



علاقة تكلفة الوكالة والتحفظ المحاسبي بحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية
التشغيلية (دراسة إمبريقية)

إعداد

د. محمد محمود سليمان محمد

mohamed.thabn@gmail.com

مدرس بقسم المحاسبة

كلية التجارة – جامعة الزقازيق

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد الثاني - العدد الأول – الجزء الثاني - يناير ٢٠٢١

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

محمد، محمد محمود سليمان (٢٠٢١). علاقة تكلفة الوكالة والتحفظ المحاسبي بحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية: دراسة إمبريقية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٢(١)ج٢، ٦٧٣ - ٧٤٤.

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

ملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة الدور المنظم لكل من التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة من النوع الأول والثاني على حساسية الإستثمار للإنفاق الإستثماري، من خلال الإجابة على التساؤلات التالية: هل يوجد تأثير لتكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟، هل هناك علاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟، هل هناك تأثير للتحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟، ومن أجل اختبار فرضيات البحث، تم الإستعانة بعينة من الشركات غير المالية المدرجة بالسوق المصري للفترة من عام ١٩٩٩ حتى عام ٢٠١٧ بعينة ميسرة من ١٢٥ شركة بإجمالي مشاهدات ٢٠٩٠، وتوصلت النتائج إلى: وجود تأثير معنوي وطردي لتكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، وجود تأثير معنوي وطردي لتكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، وجود تأثير معنوي وعكسي للتحفظ المحاسبي على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، وجود تأثير معنوي وعكسي للتحفظ المحاسبي في دور تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، عدم وجود تأثير للتحفظ المحاسبي في دور تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

الكلمات الدالة: التحفظ المحاسبي، تكلفة الوكالة من النوع الأول والثاني، تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول، تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح، حساسية الإستثمار، التدفقات النقدية التشغيلية.

١. مقدمة ومشكلة البحث

أدى كبر حجم منشآت الأعمال وضخامة وتعقد عملياتها الفنية والإدارية إلى صعوبة بل وإستحالة قيام شخص واحد بإدارة أعمال المنشأة وتحقيق الرقابة الفعالة على عملياتها وأنشطتها المختلفة من خلال المركزية المطلقة، ومن ثما كان التوجه منذ زمن بعيد إلى اللامركزية وتفويض السلطات والمسئوليات (يوسف، ٢٠١٧).

وتتعدد الأشكال التي يتم من خلالها تفويض السلطات والمسئوليات وطرق الرقابة والمتابعة في منشآت الأعمال، وتعد العلاقة بين الملاك وإدارة المنشأة، والعلاقة بين الملاك وإدارة المنشأة سوية مع الدائنين صوراً وأشكالاً مختلفة لشبكة علاقات متشعبة داخل منشآت الأعمال الحديثة، وتتوقف درجة نجاح المنشأة في إدارة واستغلال وتحقيق أهدافها على مدي كفاءة نظام الرقابة المستخدم، ونوعية ودرجة وجودة القرارات التي تتخذها الإدارة على مختلف المستويات بالإضافة إلى الأساليب التي تم اتباعها لإتخاذ هذه القرارات، الأمر الذي ينعكس في نهاية المطاف على أداء وقيمة المنشأة (أبو العز وأخرون، ٢٠١٤، زامل وأخرون، ٢٠١٦).

وتصف نظرية الوكالة سلوكيات وتصرفات أطراف علاقات الوكالة المتوقعة داخل منشآت الأعمال سواء كانت علاقات صريحة أو علاقات ضمنية، وتساهم نظرية الوكالة في توصيف هذه العلاقات من خلال تسليط الضوء على أربعة جوانب رئيسية وهي: التحليل الإقتصادي، التحليل السلوكي، التحليل المحاسبي لتكلفة الوكالة، التحليل القانوني (Griffin.,et al,2009؛ Jelinek& Stuerke,2009؛ Islam et al., 2010).

ورغم تعدد صور وأشكال علاقات الوكالة داخل منشآت الأعمال إلا أن هناك العديد من الدراسات قامت بتوصيف أشهر علاقات الوكالة في ثلاث مستويات رئيسية، يتضمن المستوى الأول العلاقة بين الملاك والإدارة، ويتضمن المستوى الثاني العلاقة بين الإدارة وأغلبية الملاك في جانب واحد مع أقلية الملاك على الجانب الآخر، ويتضمن المستوى الثالث العلاقة بين الملاك والدائنين (Wibawa& Wardhani, 2018؛ Marbun et al., 2016؛ Opler et al., 1999).

وقد عرف (Jensen and Meckling, 1976) نظرية الوكالة بأنها "عقد يتفق بموجبه شخص أو أكثر يدعي الموكل مع شخص آخر يدعي الوكيل للقيام ببعض الخدمات نيابة عنهم، وقد يتضمن ذلك تفويض كل/ أو بعض سلطات اتخاذ القرار إلى الوكيل" ويعد معيار تعظيم ثروة الملاك الهدف الأساسي لقياس وتقييم كفاءة الإدارة.

وعلى الرغم من المسؤولية والثقة التي يوليها الملاك إلى الإدارة بتفويضهم مهام الإدارة؛ إلا أن النموذج الإنساني الذي تقوم على أساسه نظرية الوكالة يفترض أن الإنسان ذاتي المصلحة يسعى لتعظيم مصلحته بشكل عقلاني، وهذا يعني أن أي تعارض في المصالح بين الملاك والإدارة في أي موقف سيترتب عليه تقديم الإدارة لمصلحتها الذاتية على حساب الملاك، وهو الأمر الذي يتماشى مع الرشد الإقتصادي (Moez, 2018؛ Padilla, 2006).

