



أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية للشركات واحتمالية التعثر المالي: أدلة من بيئة الأعمال المصرية

إعداد

د. السعيد عبد العظيم طلبة الشرقاوي

د. أيمن عطوة عزازي سليم

أستاذ المحاسبة المساعد

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة، جامعة الزقازيق

كلية التجارة، جامعة الزقازيق

aelsharkawy@commerce.zu.edu.eg

aymanatwa1975@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السادس - العدد الثاني – الجزء الثاني - يوليو ٢٠٢٥

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

سليم، أيمن عطوة عزازي؛ الشرقاوي، السعيد عبد العظيم طلبة (٢٠٢٥). أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية للشركات واحتمالية التعثر المالي: أدلة من بيئة الأعمال المصرية، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٦ (٢) ج ٢، ١٢٠١-١٢٥٥.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية للشركات واحتمالية التعثر المالي: أدلة من بيئة الأعمال المصرية

د. أيمن عطوة عزازي سليم؛ د. السعيد عبد العظيم طلبية الشرقاوي

ملخص البحث:

الهدف: بيان تأثير العلاقة بين القرارات المالية للشركات (قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، وسياسات توزيع الأرباح) واحتمالية حدوث التعثر المالي في ظل الدور المُعدل للتحفظ المحاسبي.

التصميم والمنهجية: أجريت الدراسة على عينة من ١٠٠ شركة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري على مدى عامين من ٢٠٢٢ إلى ٢٠٢٣، حيث بلغت مفردات العينة (٢٠٠) مشاهدة. بغرض اختبار أربعة فروض لاختبار العلاقة بين القرارات المالية (قرارات الاستثمار، قرارات التمويل، وسياسات توزيع الأرباح) واحتمالية حدوث التعثر المالي في ظل الدور المُعدل للتحفظ المحاسبي، وقد تم استخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS لإجراء الاختبارات الإحصائية.

النتائج والتوصيات: توصلت النتائج إلى وجود علاقة سالبة بين كل من القرارات الاستثمارية وسياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، وأيضاً إلى عدم وجود تأثير بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، كما أشارت النتائج أيضاً إلى أن التحفظ المحاسبي ينظم هذه العلاقات من خلال التقليل من تأثير القرارات الاستثمارية والرافعة المالية وتعزيز تأثير سياسة توزيع الأرباح.

الأصالة والإضافة العلمية: يساهم هذا البحث في فهم العلاقة بين القرارات المالية والتعثر المالي، ويقدم رؤى حول دور التحفظ المحاسبي في تعزيز الاستقرار والاستدامة المالية للشركات.

المصطلحات الدالة: التحفظ المحاسبي، القرارات المالية، التعثر المالي.

١ - مقدمة ومشكلة البحث

تواجه العديد من الشركات المدرجة في أسواق المال في جميع أنحاء العالم صعوبات مالية تتمثل في التخلف عن سداد التزاماتها المالية، وتقلص الأصول، والخضوع لعمليات إعادة الهيكلة الاقتصادية، وفي بعض الحالات وضعها تحت الحراسة القضائية قبل شطبها في النهاية من أسواق المال (Shahwa & Habib, 2020). ونتيجة للتطورات في بيئة الأعمال وزيادة حدة المنافسة فقد أشار (على، ٢٠١٧) إلى إمكانية مواجهة الشركة حالة من حالات الركود الاقتصادي، التي قد تؤثر سلباً في قدرتها على سداد التزاماتها، وهو ما يشير لتجاوز قيمة التزامات الشركة قيمة أصولها، الأمر الذي يُعرف بالتعثر المالي Financial Distress للشركة، والذي قد ينعكس سلباً على تضليل القوائم المالية.

كما أشار كلاً من (Amoa-Gyarteng, 2021; Yousaf et al., 2024) إلى أن الشركات تتعرض لحالة التعثر المالي عندما لا تستطيع سداد المبالغ المستحقة عليها كرسيد الدائنون وأوراق الدفع وفوائد القروض في تاريخ الاستحقاق، نظراً لعدم توافر تدفقات نقدية من الأنشطة التشغيلية تكفي لسدادها. فعندما لا تتمكن الشركة من سداد الدائنين والالتزامات الأخرى عند استحقاقها، فهذا يعني أن الشركة تكافح من أجل توليد النقدية وما يعادلها والذي يستخدم عادةً لتلبية الاحتياجات المالية الفورية والمستقبلية للشركة (Ninh et al., 2018). وأشار كلاً من (Farooq et al., 2018; Kuizinienė et al., 2022) إلى أن التعثر المالي هي حالة ديناميكية في دورة حياة الشركة والتي قد تشمل ظروفًا مختلفة مثل انخفاض الأرباح، وتقلص توزيعات أرباح الأسهم، وتناقص السيولة، التعثر المالي. وفي الحالات الأكثر قسوة، تواجه الشركات عمليات الاستحواذ، أو إعادة التنظيم، أو التصفية. وينظر البعض (Prasetyanto et al., 2021; Younas et al., 2021) للتعثر المالي على أنه الموقف بالغ الصعوبة المتمثل في عدم القدرة على سداد الديون المستحقة أو النفقات بسبب مشاكل السيولة، وعدم كفاية حقوق الملكية، والتأخر في سداد الديون، ونقص الأصول المتداولة لتوليد النقدية الكافية لتلبية هذه الالتزامات مما يؤدي في النهاية إلى إجبار الشركة على الإفلاس bankruptcy.

وأشار (Habib et al., 2013) إلى أن التعثر المالي قد يؤثر على العديد من الشركات على مستوى العالم، مما يحد من قدرتها على تلبية الالتزامات سوا قصيرة أو طويلة الأجل. حيث أدت الأزمات المالية العالمية وجائحة كورونا COVID-19 إلى تزايد حدة المخاطر التي تواجهها الشركات في بيئة الأعمال، وهو ما يهدد بقاؤها وإستمراريتها (Shahwan & Habib, 2020). ففي الولايات المتحدة، واجهت شركات كبرى (مثل: Enron, WorldCom, Xerox, Lehman Brothers, and General Motors) مخاطر التعثر، في حين تكافح شركات أوروبية (مثل: Swiss Air and Marks & Spencer) من أجل البقاء (Gemede, 2020).

وقد وجدت دراسة (Shahwan & Habib, 2020) التي تمت في بيئة الأعمال المصرية أن ٣١٪ من الشركات المصرية واجهت صعوبات مالية، مما يعكس الاعتماد الكبير لهذه الشركات على الديون في تمويل أنشطتها. وتعتبر القرارات المالية للشركات مثل استخدام الديون (الرافعة المالية) والاستثمارات طويلة الأجل وسياسات توزيع الأرباح من العوامل الرئيسية التي تساهم في حدوث التعثر المالي، حيث تُعد هذه القرارات بمثابة موجة لادراك السوق (Eldomiaty et al., 2019). وخلال الأزمات مثل كوفيد-١٩، يمكن أن تُزيد هذه القرارات من مخاطر التعثر المالي، حيث يمكن أن تؤدي توزيعات الأرباح المفرطة Excessive payouts إلى ارتفاع احتمالية حدوث التعثر المالي وانخفاض معدلات البقاء في بيئة الأعمال (Andriosopoulos et al., 2021).

وتشير نظرية المقايضة الثابتة The Static Trade-Off Theory إلى أن ارتفاع الرافعة المالية يرتبط بتعثر مالي أقل، في حين تفترض نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل The Pecking Order Theory العكس (Yakubu et al., 2021; Ruhil et al., 2025). وتُظهر بعض الأدبيات السابقة (George & Hwang, 2010; Ceylan, 2021; Ugur et al., 2022) أن الرافعة المالية تُزيد عمومًا من مخاطر التعثر المالي. في حين تشكل الاستثمارات في الأصول طويلة الأجل مخاطر كبيرة خاصة أثناء فترات الركود الاقتصادي. حيث يمكن أن تؤدي معدلات الاستثمار المرتفعة إلى زيادة مخاطر التعثر المالي (Zhang, 2015; Männasoo et al., 2018) أي أن هناك علاقة إيجابية، بينما لم تجد دراسات أخرى أي تأثير (ALShubiri, 2011; Setiany, 2021).

ترتبط سياسات توزيع الأرباح ارتباطاً وثيقاً بقرارات الاستثمار الرأسمالي، حيث يؤدي توزيع الأرباح إلى تقليل النقدية المتاحة للاستثمار، مما قد يؤدي إلى زيادة احتمالية التعثر المالي (Baker & Kilincarslan, 2019). وفي حين أن زيادة توزيعات الأرباح قد تشير إلى أرباح متوقعة، فإنها تزيد أيضاً من المخاطر المالية عن طريق الحد من الأرصدة النقدية المتاحة للاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة الاعتماد على الديون (Dempsey et al., 2019). وتتطوي استثمارات الشركات - التي تعتبر ضرورية للإنتاجية والقدرة التنافسية - على مخاطر كبيرة، وخاصة عندما يتم تمويلها عن طريق الديون. حيث يمكن أن يؤدي سداد الديون إلى الضغط على التدفقات النقدية، كما قد يستغرق تحقيق مكاسب إنتاجية من الاستثمارات وقتاً طويلاً للتحقق. وفي بعض الحالات، قد تحقق الاستثمارات عوائد سلبية (Maripuu & Männasoom, 2014; Männasoo et al., 2018). بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تؤدي الاستثمارات في الأصول طويلة الأجل، مثل التكنولوجيا، إلى زيادة التكاليف التشغيلية، مما يؤثر على الاستقرار المالي للشركة (Črnigoj & Verbič, 2014).

ويُعد قرار الاستثمار الرأسمالي من أهم وأخطر القرارات الإدارية، نظراً لإرتباطه بآثار مستقبلية بعيدة المدى، كما أن اتخاذ المديرين للقرارات الاستثمارية دون دراسة متأنية ومستفيضة قد يؤدي في كثير من الأحيان إلى تدهور في أداء المنشأة وقيمتها (هندي، ٢٠١٥). وتُعد الفوائض النقدية لدى المنشأة أحد مصادر تمويل الاستثمارات؛ إلا أن استخدام هذه الأموال في استثمارات غير مضيئة للقيمة، ولأسباب تتعلق بالانتهازية الإدارية عن طريق منع تدفق هذه الأموال في صورة توزيعات للملاك، أو في تحسين المركز المالي للمنشأة قد يؤدي في نهاية المطاف إلى آثار سلبية على أداء المنشأة وقيمتها (Chen et al., 2012).

وتسلط نظرية الوكالة (Meckling & Jensen, 2019) الضوء على الصراعات بين المديرين والملاك والتي تؤثر على قرارات الاستثمار. حيث قد ينخرط المديرين في "بناء الإمبراطورية"، والاستثمار في مشاريع محفوفة بالمخاطر لفرض السيطرة، مما قد يؤدي إلى زيادة احتمالية التعثر المالي. ومع ذلك، يمكن للرافعة المالية التخفيف من هذا الاحتمال من خلال تقليل الأموال المتاحة للاستثمارات المفرطة (Jensen, 1996). وتُظهر الأدبيات السابقة نتائج متباينة حول تأثير زيادة الاستثمار الرأسمالي على التعثر المالي، حيث تشير بعض الدراسات (Zhang, 2015; Ahmadi & Kordloei, 2018) إلى وجود علاقة إيجابية بينما تشير دراسات أخرى (ALShubiri, 2011; Croce et al., 2015) إلى عدم وجود أي تأثير معنوي.

وتشكل سياسة توزيع الأرباح قراراً إدارياً ذا أهمية بالغة وله تأثيرات متضاربة على التعثر المالي. حيث يمكن أن تؤدي زيادة التوزيعات النقدية إلى خفض تكاليف الوكالة من خلال الحد من هيمنة الإدارة على النقدية، ولكنها تقلل أيضاً من الأموال المتاحة للاستثمار، مما يزيد من مخاطر التعثر المالي (Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982; Zhao, S., & Shi, 2024). وتشير الدراسات التجريبية إلى وجود علاقة عكسية بين مدفوعات الأرباح ونمو الشركة، حيث قد تؤدي زيادة التوزيعات النقدية إلى تباطؤ النمو وزيادة احتمالية التعثر المالي (He, 2012; de Souza Junior et al., 2024). ومع ذلك، ففي بعض الحالات، يمكن لسياسات توزيع الأرباح دعم النمو من خلال الحد من صراع الوكالة (Bartram et al., 2012; Lubis et al., 2024).

في حين تؤثر القرارات المالية مثل: قرار الاستثمار، قرار التمويل، وقرار/سياسة توزيع الأرباح بشكل مباشر على خطر التعثر المالي، فإن التحفظ المحاسبي يمكن أن يساعد في تقليل هذا الخطر (Biddle et al., 2022). فمن خلال الاعتراف الفوري بالخسائر والالتزامات، يسمح التحفظ المحاسبي للإدارة بمعالجة خطر التعثر المالي المحتمل في وقت مبكر (Watts, 2003). وعلى الرغم من أن التحفظ المحاسبي يقلل من صافي الدخل وصافي الأصول، إلا أن البحوث التجريبية تشير إلى أنه يعمل على تحسين الإحتياطيات النقدية والحد من إدارة الأرباح، وبالتالي يقلل من احتمالية حدوث التعثر المالي (Kuo, 2018; Biddle et al., 2022).

وأشارت بعض الأدبيات السابقة (نويجي، ٢٠١٦؛ على، ٢٠١٧؛ Sari, 2016; Kao & Sie, 2020) إلى أن مديري الشركات المتعثرة يسعون أكثر للخروج الفوري من حالة التعثر المالي، سواء أكان ذلك من خلال القيام بتصرف أخلاقي أو تصرف غير أخلاقي، رغبة منهم في الوصول لحالة الاستقرار المالي، حتى وإن كان ذلك بشكل مؤقت، خوفاً من تفاقم الآثار السلبية للتعثر المالي، والتي تؤدي بصورة حتمية إلى إفلاس الشركة، الأمر الذي يمكن معه القول بوجود علاقة بين التعثر المالي ومستوي التحفظ المحاسبي، حيث قد يميل المديرون خاصة في فترات التعثر المالي إلى اتباع سياسات محاسبية أقل تحفظاً. بينما أشار (Widyasari et al., 2012) إلى أن المديرين سوف يقومون بتطبيق المزيد من الممارسات المحاسبية المتحفظة في ظل حالة مالية سيئة، ومن ثم فإن ارتفاع مستوى التعثر المالي سوف يؤدي إلى زيادة مستوى التحفظ المحاسبي.

وأشارت بعض البحوث السابقة إلى أن الممارسات المحاسبية المتحفظة يمكن أن تخفف من تضارب المصالح في سياسات توزيع الأرباح من خلال التقليل من خطر المبالغة في التوزيعات (Watts, 2003; Atwa e al., 2022; Javed et al., 2024). بالإضافة إلى ذلك، فإن الشركات التي تتبنى ممارسات محاسبية متحفظة تكون أقل ميلاً للانخراط في أنشطة استثمارية انتهائية Opportunistic Investments، حيث يعمل الاعتراف الفوري بالخسائر على التقليل من دوافع المديرين للتلاعب بالأرباح (Ball & Shivakumar, 2005; Lin et al., 2014; Hu & Jiang, 2019). وهذا من شأنه أن يعزز عملية اتخاذ القرار بشكل أفضل ويقلل من مخاطر التعثر المالي.

تشير بعض الدراسات السابقة مثل (Khurana & Wang, 2015) إلى أن كلاً من الديون قصيرة الأجل والتحفظ المحاسبي يساعدان في تخفيف تكاليف الوكالة من خلال زيادة الرقابة الخارجية وضمنان الاعتراف المبكر بمخاطر التعثر المالي. كما تُحد الممارسات المحاسبية المتحفظة من انتهائية المديرين، مما يشجعهم على إعطاء الأولوية لسداد الديون وتحسين إدارة التدفق النقدي (Biddle et al., 2022).

ويرى الباحثان أنه نتيجة لزيادة حالات التعثر المالي للعديد من الشركات في الآونة الأخيرة سواء على المستوى المحلي أو العالمي وما يترتب على ذلك من آثار سلبية سواء على مستوى الشركة أو على مستوى الاقتصاد ككل، فإن المشكلة البحثية تتعلق بدراسة واختبار العلاقة بين القرارات المالية (قرار الاستثمار، وقرار التمويل، وقرار/سياسة توزيع الأرباح) واحتمالية حدوث التعثر المالي، ومن ثم دراسة واختبار التأثير المُعدّل للتحفظ المحاسبي على هذه العلاقة. ومن ثم وبناءً على ما سبق تتمثل مشكلة البحث في الإجابة على التساؤلات الآتية:

- هل تؤثر القرارات المالية (قرار الاستثمار، وقرار التمويل، وقرار/سياسة توزيع الأرباح) على احتمالية التعثر المالي؟
- ما هو التأثير المُعدّل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية واحتمالية التعثر المالي؟

٢- هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة واختبار مدى تأثير القرارات المالية على احتمالية التعثر المالي، وكذلك دراسة واختبار التأثير المُعدّل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية واحتمالية التعثر المالي، حيث لم يتم - في حدود علم الباحثان - اختبار هذه العلاقة في بيئة الأعمال المصرية.

٣- أهمية ودوافع البحث

- من الناحية الأكاديمية؛ تنبع أهمية البحث من كونه يعد إمتدادًا وإطارًا مرجعيًا إضافيًا للدراسات السابقة في مجال التحفظ المحاسبي، والقرارات المالية للشركات، واحتمالية التعثر المالي، حيث توجد ندرة نسبية في الدراسات السابقة التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على احتمالية التعثر المالي في بيئة الأعمال المصرية.
- من الناحية المهنية؛ تنبع أهمية البحث من كون نتائج هذا البحث قد تساهم في الكشف المبكر عن بعض مسببات التعثر المالي ومعرفة تأثير الممارسات المحاسبية المتحفظة على استقرار الشركات مالياً والحد من حالات الفشل المالي واحتمالات تصفية الشركات.
- من الناحية العملية؛ تنبع أهمية البحث من كونه تم الاعتماد على دراسة تطبيقية تتناول قياس التحفظ المحاسبي، والقرارات المالية، والتعثر المالي من خلال الاعتماد على أرقام فعلية تم التوصل إليها من القوائم والتقارير المالية المفصح عنها، وهو ما يعطي أهمية لنتائج هذه البحث.

ورغم كثرة الدوافع؛ إلا أن أهمها يتمثل في ندرة البحوث التطبيقية - في بيئة الأعمال المصرية - في مجال تأثير القرارات المالية على احتمالية التعثر المالي. بالإضافة إلى إيجاد دليل عملي على مدى صحة العلاقة محل الدراسة من عدمه بالتطبيق على الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري من خلال اتباع منهجية بحثية متكاملة.

٤- حدود البحث

يقتصر هذا البحث على دراسة واختبار تأثير القرارات المالية على احتمالية التعثر المالي وليس الفشل المالي باعتبار أن التعثر مرحلة سابقة للفشل وأنه يجب التنبؤ بها في سبيل اتخاذ كافة التدابير للخروج منها حتى لا يصبح تصفية الشركة أمراً حتمياً لا مفر منه؛ بالإضافة إلى اختبار تأثير مستوى التحفظ المحاسبي كمتغير مُعدّل للعلاقة محل الدراسة؛ وذلك من خلال الاعتماد على عينة من الشركات غير المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام ٢٠٢٢ وحتى عام ٢٠٢٣. وبالتالي يخرج عن نطاق هذا البحث اختبار تلك العلاقة في الشركات غير المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري؛ وايضاً تلك الشركات التي تعد قوائمها المالية وفقاً للعمليات الأجنبية، وكذلك تلك الشركات المالية المقيدة بسوق الأوراق المالية المصري نظراً لما تتمتع به من طبيعة عمل خاصة ومختلفة.

كما يركز هذا البحث على تناول تأثير بعض المتغيرات الرقابية والمتمثلة في حجم الشركة، وعمر الشركة، وبالتالي يخرج عن نطاق هذا البحث تأثير بعض المتغيرات الرقابية الهامة مثل خصائص مجلس الادارة، والقدرة الإدارية، ونوع الصناعة وذلك عند اختبار العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

وأخيراً؛ فإن قابلية نتائج البحث للتعميم مشروطة بضوابط الدراسة الزمنية والمكانية والموضوعية، وفي ضوء العينة المستخدمة وضوابط اختيارها. فقد تختلف النتائج نسبياً إذا ما اختلفت العينة أو الفترة الزمنية أو أساليب القياس المستخدمة.

