيم متطرفة أو شاذه عن المتوسط، ويتضح وجود تفاوت بين مفردات العينة محل الدراسة في تلك المتغيرات.

[7] هذا الرقم مقسوم على الأصول في السنة السابقة.

جدول رقم (5): يوضح مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة											
UNCFO	**MTB**	**Kurt**	**Sigma**	**SPCR4**	**SPCR3**	**SPCR2**	**SALESCH**	**PROFIT**	**SIZE**		
									1	Pearson Correlation	**SIZE**
										Sig. (2-tailed)	
								1	.294**	Pearson Correlation	**PROFIT**
									.000	Sig. (2-tailed)	
							1	.160**	.105*	Pearson Correlation	**SALESCH**
								.001	.027	Sig. (2-tailed)	
						1	-.073	-.081	.001	Pearson Correlation	**SPCR2**
							.124	.086	.990	Sig. (2-tailed)	
					1	.909**	-.085	-.072	-.007	Pearson Correlation	**SPCR3**
						.000	.070	.128	.880	Sig. (2-tailed)	
				1	.616**	.780**	-.106*	-.141**	-.054	Pearson Correlation	**SPCR4**
					.000	.000	.025	.003	.251	Sig. (2-tailed)	
			1	-.010	-.017	.004	-.028	-.102*	-.039	Pearson Correlation	**Sigma**
				.829	.719	.934	.552	.030	.408	Sig. (2-tailed)	
		1	.006	-.016	-.034	-.033	-.028	-.102*	-.072	Pearson Correlation	**Kurt**
			.906	.732	.476	.489	.555	.031	.128	Sig. (2-tailed)	
	1	-.093*	-.180**	-.075	-.082	-.081	.101*	.306**	.486**	Pearson Correlation	**MTB**
		.049	.000	.115	.084	.088	.032	.000	.000	Sig. (2-tailed)	
1	.058	-.038	-.022	-.068	-.062	-.060	.035	.139**	-.048	Pearson Correlation	**UNCFO**
	.221	.418	.636	.148	.189	.203	.456	.003	.314	Sig. (2-tailed)	
**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).											
*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).											

يعرض الجدول رقم (5) مصفوفة ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستخدمة في نماذج اختبار الفروض، وتعطى تلك المصفوفة رؤي مبدئية عن طبيعة العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع وكذلك بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، كما يمكن أيضاً استخدام تلك المصفوفة في الحكم على مدي معاناة النموذج من مشكلة الازدواج الخطى *Multi-collinearity* كما سيتم إيضاحه لاحقاً.

يتضح من الجدول النتائج التالية:

1. أن معظم قيم معاملات الارتباط فيما بين المتغيرات المستقلة منخفضة أو منخفضة جداً، حيث أن معظمها أقل من 0.5، وهذا سينتج عنه عدم ظهور مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات المستقلة عند تطبيق نماذج الانحدار الخطى المتعدد لاحقاً، هذا ويلاحظ وجود بعض العلاقات القوية بين المقاييس المختلفة المعبرة عن مخاطر انهيار أسعار الأسهم، ولكن لا يوجد مشكلة في ذلك حيث أنها لن تستخدم جميعاً في نموذج إحصائي واحد، كما أن تلك العلاقة القوية تنم عن اتساق هذه المقاييس في التعبير عن نفس الظاهرة.
2. يتضح من الجدول عدم وجود ارتباط معنوي بين التدفقات النقدية غير العادية المتوقعة (كمؤشر لإدارة تبويب التدفقات النقدية التشغيلية) وخطر انهيار أسعار، وهذا يعطى إشارة مبدئية إلى رفض الفرض الأول، وذلك مبدئياً انتظاراً للنتيجة النهائية عند تشغيل النماذج.
3. يتضح وجود بعض العلاقات المعنوية بين بعض المتغيرات المستقلة عند مستوي 5%، مثل الربح الشركة *(SIZE)* والقيمة السوقية الى الدفترية وكذلك الربح والتغير في المبيعات، والعديد من المتغيرات الأخرى.

ثانياً: اختبار افتراضات الانحدار:

(1) **<u>عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي</u>**:No Autocorrelation

عندما يكون الارتباط بين البواقي لأىّ مشاهدتين مختلفتين لا يساوى صفر، فإن ذلك يعني أن نموذج الانحدار يعاني مما يسمى بمشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي، وهذا يؤدى إلى عدم دقة نتائج اختبار كلاً من t و F الأمر الذى يعنى التوصل إلى استنتاجات مضللة.

ولاختبار افتراض عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، فإنه يوجد العديد من الاختبارات أشهرها اختبار-Durbin Waston Test، ويفترض هذا الاختبار أنه يوجد استقلال ذاتي بين البواقي (أي لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي) كفرض عدمي، ويفترض وجود استقلال بين البواقي (أي لا يوجد ارتباط ذاتي بين البواقي) كفرض بديل، ويتم قبول الفرض العدمي (لإثبات صلاحية النموذج) إذا تحقق حالة من الحالتين التاليتين :

الحالة الأولى: إذا كان(2<DW<4-du)

الحالة الثانية: إذا كان(du<DW<2)

وكانت نتيجة هذا الاختبار كما هو مرفق في الجداول رقم (7)&(9)

(2) **<u>عدم وجود ازدواج خطى بين المتغيرات التفسيرية</u>**No Multicollinearity :

يقصد بالازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية وجود علاقة خطية تامة أو قوية بين بعض أو كل المتغيرات التفسيرية(المستقلة) المدرجة في نموذج الانحدار، فإذا كانت تلك العلاقة تامة، فإن ذلك سيؤدي إلى استحالة تقدير معلمات الانحدار، أما إذا كانت تلك العلاقة قوية، فإن معلمات الانحدار بالرغم من إمكانية تقديرها إلا أنها ستكون ذات أخطاء معيارية كبيرة، الأمر الذي يعني عدم إمكانية تقديرها بدرجة عالية من الدقة.

تم الاعتماد على معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة، وجاءت النتائج كما هو موضح في الجداول رقم (8)&(10)& (11) بعدم وجود قيمة VIF تزيد عن 5 وبالتالي يمكن الحكم بعدم وجود ازدواج خطى، كما أنه لا يوجد قيمة ل Tolerance تقل عن 0.1، وقيمة Tolerance تعبر عن مقدار تباين المتغير المستقل المحدد الذى لا تفسره المتغيرات المستقلة الأخرى في النموذج، ويجب أن لا تقل عن الحد المسموح به، حيث نقصها يعنى أن الارتباط المتعدد مع المتغيرات الأخرى مرتفع وبالتالي وجود ازدواج خطى

(3) <u>تجانس تباين البواقي</u> Homoscedasticity:

يقصد بتجانس تباين البواقي أن يكون تباين نموذج الانحدار ثابتاً أو متساوياً بين كل المشاهدات، فإذا كان تباين البواقي غير متجانس فإن ذلك سيؤدى إلى عدم دقة نتائج كل من اختبار t واختبار F كنتيجة لكبر فترات الثقة دون داع. ولاختبار افتراض تجانس تباين البواقي سيتم استخدام اختبار White Test/ Koenker test ويقوم هذا الاختبار على اختبار X^2، حيث يتم اختبار ما إذا كانت قيمة X^2 المحسوبة لا تزيد عن قيمة X^2 الحرجة عند مستوى معنوية معين عادة 5% ويتم رفض الفرض العدمي (الذي يفترض وجود التجانس) إذا كانت P-value أقل من 5%، والعكس بالعكس.

(5-6) **اختبار فروض الدراسة:**

1- **نتائج اختبار الفرض الأول:**

جدول رقم (6): يوضح نتائج اختبار الفرض الأول

Coefficients[a]					
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.714	.663		1.077	.282
UNCFO	-.046	.053	-.043	-.881	.379
Sigma	-.834	2.123	-.019	-.393	.695
Kurt	-.012	.012	-.046	-.972	.331
ROA	.000	.006	-.004	-.077	.938
SIZE	.023	.021	.063	1.091	.276
PROFIT	-7.854E-11	.000	-.063	-1.212	.226
SALESCH	-2.825E-11	.000	-.060	-1.259	.209
MTB	-.055	.034	-.091	-1.619	.106
a. Dependent Variable: SPCR2					

يتضح من الجدول السابق أن جميع المتغيرات تقريباً غير معنوية مع المتغير التابع، رغم أن تلك المتغيرات المستقلة ثبت معنوياتها في بعض الدراسات السابقة، وهذا ما أعطى إشارة إلى أنه لا يمكن دراسة تلك العلاقة بشكل عام دون تحليلها إلى قطاعات لاختلاف خصائص كل قطاع، وبناءً على الجدول السابق اتضح وجود ارتباط سلبي ضعيف بين إدارة تبويب التدفقات النقدية التشغيلية وخطر انهيار أسعار الأسهم، وهو ما يعنى رفض الفرض الأول.