ويؤدي تقديم الإدارة لمصلحتها الذاتية على حساب مصلحة الملاك إلى الانتقاص من حقوق ومصالح الملاك، وتستغل الإدارة في تحقيق ذلك المعلومات المتاحة عن الوضع المالي والفني والتسويقي للمنشأة سواء الحالي /أو المتوقع مستقبلاً، وهي معلومات قد لا تكون متاحة بطبيعة الحال للملاك نظراً لتحكم الإدارة في المعلومات التي يتم الإفصاح عنها (Chamidah & Richardson, 2006؛ Asandimitra, 2017).

ويؤدي عدم التماثل في مستوي المعلومات المفصح عنها بين أطراف الوكالة إلى العديد من مشكلات الوكالة، والتي تتمثل في ثلاث مشكلات رئيسية وهي: مشكلة التراخي Moral Hazard (المخاطر الأخلاقية) والتي تنتج عن عدم أمانة الوكيل في بذل الجهد الواجب، ومشكلة الإختيار العكسي Adverse Selection والتي تنتج عن الغش والتدليس من قبل الوكيل في عرض مستويات المهارة الحقيقية التي يمتلكها، ومشكلة الإستهلاك الترفي "المظهري" Over-Consumption وتنتج عن ميل المدير إلى بناء إمبراطورية داخل المنشأة تخضع لإدارته. (أبو العز، ١٩٩٥؛ أبو العز وآخرون، ٢٠١٤).

ولعل النظرة المتأنية لهذه المشكلات تبين أنها في حقيقتها مشكلات ذات طبيعة ونزعة سلوكية، حيث تتمحور معظمها حول الآثار السلبية لسلوكيات الوكيل المتمثلة في خيانة الأمانة والتدليس المهاري تجاه بذل الجهد، والقاعدة القرارية التي يتم اختيارها، وكيفية استغلال الموارد المتاحة خلال المهام المكلفة (Altieri, 2020).

ويعمل الموكل بشكل كبير على الحد من الآثار السلبية لمشكلات الوكالة من خلال بناء ووضع نظام حوافز مشجع ومناسب للوكيل يتم ربطه بمصالح وأهداف الموكل، بالإضافة إلى تصميم نظام للضبط والرقابة Monitoring Expenditure يعمل على الحد من الأنشطة الضارة من قبل الوكيل، ويطلق على التكاليف التي يتحملها الموكل في هذه الحالة مصطلح "تكلفة الوكالة" (Semenenko & Yoo, 2019).

فوفقاً لـ (Jensen and Meckling, 1976) فإن تكلفة الوكالة تتمثل في تكاليف الرقابة على الوكيل والتي يتحملها الأصيل من أجل تصحيح أي انحراف في سلوك الوكيل من منظور تعظيم الثروة^(١)، بالإضافة إلى التكاليف الناتجة عن قيام الوكيل باستخدام الموارد بالشكل الذي يظهر للموكل ولأنه الكامل نحو تحقيق مصالحه وإقناع الموكل بأنه يعمل جاهداً من أجل تعظيم رفاهيته^(٢)، بالإضافة إلى المكاسب الضائعة "الفرصة البديلة" نتيجة عدم اختيار الوكيل لأفضل البدائل التي تعظم من قيمة المنشأة^(٣).

ويعد قرار الإستثمار الرأسمالي من أهم وأخطر القرارات، نظراً لإرتباطه بآثار مستقبلية ممتدة، ولا تتوقف آثاره على الأجل القصير، كما أن الإقبال على مثل هذا النوع من القرارات دون دراسة متأنية ومستفيضة قد يؤدي في كثير من الأحيان إلى تدهور في أداء وقيمة المنشأة (هندي، ٢٠١٥).

وتعد الإدارة المسئول الأول عن قرار الإستثمار؛ إلا أن آثاره السلبية يتحملها في نهاية المطاف ملاك المنشأة، سواء كانت هذه الآثار سلبية أو إيجابية، لذا فإن إرتفاع تكلفة الوكالة قد يعني احتمالية مجابهة إدارة المنشأة صعوبات في الحصول على التمويل الخارجي بتكلفة منخفضة (Virlics, 2013).

ويعتمد قرار الإستثمار على مصادر تمويل قد تكون متنوعة، فالفوائض النقدية لدى المنشأة قد تكون أحد مصادر هذا التمويل؛ إلا أن استخدام هذه الأموال بإستثمارات غير مضيئة للقيمة، ولأسباب تتعلق بالإنتهازية الإدارية عن طريق منع تدفق هذه الاموال في صورة توزيعات للملاك، أو في تحسين المركز المالي للمنشأة قد يؤدي في نهاية المطاف إلى آثار سلبية على أداء وقيمة المنشأة (Chen et al., 2012).

كما قد يعتمد قرار الإستثمار على التمويل من طرح أسهم جديدة للإكتتاب؛ إلا أن هذا النوع من الإكتتابات قد يحتاج إلى فترة طويلة من العمل الشاق من قبل الإدارة بهدف تحسين المستوي المعلوماتي المفصح عنه، والذي قد يسهم بشكل أو بآخر بتخفيض تكلفة الوكالة، وبالتالي الحفاظ على حقوق الملاك القدامي من أي انهيارات متوقعة في قيمة الأسهم والمترتبة على دخول فئة جديدة من الملاك (Liu & Eddie, 2007).

^١ ومن أمثلتها: أتعاب مراقب الحسابات الخارجي، وأتعاب المحللين الماليين في تقييم الأسهم، ومرتببات ومكافآت الأعضاء المستقلين بمجلس الإدارة، ويطلق على هذا النوع من التكاليف "تكاليف الرقابة

"Monitoring Cost".

^٢ يطلق على هذا النوع من التكاليف "تكاليف التقييد Bonding Cost".

^٣ يطلق على هذا النوع من التكاليف "الخسارة المتبقية Residual Loss".