٥- خطة البحث

في ضوء مشكلة البحث وأهميته وتحقيقاً لأهدافه، فقد قام الباحثان بتقسيم البحث على النحو التالي:

القسم الأول: الإطار النظري للبحث.

القسم الثاني: مراجعة الأدبيات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض.

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية

القسم الرابع: النتائج والتوصيات والإتجاهات البحثية المستقبلية.

القسم الأول: الإطار النظري للبحث.

١/١- القرارات المالية

القرار المالي هو القرار الذي يهدف إلى تعظيم قيمة الشركة، سواء كان يتعلق بالاستثمار أو التمويل أو توزيع الأرباح، ومن مميزات القرار المالي أنه ملزم للشركة في غالبية الأحيان، الأمر الذي يستلزم الحرص الشديد عند اتخاذ هذا النوع من القرارات، حيث أن بعض القرارات المالية تعتبر قرارات مصيرية قد تؤثر في نجاح الشركة وقدرتها على البقاء والاستثمار في السوق، وتستغرق نتائج القرارات المالية زمناً طويلاً نسبياً حتى يمكن التعرف على نتائجها، مما قد يؤدي إلى صعوبة تدارك الخلل واصلاحه وهو ما يعكس الحاجة إلى مهارات خاصة وقدرات تحليلية مرتفعة لاتخاذ هذا النوع مع من القرارات المالية.

فالقرار المالي هو كل قرار يسعى لتحقيق التوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك الأصول، حيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح بما يسهم في تعظيم قيمة الشركة.

ويرى الباحثان أن القرارات المالية تُعد ذات أهمية كبيرة للرفاهية المالية للشركة، حيث تتأثر أصول الشركة والتزاماتها بالقرارات المالية. كما يمكن أن يؤدي اتخاذ قرارات مالية فعالة إلى تعزيز الصحة المالية للشركة ونموها، وتحسين الميزة التنافسية، وتعظيم ثروة المساهمين، وبالتالي تحقيق الاستقرار المالي ومن ثم تخفيض احتمالية التعثر المالي على المدى الطويل.

٢/١- أنواع القرارات المالية

١/٢/١- قرار الاستثمار

تُعتبر القرارات الاستثمارية من أهم القرارات التي يتخذها المديرين، لأن هذه القرارات لها تأثير مباشر على الشركة نظراً لأهمية الاستثمار كمحدد رئيس لمعدل العائد على رأس المال الذي يحصل عليه المستثمرون، وأيضاً لها تأثير مباشر على مستوى الاقتصاد الكلي نظراً لأهمية الاستثمار كمحدد أساسي لمعدل النمو. ونتيجة لذلك فقد زاد الإهتمام في الآونة الأخيرة بضرورة زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية،

حيث أنه نتيجة لفصل الملكية عن الإدارة (اتخاذ القرارات) فإن المديرين قد يقومون بالاستثمار في مشروعات دون المستوى الأمثل بهدف تعظيم منافعهم الخاصة على حساب مصالح المساهمين، خاصة في ظل زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات (Santoso, 2019).

وينظر (محمد، ٢٠٢١) لقرار الاستثمار على أنه تأجيل لبعض التوزيعات النقدية المستحقة للملاك عن الفترة الحالية بهدف تمويل بعض الأصول التي يتوقع أن تحدث طفرات مستقبلية في أداء المنشأة وقيمتها، وهو الأمر الذي يتوقع من خلاله الملاك حدوث طفرات كبيرة في سعر سهم الشركة المملوكة في سوق الأوراق المالية في المستقبل، بالإضافة إلى توقع الحصول على توزيعات نقدية مستقبلية كبيرة .

ولا يتوقف قرار الاستثمار في العادة على الفوائد النقدية التي تمتلكها الشركة؛ بل في أغلب الأحوال يتم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية في تمويل جزء أو كل الاحتياجات اللازمة للاستثمار؛ إلا أن الحصول على تمويل خارجي قد يصطدم بعدد من الصعوبات والعقبات ومنها: القيود التي تفرض على الشركة عند الحصول على الدين، بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة الدين المتوقعة، والوضع المالي والاقتصادي للشركة والقطاع والوضع الاقتصادي داخل الدولة (Uslu Divanoğlu & Bağci, 2018).

كما أن القرار الاستثماري هو القرار الذي يقوم على المفاضلة واختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أفضل عائد استثماري من بين بديلين أو أكثر، ويعتبر قرار الاستثمار من أهم القرارات التي يتم اتخاذها سواء على مستوى الشركة، أو على مستوى الاقتصاد القومي ككل. ويرجع ذلك إلى أنه يرتبط بتخصيص الموارد المالية المتاحة للشركة، وأن الفشل في التخصيص الأمثل لتلك الموارد يكون له تأثير سلبي على أداء الشركة في الأجلين القصير والطويل، وقد يؤدي في النهاية إلى إفلاس الشركة وخروجها من السوق. ويعني التخصيص الأمثل لموارد الشركة أنه يجب أن تقوم الشركة بالاستثمار في جميع المشروعات التي يتوقع أن يكون لها قيمة مضافة، أي يكون صافي القيمة الحالية لها موجباً مع عدم توجيه الاستثمار للمشروعات التي يكون صافي القيمة الحالية لها سالباً، وبالتالي توصف القرارات الاستثمارية في هذه الحالة بالكفاءة (قنديل، ٢٠١٨). كما تتصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة أيضاً عندما يكون حجم الاستثمار الفعلي في سنة معينة مساوياً لحجم الاستثمار المتوقع في تلك السنة في ضوء فرص النمو المتاحة (Salehi et al., 2022). إلا أن هذا الوضع يكون نادر الحدوث في الواقع العملي، حيث عادة ما يكون هناك استثمار أكبر من اللازم Overinvestment، أو استثمار أقل من اللازم Underinvestment، وهو ما يشير إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Biddle et al., 2009; Jafeel et al., 2024)، ويترتب على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، اهدار موارد الشركة نتيجة عدم التخصيص الأمثل لهذه الموارد، بالإضافة لزيادة مخاطر الأعمال التي تتعرض لها الشركة، وهو ما قد يؤدي إلى دخول الشركة في مرحلة التعثر المالي (Kusumaningrum, 2023).

وهناك عدة أسباب قد تؤدي إلى عدم قيام الشركات بتحقيق المستوى الأمثل للاستثمار، أهمها الخطر الأخلاقي للمديرين Moral Hazard، والاختيار المعاكس Adverse Selection، وهما يحدثان نتيجة لحدوث ظاهرة عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry بين كل من إدارة الشركة والمساهمين، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية، وارتفاع المخاطر المصاحبة لتلك القرارات وهو ما ينعكس سلباً على تحقيق مصلحة المساهمين (حسين، ٢٠١٩).

وينشأ **الخطر الأخلاقي** نتيجة تضارب المصالح بين الملاك والادارة، فقد يميل المديرون (الطرف الذي يمتلك المعلومات) إلى تفضيل وتعظيم مصالحهم الشخصية من خلال القيام باستثمارات قد لا تحقق مصالح الأطراف ذات المصلحة الأخرى (المساهمين)، فالمديرون في إطار سعيهم لتعظيم مصالحهم الشخصية وفي ظل الاختلاف بين دوافعهم ودوافع المستثمرين، قد يميلون في بعض الأحيان إلى اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية وذلك من خلال الاستثمار في مشروعات استثمارية تحقق صافي قيمة حائلة سالبة، والتي قد تُعرض عوائد استثمارات المساهمين للخطر. كما قد يؤدي الخطر الأخلاقي لدى المديرين إلى الإفراط أو النقص في قيمة الاستثمارات ويتوقف ذلك على درجة توافر التمويل الداخلي، فمن جانب يميل المديرين عادة إلى الإفراط في استخدام المصادر الداخلية لتمويل الاستثمارات التي يقومون بها، مما سيؤدي إلى فرط الاستثمار إذا كانت لدى الشركات موارد كافية ومتاحة للاستثمار. وفي الجانب الآخر حين يستشعر المساهمين بتزايد درجة الخطر على استثماراتهم فإن ذلك يدفعهم إلى تقليل حجم تمويلهم، ومن ثم تقييد حرية الادارة في الاستثمار، وهو ما يؤدي في النهاية إلى نقص قيمة الاستثمار (Biddle, et al., 2009؛ حسين، ٢٠١٩؛ الباز، ٢٠٢٢).

بينما يتمحور **الاختيار العكسي** حول تحكم المديرين بتوقيت وحجم زيادة رأس مال واستثمارات الشركات، حيث أنه وفي ظل عدم تماثل المعلومات عادة ما يمتلك مديرو الشركات معلومات أفضل من المستثمرين حول الفرص الاستثمارية المستقبلية للشركة، وبالتالي إنهم يحاولون التحكم في توقيت إصدار أسهم رأس المال بُغية أن تتم عملية طرح الأسهم للمستثمرين بقيمة سوقية أعلى من قيمتها الحقيقية. وإذا نجح المديرون في ذلك، فقد يتم استخدام عوائد طرح الأسهم بما يؤدي إلى الإفراط بالاستثمار في مشروعات استثمارية محفوفة المخاطر. لكن إذا توقع المستثمرون أن سعر الأسهم مبالغ فيها فإنهم يحجمون عن شراء تلك الأسهم بما يؤدي في النهاية إلى حدوث ظاهرة النقص في الاستثمار (Biddle, et al., 2009؛ قنديل، ٢٠١٨؛ حسين، ٢٠١٩؛ الباز، ٢٠٢٢). وفي ذات السياق، أشار (Ferrero et al., 2016) إلى أن مشكلة الاختيار العكسي تؤدي إلى عدم كفاءة الاستثمار أيضاً، حيث تسهم في تخفيض كفاءة تخصيص موارد الشركة، حيث لا يكون لدى مقدم التمويل القدرة على التقييم السليم لأداء الشركة، مما يتسبب في إمتناعه عن تقديم التمويل اللازم لتنفيذ المشروعات، في حالة اعتقادهم أن أداء الشركة ضعيف، وبذلك، ترتفع تكلفة تمويل هذه المشروعات، ومن ثم عدم استغلالها، ويحدث نقص استثمار، أو تحدث زيادة استثمار إذا اعتقد مقدم التمويل أن أداء الشركة جيد على خلاف الحقيقة.

٢/٢ - قرار التمويل (الرافعة المالية)

يُعد اتخاذ قرار التمويل أحد أهم القرارات الاستراتيجية والحيوية التي تقع على عاتق مديري الشركات في سبيل تحقيق أهداف الشركة المتمثلة في تعظيم القيمة السوقية وتعظيم الأداء المالي وادارة المخاطر المالية، حيث يتوجب عليهم إيجاد التوليفة المناسبة لتكوين هيكل رأس المال المثالي بما يتناسب مع طبيعة عمل الشركة وحجمها ومركزها المالي واحتياجاتها، وذلك من خلال الموازنة بين مصادر التمويل الداخلية والمتمثلة في حقوق الملكية وبين مصادر التمويل الخارجية المتمثلة في الاقتراض /الديون (Aloshaibat, 2021; Senanet, 2021).

ويُطلق على عملية تمويل الشركات لأنشطتها باستخدام الديون مصطلح الرفع المالي أو المديونية (Saleh, 2024) ، ويُشير إلى نسبة الالتزامات المالية للشركة بالنسبة لإجمالي أصولها، وهو أحد أفضل الطرق لزيادة أرباح الشركات من خلال خفض تكلفة التمويل والاستفادة من الوفورات الضريبية (Adenugba e al., 2016)، ويلعب الرفع المالي دور كبير عند تقييم القوة والموقف المالي للشركات، حيث أن الاعتماد على الدين في التمويل يترتب عليه مخاطر مالية مرتبطة بالهيكل المالي، وذلك في حالة كون تكلفة التمويل أكبر من العائد والفوائد المترتبة على الحصول عليه، وبالتالي يتوجب على مديري الشركات وضع هيكل رأس المال بطريقة تزيد قيمة الشركة وتخفض تكلفة رأس المال ومخاطر التعثر التي قد تتعرض لها وذلك من خلال إختيار مزيج الديون وحقوق الملكية الأكثر ملاءمة (Dey et al., 2018).

فقرار التمويل هو القرار الذي يبحث في الكيفية التي تتحصل من خلالها الشركة على الأموال الضرورية لتمويل استثماراتها، فهو تلك القرارات المتعلقة بتحديد وصياغة هيكل التمويل لشركة الأعمال والتي تصل من خلالها الشركة إلى إختيار هيكل التمويل الأمثل من أجل تعظيم القيمة السوقية للسهم. وتعتبر مهمة توفير الأموال اللازمة للشركة من المهام التي تنسم بالصعوبة، بصفة خاصة في ظل ندرة هذه الأموال، وتفاوت تكلفتها وكذا تفاوت درجة المخاطرة المصاحبة لكل مصدر من مصادر التمويل، وتزداد هذه المهمة صعوبة أمام ادارة الشركات خاصة في الدول النامية، ومن القرارات المتعلقة بمهمة توفير الأموال تحديد مصدر التمويل وتحديد نسبة التمويل من كل مصدر، حيث تنقسم مصادر التمويل إلى مصدرين رئيسيين الأول: التمويل من خلال حقوق الملكية، والثاني: التمويل من خلال الديون، وينتج عن التمويل بالديون ما يُسمى بالرافعة المالية، وبالرغم من وجود مزايا لاستخدام الرافعة المالية لما تحققه من مزايا متعددة، إلا أن زيادة اعتماد ادارة الشركات على الأموال المقترضة دون أن تكون هناك كفاءة وفاعلية في استخدامها يُعرض الشركة إلى عواقب غير محدودة، بمعنى آخر فإن قرار التمويل الأمثل لابد أن يؤثر بشكل إيجابي على العائد من الاستثمار (Songhor, 2018).

ويُعد التمويل بالديون مصدرًا رئيسيًا لتمويل رأس المال للشركات الناشئة لأن الأرباح المحتجزة قد تكون غير كافية أو غير متاحة. وهو ما قد يدفع ادارة الشركات لإقتراض الأموال لدعم أنشطتها التشغيلية. حيث يوفر التمويل بالديون فوائد عديدة لعمليات الشركات، مثل معدل فائدة مستقر، وتعزيز القدرة على المناورة المالية، والتخفيضات الضريبية (Santos et al., 2023). ويؤثر المستوى المناسب من الديون التي تستخدمها الشركة لإنشاء هيكل رأس مال مثالي بشكل كبير على أدائها المالي (Akhtar et al., 2022).

وطبقًا لفرض الرقابة Control Hypothesis المقدم من (Jensen, 1996) فإن الرافعة المالية قد تكون جالبة لدرجة عالية من الرقابة من جانب الدائنين مقدمي الديون ومن جانب كل من له مصلحة استثمارية في الشركة. ويرجع السبب وراء ذلك إلى أن المستويات المرتفعة من الرافعة المالية تؤدي إلى زيادة خطر ائتمان الشركة، وكذلك ارتفاع احتمال وجود التزامات أو ديون مستقبلية غير مخدومة -non serviced future debts وهو ما قد يؤدي إلى تزايد مخاطر التعثر المالي للشركة (عبدالمجيد، ٢٠٢٠)، كما أن تقييم الدائنين للجودة الحقيقية للشركة يدعم أو يعزز الدافع لدى إدارتها لتضخيم الأداء بشكل مصطنع بُغية أن تكون هذه التقييمات أكثر ملاءمة لرغبة هؤلاء الدائنين. وهو ما قد يدفع الادارة للقيام بممارسات

انتهازية لادارة الأرباح من أجل تحقيق الأهداف الإدارية والمتعلقة بتأمين الحصول على القدر الكافي من التمويل الخارجي أو تحسين شروط الحصول على التمويل أو تحسين القدرة التفاوضية مع المقرضين، للحصول على ديون ذات شروط تعاقدية مفضلة أو ملائمة من خلال التأثير على تصورات أو إدراكات perceptions مقدمي هذا التمويل حول مخاطر الشركة (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017).

كما أوضح نموذج المخاطر الذي قدمه (Jensen, ١٩٩٦) إلى أنه في الشركات ذات الديون المرتفعة والتدفقات النقدية الحرة المرتفعة، يتصرف مديروها بشكل انتهازى، ويستهلكون موارد الشركة من أجل تحقيق منافعهم الذاتية، مما قد يتسبب في حدوث إفراط في الاستثمار من خلال تنفيذ مشاريع ذات صافي قيمة حالية منخفضة أو سالبة، وبالتالي يمكن أن يتناسب المستوى المرتفع للديون عكسياً مع الكفاءة الاستثمارية، مما يتسبب في إعاقة الاستثمار.

ويرى الباحثان أن عملية تحديد هيكل رأس المال الأمثل تعتبر إحدى القضايا الجوهرية التي تشغل اهتمام المهنيين والأكاديميين على حد سواء؛ لما لها من تأثير على قيمة الشركة وإستمراريتها وثروة مساهميها؛ ولذلك تحاول إدارة الشركات تحديد مستوى مستهدف من الديون يحقق لها وفورات ضريبية من ناحية ولا يعرضها لمخاطر التعثر والإفلاس من ناحية أخرى، كما أن قرار التمويل يجب أن يركز على ثلاث عناصر رئيسية هي تكلفة التمويل، وهيكل التمويل الأمثل، والمحافظة على السيولة بالشركة.

٣/٢/١ - قرار (سياسة) توزيع الأرباح.

تصاحب قرارات الاستثمار وقرارات التمويل نوعاً ثالثاً من القرارات وهي قرارات توزيع الأرباح والتي تتناول كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي يتم توزيعها على المساهمين من حملة الأسهم العادية، وزمن توزيع الأرباح. وتتعلق سياسة توزيع الأرباح بالممارسات التي تتبعها الشركة في اتخاذ القرار بقيمة الأرباح التي يتقرر توزيعها على المساهمين في صورة نقدية أو عينية أو احتجازها لإعادة استثمارها في فرص استثمارية جديدة، وتتمثل سياسة توزيع الأرباح المثلى في تلك السياسة التي تعمل على تحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية التي يترتب عليها تعظيم القيمة السوقية لأسهم الشركة (السيد، ٢٠١٧).

وتُعد سياسة توزيع الأرباح أحد القرارات المالية الهامة التي تتخذها الإدارة حيث لا تعتبر مجرد توزيع نقدى، وإنما تمثل مصدراً للمعلومات عن مدى كفاءة الأداء الحالى والمستقبلى لإدارة أنشطة الشركة، وتظهر أهمية سياسة توزيع الأرباح من خلال تأثيرها على القرارات الاستثمارية حيث تعتبر أداة لمساعدة حملة الأسهم والمستثمرين على تقييم مدى قدرة الشركة على دفع التوزيعات وتقييم القيمة السوقية للأسهم (الخبثور، ٢٠١٦).

وأشار (Single & Samanta, 2019) إلى أن سياسة توزيع الأرباح تُعد من أهم السياسات المالية في الشركات، حيث تمثل التوزيعات حيز الزاوية في مجال تمويل الشركات، نظراً لعلاقتها المباشرة بالمساهمين ولإنعكاسها على أسعار الأسهم في سوق المال، ويُعد توزيع الأرباح بمثابة مكافأة لحملة الأسهم عن استثماراتهم في المنشأة وتحملهم للمخاطر، لذا يجب أن تراعي سياسة توزيع الأرباح أهداف الشركة بما يُسهم في تعظيم ثروة المساهمين (القرشي، ٢٠٢٠)، كما أن سياسة توزيع الأرباح هي نتيجة لعدة

عوامل تؤثر على قرار الشركة في إقرار التوزيعات، سواء كانت توزيعات نقدية عن طريق صرف أرباح، أو عينية عن طريق توزيع أسهم مجانية يتم تمويلها من الأرباح المحتجزة (Gyapong et al., ٢٠٠٩). لذا تُعد سياسة توزيع الأرباح قضية أساسية للشركات بسبب تأثيرها الملحوظ على قرارات التمويل والاستثمار. فإذا قررت الشركة عدم دفع توزيعات أرباح، أو دفع توزيعات أرباح أقل، فإنه سيكون لدى الشركة أموال داخلية أكثر، مما يقلل من اعتمادها على الأموال الخارجية، ومن ناحية أخرى، إذا دفعت الشركة توزيعات أرباح عالية، فسوف ينتج عنها أموال داخلية أقل، مما يزيد من اعتماد الشركة على الديون أو أي شكل آخر من أشكال التمويل الخارجي. ويفسر هذا أن قرار التمويل يرتبط ارتباطاً مباشراً بسياسة توزيع الأرباح، الأمر الذي ينعكس على قرار الاستثمار وتكلفة رأس المال بالشركة ومن ثم التأثير على القيمة السوقية للشركة (Naeem & Khurram, 2020).