2- **نتائج اختبار الفرض الثاني:**

جدول رقم (7): يوضح معاملات الارتباط والتحديد لنموذج الدراسة على مستوى القطاعات

Sector	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
أغذية ومشروبات	.335[a]	.112	.055	1.26737	2.064
سياحة وترفيه	.559[d]	.313	.051	.89039	2.396
مقاولات وإنشاءات	.421[f]	.177	-.137	.93446	1.719
منسوجات وسلع معمرة	.487[g]	.237	-.054	.77135	2.427
موارد أساسية	.456[h]	.208	.097	.81433	2.093
رعاية صحية وأدوية	.699[c]	.489	.408	.96326	2.101
عقارات	.346[e]	.119	.043	.74587	2.018

يتضح من الجدول السابق:

- معامل الارتباط R يمثل قوة واتجاه العلاقة بين إدارة تبويب التدفقات النقدية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في كل قطاع، فكلما زادت قيمته، كانت العلاقة أقوى، وبناءً على النتائج في الجدول يتضح أن؛ أعلى ارتباط بين المتغيرين في قطاع الرعاية الصحية والأدوية($R = 0.699$) ، مما يدل على علاقة قوية نسبيًا، كما أن أضعف ارتباط في قطاع الأغذية والمشروبات($R = 0.335$) ، مما يشير إلى علاقة ضعيفة.
- يقيس معامل التحديد(R^2 - R Square) نسبة التباين في مخاطر انهيار أسعار الأسهم التي يمكن تفسيرها بواسطة إدارة الأرباح عبر إعادة تصنيف التدفقات النقدية، ومن خلال الجدول السابق اتضح ما أن؛ أعلى نسبة تفسيرية في قطاع الرعاية الصحية والأدوية($R^2 = 0.489$) ، مما يعني أن 48.9%من التغيرات في مخاطر انهيار أسعار الأسهم يمكن تفسيرها بواسطة إدارة الأرباح عبر إعادة تصنيف التدفقات النقدية، وأقل نسبة تفسيرية في قطاع الأغذية

والمشروبات($R^2 = 0.112$) ، مما يعني أن 11.2%فقط من التغيرات تفسرها إدارة الأرباح، والباقي يعود لعوامل أخرى.

- أما فيما يخص اختبار Durbin-Watson (DW) للكشف عن الارتباط الذاتي، فقد تم تحديد القيم الجدولية، حيث وجدت أن القيمة الدنيا (dL) قيمتها 1.686، والقيمة العليا (dU) قيمتها 1.852، ومن الجدول السابق اتضح أن جميع القطاعات تقريبًا لديها Durbin-Watson بين 1.7 و 2.4، مما يعني أنه لا يوجد ارتباط ذاتي واضح، قطاع "المقاولات والإنشاءات" لديه أدنى قيمة(1.719) ، وهي أقل من(1.78) dL ، مما يشير إلى احتمال وجود ارتباط ذاتي موجب بسيط، كذلك فإن قطاع "المنسوجات والسلع المعمرة" لديه أعلى قيمة(2.427) ، لكنها لا تتجاوز 2.22 بفارق كبير، مما يعني أن الارتباط الذاتي غير مقلق.

جدول رقم (8): يوضح نتائج الفرض الثاني مع نتائج اختبار معامل تضخم التباين

Coefficients[a]								
Collinearity Statistics		Sig.	T	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients			Sector
VIF	Tolerance			Beta	Std. Error	B		
		.235	1.193		1.760	2.099	(Constant)	أغذية ومشروبات
1.180	.848	.639	-.471	-.043	.122	-.057	UNCFO	
1.122	.891	.260	-1.131	-.102	5.224	-5.908	Sigma	
1.111	.900	.001	-3.505	-.314	.023	-.079	Kurt	
1.486	.673	.606	.517	.054	.010	.005	ROA	
1.606	.622	.301	1.038	.112	.049	.050	SIZE	
1.468	.681	.877	-.155	-.016	.000	-1.034E-10	PROFIT	
1.207	.828	.108	-1.619	-.151	.081	-.130	LNMV	
1.151	.869	.777	-.284	-.026	.000	-2.219E-11	SALESCH	
		.590	-.548		3.788	-2.075	(Constant)	سياحه وترفيه
1.179	.848	.875	-.159	-.031	.190	-.030	UNCFO	
1.447	.691	.459	.754	.164	5.423	4.090	Sigma	
1.535	.651	.978	-.028	-.006	.082	-.002	Kurt	
3.098	.323	.041	-2.183	-.695	3.732	-8.146	ROA	
5.703	.175	.590	.547	.236	.224	.123	SIZE	
2.922	.342	.033	2.282	.706	.000	2.001E-9	PROFIT	
5.368	.186	.927	-.093	-.039	.337	-.031	LNMV	
1.277	.783	.147	-1.504	-.308	.000	-1.788E-9	SALESCH	
		.614	-.512		3.039	-1.556	(Constant)	مقاولات وإنشاءات
1.102	.907	.435	-.795	-.165	.209	-.166	UNCFO	
1.476	.678	.661	.445	.107	6.803	3.030	Sigma	
1.250	.800	.650	.460	.102	.062	.028	Kurt	
4.643	.215	.427	.809	.345	.928	.751	ROA	
9.478	.106	.529	-.640	-.390	.359	-.230	SIZE	
5.946	.168	.440	-.788	-.380	.000	-2.548E-9	PROFIT	
9.957	.100	.351	.953	.596	.345	.329	LNMV	
1.224	.817	.531	.637	.140	.000	3.201E-10	SALESCH	
		.363	-.930		5.539	-5.153	(Constant)	منسوجات وسلع معمرة
1.345	.744	.079	-1.847	-.408	.175	-.324	UNCFO	
1.284	.779	.308	1.046	.226	10.234	10.701	Sigma	
2.439	.410	.605	.524	.156	.054	.029	Kurt	
2.559	.391	.950	-.064	-.020	2.240	-.143	ROA	
4.296	.233	.367	.923	.365	.268	.247	SIZE	
5.901	.169	.735	-.343	-.159	.000	-2.862E-10	PROFIT	
3.099	.323	.844	-.199	-.067	.219	-.044	LNMV	
2.052	.487	.252	1.177	.321	.000	1.188E-10	SALESCH	

Coefficients[a]								
Collinearity Statistics		Sig.	T	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients			Sector
VIF	Tolerance			Beta	Std. Error	B		
		.781	-.279		1.592	-.444	(Constant)	موارد أساسية
1.268	.789	.069	-1.856	-.246	.116	-.216	UNCFO	
1.129	.886	.008	-2.759	-.345	6.472	-17.853	Sigma	
1.132	.883	.657	-.447	-.056	.045	-.020	Kurt	
1.063	.941	.626	-.489	-.059	.008	-.004	ROA	
1.435	.697	.598	.530	.075	.038	.020	SIZE	
1.309	.764	.183	-1.349	-.182	.000	-1.002E-10	PROFIT	
1.324	.755	.556	.592	.080	.079	.047	LNMV	
1.033	.968	.295	-1.057	-.127	.000	-2.366E-11	SALESCH	
		.000	4.617		5.116	23.621	(Constant)	رعاية صحية وأدوية
1.424	.702	.028	2.257	.270	.154	.347	UNCFO	
1.101	.909	.014	-2.558	-.269	6.637	-16.980	Sigma	
1.208	.828	.398	.852	.094	.024	.020	Kurt	
2.932	.341	.000	-4.824	-.827	3.742	-18.048	ROA	
5.548	.180	.001	-3.624	-.855	.252	-.913	SIZE	
4.164	.240	.012	2.618	.535	.000	3.465E-9	PROFIT	
2.694	.371	.408	-.834	-.137	.147	-.123	LNMV	
1.362	.734	.763	-.303	-.035	.000	-2.491E-11	SALESCH	
		.791	.266		1.087	.289	(Constant)	عقارات
1.064	.940	.273	1.103	.111	.078	.086	UNCFO	
1.470	.680	.733	-.343	-.041	3.683	-1.262	Sigma	
1.295	.772	.010	2.616	.291	.030	.079	Kurt	
1.121	.892	.195	-1.306	-.135	1.524	-1.990	ROA	
1.568	.638	.811	-.240	-.029	.031	-.007	SIZE	
1.585	.631	.924	.095	.012	.000	8.026E-12	PROFIT	
1.780	.562	.879	-.153	-.020	.055	-.008	LNMV	
1.190	.840	.786	-.273	-.029	.000	-1.475E-11	SALESCH	
a. Dependent Variable: SPCR2								

من خلال الاطلاع على الجدول السابق يتضح ما يلي:

(1) أن معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة لا يزيد عن 5 وبالتالي يمكن الحكم بعدم وجود ازدواج خطى، كما أنه لا يوجد قيمة ل Tolerance تقل عن 0.1، فيما عدا قطاع العقارات فهو يعاني من ازدواج خطى طفيف.