ومن مصادر التمويل الهامة والأساسية التي تعتمد عليها المنشآت في تمويل قرار الإستثمار هو التمويل من خلال الديون، إلا أن هذا النوع من الديون يعتمد على اشتراطات معينة حتى تتمكن المنشأة من الحصول على التمويل اللازم وبأقل تكلفة ممكنة، فارتفاع تكلفة الوكالة قد يؤدي في كثير من الأحيان إلى إرتفاع تكلفة التمويل بالديون (Altieri, 2020).

وقد نتج إدارة الشركات التي لديها فوائض نقدية إلى الدخول في عمليات استحواذ مدمرة للقيمة بالإضافة إلى أن رد فعل السوق عند الإعلان عن عرض الشراء قد يكون سلبي، كما أن التوجه للإنفاق الإستثماري قد يكون بسبب مؤشرات السيولة العالنة وضعف الإستثمار (Opler et al., 1999؛ Harford, 2008)، كما تؤدي الفوائض النقدية الزائدة إلى تخفيض القيمة الحدية للنقدية، حيث أشارت دراسة (Faulkender & Wang, 2006) إلى أن القيمة الحدية لمبلغ ١ \$ تساوي في المتوسط 0.94 \$.

وقد تميل الإدارة إلى التوجه نحو الإنفاق الإستثماري في وقت مبكر عن التوقيت المثالي اعتمادا على الميزة المعلوماتية التي تمتلكها والتي لا تتوافر لدي الملاك والتي قد يتولد عنها تكاليف وكالة مرتفعة يتحملها الملاك، بالإضافة إلى إمكانية مواجهة صعوبات في الحصول على التمويل اللازم، وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة السؤال البحثي الأول على النحو التالي:

"هل يوجد تأثير لتكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟"

يعتبر التحفظ المحاسبي من أهم السياسات المحاسبية التي نالت اهتمام متزايد في الفكر المحاسبي خلال السنوات الأخيرة لما له من تأثير ملموس على جوانب عديدة في النظام المحاسبي؛ لعل أهمها هو تحسين جودة المعلومة المحاسبية وملائمتها للقرارات المختلفة، ويعرف (Basu, 1997) التحفظ بأنه ميل المحاسبين نحو المطالبة بدرجة عالية من التحقق عند الإعتماد على الأخبار الإيجابية والإعتراف بها في الدورة المحاسبية، ولا يشترط وجود نفس الدرجة من التحقق عند الإعتماد على / أوالإعتراف بالأخبار غير الإيجابية (السلبية)، وهو الأمر الذي يؤدي إلى اختلافات غير نمطية بين فترات الاخبار الإيجابية والاخبار السلبية في توقيت واستمرارية الأرباح.

ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من التحفظ، الأول وهو التحفظ المشروط Conditional Conservatism ويعتمد في نهجه على وقوع الأحداث بمعنى أن يتم استبعاد وتخفيض قيمة الأصول في الدفاتر عند توافر مؤشرات غير سارة وعدم الإعتراف بزيادة قيمة الأصول في الدفاتر عند توافر مؤشرات سارة إلا إذا توافر دليل مادي ملموس على تحقق المؤشرات السارة، وتعد سياسة تقييم المخزون بالتكلفة والسوق أيهما أقل أبرز الأمثلة الواضحة

على هذا النوع من التحفظ، أما النوع الثاني من التحفظ فهو التحفظ غير المشروط Unconditional Conservatism ويشار إليه بالتحفظ المبكر / أو الإستعداد المبني للتحفظ، ولا يرتبط هذا النوع من التحفظ بالأحداث (Ryan, 2006؛ Manganaris et al., 2011؛ Ruch & Tayler, 2015).

فالتحفظ غير المشروط يعني الإعتماد في قياس وتسجيل الأصول عند شراءها في الدفاتر المحاسبية على قيم دفترية تقل عن القيمة السوقية المتوقعة على مدار العمر الإنتاجي للأصل، وتعد طريقة الإهلاك المعجل للأصول طويلة الأجل بمعدلات تفوق بكثير معدل الإهلاك الإقتصادي أبرز الأمثلة الواضحة على هذا النوع من التحفظ (Khan & Nobes & Stadler, 2014؛ Watts, 2009).

وارتبطت الحاجة إلى التحفظ المحاسبي بظهور نظرية الوكالة، حيث أدي استعانة الملاك بمديرين محترفين في إدارة منظومة العمل داخل منشآت الأعمال إلى ظهور ما يعرف بمشكلات الوكالة، حيث سعي هؤلاء المديرين إلى تعظيم منافعهم الذاتية على حساب الملاك الذي أدي إلى ضعف وتوجيه متعمد في مستويات المعلومات المفصح عنها وبالتالي تفقد التقارير المالية جودتها (Lee, 2014؛ Wibawa & Wardhani, 2018).

وقد يساهم التحفظ المحاسبي إلى التخفيف من قيمة الإنخفاض الحدي في قيمة الفوائض النقدية من خلال المساهمة في تشجيع الإستثمار الكفاء، والحد من الإنفاق الإستثماري غير المضيف للقيمة (Louis et al., 2012)، وترتبط درجة التحفظ المحاسبي بشكل كبير نسبياً مع مخاطر إنهيار أسعار الأسهم في المستقبل خاصةً في الشركات التي يزداد فيها مستوي عدم تماثل المعلومات (Zang et al., 2019؛ Kim & Zhang, 2016؛ إبراهيم، ٢٠١٦).

وفي ضوء ما سبق فإن التحفظ المحاسبي قد يكون أحد المحددات الهامة المؤثرة في مستوي حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ومن هنا يأتي السؤال البحثي الثاني في محاولة للإجابة عن الدور الذي قد يلعبه التحفظ المحاسبي على مستوي حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويمكن صياغة السؤال البحثي الثاني على النحو التالي:

"هل هناك علاقة بين مستوي التحفظ المحاسبي وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟"

أقلت تلك التعارضات بين الموكل والوكيل، الضوء على أهمية الدور الذي يمكن أن يؤديه التوجه نحو تبني استراتيجيات محاسبية متحفظة في خفض التكاليف المترتبة على إبرام عقد الوكالة بين الملاك والإدارة من ناحية، أو بين المنشأة والدائنين من ناحية أخرى، وذلك لما للتحفظ المحاسبي من دور في الحيطة والحذر عند عمل تقديرات في ظل عدم التأكد (kee, 2015)؛ (Hang, 2017).