وأشار (الصاوي، ٢٠١٦) إلى أن سياسة توزيعات الأرباح تُعد من أهم السياسات المالية في منشآت الأعمال وغالباً ما يستخدمها المديرين لإرسال إشارة للمحللين الماليين والمستثمرين الحاليين والمحتملين حول ربحية وأداء الشركة في المستقبل، لذلك فهي بمثابة مقياس رئيسي لتحديد قيمتها السوقية، وقد تختار الشركات بين ثلاثة إستراتيجيات لسياسة توزيعات الأرباح وهي (Rampershad & Villiers, 2019؛ مليجي، ٢٠٢٠):

- الاستراتيجية الأولى: تحديد مقدار الأرباح الموزعة : كنسبة مستهدفة من صافي ربح الشركة وهذا قد يؤدي إلى تقلب توزيعات الأرباح Volatile Dividends خاصة عندما تكون الأرباح غير مستقرة، وتعد هذه الاستراتيجية أكثر انتشاراً في اقتصاديات الدول الناشئة.
 - الاستراتيجية الثانية: احتفاظ الشركة بتوزيعات أرباح ثابتة نسبياً، وهو أمر شائع في اقتصاديات الدول المتقدمة.
 - الاستراتيجية الثالثة: إحتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر تمويل دخلي لعمليات التوسع والنمو.
- ٣/١- التعثر المالي

تتعرض الشركة للتعثر المالي عندما لا تتمكن من الوفاء بالتزاماتها، سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، مما يؤدي إلى انخفاض الأداء المالي، وتشير الضائقة المالية إلى تراجع أداء الشركة قبل إفلاسها أو عدم قدرتها على سداد التزاماتها المالية عند الاستحقاق (Shiddieqy et al., 2023). حيث تعاني الشركات التي تتعرض للتعثر المالي من تأخر عمليات تسليم البضاعة للعملاء، وسوء جودة المنتج، وتأخر الشركة في سداد الفواتير، وعدم قدرتها على سداد الديون قصيرة الأجل (Zulni & Taqwa, 2023).

وأشار (نويجي، ٢٠١٦) إلى أن التعثر المالي هو معاناة الشركة من أزمة سيولة يجعلها غير قادرة على سداد التزاماتها الجارية أو المتداولة، على الرغم من امتلاكها لأصول ثابتة يصعب تحويلها إلى سيولة تمكنها من سداد ديونها، كما أن التعثر المالي لا يعد نتيجة فورية أو لحظية، بل هو حالة تسبق الفشل المالي وقد لا تؤدي إليه بالضرورة. في ذات السياق، أشار (محمد، ٢٠٢٢) إلى أن الشركة تتعرض للتعثر المالي إذا كان رصيد النقدية المتاح لديها لا يكفي سداد الالتزامات العاجلة (كحسابات الدفع وأقساط القروض وفوائدها)، وكذلك عندما تعجز الشركة عن توفير النقدية للسداد مستقبلاً إذا تمكنت من تأجيل سداد هذه الالتزامات.

وفي ذات السياق، فقد أشار (رجب، ٢٠١٨) إلى التعثر المالي على أنه صعوبات مالية تواجهها الشركات وتجعلها غير قادرة على سداد التزاماتها أو دفع ما عليها من قروض بسبب انخفاض التدفقات النقدية من العمليات التشغيلية أو عند تحقيق تدفقات نقدية سالبة.

كما أوضح (Adiwibowo e al., 2023) أن التعثر المالي يشير إلى حالة من التدهور المالي تعاني منها الشركة لعدة سنوات متتالية وبالتالي قد لا تستطيع فيها الشركة الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين أو تواجه صعوبات في ذلك مما قد يؤدي إلى الإفلاس في نهاية المطاف. وتتزايد فرصة التعرض للتعثر المالي عندما تكون التكاليف الثابتة للشركة مرتفعة، أو تكون الأصول السائلة، أو الأرباح حساسة للغاية للركود الاقتصادي (Kisman & Krisandi, 2019). ويشير عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها إلى أن الشركة تفتقر إلى رأس المال العامل. وهذا النقص في رأس المال العامل قد يرجع إلى عدة عوامل منها؛ تزايد الالتزامات الحالية وارتفاع تكاليف التشغيل بصورة كبيرة. وعندما تتعرض الشركة لحالة من التعثر المالي ولم يكن هناك أي إجراءات للتغلب عليها، فقد تواجه الشركة إفلاساً وقد يتم تصفيتها. فالإفلاس هو حالة تفشل فيها الشركة أو لم تعد قادرة على الوفاء بالتزاماتها المستحقة تجاه الغير بسبب نقص الأموال لدى الشركة لتشغيل ومواصلة أعمالها بحيث لا يتم تحقيق الأهداف الاقتصادية، يضاف إلى ذلك فإن حقوق الملكية تصبح غير كافية نتيجة للخسائر الكبيرة والمتراكمة التي تكبدتها الشركة على مدار عدة فترات مالية متتالية، وبالتالي فإن الإفلاس يعتبر هو النتيجة الحتمية لاستمرار حالة التعثر المستمرة وعدم كفاية السيولة (Iskandar et al., 2023).

وأشار (Al-Hadi et al., 2019) إلى أن الشركات المتعثرة مألماً تظهر زيادة في تكلفة رأس المال، وانخفاض في القدرة على الوصول إلى مصادر التمويل الخارجية، وانخفاض التصنيف الائتماني، وزيادة في استبعاد الإدارة لتحمل مزيد من المخاطر، وقد تكون الشركة التي تعاني من حالة التعثر المالي معرضة أيضاً لخطر العقوبات السلبية الشديدة؛ مثل فقدان سمعة الشركة، وزيادة الضغط السياسي والإعلامي، والغرامات والعقوبات المحتملة. بينما يرى (النجار وبسيوني، ٢٠٢٢) أن التعثر المالي يعتبر مرحلة سابقة لمرحلة الفشل المالي، مع الأخذ في الاعتبار أن حدوث تعثر مالي بالشركة وعجزها مؤقتاً عن سداد التزاماتها الجارية نتيجة لنقص السيولة لا يعني بالضرورة أنها على وشك إعلان إفلاسها، حيث أن إدارات الشركات لا تقدم على اتخاذ إجراءات التصفية إلا في حالة العجز التام عن سداد أية مستحقات للغير. وبالتالي فإن إدارات الشركات يجب عليها اتخاذ كافة الإجراءات الملائمة وإيجاد البدائل للخروج من هذه المرحلة وإلا ستصل الشركة لمرحلة الفشل ويصبح تصفيتها أمراً حتمياً لا مفر منه.

أما فيما يتعلق بالآثار الناجمة عن التعثر المالي، فقد أشار البعض (نويجي، ٢٠١٦) إلى وجود العديد من الآثار السلبية المصاحبة لمواجهة الشركة لحالة التعثر المالي، والتي منها؛ فقدان الحصة السوقية، تدهور الإنتاجية، فقدان العديد من العملاء والموردين انخفاض توزيعات الأرباح، تسريح العمال، انخفاض أسعار الأسهم، وفقدان العديد من العاملين ذوي الكفاءة، وزيادة خسائر الشركة.

مما تقدم، يرى الباحثان:

- أن التعثر المالي هو حالة تواجه فيها الشركة صعوبات مالية تتسم بعدم كفاية التدفقات النقدية التي تولدها الشركة لتلبية الالتزامات قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وهو ما يتطلب من إدارة الشركة

- ضرورة بذل العناية المهنية الواجبة في اتخاذ القرارات المالية بالإضافة إلى اتخاذ إجراء تصحيحية لتحسين التدفق النقدي من أنشطة الشركة، حيث يمكن أن يتسبب التعثر المالي في إفلاس الشركة وإجبارها على تصفية النشاط وهو ما سوف ينعكس بالسلب على الاقتصاد القومي ككل.
- أن التعثر المالي يمكن تعريفه على أنه حالة تدهور في قيم الأصول وحقوق الملكية تبدأ عند حدوث توقف عن تحقيق الأرباح وتزداد مع التوقف عن سداد التزامات الديون، وإلغاء توزيعات الأرباح، والتناقص المستمر في الحصة السوقية للشركة، إلا أن هذه العملية قد لا تؤدي بالضرورة إلى انقضاء أجل الشركة وتصفيتها إذا استطاعت الحصول على التمويل اللازم لاستعادة نشاطها ويدعمها في ذلك ممارسات الحوكمة الفعالة.
- أن للتعثر مظهرين أحدهما مالي وهو يحدث عندما تكون القيمة الدفترية لأصولها أقل من القيمة الدفترية لالتزاماتها أو أنها قد تعجز عن سداد التزاماتها والمظهر الآخر اقتصادي ويتمثل في أن الشركات تحقق عائداً أقل من تكلفة الأموال المستثمرة.
- ضرورة وأهمية الأخذ بتعريف شامل للتعثر المالي يتضمن العديد من المؤشرات سواء كانت مالية أو غير مالية، ولكن لها انعكاس على انخفاض وتدهور حالة السيولة.

١/٣- أسباب التعثر المالي

حالة التعثر المالي لا تحدث بشكل مفاجئ وبغير أسباب، فقد أشارت بعض الأدبيات المحاسبية (ELDeeb & Ramadan, 2020; García & Herrero, 2021; Ashraf et al., 2022؛ عبدالعال، ٢٠٢١؛ شحاته، ٢٠٢٢؛ النجار وبيسوني، ٢٠٢٢؛ محمد، ٢٠٢٢) إلى وجود مجموعة من العوامل والمسببات التي تؤدي لتزايد احتمالية حدوث خطر التعثر المالي بعض هذه المسببات قد يرجع لأسباب داخلية أو يرجع لأسباب خارجية مرتبطة بالبيئة المحيطة بالشركة، والبعض الآخر قد يرجع لأسباب بيئية أو طبيعية، ويمكن تناول هذه المسببات بشئ من التوضيح كما يلي:

أولاً: الأسباب الداخلية

وهي تلك الأسباب التي تنشأ من داخل المنشأة ومنها؛ ضعف إدارة الشركة، عدم كفاءة نظم الرقابة المالية والمحاسبية بالشركة، وعدم كفاءة القرارات المتعلقة بالتمويل والاستثمار، وضعف أداء الإدارات المسؤولة عن مراقبة الجودة، وعدم كفاءة القرارات التسويقية ومنح الائتمان للعملاء، وعدم الكفاءة في إدارة عنصر رأس المال العامل والاستثمارات طويلة الأجل، وتنفيذ مشروعات استثمارية ضخمة تفوق إمكانياتها، والانعكاسات السلبية لعمليات الاندماج والاستحواذ، وأخيراً عدم وجود خطط ائتمانية لتحصيل مستحقات الشركة لدى العملاء وكيفية إيجاد مصادر تمويل ملائمة لسداد الالتزامات الجارية.

ثانياً: الأسباب الخارجية

وهي تلك الأسباب التي تخرج عن سيطرة الشركة وترتبط بالبيئة المحيطة بها ومنها؛ انخفاض الطلب على منتجات وخدمات الشركة، وارتفاع أسعار مستلزمات الإنتاج والمواد الخام ونقص المعروض منها بالأسواق، والتسعير الجبري لمنتجات الشركة من قبل الجهات المختصة بالدولة، وضعف كفاءة أسواق رأس المال، وارتفاع أسعار الفائدة والعمولات البنكية، وزيادة حدة المنافسة من الشركات الكبرى، وارتفاع الأعباء المرتبطة بالعمالة الزائدة، والتشريعات والقوانين الحكومية التي تسنها الدولة وتؤثر على نشاط الشركة، والأزمات المالية التي يتعرض لها المدينون وعدم القدرة على تحصيل الديون، وارتفاع أسعار الصرف، وأخيراً التضخم والركود الاقتصادي في الأسواق المحلية والدولية.

ثالثاً: الأسباب البيئية أو الطبيعية

تشمل الحرائق، الزلازل، والكوارث الطبيعية الأخرى هي تؤثر على أدا الشركة ووجودها.

٢/٣/١ - أهمية التنبؤ بخطر التعثر المالي

يعد موضوع التعثر المالي أحد أهم الموضوعات والتي ينبغي على إدارات الشركات وضعها على رأس أولوياتها من خلال التنبؤ به ومحاولة تجنبه لما له من آثار سلبية على الشركات بشكل خاص وعلى المجتمع بشكل عام، وبالتالي فقد أصبح لزاماً على إدارات الشركات استخدام الأساليب المناسبة للتنبؤ باحتمالية تعرضهم للتعثر المالي في المستقبل قبل حدوثه بغرض اتخاذ كافة الإجراءات التي من شأنها الخروج من التعثر المالي قبل الدخول في مرحلة الفشل وتصفية الشركة (Elewa, ٢٠٢٢)، وتتمثل أهمية التنبؤ بخطر التعثر المالي للأطراف ذات العلاقة المرتبطة بالشركة فيما يلي، García & Herrero (2021; Li et al., 2021; Rahman & Zhu, 2024)؛ محمد، ٢٠٢٢؛ النجار وبسيوني، ٢٠٢٢):

- بالنسبة لإدارة الشركة: رغبة الشركة في إضفاء الثقة على قوائمها المالية والتأكيد على كفاءة الأداء المالي وإستغلالها الكفاء لموارد الشركة، وتخفيض تكاليف الوكالة تجاه حملة الأسهم.
- المستثمرون: المفاضلة بين البدائل الاستثمارية وإختيار البديل المناسب بأعلى عائد وأقل نسبة مخاطرة.
- الدائنون: تقييم الأداء المالي للشركة والتأكد من قدرتها على سداد التزاماتها في تاريخ استحقاقها.
- البنوك: تقييم القدرة الإلتزام للشركة بغرض تحديد قيمة القروض الممنوحة أو جدولة القروض المتعثرة أو اتخاذ الإجراءات القانونية في حالة التأكد من عجزها التام على سداد القروض وفوائدها.
- مراجعي الحسابات: تقييم فرض إستمراريتها الشركة والتقارير عنها لحملة الأسهم ومستخدمي القوائم المالية من الأطراف ذات العلاقة.

٤/١ - التحفظ المحاسبي

عرّف (Basu, ١٩٩٧) التحفظ المحاسبي بأنه ميل المحاسبين نحو الحصول على مستويات مرتفعة من التحقق عند الاعتراف بالأخبار السارة مقارنة بنفس طريقة التعامل مع الأخبار غير السارة، بينما أشار (عيفي، ٢٠١٦) للتحفظ المحاسبي بإعتباره رد فعل حذر تجاه عدم التأكد مع أخذ كافة المخاطر المتوقعة في الحسبان. في حين أشار (Ciptawan & Melina, 2023) للتحفظ المحاسبي بإعتباره سلوك حذر يهدف لضمان أن المخاطر التي تواجهها الشركة قد تم أخذها في الاعتبار عند إعداد التقارير المالية. ويتضمن التحفظ المحاسبي إعداد تقارير مالية حذرة، وهو ما يتطلب من الشركات الاعتراف المبكر بالخسائر المحتملة مع تأخير الاعتراف بالأرباح غير المؤكدة، ويساعد هذا النهج في تحسين جودة المعلومات المحاسبية وإعادة بناء ثقة الأطراف ذات المصلحة في التقارير المالية (Zhong & Li, 2017; Ciptawan & Melina, 2023).

١/٤/١ - أنواع التحفظ المحاسبي

أشارت الأدبيات المحاسبية، Zhong & Li, 2017; Biddle et al., 2022; Shirayeh, (2024؛ محمد، ٢٠٢١؛ الفار، ٢٠٢٢، عياد، ٢٠٢٤) إلى وجود نوعين من التحفظ المحاسبي هما:

- **التحفظ المحاسبي المشروط (تحفظ الأرباح):** هو التحفظ الذي يستجيب للتغيرات الاقتصادية من خلال الاعتراف الفوري بالأحداث المالية السلبية؛ وهو ما يعني أن تقوم الشركة بتخفيض القيمة الدفترية لصافي الأصول في ظل وقوع أحداث غير سارة وغير مرغوب فيها مع عدم زيادة القيمة الدفترية لصافي الأصول في ظل وقوع أحداث سارة مرغوب فيها إلا إذا توافر دليل على تحققها؛ وهو ما يدل على القيام بتأجيل الاعتراف بالأحداث السارة وتعتيل الاعتراف بالأحداث غير السارة؛ وهو ما يجعل من أرباح الشركة بمثابة إنعكاساً للخسائر المتوقعة بشكل أكبر مقارنةً بالمكاسب المتوقعة في فترة مالية معينة.

- **التحفظ المحاسبي غير المشروط (تحفظ قائمة المركز المالي):** هو التحفظ الذي يقلل باستمرار من قيمة صافي الأصول، فهو تحفظ مبكر وسابق وغير مرتبط بوقوع أحداث أو أخبار معينة؛ ويشير إلى استخدام الإجراءات المحاسبية المتحفظة التي تؤدي إلى التخفيض المنتظم في القيمة الدفترية للأصول بما يترتب عليه من قياس وتسجيل الأصول بقيم دفترية تقل عن قيمتها السوقية على مدار عمرها الإنتاجي؛ وهو ما يؤدي إلى وجود شهرة متوقعة غير مسجلة.

ويلعب كلا النوعين من التحفظ دوراً حاسماً في الحد من التعثر المالي من خلال تعزيز الإدارة المالية المتحفظة، والحد من التلاعب بالأرباح، وزيادة الإحتياطات النقدية (Ardiany et al., 2023)، ويمكن للممارسات المتحفظة أن تقلل من الأرباح خلال الأوقات الصعبة، مما يحافظ على النقدية التي يمكن استخدامها لتغطية التزامات الديون ومنع الاستثمار المفرط في المشاريع الفاشلة (Ahmed & Duellman, 2013). ومن خلال بناء الإحتياطات خلال الأوقات الجيدة، توفر السياسات المحاسبية المتحفظة حاجزاً Buffer ضد التدهور الاقتصادي.

١/٤/٢ - دوافع ومبررات ومنافع تطبيق التحفظ المحاسبي

يمكن القول أن تطبيق التحفظ المحاسبي قد يساعد على تحقيق عدة منافع لكلاً من الشركة، والمساهمين والإدارة، والمقرضين على السواء (Hu e al., 2014; Zhong et al., 2016; Zhong & Li, 2017; Anagnostopoulou et al., 2021؛ موسى، ٢٠٢٠؛ الفار، 2022؛ عياد، ٢٠٢٤)، وهي:

- **بالنسبة للشركة؛** فقد يُساعد التحفظ المحاسبي على الحد من التكاليف السياسية التي تتحملها الشركة عند قيامها بالمبالغة في الأرباح المفصح عنها والتي قد تتضمن تخفيض الدعم الحكومي، وزيادة معدلات الضريبة؛ وكذلك خفض مخاطر التقاضي ضد الشركة والتكاليف المرتبطة بها من تعويضات وأتعاب قانونية كنتيجة لخفض المخاطر الأخلاقية الناتجة من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والأطراف الأخرى المتعاملة معها، حيث ترتفع مخاطر التقاضي ضد الشركة في حال اعداد تقارير مالية أقل تحفظاً مقارنةً ب اعداد تقارير مالية أكثر تحفظاً؛ فضلاً عن أن التحفظ قد يُساعد على اضعاف الشرعية على الممارسات المحاسبية للشركة، حيث يعتبر التحفظ المحاسبي بمثابة إلهة فعالة لتحقيق أهداف حوكمة الشركات، والحد من مشاكل الوكالة المرتبطة بالدوافع الانتهازية للإدارة، والحد من عدم تماثل المعلومات؛ وتحسين مستوى الإفصاح المحاسبي؛ وهو ما يضيف قيمة مستقبلية إضافية للشركة، ويقلل من تكاليف التمويل.