(2) أن أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، معنوي فقط في كلاً من (قطاع المنسوجات والسلع المعمرة& وقطاع الموارد الأساسية، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية)، ولكن كان من المثير للاهتمام أن هذه العلاقة عكسية في قطاعي المنسوجات والسلع المعمرة& وقطاع الموارد الأساسية، وعلاقة طردية في قطاع الرعاية الصحية والأدوية، حيث:

- في قطاع المنسوجات والسلع المعمرة؛ كانت قيمة B = -0.324، أي أنه مع زيادة إدارة الأرباح من خلال إدارة تبويب التدفقات النقدية بوحدة واحدة، ينخفض خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار 0.324، وكانت قيمة Beta = -0.408أي أن التأثير سلبي ومتوسط القوة نسبيًا، كما أن وجد أن قيمة المعنوية Sig. = 0.079أي أنه معنوي عند مستوى 10%،
- في قطاع الموارد الأساسية؛ كانت قيمة B = -0.216، أي أن العلاقة سلبية ولكن أقل من قطاع المنسوجات، حيث أن زيادة إدارة الأرباح من خلال إعادة تصنيف التدفقات النقدية بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض المتغير التابع بمقدار 0.216، درجة المعنوية Sig. = 0.069، أي أنه قريب من المعنوية عند مستوى 5%، ومعنوي عند مستوى 10%.

- في قطاع الرعاية الصحية والأدوية؛ كانت قيمة B = 0.347 أي أن العلاقة إيجابية، أي أن إدارة الأرباح من خلال إعادة تصنيف التدفقات النقدية بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع المتغير التابع بمقدار 0.347، كما أن قيمة Beta = 0.270 أي أن التأثير إيجابي ومعتدل مقارنة بالقطاعات الأخرى، وكانت قيمة Sig. = 0.028 وهذا يعني أن هذا الأثر معنوي عند مستوى 5%، مما يعني أن العلاقة حقيقية ومؤكدة إحصائيًا.
- وبناءً على التحليل السابق؛ يمكن قبول الفرض الثاني حيث يختلف أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على خطر انهيار أسعار الأسهم باختلاف القطاع.

3- **تحليل المتانة Robustness Check**:

وتحليل المتانة (Robustness Check) هو اختبار يهدف إلى التحقق من استقرار وموثوقية النتائج التي تم الحصول عليها في البحث أو التحليل الإحصائي، يتم ذلك عن طريق تغيير بعض الافتراضات أو المنهجيات المستخدمة في الدراسة، مثل تعديل المتغيرات، استخدام نماذج مختلفة، أو تطبيق تقنيات تحليل بديلة مثل تغيير مقياس المتغير التابع، ثم ملاحظة ما إذا كانت النتائج لا تزال متسقة أو تتغير بشكل كبير، لذلك تم قياس أثر تبويب إدارة التدفقات النقدية على خطر انهيار أسعار الأسهم بين القطاعات المختلفة بعد إعادة قياس خطر انهيار أسعار الأسهم بالطرق التالية:

- **التقلب من الهبوط إلى الصعود**
- **الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة**

أولاً: **التقلب من الهبوط إلى الصعود**

وقد جاءت النتائج كالتالي:

جدول رقم (9): يوضح معاملات الارتباط والتحديد باستخدام طريقة التقلب من الهبوط إلى الصعود

Sector	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
أغذية ومشروبات	.278[a]	.077	.025	1.02025	2.222
سياحة وترفيه	.358[d]	.128	-.149	.81476	2.029
مقاولات وإنشاءات	.430[f]	.185	-.074	.62038	1.874
منسوجات وسلع	.429[g]	.184	-.076	.57933	1.985
موارد أساسية	.372[h]	.139	.035	.59521	1.994
رعاية صحية وأدوية	.645[c]	.416	.337	.73916	1.984
عقارات	.292[e]	.085	.016	.50618	1.979

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

- ضعف نموذج :قطاع العقارات حيث لديه معامل التحديد- والذي يوضح نسبة التباين في المتغير التابع التي يمكن تفسيرها بواسطة المتغيرات المستقلة- قدره لديه 0.128، ومعامل تحديد معدل مقداره 0.149، مما يدل على ضعف القدرة التفسيرية للنموذج في هذا القطاع، وهذا يدل على أن قطاع العقارات ذا خصائص مختلفة عن باقي القطاعات.
- يعتبر أقوى نموذج تفسيري هو نموذج الرعاية الصحية والأدوية، حيث كان لديه معامل تحديد مقداره 0.416، ومعامل تحديد معدل مقداره 0.337، مما يشير إلى أن النموذج يفسر نسبة جيدة من التباين.
- اختبار Durbin-Watson في جميع القطاعات قريب من 2، مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي واضح في الأخطاء، وهو مؤشر جيد لصحة النموذج.

جدول رقم (10): يوضح نتائج اختبار الفرض الثاني باستخدام طريقة التقلب من الهبوط إلى الصعود

Sector		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
أغذية ومشروبات	(Constant)	-.108	.737		-.146	.884		
	UNCFO	-.049	.098	-.047	-.499	.618	.851	1.174
	ROA	.004	.008	.057	.543	.588	.675	1.482

Collinearity Statistics		Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Sector	
VIF	Tolerance			Beta	Std. Error	B		
1.554	.644	.508	.663	.071	.038	.025	**SIZE**	
1.402	.713	.472	-.722	-.074	.000	-3.790E-10	**PROFIT**	
1.148	.871	.764	-.300	-.028	.000	-1.885E-11	**SALESCH**	
1.082	.924	.239	-1.182	-.106	4.130	-4.883	**Sigma**	
1.095	.913	.004	-2.916	-.263	.018	-.053	**Kurt**	
		.576	-.568		2.314	-1.315	**(Constant)**	**سياحة وترفيه**
1.179	.848	.832	-.215	-.046	.173	-.037	**UNCFO**	
3.009	.332	.154	-1.476	-.510	3.366	-4.968	**ROA**	
1.654	.604	.579	.564	.144	.110	.062	**SIZE**	
2.901	.345	.113	1.649	.559	.000	1.318E-9	**PROFIT**	
1.180	.848	.741	-.335	-.072	.000	-3.500E-10	**SALESCH**	
1.447	.691	.804	.251	.060	4.962	1.244	**Sigma**	
1.476	.677	.914	.109	.026	.074	.008	**Kurt**	
		.377	-.902		2.017	-1.820	**(Constant)**	**مقاولات وإنشاءات**
1.096	.912	.716	-.368	-.074	.138	-.051	**UNCFO**	
4.627	.216	.450	.770	.319	.615	.474	**ROA**	
1.984	.504	.423	.817	.221	.109	.089	**SIZE**	
5.665	.177	.443	-.781	-.358	.000	-1.637E-9	**PROFIT**	
1.099	.910	.467	.739	.149	.000	2.335E-10	**SALESCH**	
1.328	.753	.169	1.422	.315	4.284	6.091	**Sigma**	
1.241	.806	.777	-.287	-.062	.041	-.012	**Kurt**	
		.301	-1.059		3.810	-4.034	**(Constant)**	**منسوجات وسلع معمرة**
1.341	.746	.097	-1.735	-.387	.132	-.228	**UNCFO**	
2.527	.396	.458	-.755	-.231	1.671	-1.263	**ROA**	
3.673	.272	.314	1.030	.380	.186	.192	**SIZE**	
5.230	.191	.527	-.643	-.283	.000	-3.796E-10	**PROFIT**	
2.041	.490	.341	.974	.268	.000	7.362E-11	**SALESCH**	
1.267	.790	.821	-.230	-.050	7.634	-1.752	**Sigma**	
2.142	.467	.374	.907	.256	.038	.035	**Kurt**	
		.627	.488		.540	.264	**(Constant)**	**موارد أساسية**
1.263	.792	.140	-1.497	-.205	.085	-.127	**UNCFO**	
1.051	.952	.616	-.505	-.063	.005	-.003	**ROA**	
1.180	.848	.574	.566	.075	.025	.014	**SIZE**	
1.297	.771	.411	-.829	-.115	.000	-4.477E-11	**PROFIT**	
1.033	.968	.160	-1.423	-.176	.000	-2.327E-11	**SALESCH**	