ويساهم التحفظ المحاسبي في دفع المديرين للإفصاح عن معلومات محاسبية ملائمة، يمكن الإعتماد عليها (Lee, 2010)، ويعد التحفظ المحاسبي جزءاً من الآليات الرقابية التي يمكن الإعتماد عليها في التقليل من الدوافع الإنتهازية للإدارة، بالإضافة إلى المساهمة في تصميم عقود فعالة تؤدي إلى زيادة قيمة المنشأة (Glover & Lin, 2018؛ Kwon, 2005؛ watts, 2003). ويعد التحفظ المحاسبي أحد المطالب الهامة للممولين بالديون نظراً لأنهم الأكثر عرضة للجانب السلبي للمخاطر المتعلقة بمنشآت الأعمال التي تميل إلى التخفيف من مستويات التحفظ بهدف تحسين مستويات الأداء وزيادة قيمة المنشأة (Nikolaev, Khurana & Wang, 2015)؛ (Zhang, 2008؛ 2010).

ويساهم التحفظ المحاسبي في التخفيف من حدة الإنتهازية الإدارية والميل لبناء إمبراطورية ضخمة داخل المنشآت 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 الحوكمة (Ahmed & Duelman, 2007؛ Cano-Rodríguez, 2010).

ويساهم التحفظ المحاسبي في وضع خطوط دفاع متقدمة أمام الإدارة الإنتهازية والتي تسعى في اتجاه إخفاء الأخبار السيئة المتعلقة بالشركة بدافع الحفاظ على الحوافز التي يتحصلون عليها، وفي ظل مستويات تكلفة الوكالة المرتفعة فإن المطلب الرئيسي للأطراف ذوي العلاقة هو توجيهه نحو التحفظ المحاسبي (kee, 2015؛ Hong, 2017)، الأمر الذي قد يحد من قدرة الإدارة على تشغيل الفوائض النقدية في استثمارات غير مضيئة للقيمة، وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة السؤال البحثي الثالث على النحو التالي:

" هل هناك تأثير لتبني التحفظ المحاسبي على العلاقة بين تكلفة الوكالة وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية بالشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري؟"

٢. هدف البحث

في ضوء مشكلة البحث، تتمثل الأهداف الرئيسية للبحث في:

- التعرف على الدور التأثيري لتكلفة الوكالة على مستوى حساسية الإنفاق الإستثماري للتدفقات النقدية التشغيلية.
- التعرف على الدور التأثيري للتحفظ المحاسبي على مستوى حساسية الإنفاق الإستثماري للتدفقات النقدية التشغيلية.
- التعرف على دور التحفظ المحاسبي على طبيعة العلاقة بين تكلفة الوكالة ومستوى حساسية الإنفاق الإستثماري للتدفقات النقدية التشغيلية.

٣. أهمية البحث

ترجع أهمية البحث الحالي إلى عدد من الإعتبارات لعل أهمها:

- يلقي الضوء على أهمية قرار الإنفاق الإستثماري في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية المصري، وتأثير الفوائض النقدية من الأنشطة التشغيلية على مدي كفاءة قرار الإستثمار في توجيه تلك الفوائض في أنشطة مضيضة للقيمة، والتي تؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمنشأة خلال الأجل المتوسط والطويل.
- يلقي الضوء على الجانب الإنتهازي في سلوكيات وتصرفات المديرين بالسوق المصري؛ حيث يعتبر هذا الجانب أحد أهم المجالات التي تشغل اهتمام الأطراف ذوي العلاقة بمنشآت الأعمال، لما له من أثار مدمرة على قيمة المنشأة، وقدرتها على الإستمرار.
- يلقي الضوء على دور النهج المتحفظ في الأنشطة والعمليات المختلفة كإستراتيجية مثبتة من اندفاع الإدارة نحو ضخ مبالغ ضخمة في مشروعات إستثمارية قد تكون غير مضيضة للقيمة، حيث يؤدي الضغط من قبل الملاك أو الدائنين على الإدارة لتبني إستراتيجيات مألنة متحفظة إلى الحد من الإنفاق الإستثماري غير المجدي.
- يلقي الضوء على دور التحفظ المحاسبي في الحد من الأثار الإنتهازية التي قد تدفع المديرين إلى ضخ إستثمارات في مشروعات ذات قيمة مألنة سالبة، ولكنها قد تحقق بعض الدوافع الإنتهازية للمديرين، سواء كان هذا الدافع معنوي عن طريق التوجه لبناء إمبراطورية ضخمة تخضع لإدراتها من عمال وسكرتارية ومكاتب وثيرة، أو دوافع مألنة بالحصول على حوافز ومكافآت مرتفعة.
- يعد البحث الحالي إحددي الدراسات المتعلقة بربط العوامل السلوكية الإنتهازية لدي المديرين والتحفظ المحاسبي مع حساسية الإنفاق الإستثماري للتدفقات النقدية التشغيلية،

وهو من المجالات البحثية الحديثة التي تحتاج إلى المزيد من البحث والدراسة، من أجل تطوير بناء مستقر لطبيعة هذه العلاقات في نظرية المحاسبة، ويتضح مدي الإهتمام جلياً بهذه النقطة البحثية من عدد الأبحاث التي أجريت مؤخراً في البيئات الأجنبية.

- في حدود علم الباحث فإن العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية لم تنل اهتمام الباحثين في البيئة العربية، ولم يتم اختبارها.