- وبالنسبة للمساهمين وأصحاب المصلحة؛ فقد يُساعد التحفظ المحاسبي على الحد من السلوكيات الانتهازية للإدارة، والحد من قدرتها على تضخيم الأرباح وخداع الأطراف أصحاب المصلحة، والحد من ممارسات إدارة الأرباح، وهو ما يُحد من قدرة الإدارة على تحويل الثروة من المساهمين إلى الإدارة، ويزيد من جودة القوائم والتقارير المالية، وتحسين بيئة المعلومات من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات، وحماية المستثمرين وتسهيل عملية تدفق المعلومات من داخل المنشأة للأطراف الخارجية أصحاب المصلحة في الوقت المناسب؛ كما أن التحفظ المحاسبي قد يساعد على تخفيض حجم الدخل الخاضع للضريبة وكذلك قيمة الضرائب المستحقة، وتقليل الأعباء الضريبية، وبالتالي تعظيم ثروات المساهمين؛ فضلاً عن أنه قد يساعد على تحسين كفاءة عقود مكافآت الإدارة التي تتم بين المساهمين والإدارة وما يتضمنه من الحد من قدرة الإدارة في الحصول على مكافآت وحوافز مبالغ فيها.

- وبالنسبة للإدارة؛ فإن التحفظ المحاسبي قد يقلل من حوافز المديرين في حالة الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية سالبة أو ذات الأداء الضعيف؛ وهو ما يزيد من كفاءة وفاعلية عملية الاستثمار وعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية.

- أما بالنسبة للمقرضين؛ فقد يُساعد التحفظ المحاسبي على زيادة طمأنة المقرضين، ويزيد من معدل إستراداد الدائنين لأموالهم؛ كما أنه يُساعد في الحد من مخاطر الإفلاس، ويُساعد على تقديم إشارات للمقرضين في الوقت المناسب حول مخاطر تخلف الشركة وعدم قدرتها على السداد؛ وهو ما يُساعد في تقليل مخاطر الإقراض، والحد من مخاطر انهيار أسعار الأسهم، وانهيار الأسواق المالية فضلاً عن أنه يساعد في زيادة كفاءة الاتفاقيات التعاقدية، حيث يطالب أصحاب عقود المديونية بزيادة التحفظ لحماية حقوقهم بشكل أفضل.

وعلى الرغم من منافع تطبيق التحفظ المحاسبي إلا أن هناك من يرى أن تطبيقه قد يؤدي إلى بعض المشاكل نظراً لاعتماده على عدم الإفصاح عن القيمة الحقيقية للأصول والأرباح بشكل مناسب (Doktor et al., 2020)؛ كما أنه قد يؤثر سلباً على جودة الأرباح المفصح عنها نتيجة لاعداد قوائم وتقارير مالية تفتقر إلى الملائمة (عبد الرحيم، ٢٠٢١)؛ بالإضافة إلى أن التحفظ قد يقلل القدرة على التنبؤ ويقلل من دقة توقعات المحللين الماليين؛ حيث أن التحفظ المشروط سيزيد من تقلبات الأرباح، ويقلل من استمرار المكاسب؛ وهو ما يُحدث تقلبات في أسعار الأسهم، كما إن التحفظ غير المشروط قد يزيد من قدرة الإدارة على إدارة الأرباح؛ وهو ما يؤثر بالسلب على جودة التقارير المالية (Ruch and Taylor, 2015; Krismiaji & Sururi, 2021؛ الفار، ٢٠٢٢).

القسم الثاني

مراجعة الأدبيات السابقة وتحديد الفجوة البحثية وتطوير الفروض

١/٢ - تحليل العلاقة بين القرارات المالية والتعثر المالي واشتقاق فروض البحث

١/١/٢ - العلاقة بين القرارات الاستثمارية والتعثر المالي واشتقاق الفرض الأول.

تُعتبر القرارات الاستثمارية هي جوهر بيئة الأعمال الحديثة بما لها من تأثيرات وتداعيات سواء بالايجاب أو السلب على ثروة المستثمرين من جانب، ومختلف فئات أصحاب المصالح المرتبطين بالشركات من جانب آخر، وأشار (الصايغ وعبد المجيد، ٢٠١٤) إلى أن كفاءة القرارات الاستثمارية تشير إلى قيام الشركات بتنفيذ المشروعات وتوسعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة بافتراض عدم وجود تقلبات في سوق المال تؤثر في إمكانية تحقيق الأداء المستهدف، حيث تتمتع القرارات الاستثمارية بصفة الكفاءة عندما تقابل قيمة الاستثمار الفعلي مع قيمة الاستثمار المتوقع في نفس الفترة الزمنية في ضوء فرص النمو المتاحة، أما في حالة وجود نقص أو زيادة في قيمة الاستثمار الفعلي عن المتوقع فإن هذه القيمة تشير إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (مليجي، ٢٠١٩).

وتُعد قرارات الاستثمار حاسمة لإدارة مخاطر تعرض الشركة للتعثر المالي، حيث يمكن أن تؤدي خيارات الاستثمار السيئة إلى تقليل التدفق النقدي، مما يضر بالربحية ويزيد من الضغوط المالية، وخاصة عندما يتم تمويلها من خلال الديون (Ahmadi & Kordloei, 2018)، فالاستثمارات المخطط لها جيداً يمكن أن تدعم الصحة المالية للشركات على المدى الطويل، في حين أن الاستثمار المفرط يعرض الشركة لمخاطر التعثر المالي من خلال توليد عوائد منخفضة (Garcia-Appendini, 2018). ويُعد التوازن بين زيادة الاستثمارات من خلال رأس المال الخارجي والحفاظ على السيولة أمراً أساسياً، خاصة في ظل الظروف الاقتصادية غير المؤكدة (López-Gutiérrez et al., 2015).

بالإضافة إلى ذلك، يمكن أن تكون قرارات الاستثمار أيضاً بمثابة إشارة يمكن استخدامها في تقييم حالة الشركة. حيث يشير النمو في إجمالي قيمة أصول الشركة إلى أن الشركة في حالة تسمح لها بإضافة قيمة للأصول من خلال قرارات الاستثمار التي تتخذها الشركة. كما يرتبط تمويل الاستثمارات أيضاً ارتباطاً وثيقاً بالتدفق النقدي الحر متاح. فكلما كان التدفق النقدي الحر للشركة إيجابياً، فهذه يُعد بمثابة إشارة إيجابية تشير إلى أن الشركة تعمل بشكل جيد. على الجانب الآخر، كلما كان التدفق النقدي الحر سلبياً فإن هذا يُعد بمثابة إشارة إلى احتمال مواجهة الشركة لمشاكل مالية (Suranta et al., 2023).

وتسلط نظرية الوكالة الضوء على الصراعات بين المديرين والمساهمين والتي يمكن أن تقود إلى استثمارات محفوفة بالمخاطر (risky investments)، مثل الاستثمار المفرط في المشاريع ذات العائدات غير المؤكدة (Bolton et al., 2013). من ناحية أخرى، يمكن للرافعة المالية المرتفعة أن تحد من الاستثمار المفرط من خلال الحد من التدفق النقدي متاح (Jensen, 1986). وتُظهر الأدبيات المحاسبية أن قرارات الاستثمار، وخاصة في الأصول المتداولة، تؤثر بشكل كبير على النمو والأداء (Santoso, 2019)، ولكن عدم كفاءة السوق يمكن أن تعيق إستراتيجيات الاستثمار المثلى (Calcagnini et al., 2019). في حين وجدت بعض الدراسات علاقة معنوية بين قرارات الاستثمار والتعثر المالي

Suranta (et al., 2023) إلى عدم وجود علاقة بين قرارات الاستثمار والتعثر المالي، بينما وجدت دراسات أخرى (Männasoo et al., 2018; Apriliyana et al., 2024) ، في حين أشارت دراسة أخرى (Suranta et al., 2023) أدلة متضاربة (Morgado & Pindado, 2003). وفي ضوء الجدل السابق يمكن صياغة الفرض الأول كما يلي:

يوجد تأثير معنوي للقرارات الاستثمارية (معدل العائد على الاستثمار) على احتمالية التعثر المالي.

٢/١/٢ - العلاقة بين قرار التمويل (الرافعة المالية) والتعثر المالي واشتقاق الفرض الثاني.

تتطوي الرافعة المالية على استخدام الأموال المقترضة لتعزيز عوائد الاستثمار، حيث تعمل الشركات على موازنة الديون وحقوق الملكية لتحسين العمليات. ومع ذلك، يمكن أن يؤدي الإفراط في المديونية Excessive Debt إلى زيادة احتمالية حدوث التعثر المالي عندما تكون التدفقات النقدية غير كافية لتغطية الالتزامات، مع تزايد مدفوعات الفائدة مما يؤدي إلى تآكل الربحية (Bhaskar et al., 2017). كما يؤدي ارتفاع نسبة الرفع المالي إلى زيادة المخاطر المالية، مما يقلل من المرونة المالية للشركة ويزيد من احتمالية تعرضها للتعثر (Arhinful & Radmehr, 2023). حيث أن ارتفاع نسبة الرفع المالي يؤدي عمومًا إلى تفاقم التحديات المالية، وخاصة في اقتصاديات الدول الناشئة (Gharsalli, 2019; Akhtar et al., 2022).

وقد تتسبب الرافعة المالية أيضًا في حدوث خسائر غير متناسبة Disproportionate Losses، حيث أن نفقات الفائدة الناتجة عن الاقتراض يمكن أن تشكل مانعاً Prohibitive إذا لم يتمكن المقرض من تحقيق عوائد كافية لتغطيتها، وتصبح هذه مشكلة خطيرة عندما ترتفع أسعار الفائدة، أو تنخفض عوائد الأصول. ويواجه المستثمر الذي يفكر في الاقتراض لتعزيز مشترياته من الأصول معضلة مماثلة، فقد يخسر المستثمر كل أمواله إذا انخفض سعر السوق للأوراق المالية وطالب المقرض بسداد الأموال المقرضة (Arhinful & Radmehr, 2023).

وتؤثر الرافعة المالية على معدلات وفرص الاستثمار في الشركات حيث يؤثر مستوى مديونية الشركة بشكل غير مباشر على مصالح المستثمرين وثقتهم في الاستثمار (Rohmadini et al., 2018). كما أن ارتفاع وانخفاض ديون الشركات من شأنه أن يؤثر على حجم مخاطر التعثر المالي التي ستتحملها الشركة. فقد توصلت بعض الأدبيات السابقة (Turaboğlu et al., 2017; Altman et al., 2019) إلى أنه كلما زادت الرافعة المالية كلما زادت المخاطر وبالتالي زادت احتمالية التعثر المالي، على النقيض من ذلك، قد وجد البعض (Rohmadini et al., 2018; Curry & Banjarnahor, 2018) أن الرفع المالي له تأثير سلبي على التعثر المالي، بينما وجد البعض الآخر (Muigai & Muriithi, 2017; Bernardin & Tifani, 2019) أنه لا يوجد أي تأثير للرفع المالي على التعثر المالي. وبشكل عام، غالبًا ما يرتبط ارتفاع الرفع المالي بالصعوبات المالية، لا سيما في البلدان النامية حيث غالبًا ما تكون الهياكل المالية أقل استقرارًا (Ugur et al., 2022; Dewanti et al., 2018; Kartika & Hasanudin, 2019) إلى أن الرفع المالي له تأثير إيجابي كبير على الصعوبات المالية.

وهذا يوضح أن تأثير نسبة الرفع المالي المرتفعة يمكن استخدامه كإشارة سلبية للأطراف الخارجية بأن الشركة تعاني من مشاكل مالية. وفي ضوء الجدول السابق يمكن صياغة الفرض الثاني كما يلي:

يوجد تأثير معنوي لقرارات التمويل (الرافعة المالية) على احتمالية التعثر المالي.

٣-١/٢. العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح والتعثر المالي واشتقاق الفرض الثالث.

تعد سياسة توزيعات الأرباح عنصر رئيسي في التخطيط الاستراتيجي للشركة ويستخدمها المديرون لتقديم معلومات إيجابية فيما يتعلق بأفاق الشركة المستقبلية، وتشير سياسة توزيع الأرباح إلى الاستراتيجية التي تتبعها الشركة في توزيع الأرباح أو إحتجازها كمصدر لتمويل عمليات التوسع والنمو (مليجي، ٢٠٢٠).

وهناك اعتقاد على نطاق واسع في الأدب المحاسبي، بأن سياسة توزيعات الأرباح تخفف من تعارضات الوكالة (مليجي، ٢٠٢٠)، ففي ظل وجود مخاطر أخلاقية Moral Hazard وعدم تماثل المعلومات يفضل المستثمرون قيام الشركات بدفع توزيعات الأرباح عن إحتجازها لأغراض التوسع (Choi et al., 2019)، حيث قد تتعرض الأرباح المحتجزة إلى ممارسات انتهازية من جانب الإدارة لاستخدامها في تحقيق مصالحها الشخصية أو لأغراض بناء الأمبراطورية، ويدعم هذا الاعتقاد كل من نظرية الوكالة، ونظرية الإشارة التي تفترض أنه ففي ظل وجود الأسواق غير الكاملة قد تُستخدم سياسة توزيعات الأرباح كوسيلة لحل تعارضات الوكالة بين المديرين والمساهمين (Atanassov & Mandell, 2018)، فهي من جانب تعتبر بمثابة إلهة رقابية على المديرين للتخلص من الفائض النقدي المتاح لديهم مما يحد من أي سلوك إنتهازي محتمل، ومن جانب آخر، تمثل إشارة تعبر عن مدى التزام الشركة بالعمل لصالح المستثمرين وبالتالي التخفيف من صراعات الوكالة (He et al., 2017).

وتحاول سياسة توزيع الأرباح المثلى أن توازن بين الأرباح الموزعة على المساهمين وتلك المحتفظ بها للاستثمار، مما يؤثر على الصحة المالية للشركة Firm's Financial Health. ويمكن أن تؤدي توزيعات الأرباح المرتفعة إلى زيادة احتمالية التعثر المالي عن طريق الحد من الأموال المخصصة لمدفوعات الديون والنمو، في حين تساعد المدفوعات المنخفضة في الحفاظ على الاستقرار المالي (López-Gutiérrez et al., 2015; Sa'diyah & Widagdo, 2022). وتتعدد النظريات التي تفسر سلوك المستثمرين والمديرين تجاه سياسة توزيع الأرباح. وقد اختلفت نتائج هذه النظريات بين مؤيد وحيادي تجاه تأثير سياسة توزيعات الأرباح وإنعكاسها على قيمة المنشأة وحالتها المالية، ومن بين هذه النظريات **نظرية عصفور في اليد (the Bird-in-the-Hand Theory)** التي تقوم على افتراض وجود علاقة مباشرة بين سياسة الشركة في توزيع الأرباح وقيمتها السوقية، إذ أن بعض المستثمرين يرون أن الأرباح الحالية أقل مخاطرة من توزيعات الأرباح المستقبلية والأرباح الرأسمالية، ومن ثم يفضلون الحصول على الأرباح الحالية (Arhinful et al., 2024)، وبالتالي تزعم النظرية أن أرباح الأسهم تعزز ثروة المساهمين؛ **نظرية عدم ملائمة التوزيعات (the Irrelevance Theory)** والتي تشير إلى أن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على التعثر المالي في الأسواق المثالية (Arhinful et al., 2024; Maiyo et al., 2025)، وأن كفاءة الاستثمارات هي المحدد الرئيس لثروة المساهمين. وبالتالي فإن قيمة المنشأة لا

تتأثر بهيكل رأس المال، وأن سياسة توزيع الأرباح لا تؤثر على قيمة المنشأة وليست مؤثرة على ثروة المساهمين، كما تؤكد هذه النظرية على أن المستثمر يجب أن يوزن ما بين استلام توزيعات الأرباح الآن أو التمتع بمكاسب رأسمالية مستقبلية؛ ونظرية الوكالة (Agency Theory)، التي ترى أن توزيعات الأرباح سوف تحد من تعارضات الوكالة (الصراعات) بين المديرين والمساهمين من خلال تقليل حجم التدفقات النقدية الحرة، والتي قد يستخدمها المديرين لتحقيق منافعهم الخاصة بدلاً من تعظيم ثروة المساهمين (Tijjani & Bello, 2019). وتؤثر قرارات توزيع الأرباح أيضاً على سيولة الشركة، وقيمتها السوقية، وفرص النمو، ويلعب هيكل الملكية دوراً في تحديد مستويات توزيع الأرباح (La Porta et al., 2000). إن فهم هذه العوامل أمر ضروري للتعامل مع تكاليف الوكالة والتخفيف من احتمالية التعثر المالي (Maiyo et al., 2025). وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرض الثالث كما يلي:

يوجد تأثير معنوي لسياسات توزيع الأرباح (نسبة توزيع الأرباح) على احتمالية التعثر المالي

٢/٢- تحليل التأثير المعدل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية واحتمالية التعثر المالي واشتقاق الفرض الرابع.

هناك العديد من الدوافع والمبررات التي تدفع نحو التحفظ المحاسبي، وقد قدم (Watts, 2003) هذه الدوافع على هيئة أربعة عناصر رئيسية والتي تتمثل في دوافع تعاقدية وقضائية وتنظيمية وضريبية، وتنشأ الدوافع التعاقدية دخل منشآت الأعمال من خلال علاقتها التعاقدية مع الأطراف الأخرى ذوي العلاقة، وتتمثل أهم العلاقات التعاقدية التي تدفع لتبني التحفظ المحاسبي بهدف تخفيض عدم تماثل المعلومات المحاسبية في كلاً من عقود الإدارة وعقود المديونية، حيث يؤدي ربط عقود الإدارة (حوافز الإدارة) بالربحية إلى دفع الإدارة نحو تقليل الممارسات المحاسبية المتحفظة على حساب مصالح باقي الأطراف، كما أن عقود المديونية قد تزيد من الضغوط على الإدارة نحو تبني ممارسات محاسبية أكثر تحفظاً (Penalva & Wagenhofer, 2021).

وتعزو أدبيات المحاسبة والتمويل عدم كفاءة القرارات الاستثمارية إلى مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard) ومشكلة الإختيار المعاكس (Adverse Selection)، والناجمين عن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومقدمي التمويل (المقرضين) مما ينتج عنهما استثمار أكبر أو أقل من اللازم (Biddle et al 2015) ولذلك فإن أية إلية تعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات من المتوقع أن تسهم بصورة أو بأخرى في تحسين كفاءة قرارات الاستثمار. وأشارت بعض الأدبيات السابقة (Ahmed and Zadeh et al., 2022; Odia & Osazevaru, 2018; Duellman, 2011) إلى أن التحفظ المحاسبي يُعتبر إحدى الإليات الهامة التي تسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكاليف الوكالة، ودعم حوكمة الشركات بما يقلل من قوة المديرين التنفيذيين، ويزيد من إمكانية رقابتهم ومتابعتهم. ومن خلال الحد من مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات، يمكن أن يكون للتحفظ المحاسبي تأثير إيجابي على كفاءة القرارات التمويلية والاستثمارية من خلال تخفيض الاستثمار الأكبر أو الأقل من اللازم.

ويُساعد التحفظ المحاسبي الشركات في إدارة القرارات المالية - مثل قرار الاستثمار والتمويل وسياسات توزيع الأرباح - والتي قد تؤدي إلى تزايد احتمالية التعرض للتعثر المالي إذا لم يتم التعامل معها بشكل صحيح، فمن خلال عرض وجهة نظر أكثر تحفظاً للحالة المالية للشركة، فإن التحفظ المحاسبي يساهم في تعزيز المصداقية، ويعمل كنظام إنذار مبكر للتعثر المالي، مما يساعد الشركات على الحفاظ على النقدية وتجنب المبالغة في تقدير الأصول (Yusnaini & Tarmizi, 2019). كما يُعد التحفظ المحاسبي جزءاً من الإلانات الرقابية التي يمكن الاعتماد عليها في التقليل من الدوافع الانتهازية للإدارة، بالإضافة إلى المساهمة في تصميم عقود فعالة تؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة (Glover & Lin, 2018; Zadeh et al., 2022).

ويُعد التحفظ المحاسبي أحد المطالب الهامة للممولين بالديون (المقرضين) نظراً لأنهم الأكثر عرضة للجانب السلبي للمخاطر المتعلقة بمنتجات الأعمال التي تميل إلى التخفيف من مستويات التحفظ بهدف تحسين مستويات الأداء وزيادة قيمة المنشأة (Gigler et al., 2009; Khurana & Wang, 2019; Penalva & Wagenhofer, 2015). وفي ذات السياق، يُساهم التحفظ المحاسبي في التخفيف من حدة الانتهازية الإدارية والميل لبناء إمبراطورية ضخمة داخل الشركات التي تخضع لإدارتهم، ويعتمدوا في ذلك على عدم تماثل المستوي المعلوماتي بينهم وبين الأطراف الأخرى ذوي العلاقة (الملاك والممولين بالديون)، خاصة في ظل انخفاض الملكية الإدارية، كما أن انخفاض مستويات التحفظ قد يعد أحد المؤشرات المبكرة لضعف إلتزام الحوكمة (Zhong & Li, 2017; Ghazalat & AlHallaq, 2024).