Collinearity Statistics		Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Sector	
VIF	Tolerance			Beta	Std. Error	B		
1.126	.888	.064	-1.890	-.244	4.724	-8.928	**Sigma**	
1.132	.883	.745	-.326	-.042	.033	-.011	**Kurt**	
		.001	3.704		3.842	14.232	**(Constant)**	**رعاية صحية وأدوية**
1.367	.732	.101	1.668	.207	.115	.193	**UNCFO**	
2.931	.341	.000	-4.300	-.780	2.871	-12.345	**ROA**	
4.762	.210	.001	-3.425	-.792	.179	-.613	**SIZE**	
3.896	.257	.037	2.140	.448	.000	2.103E-9	**PROFIT**	
1.362	.734	.592	-.540	-.067	.000	-3.405E-11	**SALESCH**	
1.063	.941	.035	-2.162	-.236	5.006	-10.823	**Sigma**	
1.166	.858	.415	.821	.094	.018	.015	**Kurt**	
		.840	.203		.430	.087	**(Constant)**	**عقارات**
1.064	.940	.329	.981	.100	.053	.052	**UNCFO**	
1.105	.905	.056	-1.939	-.202	1.027	-1.991	**ROA**	
1.257	.796	.805	-.247	-.027	.019	-.005	**SIZE**	
1.483	.674	.945	.069	.008	.000	3.825E-12	**PROFIT**	
1.173	.852	.558	-.588	-.063	.000	-2.143E-11	**SALESCH**	
1.386	.722	.837	-.206	-.024	2.426	-.499	**Sigma**	
1.275	.784	.160	1.417	.159	.020	.029	**Kurt**	

من الجدول السابق يمكن ملاحظة

(1) أن معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) لكل متغير من المتغيرات المستقلة لا يزيد عن 5 وبالتالي يمكن الحكم بعدم وجود ازدواج خطى، كما أنه لا يوجد قيمة ل Tolerance تقل عن 0.1، فيما عدا قطاع العقارات فهو يعاني من ازدواج خطى طفيف.

(2) أن أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، معنوي فقط في كلاً من (قطاع المنسوجات والسلع المعمرة& وقطاع الموارد الأساسية، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية)، **وقد اتفقت النتائج أيضاً مع النتائج السابقة** (عند استخدام طريقة الانحراف الشرطي السلبي للعائدات الأسبوعية خلال العام عند حساب خطر انهيار أسعار الأسهم) حيث كانت علاقة عكسية في قطاعي المنسوجات والسلع المعمرة& وقطاع الموارد الأساسية، وعلاقة طردية في قطاع الرعاية الصحية والأدوية، حيث:

5) في قطاع المنسوجات والسلع المعمرة؛ كانت قيمة B =-0.228، أي أنه مع زيادة إدارة تبويب التدفقات النقدية بوحدة واحدة، ينخفض خطر انهيار أسعار الأسهم بمقدار 0.228، وكانت قيمة Beta = -0.387 أي أن التأثير سلبي ومتوسط القوة نسبيًا، كما أن وجد أن قيمة المعنوية Sig. = 0.097أي أنه معنوي عند مستوى 10%،

6) في قطاع الموارد الأساسية؛ كانت قيمة B = -0.127، أي أن العلاقة سلبية ولكن أقل من قطاع المنسوجات، حيث أن زيادة إدارة تبويب التدفقات النقدية بوحدة واحدة تؤدي إلى انخفاض المتغير التابع بمقدار 0.127، درجة المعنوية Sig. = 0. 140، أي أنه قريب من المعنوية عند مستوى 10%.

7) في قطاع الرعاية الصحية والأدوية؛ كانت قيمة B = 0.193 أي أن العلاقة إيجابية، أي أن إدارة تبويب التدفقات النقدية بوحدة واحدة تؤدي إلى ارتفاع المتغير التابع بمقدار 0.193، كما أن قيمة Beta = .207 أي أن التأثير إيجابي ومعتدل مقارنة بالقطاعات الأخرى، وكانت قيمة Sig. = .101 وهذا يعني أن هذا الأثر معنوي عند مستوى 10%، مما يعني أن العلاقة حقيقية ومؤكدة إحصائيًا.

ثانياً: طريقة الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة:
وقد جاءت النتائج متوافقة مع ما سبق، مع اختلاف طفيف في قطاع الموارد الأساسية:

جدول رقم (11): يوضح نتائج اختبار الفرض الثاني باستخدام طريقة الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة

Coefficients[a]						
Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model	Sector
		Beta	Std. Error	B		
.351	.937		.766	.718	(Constant)	أغذية ومشروبات
.106	-1.628	-.151	.053	-.086	UNCFO	
.097	-1.673	-.152	2.275	-3.806	Sigma	
.041	-2.061	-.186	.010	-.020	Kurt	
.969	.038	.004	.004	.000	ROA	
.798	.256	.028	.021	.005	SIZE	
.873	.161	.017	.000	4.669E-11	PROFIT	
.124	-1.551	-.143	.000	-5.269E-11	SALESCH	
.377	-.886	-.083	.035	-.031	LNMV	
.282	-1.104		2.217	-2.448	(Constant)	سياحة وترفيه
.959	-.052	-.011	.111	-.006	UNCFO	
.307	1.047	.249	3.174	3.322	Sigma	
.807	.247	.061	.048	.012	Kurt	
.236	-1.219	-.424	2.184	-2.662	ROA	
.869	-.167	-.079	.131	-.022	SIZE	
.428	.808	.273	.000	4.148E-10	PROFIT	
.239	-1.211	-.270	.000	-8.427E-10	SALESCH	
.492	.699	.320	.197	.138	LNMV	
.797	-.261		1.871	-.488	(Constant)	مقاولات وإنشاءات
.241	-1.207	-.243	.129	-.155	UNCFO	
.330	-.998	-.233	4.189	-4.179	Sigma	
.272	1.128	.242	.038	.043	Kurt	
.792	.268	.111	.572	.153	ROA	
.204	-1.310	-.775	.221	-.290	SIZE	
.729	-.350	-.164	.000	-6.979E-10	PROFIT	
.358	.940	.200	.000	2.905E-10	SALESCH	
.120	1.621	.983	.212	.344	LNMV	
.343	-.970		4.014	-3.894	(Constant)	منسوجات وسلع معمرة
.221	-1.262	-.286	.127	-.160	UNCFO	