٤. الإطار النظري للبحث

ونتناول في هذا الشق من البحث التأصيل النظري للمتطلبات التي انطوي عليها عنوان البحث الرئيسي، وذلك من خلال التعرض للمتغيرات التالية: التحفظ المحاسبي، تكلفة الوكالة، قرار الإنفاق الإستثماري، وذلك من خلال العرض التالي:

٤، ١ التحفظ المحاسبي

من المفاهيم الأساسية التي قامت عليها اللبانات الأولى لنظرية المحاسبة ما درج المهتمون بعلم المحاسبة على تسميته بالحيطة والحذر، وهي أحد المبادئ التي يمتد تأثيرها على النظام المحاسبي بشكل كامل، ويساهم بتبنيه في تضيق الفجوة المعلوماتية بين الملاك والمديرين.

ويشار للتحفظ المحاسبي كمرادف للحيطة والحذر، ومن هنا جاءت العديد من المفاهيم المختلفة لتقديم تعريف نظري يغطي بشكل كبير جميع الأبعاد التي ينطوي عليها هذا المصطلح، وقد عرفه مجلس معايير المحاسبة المالية FASB في بيان بمفاهيم رقم (٢) (SFAC No2) بأنه رد فعل بشكل حذر لعدم التأكد بهدف ضمان أخذ المخاطر المتأصلة في عمليات المشروع بقدر كاف؛ بينما عرفته لجنة معايير المحاسبة الدولية (IASB, 1989) بأنه تضمين التقديرات المطلوبة في ظل عدم التأكد بدرجة من الحيطة، وذلك بالعمل على عدم المغالاة في تقديرات الأصول والعوائد، مع التأهب لعدم تخفيض قيم الإلتزامات والمصروفات^(٤).

ونظراً لعدم وجود مفهوم موحد يمكن الإتفاق عليه بين المؤسسات والباحثين، فقد فتح ذلك المجال أمام الباحثين لتقديم مفاهيم متعددة للتحفظ المحاسبي، يحاول كلاً منها تغطية جانب معين أو زاوية معينة، وقد عرفه (Kim et al., 2012) بأنه أحد المفاهيم التي يعطي للإدارة حرية المفاضلة بين الطرق المحاسبية التي تؤدي إلى تعجيل الإعراف بالمصروفات وتأخير الإعراف بالإيرادات التي تقود إلى تخفيض الأرباح المترجمة.

^٤ يمكن الرجوع إلى Bradbury, 2006 للإطلاع بشكل أكبر على وجهات النظر المختلفة في تناول التحفظ المحاسبي في إصدارات كلاً من مجلس معايير المحاسبة المالية FASB، ولجنة معايير المحاسبة الدولية IASC.

وتعتبر دراسة (Basu, 1997) من أهم الدراسات التي تناولت التحفظ المحاسبي، وقد عرفت الدراسة التحفظ المحاسبي بأنه ميل المحاسبين نحو الحصول على مستويات مرتفعة من التحقق عند الإعراف بالأخبار السارة مقارنة بنفس طريقة التعامل مع الأخبار غير السارة، وقد أشارت دراسة (Bever & Ryan, 2005) إلى التحفظ المحاسبي بأنه متوسط الإنخفاض في صافي الأصول الدفترية بالنسبة لقيمتها السوقية، والتي قد تنتج عن أسباب عديدة لعل أهمها عدم أخذ قيمة الشهرة في الإعتبار.

ويمكن تبويب الإتجاهات المختلفة في تعريف التحفظ المحاسبي في ثلاثة إتجاهات رئيسية، حيث يركز أنصار الإتجاه الأول على الحالة التي تستدعي التحفظ المحاسبي، حيث يشار للتحفظ المحاسبي بإعتباره رد فعل حذر تجاه عدم التأكد مع أخذ كافة المخاطر المتوقعة في الحسبان (عفيفي، ٢٠١٦)، وهو ما تم التأكيد عليه في الفقرة ٣٧ من إطار إعداد وعرض القوائم المالية من خلال الفقرة التالية " أنه من المحتمل أن يواجه منشئ القوائم المالية مواقف وحالات لعدم التأكد المرتبطة بكثير من الأحداث التي يصعب تجنبها كتقدير العمر الإنتاجي للموجودات طويلة الأجل، وقابلية الديون للتحويل،..إلى غير ذلك" (Manganaris, et al., 2011)؛ (Ruch & Taylor, 2015).

وفي ظل هذا الإتجاه فإن الحاجة إلى التحفظ المحاسبي تنتفي في ظل ظروف التأكد التام، ويصنف هذا الإتجاه التحفظ المحاسبي كقيد على عملية القياس والإفصاح المحاسبي في ظل ظروف تتسم بالضباب وعدم التأكد؛ إلا أنه لا يوجد تأكيد تام في التعاملات التجارية، وبالتالي فإن التحفظ المحاسبي يعد قيد أساسي وليس قيد مؤقت (Zhang et al., 2019؛ Kim & Zhang, 2016).

ويركز أنصار الإتجاه الثاني في تعريف التحفظ المحاسبي على إعتباره حجز الزاوية في التطبيق العملي، حيث يتطلب من المحاسب بشكل عام الحذر وعدم التفاؤل حيال الأحداث المستقبلية كجزء أساسي من شخصيته أثناء الممارسات المحاسبية عند إختيار الطرق والسياسات المحاسبية الملائمة لإحتياجات العمل، وينطلق هذا الإتجاه من الإعتبارات المهنية التي تؤكد على أولوية حماية مصالح جميع الأطراف ذوي العلاقة بمنشآت الأعمال من خلال دفع المحاسب نحو تبني الشك المنهجي في كافة الأحداث (سعدالدين، ٢٠١٥؛ شاهين، ٢٠١١؛ Francis et al., 2013).