ويُساهم التحفظ المحاسبي في وضع خطوط دفاع متقدمة أمام الإدارة الانتهازية والتي تسعى في إتجاه إخفاء الأخبار السيئة المتعلقة بالشركة بدافع الحفاظ على الحوافز التي يتحصلون عليها، وفي ظل مستويات مرتفعة لتكلفة الوكالة فإن المطلب الرئيسي للأطراف ذوي العلاقة هو التوجه نحو التحفظ المحاسبي، الأمر الذي قد يحد من قدرة إدارة الشركة على استخدام الفوائد النقدية في استثمارات غير مضيئة للقيمة ويشجع على الاستثمار الكفء (Lara et al., 2016; Hong, 2019).

ويرى (Sholikhah & Suryani, 2020) أن المخاطر المرتبطة بعملية التقاضي قد تدفع أيضاً إدارة الشركة إلى التوجه نحو تطبيق التحفظ المحاسبي، وتنشأ مخاطر التقاضي نتيجة لجوء أحد الأطراف ذات العلاقة التعاقدية مع المنشأة إلى القضاء لحل نزاع أو خلاف قائم حول أحد المسائل المعني بها من قبل الشركة، كما يقلل الإفصاح المبكر عن الأخبار السلبية من احتمالية التعرض للتقاضي لأنه يُساهم في الحد من تصور أن الإدارة لا تفصح عن حقيقة الوضع المالي (Liu & Elayan, 2015).

كما تشير بعض أدبيات المحاسبة والتمويل (Sunder et al., 2018) إلى أنه في حين أن السياسات المحاسبية المتحفظة تقلل من الأرباح وقيم الأصول المعلنة، فإنها في نهاية المطاف تقلل من مخاطر الإفلاس من خلال زيادة السيولة والاحتياطات النقدية، وذلك نظراً لأن نقص السيولة، وليس نقص الأرباح، هو السبب الرئيسي للإفلاس، حيث تُساعد السياسات المحاسبية المتحفظة الشركات على تجميع الاحتياطات النقدية وإدارة مدفوعات الديون وتحسين شروط إعادة التفاوض على الديون بالإضافة إلى ذلك، ومن خلال مطالبة الشركات بالاعتراف بالأخبار السيئة في وقت مبكر، يمكن أن تؤدي السياسة المحاسبية المتحفظة إلى الإدراك المبكر في حالة انتهاك الشركة لاتفاقية الديون، أو القيام باستثمارات غير مجدية، مما يسمح بالتدخل السريع لحل المشكلات المالية وتحسين الوضع المالي وتخفيض احتمالية التعثر المالي.

و تُعد السياسات المحاسبية المتحفظة بمثابة حماية safeguard ضد المخاطرة المفرطة من جانب الإدارة، حيث تعمل على توحيد المصالح بين المساهمين وحاملي الديون debtholders. كما تعمل على تقليل عدم تماثل المعلومات، وكبح الصراعات بين الوكالات، والحد من التلاعب بالأرباح، مما يجعل من الصعب على المديرين إخفاء الأداء المالي الضعيف (Meckling & Jensen, 1976; Biddle et al., 2022). وتُظهر الدراسات أن التقارير المالية المتحفظة، تدعم الصحة المالية على المدى الطويل من خلال ضمان أن البيانات المالية تعكس الوضع الاقتصادي الحقيقي للشركة.

علاوة على ذلك، يمكن للسياسات المحاسبية المتحفظة أن تعزز قدرة الشركات على الوصول إلى رأس المال الخارجي من خلال تحسين عقود الديون والحد من عدم النقين حول الأداء المالي، وهو ما يساعد الشركات على تأمين رأس المال بسهولة أكبر خلال أوقات الضائقة المالية (Sunder et al., 2018)، كما تعمل السياسات المحاسبية المتحفظة على تحسين قدرة الشركات على تلبية التزامات الديون وتجنب التخلف الفني عن السداد وذلك من خلال الحد من إدارة الأرباح وتوفير تقارير أكثر دقة (Tan, 2013). بينما يزعم البعض أن السياسات المحاسبية المتحفظة قد تؤدي إلى سلوك مالي شديد الحذر، فإن الدراسات تدعم دورها في تعزيز الاستقرار المالي من خلال تعزيز إدارة التدفق النقدي، والحد من النفقات غير الضرورية، والحفاظ على حقوق المساهمين على المدى الطويل (Biddle et al., 2022). بشكل عام، تساعد السياسات المحاسبية المتحفظة في تقليل مخاطر التعثر المالي من خلال تحسين الإحتياطيات النقدية، والحد من الاستثمارات المحفوفة بالمخاطر، وضمان اعداد تقارير مالية أكثر دقة، وهو ما يوفر حماية ضد التقلبات الاقتصادية، ويعزز قدرة الشركة على إدارة الديون، ويقلل من تكاليف الوكالة، وكل هذا يساهم في المرونة والاستقرار المالي للشركة (Watts, 2003; Zhong & Li, 2017). وفي ضوء الجدول السابق يمكن صياغة الفرض الرابع كما يلي:

يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية واحتمالية التعثر المالي.

ويمكن تطوير الفرض الرابع للبحث إلى ثلاثة فروض فرعية، هم كالتالي:

H41: يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات الاستثمارية (معدل العائد على الاستثمار) واحتمالية التعثر المالي.

H42: يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين قرارات التمويل (الرافعة المالية) واحتمالية التعثر المالي.

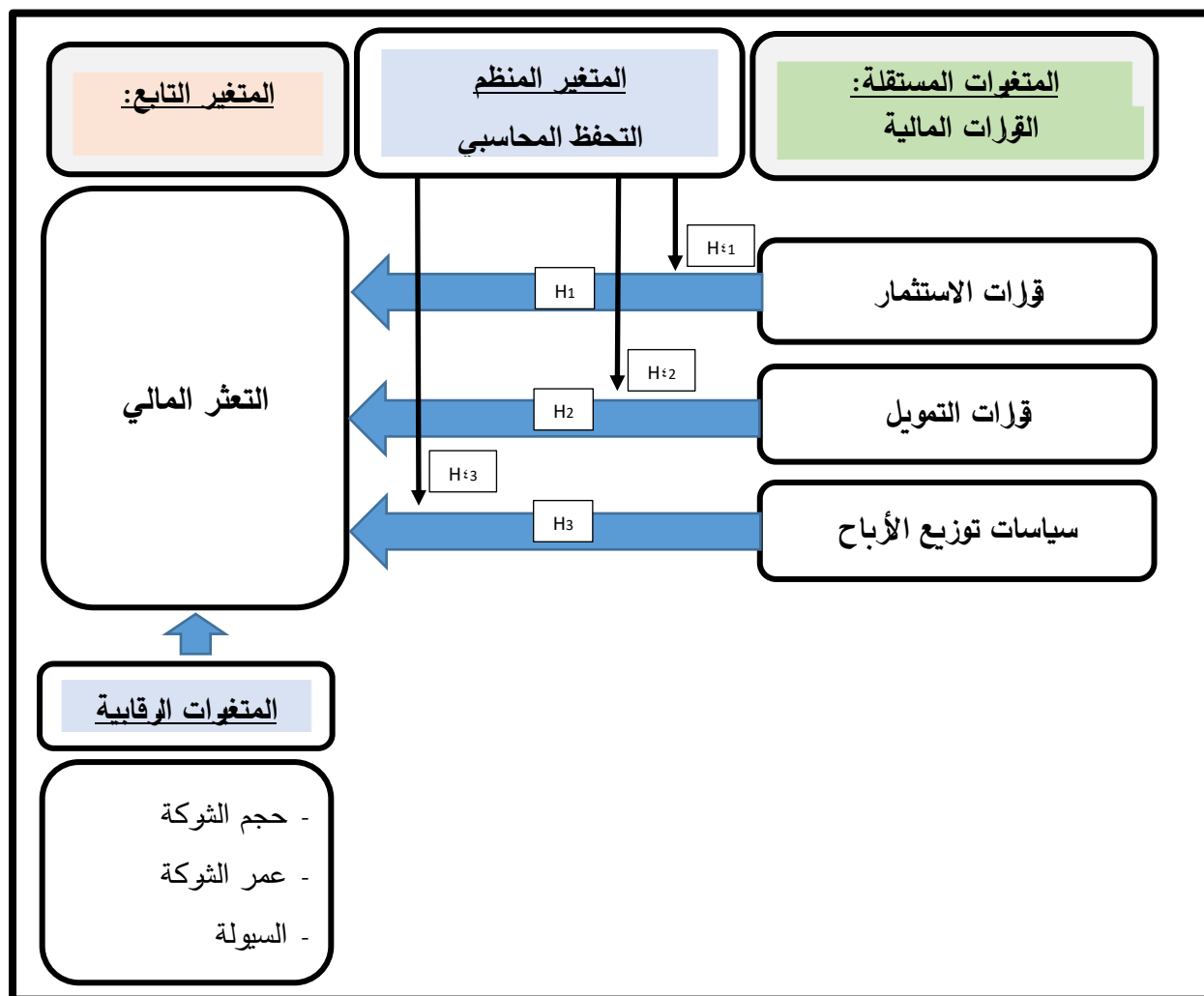
H43: يوجد تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين سياسات توزيع الأرباح (نسبة توزيع الأرباح) واحتمالية التعثر المالي.

القسم الثالث: الدراسة الاختبارية

مقدمة:

يهدف هذا القسم إلى بيان تصميم الدراسة الاختبارية والتي تشمل (عرض لنموذج الدراسة، متغيرات الدراسة وكيفية قياسها، مجتمع وعينة الدراسة، واختبار فروض الدراسة)، وبلي ذلك عرض وتفسير النتائج التي توصلت إليها الدراسة، وذلك من خلال النقاط التالية:

أولاً: نموذج البحث:



شكل رقم (١): نموذج البحث من اعداد الباحثان.

المصدر: من إعداد الباحثان

ثانياً: النماذج الإحصائية المستخدمة:

سيتم استخدام نماذج الانحدار المتعدد لاختبار تأثير القرارات المالية (كمغيرات مستقلة) واحتمالية التعثر المالي (كمغير تابع)، كذلك أيضاً اختبار التأثير التفاعلي للتحفظ المحاسبي مع القرارات الاستثمارية (كمغير مُعدل) واحتمالية التعثر المالي (كمغير تابع)، كذلك أيضاً اختبار التأثير التفاعلي للتحفظ المحاسبي مع قرارات توزيعات الأرباح (كمغير مُعدل) واحتمالية التعثر المالي (كمغير تابع)، ويمكن عرض نماذج الانحدار على النحو التالي:

١- النموذج الأول: تأثير القرارات المالية على احتمالية التعثر المالي للشركة.

يشير النموذج الأول لاختبار تأثير القرارات المالية وتشمل القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية وسياسات توزيعات الأرباح (كمغيرات مستقلة) واحتمالية التعثر المالي (كمغير تابع)، ذلك على النحو التالي:

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RoA_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:

$FD_{i,t}$: المتغير التابع: احتمالية التعثر المالي للشركة (i) في الفترة (t)

$ROA_{i,t}$: متغير مستقل: القرارات الاستثمارية للشركة (i) في الفترة (t).

$LEV_{i,t}$: متغير مستقل: القرارات التمويلية للشركة (i) في الفترة (t).

$DIV_{i,t}$: متغير مستقل: قرار توزيعات الأرباح للشركة (i) في الفترة (t).

$Age_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى عمر الشركة للشركة (i) في الفترة (t).

$Size_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى حجم الشركة للشركة (i) في الفترة (t).

$Liq_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى نسبة السيولة للشركة (i) في الفترة (t).

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

٢- النموذج الثاني: تحليل التأثير المُعدل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية (القرارات الاستثمارية) واحتمالية التعثر المالي.

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RoA_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \beta_5 CON * ROA_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$FD_{i,t}$: المتغير التابع: احتمالية التعثر المالي للشركة (i) في الفترة (t).

$ROA_{i,t}$: متغير مستقل: قرارات الاستثمار للشركة (i) في الفترة (t).

$LEV_{i,t}$: متغير مستقل: قرارات التمويل للشركة (i) في الفترة (t).

$DIV_{i,t}$: متغير مستقل: قرار توزيع الارباح للشركة (i) في الفترة (t).
 $CON*ROA_{i,t}$: متغير منظم (معدل): تفاعل التحفظ مع القرارات الاستثمارية للشركة (i) في الفترة (t).
 $Age_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى عمر الشركة للشركة (i) في الفترة (t).
 $Size_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى حجم الشركة للشركة (i) في الفترة (t).
 $Liq_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى نسبة السيولة للشركة (i) في الفترة (t).
 ε_{it} : الخطأ العشوائي.

٣- النموذج الثالث: تحليل التأثير المعدل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية (القرارات التمويلية) واحتمالية التعثر المالي.

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RoA_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \beta_5 CON*LEV_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$FD_{i,t}$: المتغير التابع: احتمالية التعثر المالي للشركة (i) في الفترة (t).
 $RoA_{i,t}$: متغير مستقل: قرارات الاستثمار للشركة (i) في الفترة (t).
 $LEV_{i,t}$: متغير مستقل: قرارات التمويل للشركة (i) في الفترة (t).
 $DIV_{i,t}$: متغير مستقل: قرار توزيع الارباح للشركة (i) في الفترة (t).
 $CON*LEV_{i,t}$: متغير منظم (معدل): تفاعل التحفظ مع القرارات التمويلية للشركة (i) في الفترة (t).
 $Age_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى عمر الشركة للشركة (i) في الفترة (t).
 $Size_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى حجم الشركة للشركة (i) في الفترة (t).
 $Liq_{i,t}$: متغير ضابط: يشير إلى نسبة السيولة للشركة (i) في الفترة (t).
 ε_{it} : الخطأ العشوائي.

٤- النموذج الرابع: تحليل التأثير المعدل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية (سياسة توزيعات الأرباح) واحتمالية التعثر المالي.

$$FD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RoA_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 DIV_{i,t} + \beta_4 CON_{i,t} + \beta_5 CON*DIV_{i,t} + \beta_6 Age_{i,t} + \beta_7 Size_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

$FD_{i,t}$: المتغير التابع: احتمالية التعثر المالي للشركة (i) في الفترة (t).
 $RoA_{i,t}$: متغير مستقل: قرارات الاستثمار للشركة (i) في الفترة (t).
 $LEV_{i,t}$: متغير مستقل: قرارات التمويل للشركة (i) في الفترة (t).
 $DIV_{i,t}$: متغير مستقل: قرار توزيع الارباح للشركة (i) في الفترة (t).

$CON*DIV_{i,t}$: متغير منظم (مُعدّل): تفاعل التحفظ مع سياسة توزيعات الأرباح للشركة (i) في الفترة (t).

Age: متغير ضابط: يشير إلى عمر الشركة للشركة (i) في الفترة (t).

Size: متغير ضابط: يشير إلى حجم الشركة للشركة (i) في الفترة (t).

Liq_{i,t}: متغير ضابط: يشير إلى نسبة السيولة للشركة (i) في الفترة (t).

ε_{it} : الخطأ العشوائي.

وفيما يلي وصفاً للمتغير التابع والمتغير المستقل والمتغير المعدل والمتغيرات الضابطة وكذلك التعريفات الإجرائية الخاصة بكل منهما:

٣- التعريف الإجرائي للمتغير التابع: (احتمالية التعثر المالي):

يعتمد البحث الحالي عند قياس التعثر المالي للشركات على استخدام نموذج (the Modified Altman Z-score model)، ذلك كما يلي (Altman, et al., 2017; Iskandar, et al., 2023):

$$Z = 6.56X1 + 3.26X2 + 6.72X3 + 1.05X4$$

حيث:

Z: مؤشر التعثر المالي

X1: نسبة رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول.

X2: نسبة الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول.

X3: نسبة الأرباح قبل الفائدة والضرائب إلى إجمالي الأصول.

X4: القيمة الدفترية لحقوق الملكية/القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات.

حيث يتم تصنيف الشركات وفقاً لمؤشر التعثر المالي للشركة من خلال قيمة Z، كما يلي:

- إذا كانت قيمة Z أقل من ١,١ تصنف الشركة باعتبارها متعثرة، تأخذ الشركة القيمة (١)
 - إذا كانت القيمة $1.1 < Z < 2.6$ فإن الشركة تقع في المنطقة الرمادية ولا يمكن تصنيفها حسب النموذج.
 - إذا كانت قيمة Z أكبر من ٢,٦ فإن الشركة تقع في منطقة الأمان وتصنف الشركة باعتبارها ناجحة وقادرة على الاستثمار، تأخذ الشركة القيمة (صفر).
- بالتالي، فإن مؤشر التعثر المالي متغير وهمي تأخذ الشركة القيمة (١) إذا كانت قيمة Z أقل من ١,١، والقيمة (صفر) إذا كانت قيمة Z أكبر من ٢,٦.

٤- التعريف الإجرائي للمتغيرات المستقلة:

- **القرارات الاستثمارية:** استناداً للعديد من الدراسات والأدبيات المحاسبية (Santoso, 2019; Setiany, 2021)، سيتم قياس القرارات الاستثمارية بمعدل العائد على الأصول، من خلال نسبة صافي الربح إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t).
- **القرارات التمويلية:** استناداً للعديد من الدراسات والأدبيات المحاسبية (Acharya et al., 2017; Turaboğlu et al., 2017; Kebede et al., 2024)، سيتم الاعتماد على نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي أصول الشركة (i) في نهاية الفترة (t) لقياس القرارات التمويلية.
- **سياسات توزيع الأرباح:** متغير وهمي يأخذ القيمة (١) في حالة الإعلان عن توزيعات أرباح والقيمة (صفر) بخلاف ذلك (Anazonwu et al., 2018; Nyere & Wesson, 2019).

٥- التعريف الإجرائي للمتغير المعدل:

يقاس التحفظ المحاسبي في الدراسة الحالية بمتغير مُعدل من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية، حيث يشير المتغير المعدل في الدراسة الحالية بتفاعل التحفظ المحاسبي مع القرارات المالية المختلفة (القرارات الاستثمارية – القرارات التمويلية – سياسات توزيعات الأرباح).

٦- التعريف الإجرائي للمتغيرات الضابطة (الرقابية):

يوضح جدول رقم (١) التعريفات الإجرائية للمتغيرات الضابطة (الرقابية)، ذلك كما يلي:

جدول رقم (١)

التعريف الإجرائي للمتغيرات الرقابية

م	المتغير	نوع المتغير	رمز المتغير	كيفية القياس	المرجع
١	حجم الشركة	رقابي	SIZEit	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.	(Rohmadini et al., 2018; Al-Hadi et al., 2019; Yazdanfar & Öhman, 2020; Kebede et al., 2024)
٢	عمر الشركة	رقابي	AGEit	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ تأسيس الشركة وحتى سنة القياس (سنوات قيدها في سوق المال).	(Al-Hadi et al., 2019; Collins et al., 2019; Kebede et al., 2024)
٣	السيولة	رقابي	LIQit	إجمالي الأصول المتداولة إلى إجمالي الالتزامات المتداولة للشركة في نهاية السنة.	(Gunawan & Putra, 2021; Kebede et al., 2024)

• مبررات إضافة المتغيرات الضابطة (الرقابية) Control Variable :

تشمل المتغيرات الرقابية أو الضابطة بعض العوامل أو المحددات المؤثرة على المتغير التابع، ولكن لا تتضمنها مشكلة البحث، ويتم إضافتها لضبط العلاقة بين المتغير المستقل والتابع، وقد أوضحت الأدبيات السابقة وجود بعض العوامل الأخرى المرتبطة بالشركة والتي قد يكون لها تأثير على المتغير التابع (احتمالية التعثر المالي). لذلك سيتم إدراج مجموعة من المتغيرات الرقابية، والتي يتمثل أهمها فيما يلي:

- **حجم الشركة (Firm Size (SIZE):** وفقاً لنظرية أولوية مصادر التمويل ونظرية المفاضلة، يرتبط حجم الشركة بعلاقة سلبية بالتعثر المالي، فالشركات كبيرة الحجم تتميز بتنوع أنشطتها وزيادة تدفقاتها النقدية وكبر حجم أصولها ومن ثم فهي تكون أكثر قدرة على تحمل التحديات المالية وبالتالي تكون أقل عرضة للتعثر المالي والإفلاس بالمقارنة بالشركات صغيرة الحجم (Rohmadini et al., 2018; (Al-Hadi et al., 2019; Yazdanfar & Öhman, 2020; Kebede et al., 2024).
- **عمر الشركة (Firm Age (AGE:** من المتوقع وجود علاقة سلبية بين عمر الشركة واحتمالية التعثر المالي، ويرجع ذلك إلى أن الشركات الأقدم في السوق تتمتع بخبرة أكبر، وقد استفادت من فوائد منحني التعلم، ولا تتعرض للالتزامات التي تتعرض لها الشركات حديثة التأسيس، وبالتالي يمكنها التمتع بأداء متميز يعطى مؤشراً إيجابياً يتعلق بمدى قدرتها على الاستثمارية، كما أنها تميل لزيادة مستوى إفصاحها مما يخفض من عدم تماثل المعلومات بين الشركة والأطراف ذات المصلحة ويحسن من سمعة الشركة ومركزها الائتماني، وبالتالي تنخفض لديها احتمالية التعثر المالي (Al-Hadi et al., 2019; (Collins et al, 2019; Kebede et al., 2024).
- **السيولة (Liquidity (LIQ:** تفترض نظريتي أولوية مصادر التمويل والمفاضلة أنه كلما زادت السيولة لدى الشركة كلما قلت حاجتها إلى الاعتماد على الديون، وذلك لقدرة الشركة على تمويل الفرص الاستثمارية من مواردها الداخلية، وبالتالي من المتوقع وجود علاقة عكسية بين السيولة واحتمالية التعثر المالي (Gunawan & Putra, 2021; Kebede et al., 2024).