Coefficients[a]						
Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model	Sector
		Beta	Std. Error	B		
.316	1.027	.228	7.417	7.616	Sigma	
.881	-.151	-.046	.039	-.006	Kurt	
.596	-.539	-.169	1.623	-.874	ROA	
.454	.764	.310	.194	.148	SIZE	
.930	-.089	-.042	.000	-5.369E-11	PROFIT	
.515	.662	.185	.000	4.839E-11	SALESCH	
.933	.086	.029	.159	.014	LNMV	
.878	-.154		1.108	-.171	(Constant)	موارد أساسية
.115	-1.599	-.211	.081	-.130	UNCFO	
.040	-2.104	-.262	4.505	-9.480	Sigma	
.297	-1.054	-.131	.031	-.033	Kurt	
.852	.188	.023	.005	.001	ROA	
.453	-.756	-.106	.026	-.020	SIZE	
.056	-1.951	-.261	.000	-1.009E-10	PROFIT	
.389	-.868	-.103	.000	-1.351E-11	SALESCH	
.357	.929	.125	.055	.051	LNMV	
.000	3.991		2.978	11.884	(Constant)	رعاية صحية وأدوية
.008	2.777	.359	.089	.248	UNCFO	
.019	-2.427	-.276	3.864	-9.377	Sigma	
.672	-.425	-.051	.014	-.006	Kurt	
.001	-3.516	-.651	2.178	-7.657	ROA	
.015	-2.510	-.640	.147	-.368	SIZE	
.029	2.245	.496	.000	1.729E-9	PROFIT	
.365	-.914	-.115	.000	-4.370E-11	SALESCH	
.079	-1.794	-.319	.086	-.154	LNMV	
.854	.185		.755	.140	(Constant)	عقارات
.340	.959	.099	.054	.052	UNCFO	
.498	.680	.082	2.557	1.740	Sigma	
.156	1.429	.162	.021	.030	Kurt	
.607	-.516	-.055	1.058	-.546	ROA	
.628	-.486	-.061	.021	-.010	SIZE	
.706	-.379	-.048	.000	-2.218E-11	PROFIT	
.740	-.333	-.036	.000	-1.248E-11	SALESCH	
.937	-.080	-.011	.038	-.003	LNMV	

Coefficients[a]						
Sig.	t	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Model	Sector
		Beta	Std. Error	B		
a. Dependent Variable: SPCR4						

ويمكن تلخيص العلاقات السابقة في الجدول التالي رقم (12):

جدول رقم (12): يوضح ملخص لنتائج العلاقات بطرق القياس المختلفة لخطر الانهيار

القطاع	SPCR(2)	SPCR(3)	SPCR(4)
أغذية ومشروبات	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي
سياحة وترفيه	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي
مقاولات وإنشاءات	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي
منسوجات وسلع معمرة	معنوي عكسي	معنوي عكسي	غير معنوي عكسي
موارد أساسية	معنوي عكسي	معنوي عكسي	معنوي عكسي
رعاية صحية وأدوية	معنوي طردي	معنوي طردي	معنوي طردي
عقارات	غير معنوي	غير معنوي	غير معنوي

4- **تحليلات إضافية:**

تم إجراء النموذج رقم (2)، مع إضافة متغيرات رقابية أخرى (الربحية، والتغير في المبيعات)، وذلك لإيضاح رؤية أكثر تفسيراً للنتائج المتضاربة بين القطاعات المختلفة، فجاءت النتائج كالتالي:

جدول رقم 13: يوضح معاملات الارتباط والتحديد للنموذج رقم(2)

Sector	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
أغذية ومشروبات	.580[a]	.336	.299	.82787007
سياحة وترفيه	.982[c]	.964	.952	.20663061
مقاولات وإنشاءات	.842[e]	.709	.616	.53973517
منسوجات وسلع	.811[f]	.658	.549	.63589297
موارد أساسية	.728[g]	.530	.472	.71085306
رعاية صحية وأدوية	.919[b]	.845	.824	.40905325
عقارات	.748[d]	.560	.527	.67725477

يتضح من الجدول السابق ما يلي:

8) أقوى علاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع موجودة في قطاع السياحة والترفيه = (R^2=0.964)، مما يشير إلى أن العوامل المدروسة تفسر معظم التغيرات في المتغير التابع (التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية)
9) القطاعات ذات العلاقة القوية أيضًا تشمل الرعاية الصحية والأدوية (R^2=0.845)والمقاولات والإنشاءات (R^2=0.709).
10) القطاعات ذات العلاقة الأضعف تشمل الأغذية والمشروبات (R^2=0.336)، مما يعني أن هناك عوامل أخرى خارج النموذج تؤثر على المتغير التابع.
11) ومن هذا يتضح أن العوامل المؤثرة في التدفقات النقدية التشغيلية غير العادية المتوقعة -كمؤشر عن إدارة تبويب التدفقات النقدية التشغيلية) تختلف من قطاع إلى آخر.

جدول (14): يوضح نتائج اختبار النموذج رقم (2) بعد إضافة متغيرات أخرى

Coefficients[a]						
Sector		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
أغذية ومشروبات	(Constant)	-.094	.593		-.158	.875
	CFI	-4.371E-10	.000	-.038	-.476	.635
	CFF	-4.326E-10	.000	-.052	-.683	.496
	ROA	.029	.006	.402	4.752	.000
	SIZE	-.003	.032	-.010	-.101	.920
	UNDACC	-.434	.073	-.434	-5.920	.000
	PROFIT	2.401E-10	.000	.049	.537	.593
	SALESCH	1.648E-11	.000	.025	.325	.745
سياحة وترفيه	(Constant)	1.845	.572		3.227	.004
	CFI	-4.029E-9	.000	-.269	-3.364	.003
	CFF	-3.625E-10	.000	-.038	-.808	.428
	ROA	3.259	.863	.268	3.776	.001
	SIZE	-.093	.028	-.173	-3.308	.003
	UNDACC	-.761	.086	-.761	-8.821	.000
	PROFIT	-1.506E-12	.000	-.001	-.007	.994
	SALESCH	-1.047E-9	.000	-.174	-3.080	.005
مقاولات وإنشاءات 1	(Constant)	1.493	1.788		.835	.413
	CFI	-2.465E-9	.000	-.103	-.426	.674
	CFF	1.712E-8	.000	.855	2.774	.011
	ROA	5.290	.875	2.446	6.047	.000
	SIZE	-.125	.096	-.213	-1.304	.206
	UNDACC	-3.731	.677	-3.731	-5.510	.000
	PROFIT	9.374E-9	.000	1.408	2.746	.012

Coefficients[a]						
Sig.	T	Standardized Coefficients	Unstandardized Coefficients		Sector	
		Beta	Std. Error	B		
.055	-2.029	-.503	.000	-1.146E-9	SALESCH	
.041	2.169		6.077	13.178	(Constant)	منسوجات وسلع معمرة
.072	-1.889	-.493	.000	-1.655E-9	CFI	
.023	-2.437	-.855	.000	-2.917E-9	CFF	
.122	1.610	.665	3.825	6.158	ROA	
.040	-2.178	-.764	.300	-.653	SIZE	
.007	-2.959	-.892	.301	-.892	UNDACC	
.991	.011	.007	.000	1.676E-11	PROFIT	
.242	1.204	.325	.000	1.515E-10	SALESCH	
.557	.591		.626	.370	(Constant)	موارد أساسية
.197	-1.304	-.165	.000	-1.313E-10	CFI	
.388	-.869	-.140	.000	-7.658E-11	CFF	
.999	-.001	.000	.007	-9.686E-6	ROA	
.416	-.819	-.079	.029	-.024	SIZE	
.000	-5.637	-.621	.110	-.623	UNDACC	
.000	3.943	.547	.000	3.439E-10	PROFIT	
.794	.262	.028	.000	5.999E-12	SALESCH	
.005	-2.907		2.017	-5.865	(Constant)	رعاية صحية وأدوية
.322	.999	.140	.000	3.430E-10	CFI	
.401	.847	.114	.000	2.460E-10	CFF	
.000	7.280	.592	1.382	10.058	ROA	
.017	2.456	.284	.096	.236	SIZE	
.000	-13.415	-.906	.068	-.906	UNDACC	
.567	.577	.067	.000	3.367E-10	PROFIT	
.281	-1.089	-.078	.000	-4.293E-11	SALESCH	
.991	-.011		.521	-.006	(Constant)	عقارات
.058	-1.917	-.139	.000	-1.978E-10	CFI	
.723	-.356	-.028	.000	-9.160E-11	CFF	
.000	5.550	.432	1.478	8.200	ROA	
.459	-.744	-.058	.025	-.019	SIZE	
.000	-9.559	-.750	.078	-.750	UNDACC	
.032	2.176	.180	.000	1.593E-10	PROFIT	
.080	-1.768	-.144	.000	-9.414E-11	SALESCH	
a. Dependent Variable: UNCFO						

يُلاحظ من الجدول السابق أن التدفقات النقدية المتوقعة غير العادية (UN-CFO) في قطاع الرعاية الصحية والأدوية ناتجة عن إدارة أرباح حقيقية وليس إدارة تبويب، حيث أن الارتباط بينها وبين صافي التدفقات النقدية التمويلية والاستثمارية، ارتباط موجب وليس سالب، وهو ما يفسر الارتباط السالب مع خطر انهيار أسعار الأسهم خلافاً للقطاعات الأخرى وذلك لأنه قد يكون إدارة الأرباح الحقيقية أسهل في الاكتشاف للمستثمر بالمقارنة بإدارة تبويب التدفقات النقدية التشغيلية.