° أصدرت وزارة الإستثمار بجمهورية مصر العربية النسخة الأولى للمعايير المصرية في عام ٢٠٠٦، وتبع ذلك عدد من الإصدارات التي أتت في مجملها تنقيح للنسخة الأولى، وأعدمت معظم هذه الإصدارات في منهجيتها على تطويع معايير المحاسبة الدولية لتلائم مع البيئة المحلية.

ويركز أنصار الإتجاه الثالث في تعريف التحفظ المحاسبي على الآثار المتوقعة من تطبيق التحفظ المحاسبي، حيث يشار للتحفظ المحاسبي بإعتباره طريقة للإختيار بين عدد من البدائل المحاسبية؛ وبما يؤدي إلى تخفيض الأرباح المعترف بها، ويتم ذلك من خلال تأجيل الإعتراف بالإيرادات وتعجيل الإعتراف بالخسائر، مع التقييم المخفض للموجودات، والتقييم المرتفع للمطلوبات، وهو ما يمكن الإشارة إليه بإعتباره عدم تماثل في توقيت الإعتراف المحاسبي (عبد الملك، ٢٠١٢؛ إبراهيم، ٢٠١٦).

ومن التصنيفات شائعة الإستخدام لأنواع التحفظ ما تم تطويره من قبل (Baever & Rayan, 2005) من خلال التمييز بين نوعين من التحفظ المحاسبي على أساس مدي الإرتباط بالأحداث وهما التحفظ المحاسبي الشرطي (Conditional Conservatism)، والتحفظ المحاسبي غير المشروط (UnConditional Conservatism). وجاء هذا التصنيف إلى جانب تصنيفات أخرى، فمن حيث الإلزام يمكن تصنيف التحفظ المحاسبي إلى تحفظ إجباري بصلب القوائم المالية، وتحفظ إختياري في ضوء عدد من البدائل المسموح بها.

ومن حيث أبعاد التأثير يمكن تصنيف التحفظ المحاسبي إلى تحفظ سابق بتقييم الأصول والإلتزامات على أساس متشائم وتحفظ لاحق من خلال تأجيل الإعتراف بالأحداث المستقبلية السارة، ومن حيث درجة التحفظ يمكن تصنيف التحفظ المحاسبي إلى تحفظ لأقصى درجة ويحدث غالبا عند تولي إدارة جديدة ورغبة منها في التخلص من كل الآثار المتركمة من الإدارة السابقة والتحفظ لأدنى درجة ويحدث غالبا كإستجابة لمتطلبات خارجية (إبراهيم، ٢٠١٦، فودة، ٢٠١٦).

ومن حيث الإستمرار يمكن تصنيف التحفظ المحاسبي إلى تحفظ دائم والتي تتسم بالإستمرارية لفترة طويلة ضمن خطة المنشآت الإستراتيجية، وتحفظ مؤقت والتي تشير إلى الإختيارات التي يتم تعديلها بإختلاف المواقف والأحداث المحيطة، ومن حيث النطاق يمكن تصنيف التحفظ المحاسبي إلى التحفظ الكلي من خلال اتجاء الإدارة لإختيار طرق محاسبية متحفظة في جميع السياسات والخيارات المحاسبية والتحفظ الجزئي من خلال إختيار طرق متحفظة لبعض البنود والعناصر فقط (عفيفي، ٢٠١٦).

وتعتبر دراسة (Ball et al., 2000) أول من ميز بين تحفظ الدخل بإعتباره توقيت غير متماثل في الإعتراف بالأرباح والخسائر المالية، وتحفظ الميزانية بإعتباره تخفيض في قيم حقوق الملكية كنتيجة لإنخفاض موازي في قيم الأصول/ أو زيادة موازية في قيم الإلتزامات.

وفي ظل تصنيف (Baever & Rayan, 2005) للتحفظ المحاسبي، فإن المقصود بالتحفظ المحاسبي غير المشروط التحفظ غير المعلق على حدوث حدث معين؛ بل يعني إختيار مسبق لأحد السياسات والطرق المحاسبية عند معالجة بند معين من بنود القوائم المالية، ومن أهم الأمثلة المباشرة على التحفظ المحاسبي غير المشروط الإستنفاد الفوري للشهرة، ووضع معدلات مرتفعة لإهلاك الأصول الثابتة. ويقصد بالتحفظ المحاسبي المشروط التحفظ المعلق على شرط حدوث أحداث معينة، ويتم تحديد الطريقة المناسبة للتعامل مع تلك الأحداث مسبقاً من قبل المسؤولين بالشركة، ومن أهم الأمثلة المباشرة على التحفظ المحاسبي المشروط قاعدة التكلفة أو السوق أيهما أقل (Lawrence et al., 2013؛ Brown et al., 2006).

ويوجد 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 : عقود الإدارة وعقود المديونية، حيث يؤدي ربط عقود الإدارة بحوافز الإدارة 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 سياسات محاسبية أكثر تحفظاً (Bushman & Piotroski, 2006؛ Iwasaiki et al., 2012؛ Li, 2015).

تؤي المخاطر المرتبطة بعملية التقاضي إلى التوجه نحو التحفظ المحاسبي (Iara et al., 2009؛ Chandra, 2011)، وتنشأ مخاطر التقاضي نتيجة لجوء أحد الأطراف ذوي علاقة تعاقدية مع المنشأة إلى القضاء لحل نزاع أو خلاف قائم حول أحد المسائل المعني بها من قبل المنشأة، كما أن الإفصاح المبكر عن الأخبار السلبية يقلل من احتمالية التعرض للتقاضي لأنه يساهم في الحد من تصور أن الإدارة لا تفصح عن حقيقة الوضع المالي (Liu & Elayan, 2015).