ثالثاً: مجتمع، وعينة الدراسة:

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المصرية والمسجلة في سوق الأوراق المالية المصري، سيتم أخذ عينة تناسبية حكمية من هذا المجتمع لاختبار فروض الدراسة. حيث تم إختيار عينة ميسرة تمثلت في عدد (١٠٠) شركة مصرية من تلك القطاعات المسجلة بسوق الأوراق المالية المصرية موزعة على عشرة قطاعات اقتصادية مختلفة لإتمام الدراسة الحالية، خلال الفترة من عام ٢٠٢٢ وحتى عام ٢٠٢٣، ويوضح الجدول التالي التوزيع القطاعي لشركات العينة:

جدول رقم (٢)

التوزيع القطاعي لشركات العينة

م	اسم القطاع	العينة	النسبة
١	موارد أساسية	٨	٨٪
٢	خدمات صناعية وسيارات	٦	٦٪
٣	العقارات	١٥	١٥٪
٤	رعاية صحية وأدوية	١٢	١٢٪
٥	اتصالات وعلام وتكنولوجيا معلومات	٥	٥٪
٦	أغذية ومشروبات وتبغ	٢٠	٢٠٪
٧	تجارة وموزعون	٦	٦٪
٨	مواد بناء	١٠	١٠٪
٩	مقاولات وإنشاءات هندسية	١٠	١٠٪
١٠	منسوجات وسلع معمرة	٨	٨٪
	الإجمالي	١٠٠	١٠٠٪

المصدر: من اعداد الباحثان

رابعاً: مصادر الحصول على البيانات:

تم الاعتماد على موقع مباشر البورصة المصرية، وكذلك شركة مصر لنشر المعلومات عند جمع البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية.

خامساً: حدود الدراسة:

يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية على عينة ميسرة من الشركات المصرية المسجلة داخل قطاعات مختلفة بسوق الأوراق المالية المصرية، حيث يقتصر التطبيق على ١٠ قطاعات اقتصادية مختلفة، تم استبعاد قطاعي البنوك والخدمات المالية، نظراً لاختلاف طبيعة عملهم عن باقي القطاعات، كذلك يقتصر تطبيق الدراسة الاختبارية على الفترة الزمنية من عام 2022 وحتى عام ٢٠٢٣.

سادساً: الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

يتم عرض الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة والتي تتضمن الحد الأعلى والأدنى، كذلك المتوسط الحسابي، الانحراف المعياري، لشركات عينة الدراسة، كما هو موضح بالجدول التالية:

جدول رقم (٣)

الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة لشركات عينة الدراسة

متغيرات الدراسة	الحد الأدنى	الحد الأعلى	المتوسط	الانحراف المعياري
التعثر المالي (متغير تابع)	0	1	0.305	0.461
القرارات الاستثمارية	-0.13	0.42	0.165	0.129
القرارات التمويلية	0.007	0.89	0.39	0.224
سياسات توزيعات الأرباح	0	1	0.645	0.479
حجم الشركة*	7.61	10.64	8.82	0.553
عمر الشركة*	0.84	1.59	1.32	0.147
نسبة السيولة*	0.8	2.8	1.63	0.495

* قيم الحد الأدنى والأعلى لحجم الشركة هي القيم بعد أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
 * قيم الحد الأدنى والأعلى لعمر الشركة هي القيم بعد أخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي عدد السنوات منذ القيد بالبورصة المصرية.
 * نسبة السيولة، الحد الأعلى لها هو ٢,٨ مرة، والحد الأدنى هو 0.8 مرة.

المصدر: من اعداد الباحثان في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من خلال العرض السابق للإحصاءات الوصفية لعينة الدراسة، يمكن استخلاص ما يلي:

- وجود تباين كبير لقيم المتغير التابع الخاص وهو (احتمالية التعثر المالي)، حيث بلغت أكبر قيمة (1)، في حين كانت أقل قيمة (0)، ويشير ذلك لوجود تباين كبير لقيم التعثر المالي فيما بين عينة الدراسة.
- وجود اختلاف كبير لقيم القرارات الاستثمارية (متغير مستقل) مقاساً بمعدل العائد على الأصول، حيث بلغت أكبر قيمة (42%) تقريباً، في حين كانت أقل قيمة (13%-) تقريباً، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بقيم القرارات الاستثمارية استناداً لمعدل العائد على الأصول.
- وجود اختلاف كبير لقيم القرارات التمويلية (متغير مستقل) استناداً لنسبة المديونية، حيث بلغت أكبر قيمة (89%) تقريباً، في حين كانت أقل قيمة (0.007) تقريباً، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بقيم القرارات التمويلية.
- وجود تباين فيما يتعلق بسياسات توزيعات الأرباح (متغير مستقل)، حيث كانت أكبر قيمة (1)، في حين كانت أقل قيمة (0)، ويشير ذلك لوجود تباين كبير للقيم الخاصة بسياسات توزيعات الأرباح فيما بين عينة الدراسة.
- وجود تباين فيما يتعلق حجم الشركة (كمتغير ضابط)، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير باللوغاريتم (10.64)، في حين بلغت أقل قيمة باللوغاريتم (7.61).

- وجود اختلاف كبير لقيم المتغير الخاص بعمر الشركة (كمتغير ضابط)، حيث بلغت أكبر قيمة بعد أخذ اللوغاريتم (1.59)، في حين كانت أقل قيمة (0.84)، يشير ذلك لوجود اختلافاً كبيراً بين شركات العينة فيما يتعلق بعدد سنوات القيد بالبورصة المصرية.
- وجود تباين فيما يتعلق بنسبة السيولة (كمتغير ضابط)، حيث قدرت أكبر قيمة لهذا المتغير (2.8) تقريباً، في حين بلغت أقل قيمة (0.8).

سابعاً: عرض نتائج تحليل الانحدار:

١- نتائج تحليل الانحدار (النموذج الأول):

يوضح الجدول التالي (٤) نتائج التحليل الإحصائي للنموذج الأول لاختبار الثلاث فروض الأولى، كما يلي:

جدول رقم (4)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الأول

Number of obs = 200					
R-squared Adj = 0.54					
F (6, 193) = 65.07					
Prob > F = 0.0000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Sig
ROA	-1.388436	1.623087	-3.29	0.000	***
LEV	1.667308	1.189806	1.40	0.161	
DIV	-.4610581	.6763294	-3.82	0.000	***
Size	.1867795	.4451447	0.42	0.675	
Age	.892519	1.71297	0.52	0.602	
LIQ	1.114676	.4833936	2.31	0.021	**
***، **، (تشير لمستويات المعنوية المتعارف عليها ١٪، ٥٪ على الترتيب)					

المصدر: من اعداد الباحثان في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة (F= 65.07)، وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪ حيث بلغت p-value = 0.000.
- توجد علاقة سالبة بين القرارات الاستثمارية (كمتغير مستقل) واحتمالية التعثر المالي (كمتغير تابع)، عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة (p=0.000)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الأولى (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد تأثير بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي، وقبول الفرض البديل بأنه توجد علاقة سالبة أو تأثير سالب بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي.

- لا توجد علاقة بين القرارات التمويلية (كمتغير مستقل) واحتمالية التعثر المالي (كمتغير تابع)، عند أي مستوى من مستويات المعنوية المتعارف عليها، حيث كانت قيمة ($p=0.161$)، وبالتالي يتم قبول فرض الدراسة الثاني (صورة فرض العدم) والقاتل بأنه لا يوجد تأثير بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي، ورفض الفرض البديل بأنه توجد علاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي.
- توجد علاقة سالبة بين سياسات توزيعات الأرباح (كمتغير مستقل) واحتمالية التعثر المالي (كمتغير تابع)، عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الثالث (صورة فرض العدم) والقاتل بأنه لا يوجد تأثير لسياسات توزيعات الأرباح على احتمالية التعثر المالي، وقبول الفرض البديل بأنه توجد علاقة سالبة أو تأثير سالب بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي.
- القوة التفسيرية لنموذج الانحدار كانت (54%) تقريباً، هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة (54%) من تباين المتغير التابع.

٢- نتائج تحليل الانحدار (النموذج الثاني):

يتم مناقشة نتائج التحليل الإحصائي للنموذج الثاني لاختبار الفرض الرابع (H41)، كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (5)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثاني

Number of obs = 200 R-squared Adj = 0.62 F (8, 191) = 29.17 Prob > F = 0.000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Sig
ROA	.1205664	1.420472	0.27	0.785	
LEV	1.914232	1.23776	1.55	0.122	
DIV	-.413307	.6215121	-3.40	0.001	***
CON*ROA	-.8760537	1.630206	-2.05	0.012	**
Size	-.0662647	.3687832	-0.18	0.857	
Age	.3606844	1.590521	0.23	0.821	
LIQ	3.158388	1.205311	2.62	0.009	***
***، **، (تشير لمستويات المعنوية المتعارف عليها ١٪، ٥٪ على الترتيب)					

المصدر: من اعداد الباحثان في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($F = 29.17$)، وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪ حيث بلغت $p\text{-value} = 0.000$.
- يوجد تأثير سالب للتحفظ المحاسبي (كمُتغير مُعدّل) على العلاقة بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي، عند مستوى معنوية (5%)، حيث كانت قيمة ($p = 0.012$)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الرابع (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي، وقبول الفرض البديل بأنه يوجد تأثير سالب للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي.
- القوة التفسيرية لنموذج الانحدار كانت (62%) تقريباً، هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة (62%) من تباين المتغير التابع.

٣- نتائج تحليل الانحدار (النموذج الثالث):

يتم مناقشة نتائج التحليل الإحصائي للنموذج الثالث لاختبار الفرض الرابع (H42)، كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثالث

Number of obs = 200 R-squared Adj = 0.65 F (8, 191) = 24.60 Prob > F = 0.000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Sig
ROA	-.1944026	1.428309	-0.80	0.423	
LEV	1.61984	1.121582	2.07	0.038	**
DIV	-.3928232	.6192709	-3.29	0.001	***
CON*LEV	-1.035956	1.085522	-2.06	0.039	**
Size	.18159	.4762533	0.38	0.703	
Age	.5044123	1.632054	0.31	0.757	
LIQ	3.152405	1.249846	2.52	0.012	**
***، **، (تشير لمستويات المعنوية المتعارف عليها ١٪، ٥٪ على الترتيب)					

المصدر: من اعداد الباحثان في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($F=24.60$)، وهي معنوية عند مستوى معنوية 1% حيث بلغت $p\text{-value}=0.000$.
- يوجد تأثير سالب للتحفظ المحاسبي (كمُغير مُعدّل) على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي، عند مستوى معنوية (5%)، حيث كانت قيمة ($p=0.039$)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة الخامس (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي، وقبول الفرض البديل بأنه يوجد تأثير سالب للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي.
- القوة التفسيرية لنموذج الانحدار كانت (65%) تقريباً، هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة (65%) من تباين المتغير التابع.

٣- نتائج تحليل الانحدار (النموذج الرابع):

يتم مناقشة نتائج التحليل الإحصائي للنموذج الرابع لاختبار الفرض الرابع (H43)، كما هو مبين في الجدول التالي:

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل الانحدار للنموذج الرابع

Number of obs = 200 R-squared Adj = 0.77 F (8, 191) = 51.7 Prob > F = 0.000					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	Sig
ROA	-.7177168	1.981538	-2.41	0.016	**
LEV	1.190778	1.917534	1.66	0.096	
DIV	.2307788	1.420822	3.24	0.000	***
CON*DIV	-.1650465	1.37408	-3.61	0.000	***
Size	-.3236516	.4279551	-0.76	0.449	
Age	-2.761898	2.41355	-1.14	0.252	
LIQ	2.284076	1.245673	1.83	0.067	
***، ** (تشير لمستويات المعنوية المتعارف عليها 1%، 5% على الترتيب)					

المصدر: من اعداد الباحثان في ضوء نتائج الاختبارات الإحصائية

من الجدول السابق يمكن استنتاج ما يلي:

- معنوية نموذج الانحدار ككل عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($F=51.7$)، وهي معنوية عند مستوى معنوية ١٪ حيث بلغت $p\text{-value}=0.000$.
- يوجد تأثير سالب للتحفظ المحاسبي (كمُتغير مُعدل) على العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي، عند مستوى معنوية (1%)، حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، وبالتالي يتم رفض فرض الدراسة السادس (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي، وقبول الفرض البديل بأنه يوجد تأثير معنوي سالب للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي.
- القوة التفسيرية لنموذج الانحدار كانت (77%) تقريباً، هو ما يعني أن المتغيرات المستقلة تفسر نسبة (77%) من تباين المتغير التابع.

سابعاً: نتائج اختبار فروض الدراسة، وتفسيرها:

من اختبار فروض الدراسة وعرض نتائجها من خلال نتائج نماذج الانحدار السابق عرضها، يمكن استخلاص ما يلي:

١- الفرض الأول (صورة فرض العدم): "لا يوجد تأثير للقرارات الاستثمارية على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية".

تم رفض فرض الدراسة الأول (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد تأثير للقرارات الاستثمارية مقاسة بمعدل العائد على الأصول على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) للقرارات الاستثمارية على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، تفسير ذلك يشير إلى أنه كلما قامت الشركة بدراسة البدائل الاستثمارية المتاحة واتخذت القرارات الاستثمارية الأفضل كلما انعكس ذلك ايجابياً على معدل العائد على الأصول كمقياس للقرارات الاستثمارية وكلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية قيام الشركات والقائمين على إدارتها دائماً باختيار البدائل الاستثمارية الأفضل على المدى البعيد لضمان بقاء ونمو الشركات وتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.

٢- الفرض الثاني (صورة فرض العدم): "لا يوجد تأثير للقرارات التمويلية على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية".

تم قبول فرض الدراسة الثاني (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد تأثير للقرارات التمويلية مقاسة بنسبة المديونية على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ورفض الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن عدم وجود تأثير للقرارات التمويلية على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند أي مستوى من مستويات المعنوية المتعارف عليها، حيث كانت قيمة

($p=0.161$)، تفسير ذلك يشير إلى القرارات التمويلية مقاسة بنسبة المديونية قد لا تكون أحد المتغيرات المفسرة أو المؤثرة على التعثر المالي، وقد يرجع ذلك إلى تفضيل الشركات والقائمين على إدارتها عدم الاعتماد بشكل أساسي على المؤسسات التمويلية المختلفة عند تمويل المشروعات الاستثمارية المختلفة، وتجنب أعباء التمويل وحدة اشتراطات المديونية (على سبيل المثال أسعار الفائدة – أجل القرض – مبلغ القرض).

٣- الفرض الثالث (صورة فرض العدم): "لا يوجد تأثير لسياسات توزيعات الأرباح على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية".

تم رفض فرض الدراسة الثالث (صورة فرض العدم) والقاتل بأنه لا يوجد تأثير لسياسات توزيعات الأرباح على احتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث خلصت الدراسة الحالية إلى وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، تفسير ذلك يشير إلى أنه كلما قامت الشركة باتخاذ قرارات بشأن إجراء توزيعات أرباح (سواء كانت نقدية أو في صورة أسهم مجانية) بشكل منتظم على المساهمين كلما ساهم ذلك في جذب مزيد من المستثمرين ومزيد من السيولة وكلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي.

4- الفرض الرابع H41 (صورة فرض العدم): "لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية".

تم رفض الفرض الرابع H41 (صورة فرض العدم) والقاتل بأنه لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث خلصت الدراسة الحالية إلى وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (٥٪) حيث كانت قيمة ($p=0.012$)، تفسير ذلك يشير إلى أن العلاقة التفاعلية بين التحفظ المحاسبي كسياسة محاسبية وعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية تقلل من احتمالية حدوث التعثر المالي، فكلما اتجهت الشركة نحو التحفظ وقامت بدراسة البدائل الاستثمارية المتاحة وإختيار أفضل البدائل كلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية إختيار البدائل الاستثمارية الأفضل مع اتباع سياسة مالية متحفظة على المدى البعيد لضمان بقاء ونمو الشركات وتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.

٥- الفرض الرابع H42 (صورة فرض العدم): "لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية".

تم رفض الفرض الرابع H42 (صورة فرض العدم) والقاتل بأنه لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (٥٪) حيث كانت قيمة ($p=0.039$)، تفسير ذلك يشير إلى ارتفاع نسب المديونية مع اتباع الشركة لسياسة

مالية متحفظة سيقفل من احتمالية حدوث التعثر المالي، فارتفاع نسب المديونية مع اتباع سياسة مالية متحفظة يمكن أن يساهم في الحد من استغلال تلك القروض بشكل خاطئ بل على العكس من ذلك يمكن استغلال القروض (المديونية) أفضل استغلال استثماري ممكن بما يحقق عوائد مستقبلية تعود بالنفع على الشركة وحقوق المساهمين، كلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية إختيار سياسة مالية متحفظة مع ارتفاع نسب المديونية لتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.

استنتاج آخر في ضوء النتيجة السابقة، وهو أنه عند اختبار الفرض الثاني والخاص بتأثير القرارات التمويلية فقط (دون وجود أي متغيرات تفاعلية أو مُعدّلة) على احتمالية التعثر المالي، وجدنا عدم وجود تأثير للقرارات التمويلية على احتمالية التعثر المالي، في حين أنه عند اختبار تأثير العلاقة التفاعلية للتحفظ المحاسبي مع القرارات التمويلية على احتمالية التعثر المالي كما هو موضح بالفرض الرابع H42 وجدنا تأثير سالب للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية اتباع سياسة مالية متحفظة في ظل وجود مديونية (قروض).

٦- الفرض الرابع H43 (صورة فرض العدم): "لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية".

تم رفض الفرض الرابع H43 (صورة فرض العدم) والقائل بأنه لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، وقبول الفرض البديل، حيث كشفت الدراسة الحالية عن وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة $(p=0.000)$ ، تفسير ذلك يشير إلى أن العلاقة التفاعلية بين التحفظ المحاسبي كسياسة محاسبية وعملية اتخاذ القرارات بشأن عملية توزيعات الأرباح تقلل من احتمالية حدوث التعثر المالي، فكلما اتجهت الشركة نحو اتباع سياسة مالية متحفظة مع وجود سياسات خاصة بعملية توزيعات الأرباح بشكل مستدام ومنتظم (بمعنى آخر وجود توازن دائماً بين السياسات الخاصة بعملية توزيعات الأرباح وسياسة التحفظ المحاسبي)، كلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية العمل دائماً على تحقيق التوازن بين سياسات توزيعات الأرباح وسياسة التحفظ المحاسبي بما ينعكس بشكل ايجابي نحو بقاء ونمو الشركات على المدى البعيد وتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.