يتضح أيضاً أن الارتباط بين إدارة التبويب للتدفقات النقدية التشغيلية وإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق؛ ارتباط عكسي قوى ودال معنوياً، وهذا يعنى أن الشركات في العينة تستخدم إدارة التبويب للتدفقات النقدية كبديل لإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق.

اتضح أيضاً أن القطاعات التي ثبت وجود علاقة معنوية بها بين إدارة التبويب للتدفقات النقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم، لم يثبت بها وجود علاقة معنوية بين إدارة تبويب التدفقات النقدية بها مع التغير في المبيعات بعكس باقي القطاعات، والعكس، وهذا قد يعنى أن خطر انهيار أسعار الأسهم في باقي القطاعات قد يتأثر بالأداء التشغيلي وبالتالي يكون أكثر تأثراً بإدارة تبويب بنود الدخل، ولكن هذا يحتاج الى مزيد من الدراسة.

6-6 <u>نتائج الدراسة والتوصيات والأبحاث المستقبلية</u>:

(6-6-1) نتائج الدراسة:

هدفت الدراسة الحالية إلى بحث أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على خطر انهيار أسعار الأسهم، وذلك من خلال دراسة تطبيقية على 75 شركة مدرجة بالبورصة المصرية مقسمة على 7 قطاعات مختلفة؛ بإجمالي عدد مشاهدات 45 مشاهدة، وقد جاءت النتائج كالتالي:

<u>أولا</u>: النتائج النظرية:

1. يمكن استخدام إدارة تبويب التدفقات النقدية كأداة لإخفاء الأخبار السلبية المرتبطة بالتدفقات النقدية، وذلك دون أي تغيير في صافي التدفقات النقدية الإجمالية، وينطوي إدارة التبويب على الخطأ المتعمد بصورة انتهازية في تبويب التدفقات النقدية التشغيلية، حيث يتم تحويل بعض بنود التدفقات النقدية التمويلية والاستثمارية الداخلة إلى التدفقات النقدية التشغيلية الداخلة، وتحويل التدفقات النقدية التشغيلية الخارجة إلى التدفقات النقدية التمويلية والاستثمارية الخارجة.
2. تستخدم الشركات إدارة تبويب التدفقات النقدية كأداة بديلة لإدارة الأرباح الحقيقية، وإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق، وذلك لإعطاء صورة غير حقيقية عن التدفقات النقدية التشغيلية للشركة، حيث أنها تمثل حجر الأساس في تقييم الشركات من خلال المستثمرين.
3. يُعبر خطر انهيار أسعار الأسهم عن خطر الهبوط المفاجئ في أسعار الأسهم بسبب الإفراط في المعلومات السيئة المفصح عنها مرة واحدة بعد تراكم الأخبار السيئة داخل الشركة، وقد يرجع الهبوط في أسعار الأسهم أيضاً إلى اختلاف الآراء ووجهات النظر بين المستثمرين، حيث يوجد ثلاثة مجموعات من المستثمرين في السوق هم المستثمرون المتفائلون، المتشائمون، المرجحون للسوق، وكل مجموعة من المستثمرين تمتلك آراء ووجهات نظر مختلفة فيما يتعلق بتقييم وحركة سعر السهم، واختلاف الآراء ووجهات النظر بين المجموعات الثلاثة للمستثمرين يؤثر على حركة سعر السهم حتى في حالة نقص أو عدم توافر المعلومات الأساسية.
4. تعمد إدارة تبويب بنود القوائم المالية بشكل انتهازي، يؤدى إلى تخزين الأخبار السيئة وعندما يتم اكتشاف هذه الأخبار أو الإفصاح عنها قد يؤدي ذلك إلى مخاطر انهيار أسعار الأسهم.
5. قد تستخدم إدارة تبويب التدفقات النقدية للحفاظ على استقرار وضع الشركة؛ لذلك فقد يكون لها مردود إيجابي أو سلبي على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، حيث أن الغرض الأساسي من تبويب التدفقات النقدية هو إعطاء صورة قوية عن التدفقات النقدية التشغيلية للشركة، والتي تعطى صورة أكثر استقرارا للشركة، وهذا ما يعتبر أساس في تقييم الشركات، لذلك يمكن أن تؤدى إلى استقرار أسعار الأسهم، ولكن عند اكتشاف تلك الممارسات يُزيد ذلك من خطر انهيار أسعار الأسهم.
6. يوجد اختلافات جوهرية في إدارة تبويب التدفقات النقدية بين الشركات، حيث تم الإشارة إلى دور القطاع الصناعي الذي تنتمي له الشركة كمحدد هام لاختيار المديرين بين إدارة تبويب التدفقات النقدية كأنشطة تشغيلية أو غير تشغيلية، كما تؤثر مستوى المنافسة، وكثافة رأس المال، ومستوى المديونية، ومستوى الربحية على اختلاف خصائص القطاعات وبالتالي اختلاف مستوى إدارة تبويب التدفقات النقدية في كل قطاع وليسما خطر انهيار أسعار الأسهم.

<u>ثانياً</u>: نتائج الدراسة التطبيقية:

1. لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة إحصائية لإدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم بشكل مجمل لعينة الدراسة.
2. أن أثر إدارة تبويب التدفقات النقدية على مخاطر انهيار أسعار الأسهم، معنوي فقط في كلاً من (قطاع المنسوجات والسلع المعمرة& وقطاع الموارد الأساسية، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية)، ولكن كان من المثير للاهتمام أن هذه العلاقة عكسية في قطاعي المنسوجات والسلع المعمرة& وقطاع الموارد الأساسية، وعلاقة طردية في قطاع الرعاية الصحية والأدوية، وذلك عندما تم قياس مخاطر الانهيار بطريقة الانحراف الشرطي السلبي للعائدات الأسبوعية خلال العام، وهذا يعنى وجود اختلافات بين القطاعات في تأثير إدارة تبويب التدفقات النقدية على خطر انهيار أسعار الأسهم.
3. اتفقت نتائج تحليلات المتانة مع نتائج التحليل الأساسي؛ حيث تم قياس خطر انهيار أسعار الأسهم في تحليل المتانة بكل من طريقتي التقلب من الهبوط إلى الصعود، وطريقة الفرق بين عدد التكرارات السالبة وعدد التكرارات الموجبة، وهذا ما يؤكد استقرار وموثوقية النتائج التي تم الحصول عليها في التحليل الأساسي.
4. توصلت التحليلات الإضافية إلى أن التدفقات النقدية المتوقعة غير العادية (UN-CFO) في قطاع الرعاية الصحية والأدوية ناتجة عن إدارة أرباح حقيقية وليس إدارة تبويب، حيث أن الارتباط بينها وبين صافي التدفقات النقدية التمويلية والاستثمارية، ارتباط موجب وليس سالب، وهو ما يفسر الارتباط السالب مع خطر انهيار أسعار الأسهم خلافاً للقطاعات الأخرى.
5. اتضح أيضاً أن الارتباط بين إدارة التبويب للتدفقات النقدية التشغيلية وإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق؛ ارتباط عكسي قوى ودال معنوياً، وهذا يعنى أن الشركات في العينة تستخدم إدارة التبويب للتدفقات النقدية كبديل لإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق.
6. اتضح أيضاً أن القطاعات التي ثبت وجود علاقة معنوية بها بين إدارة التبويب للتدفقات النقدية وخطر انهيار أسعار الأسهم، لم يثبت بها وجود علاقة معنوية بين إدارة تبويب التدفقات النقدية بها مع التغير في المبيعات بعكس باقي القطاعات، والعكس، وهذا قد يعنى أن خطر انهيار أسعار الأسهم في باقي القطاعات قد يتأثر بالأداء التشغيلي وبالتالي يكون أكثر تأثراً بإدارة تبويب بنود الدخل، ويحتاج هذا الى مزيد من الدراسة.