تساهم الإجراءات الحمائية التي توفرها المؤسسات المسؤولة عن إدارة بورصات الأوراق المالية ووضع مشاريع القوانين المتعلقة بمنشآت الأعمال في تشكيل دوافع وتوجهات مديرين تلك المنشآت، فالشركات التي تعمل داخل بلدان لديها بيئة رقابية قوية ونظم تشريعية جيدة تعكس الأنباء السلبية في رقم الربح المحاسبي بشكل فوري وسريع وذلك مقارنة بالشركات التي تعمل ببلدان ضعيفة البنية الرقابية والتشريعية، كما تزداد أهمية الأرقام المحاسبية في العقود الرسمية في البلدان قوية البنية التشريعية (Bushman and Piotroski, 2006؛ Lobo & Zhou, 2006).

يساهم التحفظ المحاسبي في إدارة المنشأة للمدفوعات الضريبية من خلال تأجيل الإقرار بالإيرادات وتعجيل الإقرار بالمصروفات، وبالتالي تخفيض رقم المدفوعات الضريبية المستحق على المنشأة لخزينة الدول المستضيفة، كما يمكن النظر إلى التحفظ المحاسبي كأحد الآليات لمجابهة ممارسات بعض الدول في انتزاع ثروة الملاك بفرضها ضرائب مرتفعة، كما يعد التحفظ المحاسبي أحد الآليات التي يمكن الإعتماد عليها لتحقيق التوافق بين رقم الدخل المحاسبي ورقم الدخل الضريبي المستهدف من قبل إدارة المنشأة (Lara et Watts, 2003؛ al., 2009).

٢،٤ تكلفة الوكالة

تقدم نظرية الوكالة تصوراً لطبيعة العلاقة بين الأطراف ذوي المصالح داخل منشآت الأعمال، ويعرفها Jensen & Meckling, 1976 بأنها علاقة تعاقدية بين طرف أو أكثر يدعي الأصل مع طرف آخر (أو عدة أطراف أخرى) يدعي الوكيل لأداء بعض الخدمات نيابة عنهم، ويتضمن العقد بين الطرفين تفويض سلطة إتخاذ بعض القرارات إلى الوكيل. وفي ظل هذه العلاقة يعهد الأصل بالموارد المملوكة له إلى الوكيل من أجل إدارتها ويصبح نائباً عن الأصل في إبرام علاقات تعاقدية أخرى.

ويمكن النظر إلى علاقات الوكالة في اتجاهين رئيسيين، الإتجاه الأول وهو العلاقات الصريحة للوكالة والتي تكون بموجب عقود قانونية مكتوبة بين أطراف العلاقة، ومن أهم صور هذا الإتجاه العلاقة بين الملاك ومجلس الإدارة، ويعبر الإتجاه الثاني عن العلاقات الضمنية للوكالة غير المكتوبة ومن أهم صور هذا الإتجاه العلاقة بين المراجع الخارجية ومستخدمي تقرير المراجع من غير الملاك كالنقابات العمالية ومصالح الضرائب (Masulis et al., 2007؛ Dey, 2008).

ومن الفرضيات الرئيسية التي تبني عليها نظرية الوكالة هي فرضية التصرف الرشيد حيث يسعى كل فرد عقلائي إلى تحقيق مصالحه الشخصية، حيث يسعى الأصل إلى محاولة حث الوكيل على بذل أقصى مجهود ممكن في سبيل تعظيم ثروته؛ إلا أنه من الخطأ الاعتقاد أن الإدارة سوف تسعى فقط لخدم مصالح الملاك، بل الأساس وفقاً لتفسيرات نظرية الوكالة هو سعي الإدارة لتحقيق مصالحها الشخصية بشكل عقلائي، وبالتالي تبني نظرية الوكالة على فكرة وجود صراع نتيجة لإحتمالية تعارض المصالح بين الملاك والإدارة (Donaldson & Davis, 1991).

ويتبلور التعارض بين الملاك والإدارة في صور ما يعرف بمشكلات الوكالة، ويساهم في وجود واستمرار مثل هذه المشكلات ما تتمتع به الإدارة من ميزة معلوماتية لا تتوافر للملاك وهي ما تسمى بحالة عدم تماثل المعلومات، حيث تتيح هذه الميزة المعلوماتية للإدارة إمكانية إلقاء اللوم في بعض المؤشرات السلبية على بعض الأمور التي تخرج عن سيطرتهم على غير الحقيقة من أجل تحسين موقفهم الإداري والإستمرار في المنصب لأطول فترة ممكنة (أبو العز وآخرون، ٢٠١٤).

وتتيح الميزة المعلوماتية للإدارة إمكانية التراخي في بذل كل الجهد الممكن، والفرصة للتدليس في بعض المواقف القرارية، والعمل على التوسع في الإنفاق البذخي غير المضيف للقيمة، ويمكن بلورة مشكلات الوكالة تحت ثلاث مشكلات رئيسية وهي مشكلة عدم الأمانة في بذل المستوي الملائم من الجهد Moral Hazard، ومشكلة عدم الأمانة في إختيار أفضل البدائل من بين البدائل المتاحة Adverse Selection، ومشكلة عدم الأمانة في استغلال الموارد المتاحة بأفضل استغلال ممكن Over-Consumption (يوسف، ٢٠١٧).

وتؤدي مشكلات الوكالة إلى تحمل الملاك ما يسمى بتكلفة الوكالة Agency Cost، والتي تعني قيمة المنافع التي يتم فقدانها بسبب العقود المبرمة بين الإدارة والملاك من ناحية أو بين الملاك والإدارة مع الدائنين من ناحية أخرى، خاصة في ظل وجود تعارض للمصالح بينهم منظور العائد والتكاليف (Fama & Michael, 1983).

ويمكن تبويب تكاليف الوكالة بين الملاك والإدارة في ثلاث مجموعات رئيسية وهي: تكلفة التقييد الناتجة عن انخفاض سعر السهم، وتكلفة رقابة الملاك على الإدارة بهدف تصحيح أي انحراف في سلوك الإدارة، الخسارة المتبقية والتي تنشأ من عدم الوصول إلى وضع التوازن بين التكلفة والمنفعة الحدية لإجراءات الرقابة والتقييد (Jensen & Meckling, 1976).