القسم الرابع: النتائج والتوصيات والاتجاهات البحثية المستقبلية.

أولاً: النتائج:

- يستهدف هذا البحث دراسة واختبار مدى تأثير القرارات المالية (القرارات الاستثمارية، القرارات التمويلية، سياسات توزيعات الأرباح) على احتمالية التعثر المالي، وكذلك دراسة واختبار التأثير المُعدّل للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية واحتمالية التعثر المالي في بيئة الأعمال المصرية. ويمكن توضيح أهم نتائج البحث على النحو التالي:
- قدّم البحث رؤية قيمة حول كيفية تعزيز الشركات للاستقرار والاستدامة. وكشفت النتائج أن ارتفاع الرافعة المالية يزيد بشكل كبير من خطر التعرض للتعثر المالي نتيجةً لارتفاع الالتزامات الثابتة وانخفاض المرونة المالية، مما يؤكد على ضرورة التزام الشركات بمستويات رافعة مالية مثلى واستكشاف خيارات تمويل بديلة. وبالمثل، وُجد أن ارتفاع معدل الاستثمار يرتبط بزيادة التعثر المالي، إذ إن الاستثمارات، على الرغم من أهميتها للنمو، قد تُسبب ضغطاً على السيولة إذا لم تُلبّ العوائد التوقعات. حيث ينبغي على الشركات تقييم استثماراتها بعناية لتحقيق التوازن بين الاحتياجات الفورية وطويلة الأجل مع الحفاظ على تدفقات نقدية مستقرة.
 - أوضحت الدراسات السابقة أن سياسات توزيع الأرباح تؤثر على احتمالية التعرض للتعثر المالي، حيث قد تُرهق المدفوعات المرتفعة الموارد على الرغم من مؤشرات السلامة المالية. حيث أشارت الدراسات السابقة أن إتباع سياسة توزيع أرباح مستدامة ومتسقة، مدعومة بمراقبة مالية منتظمة، يساهم في التخفيف من حدة المخاطر التي تتعرض لها الشركات.
 - أوضحت الدراسات السابقة أن التحفظ المحاسبي يعمل كعامل مُخفف وحاسم، مما يُقلل من احتمالية تعرض الشركات ذات الرفع المالي المرتفع للتعثر المالي من خلال ضمان دقة التقارير والإدارة الاستباقية للمخاطر.
 - أشارت الدراسات السابقة أيضاً إلى أن الممارسات المتحفظة قد تؤدي إلى تضخيم مخاطر التعثر المالي المتصورة من خلال خفض الأرباح وقيم الأصول التي يتم التقرير عنها، مما يؤكد على أهمية شفافية التقارير المالية، والتواصل مع أصحاب المصلحة.
 - يُدعم البحث نظرية الوكالة من خلال توضيح كيف يُقلل التحفظ المحاسبي من احتمالية التعرض للتعثر المالي في الشركات ذات الرافعة المالية، مما يُعزز التوافق بين مصالح الإدارة ومصالح المساهمين. كما يتوافق مع نظرية المحاسبة الإيجابية من خلال توضيح تأثير التحفظ على قرارات الاستثمار وتوزيع الأرباح، مما يؤثر على ثقة أصحاب المصلحة واستقرار الشركة. ويلعب المساهمون دوراً حاسماً في دعم الرافعة المالية المثلى، والدعوة إلى إعداد تقارير متحفظة، والتفاعل الفعال مع الإدارة لمواءمة السياسات المالية مع الأهداف طويلة الأجل. حيث تؤكد هذه النتائج على أهمية اتخاذ القرارات المالية الحكيمة والشفافية في تحقيق استدامة الشركات ونموها.
 - خلص البحث الحالي إلى وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة $(p=0.000)$ ، تفسير ذلك يشير إلى أنه كلما قامت الشركة بدراسة البدائل الاستثمارية المتاحة واتخذت القرارات الاستثمارية الأفضل كلما انعكس ذلك إيجابياً على معدل العائد على الأصول كقياس

للقرارات الاستثمارية وكلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية قيام الشركات والقائمين على إدارتها دائماً باختيار البدائل الاستثمارية الأفضل على المدى البعيد لضمان بقاء ونمو الشركات وتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.

- **خلص البحث الحالي إلى عدم وجود تأثير بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية،** ذلك عند أي مستوى من مستويات المعنوية المتعارف عليها، حيث كانت قيمة ($p=0.161$)، وتفسير ذلك يشير إلى أن القرارات التمويلية مقاسة بنسبة المديونية قد لا تكون أحد المتغيرات المفسرة أو المؤثرة على التعثر المالي، وقد يرجع ذلك إلى تفضيل الشركات والقائمين على إدارتها عدم الاعتماد بشكل أساسي على المؤسسات التمويلية المختلفة عند تمويل المشروعات الاستثمارية المختلفة، وتجنب أعباء التمويل وحدة اشتراطات المديونية (على سبيل المثال أسعار الفائدة - أجل القرض - مبلغ القرض).

- **خلص البحث الحالي إلى وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية،** ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة ($p=0.000$)، وتفسير ذلك يشير إلى أنه كلما قامت الشركة باتخاذ قرارات بشأن إجراء توزيعات أرباح (سواء كانت نقدية أو في صورة أسهم مجانية) بشكل منتظم على المساهمين كلما ساهم ذلك في جذب مزيد من المستثمرين ومزيد من السيولة وكلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي.

- **خلص البحث الحالي إلى وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات الاستثمارية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية،** ذلك عند مستوى معنوية (٥٪) حيث كانت قيمة ($p=0.012$)، وتفسير ذلك يشير إلى أن العلاقة التفاعلية بين التحفظ المحاسبي كسياسة محاسبية وعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية تقلل من احتمالية حدوث التعثر المالي، فكلما اتجهت الشركة نحو التحفظ وقامت بدراسة البدائل الاستثمارية المتاحة واختيار أفضل البدائل كلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية إختيار البدائل الاستثمارية الأفضل مع اتباع سياسة مالية متحفظة على المدى البعيد لضمان بقاء ونمو الشركات وتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.

- **خلص البحث الحالي إلى وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية،** ذلك عند مستوى معنوية (٥٪) حيث كانت قيمة ($p=0.039$)، تفسير ذلك يشير إلى ارتفاع نسب المديونية مع اتباع الشركة لسياسة مالية متحفظة سيقول من احتمالية حدوث التعثر المالي، فارتفاع نسب المديونية مع اتباع سياسة مالية متحفظة يمكن أن يساهم في الحد من استغلال تلك القروض بشكل خاطئ بل على العكس من ذلك يمكن استغلال القروض (المديونية) أفضل استغلال استثماري ممكن بما يحقق عوائد مستقبلية تعود بالنفع على الشركة وحقوق المساهمين، كلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية إختيار سياسة مالية متحفظة مع ارتفاع نسب المديونية لتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.

- **عند اختبار الفرض الثاني والخاص بتأثير القرارات التمويلية فقط (دون وجود أي متغيرات تفاعلية أو مُعدلة) على احتمالية التعثر المالي،** خُصص البحث إلى عدم وجود تأثير للقرارات التمويلية على احتمالية التعثر المالي، في حين أنه عند اختبار تأثير العلاقة التفاعلية للتحفظ المحاسبي مع القرارات التمويلية

على احتمالية التعثر المالي كما هو موضح بالفرض الرابع H42 وجدنا تأثير سالب للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات التمويلية واحتمالية التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية اتباع سياسة مالية متحفظة في ظل وجود مديونية (قروض).

- **خلص البحث الحالي إلى وجود تأثير سالب (علاقة سالبة) للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين سياسات توزيعات الأرباح واحتمالية التعثر المالي للشركات المساهمة المصرية، ذلك عند مستوى معنوية (١٪) حيث كانت قيمة (p=0.000)، تفسير ذلك يشير إلى أن العلاقة التفاعلية بين التحفظ المحاسبي كسياسة محاسبية وعملية اتخاذ القرارات بشأن عملية توزيعات الأرباح تقلل من احتمالية حدوث التعثر المالي، فكلما اتجهت الشركة نحو اتباع سياسة مالية متحفظة مع وجود سياسات خاصة بعملية توزيعات الأرباح بشكل مستدام ومنظم (بمعنى آخر وجود توازن دائماً بين السياسات الخاصة بعملية توزيعات الأرباح وسياسة التحفظ المحاسبي)، كلما انخفضت فرص أو احتمالية حدوث التعثر المالي، وهو ما يوضح أهمية العمل دائماً على تحقيق التوازن بين سياسات توزيعات الأرباح وسياسة التحفظ المحاسبي بما يعكس بشكل إيجابي نحو بقاء ونمو الشركات على المدى البعيد وتجنب احتمالية حدوث التعثر المالي.**

ثانياً: التوصيات:

- يمكن أن تسهم الإرشادات التنظيمية التي تُشجّع على تحقيق توازن الرافعة المالية، كما يمكن أن تسهم الأطر الفعالة في تقييم الاستثمارات في التخفيف من مخاطر التعثر المالي.
- ينبغي على الشركات اعتماد سياسات توزيع أرباح مستدامة، وتعزيز ممارسات التحفظ المحاسبي، وإعطاء الأولوية للتخطيط المالي الاستراتيجي، بما في ذلك اختبارات الإجهاد stress testing وتحليل السيناريوهات scenario analysis، لضمان الاستقرار المالي على المدى الطويل.
- يجب على المديرين العمل على مواءمة قراراتهم المالية مع مصالح المساهمين من أجل تحسين جودة الأرباح وتخفيض احتمالية التعثر المالي، ومراقبة الوضع المالي بانتظام.
- ضرورة تطوير نموذج للتنبؤ بالتعثر المالي لا يقتصر على مجرد التنبؤ المالي، بل يمتد ليشمل بعض التنبؤات غير المالية، واختبار صلاحية تلك النماذج في العديد من بيئات الأعمال المختلفة.
- ضرورة تقييد الحرية الممنوحة لإدارة الشركات في إختيار السياسات المحاسبية حتى يحد من قدرتها على تحقيق أغراض انتهازية عند تطبيق السياسات المحاسبية.
- يجب على المنظمات المهنية القائمة على تنظيم مهنة المحاسبة إعادة النظر في التحفظ المحاسبي، وعدم إستبعاده من الإطار المفاهيمي للمحاسبة، لما لذلك من منافع على كافة الأطراف أصحاب المصلحة.
- يجب على الجهات ذات العلاقة العمل على إصدار الإرشادات اللازمة التي تشجع الشركات المصرية التي تعاني من التعرض للمخاطر المالية خاصة في ظل ظروف عدم التأكد السائدة في بيئة الأعمال الحالية على تطبيق درجة ملائمة من التحفظ المحاسبي، للحد من الآثار السلبية المترتبة على المخاطر المالية.

ثالثاً: الاتجاهات البحثية المستقبلية:

- وجد البحث الحالي أن التحفظ المحاسبي يُحسن بشكل إيجابي العلاقة بين معدل الاستثمار واحتمالية التعرض للتعثر المالي. وتشير النتائج إلى أنه في حين يُتوقع عمومًا أن تُقلل الممارسات المحاسبية المتحفظة من المخاطر، إلا أنها قد تُضخم المخاطر المدركة عند انخراط الشركات في أنشطة استثمارية عالية، وتستدعي هذه النتيجة المُخالفة للبديهية مزيدًا من البحث.
- قياس تأثير التحفظ المحاسبي على العلاقة بين القرارات المالية للشركات واحتمالية التعثر المالي في بيئات إقتصادية مختلفة.
- قياس تأثير إلبات الحوكمة على العلاقة بين القرارات المالية للشركات واحتمالية التعثر المالي في بيئة الأعمال المصرية.
- قياس تأثير التغيرات الجيوسياسية على العلاقة بين القرارات المالية للشركات واحتمالية التعثر المالي في بيئة الأعمال المصرية.
- قياس تأثير خصائص مجلس الإدارة على العلاقة بين القرارات المالية للشركات واحتمالية التعثر المالي في بيئة الأعمال المصرية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- (١) الباز، ماجد مصطفى علي (٢٠٢٢)، "تأثير العلاقات السياسية للشركات على الإفصاح عن المعلومات المستقبلية وإنعكاسها على كفاءة القرارات الاستثمارية - بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٦)، العدد (٣)، الصفحة ١٤١-٢٠٠.
- (٢) حسين، محمد إبراهيم محمد (٢٠١٩)، "قياس تأثير جودة التقارير المالية، وإلبات حوكمة الشركات، وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٣)، العدد (٢)، الصفحة ٥٢٧ - ٥٨٤.
- (٣) السيد، محمد صابر حمودة (٢٠١٧)، "دور سياسة توزيع الأرباح في تأثير خصائص مجلس الإدارة ولجنة المراجعة على سلوك أسعار الأسهم - دراسة تطبيقية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد (٣٧)، العدد (٣)، الصفحة ٢١٨-٢٨٤.
- (٤) عبد الرحيم، رضا محمود محمد (٢٠٢١)، "دراسة واختبار تأثير مستوى التحفظ المحاسبي والمسئولية الاجتماعية للشركات على ممارسات التجنب الضريبي في الشركات المدرجة بالمؤشر المصري لمسئولية الشركات EGX ٣٠"، *المجلة العلمية للدراسات المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، المجلد (٣)، العدد (٣)، الصفحة ٣٠٢-٣٦٢.
- (٥) عبد المجيد، حميده محمد (٢٠٢٠)، "قياس تأثير الرافعة المالية على المفاضلة بين التلاعب في الأنشطة الحقيقية وإدارة الأرباح على أساس الاستحقاق: دراسة تطبيقية على الشركات السعودية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٤)، العدد (٤)، الصفحة ٩٠ - ١٤٠.

- ٦) علي، عبد الوهاب نصر (٢٠١٧)، "العلاقة بين التعثر المالي ووجود الغش بالقوائم المالية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (١)، العدد (١)، الصفحة ١-٤٨.
- ٧) عياد، أمير عاطف نصحي (٢٠٢٤)، "تأثير التحفظ المحاسبي على العلاقة بين ممارسات التجنب الضريبي والأداء المالي للشركة - دراسة تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، المجلد (٢٨)، العدد (٤)، الصفحة ١٣-٦٤.
- ٨) الفار، محمد إبراهيم عبده (٢٠٢٢)، "تأثير التحفظ المحاسبي على العلاقة بين وفاء الشركة بمسؤوليتها الاجتماعية وممارساتها للتجنب الضريبي: دليل من الشركات المقيدة في البورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٦)، العدد (٣)، الصفحة ٥٦١-٦٥٢.
- ٩) قنديل، ياسر سعيد (٢٠١٨)، "تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد (٥)، العدد (١)، الصفحة ٣٥٠-٤١٤.
- ١٠) محمد، عبد الله حسين يونس (٢٠٢٢)، "تأثير التعثر المالي في ظل الدور المعدل لدورة حياة الشركة على السلوك الانتهازي للإدارة في تحديد ضريبة الدخل" دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٦)، العدد (٢)، الصفحة ٣٢٩-٤٠٦.
- ١١) محمد، محمد محمود سليمان (٢٠٢١)، "علاقة تكلفة الوكالة والتحفظ المحاسبي بحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية (دراسة إمبريقية)"، *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط، المجلد (٢)، العدد (٢) - الجزء الثاني، الصفحة ٦٧٣-٧٤٤.
- ١٢) مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠٢٠)، "تأثير دورة حياة الشركة والمسؤولية الاجتماعية وجوده المستحقات على سياسة توزيعات الأرباح: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في مؤشر EGX-100"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٤)، العدد (٢)، الصفحة ٩٥ - ١٩٦.
- ١٣) مليجي، مجدي (٢٠١٧) " تحليل العلاقة بين الإفصاح المحاسبي عن المعلومات المستقبلية وتكلفة رأس المال وتأثيرها على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية"، *مجلة المحاسبة*، الجمعية السعودية للمحاسبة، العدد ٦٢.
- ١٤) موسى، بوسي حمدي حسن (٢٠٢٠). "تأثير الإلانات الداخلية لحكومة الشركات على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وممارسات التجنب الضريبي : دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية". *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٤)، العدد (٣)، الصفحة ١-٧٠.
- ١٥) النجار، سامح محمد أمين؛ بسيوني، مروة محمد ماهر (٢٠٢٢)، "تأثير العلاقة بين خصائص مجلس الإدارة وجوده الأرباح على خطر التعثر المالي للشركات: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، المجلد (٦)، العدد (٣)، الصفحة ٢٥٩-٣٣٦.

١٦) نويجي، حازم محفوظ محمد (٢٠١٦)، "تأثير التعثر المالي على مستوى التحفظ المحاسبي بالقوائم المالية: دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من ٢٠١٣-٢٠١٥"، *مجلة الدراسات المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة بني سويف، المجلد (٢٦)، العدد (٣)، الصفحة ٤٤-١.

١٧) هندي، منير إبراهيم (٢٠١٥)، "اساسيات الاستثمار وتحليل الاوراق المالية"، *دار المعرفة الجامعية*، الإسكندرية، مصر.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- 1) Adenugba, A. A., Ige, A. A., & Kesinro, O. R. (2016). Financial leverage and firms' value: A study of selected firms in Nigeria. *European Journal of Research and Reflection in Management Sciences*, 4(1).
- 2) Adiwibowo, A. S., Rohmah, D. S., & Nurmala, P. (2023). The Role of Financial Distress on Company Life Cycle and Stock Return. *JAK (Jurnal Akuntansi) Kajian Ilmiah Akuntansi*, 10(2), 283-295.
- 3) Ahmadi, R., & Kordloei, H. (2018). The Effect of Financial Distress on the Investment Behavior of Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *Advances in Mathematical Finance and Applications*, 3(4), 17-28.
- 4) Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 51(1), 1-30.
- 5) Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M., Ain, Q. U., & Javaid, H. M. (2022). Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability. *Economic Change and Restructuring*, 1-38.
- 6) Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yafian, A., Taylor, G., & Monzur Hasan, M. (2019). Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 59(2), 961-989.
- 7) ALShubiri, F. N. (2011). The effect of working capital practices on risk management: Evidence from Jordan. *Global Journal of business research*, 5(1), 39-54.
- 8) Altman, E. I., Hotchkiss, E., & Wang, W. (2019). *Corporate financial distress, restructuring, and bankruptcy: analyze leveraged finance, distressed debt, and bankruptcy*. John Wiley & Sons.
- 9) Amoa-Gyarteng, K. (2021). Corporate financial distress: the impact of profitability, liquidity, asset productivity, activity and solvency. *Journal of Accounting, Business and Management (JABM)*, 28(2), 104-115.

-
-
- 10) Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2017). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(2), 191236. doi: <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1204217>.
 - 11) Anagnostopoulou, S. C., Tsekrekos, A. E., & Voulgaris, G. (2021). Accounting conservatism and corporate social responsibility. *The British Accounting Review*, 53(4), 100942.
 - 12) Anazonwu, H. O., Egbunike, F. C., & Echekeba, F. N. (2018). Agency cost and dividend payout: A study of selected listed manufacturing firms in Nigeria. *Indonesian Journal of Management and Business Economics*, 1(1), 42-51.
 - 13) Apriliyana, Putri & Putri, Widya. (2024). The Effect of Investment Decisions on Financial Distress with Managerial Ownership as a Moderating Variable in Insurance Companies Listed on the IDX in 2017-2022. *International Journal of Advanced Multidisciplinary Research and Studies*. 4. 1027-1034. 10.62225/2583049X.2024.4.2.2616.
 - 14) Ardiany, Y., Lukviarman, N., Hamidi, M., & Luthan, E. (2023). Conservatism as a moderating variable on the determinants of earnings management. *Investment Management & Financial Innovations*, 20(4), 324.
 - 15) Arhinful, R., & Radmehr, M. (2023). The impact of financial leverage on the financial performance of the firms listed on the Tokyo stock exchange. *SAGE Open*, 13(4), 21582440231204099.
 - 16) Atanassov, J., and Mandell, A. (2018). "Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships". *Journal of Corporate Finance*. 53(1):106-132.
 - 17) Atwa, R., Bsoul, R., Kharabsheh, B., & Azzam, M. (2022). The Association between Accounting Conservatism and Cash Holding, Dividends and Leverage. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 11(4), 203-213.
 - 18) Baker, H. K., & Kilincarslan, E. (2019). Why companies do not pay cash dividends: The Turkish experience. *Global Finance Journal*, 42, 100419.
 - 19) Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 83-128.