(6-6-2) **توصيات الدراسة:**

استنادًا إلى نتائج الدراسة، يمكن تقديم التوصيات التالية:

1. يجب عدم التعميم عند دراسة العلاقات المرتبطة بإدارة تبويب التدفقات النقدية على جميع القطاعات؛ وذلك لأنه يجب مراعاة الفروق القطاعية.
2. التركيز على القطاعات التي تميل أكثر إلى ممارسات إدارة التبويب، حيث يجب بأن تتبنى الجهات التنظيمية والمستثمرون نهجًا أكثر تفصيلاً في تقييم هذه العلاقة، خاصة في قطاع المنسوجات والسلع المعمرة، قطاع الموارد الأساسية، وقطاع الرعاية الصحية والأدوية، مع مراعاة الاتجاه المختلف للعلاقة في كل قطاع.
3. مراقبة ممارسات إدارة التبويب في القطاعات ذات العلاقة العكسية، فبما أن العلاقة بين إدارة تبويب التدفقات النقدية ومخاطر انهيار الأسهم كانت عكسية في قطاع المنسوجات والسلع المعمرة وقطاع الموارد الأساسية، يُوصى بإجراء دراسات إضافية لفهم الأسباب الكامنة وراء هذه الظاهرة وتقييم ما إذا كانت هذه الممارسات تؤدي إلى تحسين جودة التقارير المالية أم مجرد وسيلة لإخفاء الأداء الفعلي.
4. تعزيز الرقابة في قطاع الرعاية الصحية والأدوية؛ وذلك نظرًا للعلاقة الطردية بين إدارة تبويب التدفقات النقدية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم في هذا القطاع، يوصى بفرض إجراءات رقابية مشددة.
5. إجراء دراسات أكثر تحليلاً حول العلاقة بين إدارة التبويب وممارسات إدارة الأرباح الأخرى، وذلك لفهم كيفية تأثير هذه الاستراتيجيات على جودة الأرباح وشفافية التقارير المالية.
6. ليل تأثير الأداء التشغيلي على مخاطر الانهيار: نظرًا لأن القطاعات التي لم تُظهر علاقة معنوية بين إدارة التبويب وخطر انهيار الأسهم كانت أكثر تأثرًا بتغير المبيعات، يوصى بإجراء دراسات مستقبلية حول دور الأداء التشغيلي في التأثير على مخاطر انهيار الأسهم ومدى تفاعل ذلك مع استراتيجيات إدارة الأرباح المختلفة
7. تطوير معايير أكثر صرامة للحد من استغلال إدارة التبويب في تقديم صورة مضللة عن الأداء المالي، خاصة في القطاعات الأكثر عرضة لذلك.
8. يجب على المستثمرين تحليل القوائم المالية بشكل أكثر تفصيلًا، مع التركيز على التدفقات النقدية التشغيلية والاختلافات القطاعية عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

(3-6-6) الأبحاث المستقبلية:

بناءً على نتائج الدراسة، يمكن اقتراح الدراسات المستقبلية التالية:

1. تحليل أثر إدارة التبويب على جودة الأرباح عبر القطاعات المختلفة.
2. دراسة الدور المعدل لأداء الشركات على العلاقة بين إدارة التبويب ومخاطر انهيار الأسهم.
3. أثر الحوكمة على العلاقة بين إدارة التبويب ومخاطر انهيار الأسهم.
4. دراسة أثر بيئة المعلومات وعدم التأكد الاقتصادي على استراتيجيات إدارة التبويب.
5. دراسة تحليلية لسلوك المستثمر في سوق المال تجاه ممارسات إدارة التبويب.
6. تأثير المعايير المحاسبية (سواء الدولية أو المحلية) على ممارسات إدارة التبويب.
7. دراسة العلاقة بين إدارة التبويب والأداء طويل الأجل للشركات.

المراجع العربية :

1) إبراهيم، هبة إبراهيم عبد السلام. (2022). العلاقة بين إدارة الأرباح الحقيقية ومخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية .الفكر المحاسبي، 26 (3)،187 -226.
2) جياد، عباس فاضل (2020) "دراسة العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم على وفق متطلبات القاعدة المحاسبية العراقية رقم (7) دراسة تطبيقية في بعض المصارف التجارية ". مجلة العلوم الاقتصادية، 15 (57) .
3) حسين، محمد سعد احمد (2024) "العلاقة بين تبنى معايير التقرير المالي الدولية وخطر انهيار أسعار الأسهم – الدور الوسيط لغموض التقارير المالية – دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية ". مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة – جامعة طنطا، 1 (1).
4) الصباغ، أحمد عبده. (2019). أثر جودة المعلومات المحاسبية على مخاطر انهيار أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. الفكر المحاسبي, 23(4), 354-398.
5) عبد الحليم، أحمد حامد محمود؛ محمد، نبيل ياسين أحمد & محمود، وائل حسين محمد. (2022). أثر قابلية القوائم المالية للمقارنة على مخاطر انهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، 36(1)، 275-364.
6) القليطى، إبراهيم عبد المجيد على. (2023). أثر هيكل الملكية على العلاقة بين خطر انهيار أسعار الأسهم وتكلفة رأس المال للشركات المدرجة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للبحوث التجارية (جامعة المنوفية) , 51(4), 249-332.
7) محمود، عبد الحميد العيسوى (2020) "اثر ممارسات إدارة الأرباح من خلال إدارة عرض بنود قائمة الدخل على جودة الأرباح المحاسبية مع دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية ". مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة – جامعة إسكندرية، 4 (1) .
8) محمود، عبد الحميد العيسوي (2023) "أثر ممارسات إدارة الأرباح من خلال إدارة عرض بنود قائمة التدفقات النقدية على دقة توقعات المحللين الماليين بأسعار الأسهم مع دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية ". مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، كلية التجارة – جامعة إسكندرية، 7 (2) .
9) يوسف، آية مجدي فوزي محمد (2023). دور الإفصاح عن معلومات القطاعات التشغيلية في تقييم المخاطر الداخلية وأثره على مخاطر انهيار أسعار الأسهم في الشركات متعددة القطاعات-دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير، كلية التجارة جامعة دمياط.

المراجع الإنجليزية:

1) Abernathy, J. L., Beyer, B., & Rapley, E. T. (2014). Earnings management constraints and classification shifting. Journal of Business Finance & Accounting, 41(5-6), 600-626.
2) Al Mamun, M. D., Balachandran, B., Duong, H. N., & Gul, F. A. (2021). Are corporate general counsels in top management effective monitors? Evidence from stock price crash risk. European Accounting Review, 30(2), 405-437.
3) Altman, E. I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy. John Wiley & Sons.
4) Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., & Louca, C. (2016). Corporate governance and firm-specific stock price crashes. European Financial Management, 22(5), 916-956.
5) Baik, B., Cho, H., Choi, W., & Lee, K. (2016). Who classifies interest payments as financing activities? An analysis of classification shifting in the statement of cash flows at the adoption of IFRS. Journal of Accounting and Public Policy, 35(4), 331-351.
6) Bansal, M., Kumar, A., & Badhani, K. N. (2021). Do Indian firms engage in classification shifting to report inflated core earnings?. Managerial Finance, 47(11), 1533-1552.

7) Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. G. (2023). Evolution in value relevance of accounting information. The Accounting Review, 98(1), 1-28.
8) Behn, B.K., Gotti, G., Herrmann, D. and Kang, T. (2013), "Classification shifting in an international setting: investor protection and financial analysts monitoring", Journal of International Accounting Research, Vol. 12 No. 2, pp. 27-50.
9) Benmelech, E., Kandel, E., & Veronesi, P. (2010). Stock-based compensation and CEO (dis) incentives. The Quarterly Journal of Economics, 125(4), 1769-1820.
10) Bleck, A., & Liu, X. (2007). Market transparency and the accounting regime. Journal of accounting research, 45(2), 229-256.
11) Bolton, B., Lian, Q., Rupley, K., & Zhao, J. (2016). Industry contagion effects of internal control material weakness disclosures. Advances in accounting, 34, 27-40.
12) Brown, L. D., Huang, K., & Pinello, A. S. (2013). To beat or not to beat? The importance of analysts' cash flow forecasts. Review of Quantitative Finance and Accounting, 41, 723-752.
13) Callen, J. L., & Fang, X. (2013). Institutional investor stability and crash risk: monitoring versus short-termism?. Journal of Banking & Finance, 37(8), 3047-3063.
14) Callen, J. L., & Fang, X. (2017). Crash risk and the auditor–client relationship. Contemporary Accounting Research, 34(3), 1715-1750.
15) Cao, H. H., Coval, J. D., & Hirshleifer, D. (2002). Sidelined investors, trading-generated news, and security returns. The Review of Financial Studies, 15(2), 615-648.
16) Chen, J., Hong, H., & Stein, J. C. (2001). Forecasting crashes: Trading volume, past returns, and conditional skewness in stock prices. Journal of financial Economics, 61(3), 345-381.
17) Cheng, C. A., Li, S., & Zhang, E. X. (2020). Operating cash flow opacity and stock price crash risk. Journal of Accounting and Public Policy, 39(3), 106717.
18) Cohen, L. J., Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2014). Bank earnings management and tail risk during the financial crisis. Journal of Money, Credit and Banking, 46(1), 171-197.
19) Costa, P. D. S., Pinto, A. F., Nunes, F. M., & Lemes, S. (2019). Comparability of accounting choices in the statement of cash flow: Evidence from Brazil. Contaduría y administración, 64(3).
20) Damodaran, A. (2011). Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance. John Wiley & Sons.
21) Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. Journal of accounting and Economics, 14(1), 51-89.
22) DeFond, M. L., & Hung, M. (2003). An empirical analysis of analysts' cash flow forecasts. Journal of accounting and economics, 35(1), 73-100.
23) DeFond, M. L., & Hung, M. (2007). Investor protection and analysts' cash flow forecasts around the world. Review of Accounting Studies, 12, 377-419.
24) Fan, Y., Thomas, W. B., & Yu, X. (2019). The impact of financial covenants in private loan contracts on classification shifting. Management science, 65(8), 3637-3653.
25) Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of accounting and economics*, *31*(1-3), 255-307.
26) Francis, B., Hasan, I., & Li, L. (2016). Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices. Review of Quantitative Finance and Accounting, 46, 217-260.
27) Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. The accounting review, 79(4), 967-1010.
28) Garg, M., Khedmati, M., Meng, F., & Thoradeniya, P. (2022). Tax avoidance and stock price crash risk: mitigating role of managerial ability. International Journal of Managerial Finance, 18(1), 1-27.
29) Gordon, E. A., Henry, E., Jorgensen, B. N., & Linthicum, C. L. (2017). Flexibility in cash-flow classification under IFRS: determinants and consequences. Review of Accounting Studies, 22, 839-872.
30) Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. Journal of accounting and economics, 40(1-3), 3-73.

31) Ha, K., & Thomas, W. B. (2020). Classification shifting and earnings predictability. Journal of Accounting, Auditing & Finance, 0148558X231210601.
32) Hassaan, M. H. M., & Abdallah, W. S. M. (2024). Management Inducements for Cash Flows Classification Shifting in Egyptian Companies: Analysis of Core Operating Cash Flows Inflation Strategies—An applied study. مجلة البحوث المحاسبية, 11(2), 1-43.
33) Hong, H., & Stein, J. C. (2003). Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes. The Review of Financial Studies, 16(2), 487-525.
34) Hsu, C., Wang, R., & Whipple, B. C. (2022). Non-GAAP earnings and stock price crash risk. Journal of Accounting and Economics, 73(2-3), 101473.
35) Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. Journal of financial Economics, 94(1), 67-86.
36) Hwang, J., Lee, C., & Nam, G. (2024). Classification shifting and future stock price crash risk. Australian Accounting Review, 34(1), 74-96.
37) Jabbari, H., Sadeghi, Z., & Askari, S. A. (2013). Cash Flow, Earning Opacity and its Impact on Stock Price Crash Risk in Tehran Stock Exchange. International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences, 3(4).
38) Jiang, J. X., Petroni, K. R., & Wang, I. Y. (2010). CFOs and CEOs: Who have the most influence on earnings management?. Journal of financial economics, 96(3), 513-526.
39) Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. Journal of financial Economics, 79(2), 257-292.
40) Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. Contemporary Accounting Research, 31(3), 851-875.
41) Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). CFOs versus CEOs: Equity incentives and crashes. Journal of financial economics, 101(3), 713-730.
42) Lauricella, T. (2008). Cash flow reigns once again. Wall Street Journal (May 12).
43) Lee, L. F. (2012). Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. The Accounting Review, 87(1), 1-33.
44) Li, Q., & Liu, S. (2023). Does alternative data reduce stock price crash risk? Evidence from third-party online sales disclosure in China. International Review of Financial Analysis, 88, 102695.
45) Li, Y., Wang, P., & Zhang, W. (2023). Does online interaction between firms and investors reduce stock price crash risk?. The British Accounting Review, 55(4), 101168.
46) Liu, Q., Tang, J., Li, D., & Xing, L. (2023). The role of bad-news coverage and media environments in crash risk around the world. Journal of Empirical Finance, 72, 488-509.
47) Maciel, F. F. D. S., Salotti, B. M., & Imoniana, J. O. (2019). Incentives for accounting choices in Cash Flows Statements. Revista Contabilidade & Finanças, 31(83), 244-261.
48) Mahmoodabadi, H., Zamani, H., & Nahas, K. An Investigation of the Effect of Disclosure Quality on Future Stock Price Crash Risk with Moderating Effect of Auditing Firm's Industry Specialization: Evidence from Tehran Stock Exchange.
49) McVay, S. E. (2006). Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. The accounting review, 81(3), 501-531.
50) Nagar, N., & Raithatha, M. (2024). Internal corporate governance and cash flow manipulation. International Journal of Emerging Markets, 19(6), 1645-1668.
51) Nagar, N., & Sen, K. (2014). Classification shifting in the cash flow statement: Evidence from India. Pace University Accounting Research Paper, (2016/01).
52) Nelson, M. W., Elliott, J. A., & Tarpley, R. L. (2002). Evidence from auditors about managers' and auditors' earnings management decisions. The accounting review, 77(s-1), 175-202.
53) Oroud, Y. S., Islam, M. A., & Tunku, S. T. A. (2017). The effect of cash flows on the share price on Amman Stock Exchange. American Based Research Journal, 6(7), 22-28.
54) Rehman, A. U., Yaqub, A., Ahsan, T., & Rao, Z. U. R. (2024). Earnings management using classification shifting of revenues: evidence from Chinese-listed firms. Journal of Accounting in Emerging Economies, 14(5), 1061-1083.

55) Robin, A. J., & Zhang, H. (2015). Do industry-specialist auditors influence stock price crash risk?. Auditing: A Journal of Practice & Theory, 34(3), 47-79.
56) Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. Journal of accounting and economics, 42(3), 335-370.
57) Saber, M., & Elsayed, H. (2021). The impact of debt structure on future stock price crash risk: evidence from Egypt. Alexandria Journal of Accounting Research, 5(1), 1-46.
58) Sabri, T. B., Sweis, K. M. H., Ayyash, I. N. M., Qalalwi, Y. F. A., & Abdullah, I. S. A. (2020). The relationship between of cash flows (financing, investment and operating) and stock prices, size of the firms. International Journal of Financial Research, 11(5), 424-433.
59) Schilit, H. and Perler, J., (2010), Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports, 3rd ed., Tata McGraw Hill Education, New Delhi.
60) Schilit, H., & Perler, J. (2002). How to detect accounting gimmicks and fraud in financial reports. RR Donnelley & Sons Company.
61) Shu, S. Q., & Thomas, W. B. (2019). Managerial equity holdings and income smoothing incentives. Journal of Management Accounting Research, 31(1), 195-218.
62) Skinner, D. J., & Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. Review of accounting studies, 7(2), 289-312.
63) Sun, L., & Rath, S. (2008). An empirical analysis of earnings management in Australia.
64) Sunder, S. (2010). On the accounting train: from crisis to crisis in eighty years. Presentation Slides.
65) Wang, B., Ho, K. C., Liu, X., & Gu, Y. (2022). Industry cash flow volatility and stock price crash risk. Managerial and Decision Economics, 43(2), 356-371.
66) Wasiuzzaman, S. (2018). Industry characteristics and earnings management: a study of Malaysian industries. International Journal of Emerging Markets, 13(5), 837-854.
67) Wu, B., Cai, Y., & Zhang, M. (2021). Investor sentiment and stock price crash risk in the Chinese stock market. Journal of Mathematics, 2021(1), 6806304.
68) Xiao, D. (2023). A literature review of stock price crash risk: Evidence from its influencing factors. In SHS Web of Conferences (Vol. 169, p. 01072). EDP Sciences.
69) Zhang, R. (2006). Cash flow management, incentives and market pricing. University of Colorado at Boulder.