-
-
- 20) Bartram, S. M., Brown, P. R., How, J. C., & Verhoeven, P. (2012). Agency conflicts and corporate payout policies: a global study. *WBS Finance Group Research Paper*, (118).
 - 21) Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings¹. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37.
 - 22) Bernardin, Deden E. Y., and Tifani Tifani. (2019). "Financial Distress Predicted by Cash Flow and Leverage with Capital Intensity as Moderating." *e-Jurnal Apresiasi Ekonomi*, vol. 7, no. 1, pp. 18-29, doi:[10.31846/jae.v7i1.188](https://doi.org/10.31846/jae.v7i1.188).
 - 23) Bhaskar, L. S., Krishnan, G. V., & Yu, W. (2017). Debt covenant violations, firm financial distress, and auditor actions. *Contemporary accounting research*, 34(1), 186-215.
 - 24) Biddle, G. C., Ma, M. L., & Song, F. M. (2022). Accounting conservatism and bankruptcy risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 37(2), 295-323.
 - 25) Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of accounting and economics*, 48(2-3), 112-131.
 - 26) Calcagnini, G., Giombini, G., & Travaglini, G. (2019). A theoretical model of imperfect markets and investment. *Structural Change and Economic Dynamics*, 50, 237-244.
 - 27) Ceylan, I. E. (2021). The impact of firm-specific and macroeconomic factors on financial distress risk: A case study from Turkey. *Universal Journal of Accounting and Finance*, 9(3), 506-517.
 - 28) Chen, C. X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012). The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs. *Contemporary Accounting Research*, 29(1), 252-282.
 - 29) Choi, Y., Park, K., and Kim, W. (2019). "Corporate hedging and dividend policy: An empirical of Korean firms". *Finance Research Letters*. 1-7.
 - 30) Ciptawan, C., & Melina, M. (2023). Impact of Financial Distress and Accounting Conservatism. *International Journal of Economics and Management Research*, 2(2), 128-138.

-
-
- 31) Croce, M. M., Lettau, M., & Ludvigson, S. C. (2015). Investor information, long-run risk, and the term structure of equity. *The Review of Financial Studies*, 28(3), 706-742.
 - 32) Curry, K., & Banjarnahor, E. (2018). Financial distress in go public property sector companies in Indonesia. In *Prosiding Seminar Nasional Pakar 2018 Buku II*.
 - 33) de Souza Junior, W. D., Hijazi, M. M., & da Silva, T. P. (2024). Determinants of Dividend Payout Policy: More Evidence from Emerging Markets of G20 Bloc. *International Journal of Finance & Economics*.
 - 34) Dempsey, M., Gunasekarage, A., & Truong, T. T. (2019). The association between dividend payout and firm growth: Australian evidence. *Accounting & Finance*, 59(4), 2345-2376.
 - 35) Dewanty, A. P. A., Putra, I. N. N. A., & Hidayati, S. A. (2018). Pengaruh Likuiditas Dan Leverage Terhadap Financial Distress Pada Perusahaan Perdagangan, Pelayanan Jasa Dan Investasi Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2016-2017. *JMM UNRAM-Master of Management Journal*, 7(3), 78-94.
 - 36) Dey, R. K., Hossain, S. Z., & Rahman, R. A. (2018). Effect of corporate financial leverage on financial performance: A study on publicly traded manufacturing companies in Bangladesh. *Asian social science*, 14(12), 124.
 - 37) Doktor, A., & Putra, W. E., & Yuliusman, Y., & Hernando, R. (2020). "The Effect of Accounting Conservatism, CSR Disclosure and Tax Avoidance on Earnings Management: Some Evidence from Listed Companies in Indonesia". *International Journal of Advanced Science and Technology*, 29 (4), 1441-1456.
 - 38) Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
 - 39) Elewa, M. M. (2022). Using Altman Z-Score Models for Predicting Financial Distress for Companies—The Case of Egypt panel data analysis. *Alexandria Journal of Accounting Research*, 6(1), 1-28.
 - 40) Farooq, U., Jibran Qamar, M. A., & Haque, A. (2018). A three-stage dynamic model of financial distress. *Managerial Finance*, 44(9), 1101–1116. <https://doi.org/10.1108/MF-07-2017-0244>.
 - 41) García, C. J., & Herrero, B. (2021). Female directors, capital structure, and financial distress. *Journal of Business Research*, 136, 592-601.

-
-
- 42) Garcia-Appendini, E. (2018). Financial distress and competitors' investment. *Journal of Corporate Finance*, 51, 182-209.
 - 43) Gemedo, T. (2020). Determinants of financial distress: The case of manufacturing share companies In Addis Ababa, Ethiopia. *Thesis*.
 - 44) George, T. J., & Hwang, C. Y. (2010). A resolution of the distress risk and leverage puzzles in the cross section of stock returns. *Journal of financial economics*, 96(1), 56-79.
 - 45) Gharsalli, M. (2019). High leverage and variance of SMEs performance. *The Journal of Risk Finance*, 20(2), 155-175.
 - 46) Ghazalat, A., & AlHallaq, S. (2024). Predicting and assessing bankruptcy risk: the role of accounting conservatism and business strategies. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
 - 47) Gigler, F., Kanodia, C., Sapiro, H., & Venugopalan, R. (2009). Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of accounting research*, 47(3), 767-797.
 - 48) Glover, J. C., & Lin, H. H. (2018). Accounting conservatism and incentives: Intertemporal considerations. *The Accounting Review*, 93(6), 181-201.
 - 49) Gunawan, B., & Putra, H. C. (2021, January). Determinant of financial distress. In *4th International Conference on Sustainable Innovation 2020-Accounting and Management (ICoSIAMS 2020)* (pp. 113-120). Atlantis Press.
 - 50) Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 38, 603-643.
 - 51) He, W. (2012). Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. *Accounting & Finance*, 52(3), 873-901.
 - 52) Hong, H., Kim, Y., Lobo, G., (2019), "Does Financial Reporting Conservatism Mitigate Underinvestment?", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(2): 258-283.
 - 53) Hu, C., & Jiang, W. (2019). Managerial risk incentives and accounting conservatism. *Review of quantitative finance and accounting*, 52, 781-813.
 - 54) Hu, J., Li, A. Y., & Zhang, F. F. (2014). Does accounting conservatism improve the corporate information environment?. *Journal of international accounting, Auditing and Taxation*, 23(1), 32-43.

-
-
- 55) Iskandar, R., Afriyenis, W., & Utari, T. S. (2023). The Role of Financial Distress, Profitability and Leverage on Accounting Conservatism. *GOVERNORS*, 2(2), 83-91.
- 56) Jafeel, A. Y., Chu, E. Y., & Abdalla, Y. A. (2024). Board effectiveness and corporate investment in emerging markets: evidence from the gulf cooperation council countries. *Journal of Accounting in Emerging Economies*.
- 57) Javed, N., Gulzar, T. I., Ali, N., & ul Hasan, S. S. (2024). Impact of Corporate Governance and Corporate Social Responsibility on Dividend Payout: Mediating role of Accounting Conservatism. *Kurdish Studies*, 12(2), 5711-5722.
- 58) Jensen, M. C. (1996). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *Corporate bankruptcy*, 76(2), 11-16.
- 59) Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (2019). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.
- 60) Kao, H. S., & Sie, P. J. (2016). Accounting conservatism trends and financial distress: considering the endogeneity of the C-score. *International Journal of Financial Research*, 7(4), 149-167.
- 61) Kebede, T.N., Tesfaye, G.D. & Erana, O.T. Determinants of financial distress: evidence from insurance companies in Ethiopia. *J Innov Entrep* **13**, 17 (2024). <https://doi.org/10.1186/s13731-024-00369-5>
- 62) Khurana, I. K., & Wang, C. (2015). Debt maturity structure and accounting conservatism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(1-2), 167-203.
- 63) Kisman, Z., & Krisandi, D. (2019). How to predict financial distress in the wholesale sector: Lesson from Indonesian Stock Exchange. *Journal of Economics and Business*, 2(3).
- 64) Krismiaji, K., & Sururi, S. (2021). Conservatism, earnings quality, and stock prices-Indonesian evidence. *Journal of Accounting and Investment*, 22(1), 37-50.
- 65) Kuizinienė, D., Krilavičius, T., Damaševičius, R., & Maskeliūnas, R. (2022). Systematic review of financial distress identification using artificial intelligence methods. *Applied Artificial Intelligence*, 36(1), 0883-9514. <https://doi.org/10.1080/08839514.2022.2138124>.

-
-
- 66) Kuo, Y. (2018). Does Accounting Conservatism Reduce Default Risk? Evidence from Taiwan. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(4), 227.
- 67) Kusumaningrum, Y. (2023). The Effect of Overinvestment on Firm Performance with Debt, Dividend and Institutional Ownership as Moderators. *International Journal of Advanced Research in Economics and Finance*, 5(1), 67-76.
- 68) La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- 69) Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of accounting and economics*, 61(1), 221-238.
- 70) Li, Z., Crook, J., Andreeva, G., & Tang, Y. (2021). Predicting the risk of financial distress using corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101334.
- 71) Lin, F., Wu, C. M., Fang, T. Y., & Wun, J. C. (2014). The relations among accounting conservatism, institutional investors and earnings manipulation. *Economic Modelling*, 37, 164-174.
- 72) Liu, Z., & Elayan, F. A. (2015). Litigation risk, information asymmetry and conditional conservatism. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 44, 581-608.
- 73) López-Gutiérrez, C., Sanfilippo-Azofra, S., & Torre-Olmo, B. (2015). Investment decisions of companies in financial distress. *BRQ Business Research Quarterly*, 18(3), 174-187.
- 74) Lubis, E., Khaddafi, M., & Satriawan, B. (2024). Dividend Policy as a Tool to Increase Firm Value. *Business and Investment Review*, 2(3), 20-27.
- 75) Maiyo, R., Cheboi, J., & Limo, P. (2025). Accounting Conservatism as a Protective Mechanism: Exploring Its Impact on the Relationship Between Financial Decisions and Likelihood of Financial Distress among Listed Firms in Kenya. *SEISENSE Journal of Management*, 8(1), 36-58.
- 76) Männasoo, K., Maripuu, P., & Hazak, A. (2018). Investments, credit, and corporate financial distress: Evidence from Central and Eastern Europe. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(3), 677-689.

-
-
- 77) Maripuu, P., & Männasoo, K. (2014). Financial distress and cycle-sensitive corporate investments. *Baltic Journal of Economics*, 14(1-2), 181-193.
- 78) Mazikana, A. T. (2021). The impact of debt financing on financial performance of mining firms in Harare, Zimbabwe, *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3973025>.
- 79) Muigai, R. G., & Muriithi, J. G. (2017). The moderating effect of firm size on the relationship between capital structure and financial distress of non-financial companies listed in Kenya. *Journal of finance and accounting*, 13(6), 151-158.
- 80) Naeem, M., & Khurram, S. (2020). Does a CEO's culture affect dividend policy?. *Finance Research Letters*, 35, 101302.
- 81) Ninh, B. P. V., Do Thanh, T., & Hong, D. V. (2018). Financial distress and bankruptcy prediction: An appropriate model for listed firms in Vietnam. *Economic Systems*, 42(4), 616-624.
- 82) Nyere, L., & Wesson, N. (2019). Factors influencing dividend payout decisions: Evidence from South Africa. *South African Journal of Business Management*, 50(1), 1-16.
- 83) Odia, O. J., & Osazevbaru, H. O. (2018). Accounting conservatism and information asymmetry. *Accounting and taxation review*, 2(1), 72-91.
- 84) Penalva, F., & Wagenhofer, A. (2019). Conservatism in debt contracting: theory and empirical evidence. *Accounting and Business Research*, 49(6), 619-647.
- 85) Prasetyanto, D., Probohudono, A. N., Chayati, N., & Endiramurti, S. R. (2021). ANALYSIS OF FINANCIAL DISTRESS IN INDONESIA STATE-OWNED ENTERPRISE. *International Journal of Economics, Business and Accounting Research (IJEBAR)*, 5(3), 2943-2951.
- 86) Rahman, M. J., & Zhu, H. (2024). Predicting financial distress using machine learning approaches: Evidence China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 20(1), 100403.
- 87) Rampershad, A., & De Villiers, C. (2019). The association between dividends and accruals quality. *Australian Accounting Review*, 29(1), 20-35.
- 88) Rohmadini, A., Saifi, M., & Darmawan, A. (2018). Effect of Profitability, Liquidity and Leverage on Financial Distress (Study on Food & Beverage Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange 2013-2016 Period). *Journal of Business Administration (JAB) Vol*, 61(2).

-
-
- 89) Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- 90) Ruch, G. W., & Taylor, G. (2015). "Accounting Conservatism: A Review of the Literature". **Journal of Accounting Literature**, 34, 17-38.
- 91) Ruhil, M., Malhotra, L., Upadhyaya, T. P., & Dawra, A. (2025). Pecking order approach vs. trade-off approach: multifaceted testing of appropriateness for the financing pattern of Indian automobile industry. *International Journal of Process Management and Benchmarking*, 19(1), 1-21.
- 92) Sa'diyah, C., & Widagdo, B. (2022). Financial distress, dividend policy, rgec and earning per share. *Trikonomika*, 21(1), 37-45.
- 93) Saleh, N. (2024, November). The Impact of Leverage on Corporate Financial Performance: A Comprehensive Literature Review. In *International Conference On Economics Business Management And Accounting (ICOEMA)* (Vol. 3, pp. 421-430).
- 94) Salehi, M., Zimon, G., Arianpoor, A., & Gholezoo, F. E. (2022). The impact of investment efficiency on firm value and moderating role of institutional ownership and board independence. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(4), 170.
- 95) Santos, L. L., Gomes, C., & Lisboa, I. (2021). The impact of macroeconomic factors on the hotel industry through the financial leverage trends: The Portuguese case. In *Handbook of Research on Financial Management During Economic Downturn and Recovery* (pp. 94-111). IGI Global.
- 96) Santoso, H. (2019). The impact of investment decision and funding on financial performance and firm value. *Jurnal Ekonomi Bisnis dan Kewirausahaan*, 8(2), 103-112.
- 97) Sari, W. P. (2020). The effect of financial distress and growth opportunities on accounting conservatism with litigation risk as moderated variables in manufacturing companies listed on BEI. *Budapest International Research and Critics Institute (BIRCI-Journal): Humanities and Social Sciences*, 3(1), 588-597.
- 98) Setiany, E. (2021). The Effect of Investment, Free Cash Flow, Earnings Management, and Interest Coverage Ratio on Financial Distress. *Journal of Social Science*, 2(1), 64-69.
- 99) Shahwan, T. M., & Habib, A. M. (2020). Does the efficiency of corporate governance and intellectual capital affect a firm's financial distress? Evidence from Egypt. *Journal of intellectual capital*, 21(3), 403-430.

-
-
- 100) Shiddieqy, D. F., Prasajo, P., & Utami, R. D. (2023). The Influence of Financial Distress, Leverage, Firm Size, And Profitability on Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Inquiry*, 2(2), 060-069.
- 101) Shirayeh, S. A. (2024). Assessing the Relationship between Accounting Conservatism and Bankruptcy Risk. *Creative Economy and New Business Management Approaches*, 182-199.
- 102) Sholikhah, R. M. A., & Suryani, A. W. (2020). The influence of the financial distress, conflict of interest, and litigation risk on accounting conservatism. *KnE Social Sciences*, 222-239.
- 103) Singla, H. K. & Samanta P. K., (2019), "Determinants of dividend payout of construction companies: A panel data analysis", *Journal of Financial Management of Property and Construction*, Vol. (24), No. (1). 19-38.
- 104) Songhor, S. C. (2018). *Effect of Debt Financing on Financial Distress of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange* (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- 105) Suranta, E., Satrio, M. A. B., & Midiastuty, P. P. (2023). Effect of Investment, Free Cash Flow, Earnings Management, Interest Coverage Ratio, Liquidity, and Leverage on Financial Distress. *Ilomata International Journal of Tax and Accounting*, 4(2), 283-295.
- 106) Tijjani, A., & Bello, M. (2019). Corporate ownership and dividend policy: agency theory perspectives. *International Journal of Innovative Research and Advanced Studies*, 6(7), 90-96.
- 107) Turaboğlu, T. T., Erkol, A. Y., & Topaloğlu, E. E. (2017). Financial distress and capital structure decision: An Application on BIST 100 Firms. *Business and Economics Research Journal*, 8(2), 247-258.
- 108) Ugur, M., Solomon, E., & Zeynalov, A. (2022). Leverage, competition and financial distress hazard: Implications for capital structure in the presence of agency costs. *Economic modelling*, 108, 105740.
- 109) Uslu Divanoğlu, S., & BAĞCI, D. H. (2018). Determining the factors affecting individual investors' behaviours. *International Journal of Organizational Leadership*, 7, 284-299.
- 110) Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting horizons*, 17(3), 207-221.
- 111) Widyasari, P., Fanani, Z., Prasetyo, K., & Mustikasari, E. (2012). Accounting Conservatism: Evidence from Financial Distress, Litigation Risk and Business Strategy. *Jurnal Akuntansi Universitas Airlangga*, 1(2), 1-16.

-
-
- 112) Yakubu, I. N., Kapusuzoglu, A., & Ceylan, N. B. (2021). Trade-off theory versus pecking order theory: The determinants of capital structure decisions for the Ghanaian listed firms. In *Strategic outlook in business and finance innovation: Multidimensional policies for emerging economies* (pp. 111-122). Emerald Publishing Limited.
- 113) Yazdanfar, D., & Öhman, P. (2020). Financial distress determinants among SMEs: empirical evidence from Sweden. *Journal of Economic Studies*, 47(3), 547-560.
- 114) Younas, N., UdDin, S., Awan, T., & Khan, M. Y. (2021). Corporate governance and financial distress: Asian emerging market perspective. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 21(4), 702-715.
- 115) Yousaf, U. B., Jebran, K., & Ullah, I. (2024). Corporate governance and financial distress: A review of the theoretical and empirical literature. *International Journal of Finance & Economics*, 29(2), 1627-1679.
- 116) Yusnaini, A. M., & Tarmizi, H. B. (2019). The effect of financial distress, litigation risk, and growth opportunities on accounting conservatism with leverage as moderating in manufacturing companies listed in Indonesia stock exchange. *International Journal of Public Budgeting, Accounting and Finance*, 2(3), 1-13.
- 117) Zadeh, F. N., Askarany, D., & Asl, S. A. (2022). Accounting conservatism and earnings quality. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(9), 413.
- 118) Zhang, W. (2015). R&D investment and distress risk. *Journal of Empirical Finance*, 32, 94-114.
- 119) Zhao, S., & Shi, B. (2024). Agency conflicts, financial constraints, and dynamic q-theory. *Economics Letters*, 234, 111501.
- 120) Zhong, Y., & Li, W. (2017). Accounting conservatism: A literature review. *Australian Accounting Review*, 27(2), 195-213.
- 121) Zulni, Y., & Taqwa, S. (2023). The Effect of Financial Distress, Institutional Ownership, and Growth Opportunities on Accounting Conservatism. *Journal of Exploratory Accounting*, 5(1), 246-262. <https://doi.org/10.24036/jea.v5i1.673>.

The impact of accounting conservatism on the relationship between corporate financial decisions and the likelihood of financial distress: Evidence from the Egyptian business environment.

Abstract:

Purpose: This study investigates the moderating role of accounting conservatism in the relationship between corporate financial decisions (investment rate, financial leverage, and dividend payout policy) and the likelihood of financial distress among firms listed on the Egyptian Stock Exchange.

Design and Methodology: The study analyzed a sample of 100 companies listed on the Egyptian Stock Exchange over a two-year period, from 2022 to 2023, resulting in 200 firm-year observations. with the aim of testing four hypotheses regarding the relationship between financial decisions (investment decisions, financing decisions, and dividend policies) and the likelihood of financial distress, given the moderating role of accounting conservatism. The SPSS statistical analysis program was used to conduct the statistical tests.

Findings: The results indicated a negative and significant relationship between investment decisions, dividend policies, and the likelihood of financial distress for Egyptian joint-stock companies. There was no significant effect between financing decisions and the likelihood of financial distress for Egyptian joint-stock companies. The results also indicated that accounting conservatism moderates these relationships by reducing the impact of investment decisions and financial leverage and enhancing the impact of dividend policy.

Originality and Scientific Contribution: This research contributes to understanding the relationship between financial decisions and financial distress and provides insights into the role of accounting conservatism in enhancing corporate financial stability and sustainability.

Keywords: Accounting Conservatism, Financial Decisions, Financial Distress.