كما يري (Jensen & Meckling, 1976) أنه من المستحيل التأكد من أن الوكيل سوف يقوم باتخاذ القرارات المثلي من وجهة نظر الأصيل عند تكلفة وكالة مساوية للصفر، وفي معظم الأحيان سيتكبد الملاك تكاليف مراقبة للحد من الأنشطة الشاذة للإدارة، بالإضافة إلى التكاليف الناتجة عن تصميم نظم حوافز مشجعة للإدارة في اتجاه تعظيم ثروة الملاك، هذا بالإضافة للتكاليف التي تتحملها المنشأة نتيجة النفقات التي يقوم بها الوكيل لإقناع الأصيل بأنه يعمل جاهداً لتعظيم ثروته.

٣،٤ ماهية قرار الإنفاق الاستثماري

ينظر لقرار الإستثمار على أنه تأجيل لبعض التوزيعات النقدية المستحقة للملاك عن الفترة الحالية بهدف تمويل بعض الأصول التي يتوقع أن تحدث طفرات مستقبلية في أداء وقيمة المنشأة، وهو الأمر الذي يتوقع من خلاله الملاك حدوث طفرات كبيرة في سعر سهم المنشأة المملوكة في البورصة في المستقبل، بالإضافة إلى توقع الحصول على توزيعات مستقبلية كبيرة (يوسف & محمد، ٢٠١٨).

ولا يتوقف قرار الإستثمار في العادة على الفوائض النقدية التي تمتلكها المنشأة؛ بل في أغلب الأحوال يتم اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية في تمويل جزء/ أو كل الإحتياجات اللازمة للإستثمار؛ إلا أن الحصول على تمويل خارجي قد يصطدم بعدد من العواقب والصعوبات ومنها: القيود التي تفرض على المنشأة عند الحصول على الدين، بالإضافة إلى تكلفة الدين المتوقعة، والوضع المالي والإقتصادي للمنشأة وللقطاع والوضع الإقتصادي للدولة التي تعمل من خلالها (Divanoglu & Bağci, 2018؛ Qureshi & Hunjra, 2012).

ويشمل قرار الإستثمار الرأسمالي العديد من القرارات لعل أهمها (يوسف، ٢٠١٧؛ أبو العز وآخرون، ٢٠١٤):

- قرار البدء في استثمار جديد بشراء أصول، ويرجع اللجوء إلى هذه القرار نظراً لتوافر دراسات سوق، وحجم طلب متوقع يشير لتوافر حصة سوقية مناسبة يمكن للمنشأة الإستحواذ عليها حال اتخاذ قرار بالبدء في الإستثمار.
- قرار التوسع في الأصول الحالية، حيث يهدف هذا النوع من القرارات إلى مواجهة الزيادة المتوقعة في الطلب مستقبلاً.
- قرار إحلال الأصول، ويتم اللجوء لمثل هذا النوع من القرارات لمجابهة التقادم التكنولوجي في الأصول المملوكة، أو لضعف إنتاجيتها مقارنة بالأصول الحديثة، أو لإرتفاع تكلفة الإستمرار بمثل هذا النوع من الأصول والذي يتوافر منه نسخات مطورة ومخفضة للتكلفة. وقرار الإحلال قد يشمل الأصول التي انتهى العمر الإنتاجي ولم تعد صالحة للعمل أو الأصول التي تعمل بإنتاجية ضعيفة.

وهناك العديد من السمات التي تصف قرار الإستثمار وتميزه عن غيره من القرارات الأخرى التي تتخذها الإدارة، ومن أهم هذه السمات (Ray et al., 2018؛ شعبان، ٢٠٠٥؛ زامل & عفيفي، ٢٠١٦):

- يرتبط قرار الإستثمار بإنفاق مبالغ مألنة ضخمة، سواء تم الحصول عليها من مصادر التمويل الداخلية أو الخارجية، وفي كلا الحالتين يجب مراعاة الأوجه الأخرى لإمكانية

-
-
- استثمار الموارد الذاتية أو العبء الإضافي المترتب على الإعتماد على مصادر تمويل خارجية (الإقتراض)، وهو ما يطلق عليه بالشق الإنتاجي للقيمة الزمنية للنقود
- يعتبر أحد القرارات الاستراتيجية، حيث قد يستغرق تنفيذه فترة كبيرة نسبياً قد تصل إلى عشرة أعوام أو أكثر، وبالتالي فإن أثاره تصبح ممتدة؛ بل وقد يؤدي أي خطأ في مثل هذه النوع من القرارات إلى آثار مدمرة على قيمة المنشأة.
 - يعتبر من القرارات غير المتكررة والتقليدية، وبالتالي فإنه يحتاج إلى دراسة متأنية وعميقة، مع استشارة كل الاطراف ذوي العلاقة عن كل الجزئيات الأساسية التي سيتم بناءاً عليها إتخاذ القرار من قبل الإدارة العليا.
 - تتوقف مستوي جودة القرار على طبيعة البيانات المتاحة، والمنهجية المتبعة في إتخاذ القرار، فبعض القرارات قد يشوبها الكثير من عدم التأكد والضبابية، وبالتالي فهي قد تنطوي على مخاطر مدمرة مالم يتم التعامل معها بروية وبأسلوب علمي.
 - يوجد العديد من التحديات التي قد تواجه متخذ القرار الإستثماري حال الشروع في تنفيذه، حيث قد يصعب لاحقاً إتخاذ قرار بالتخلي أو العدول عنه، وذلك لأسباب عديدة لعل أهمها حجم الأموال الضخم الذي تم ضخه في المراحل الأولية للإستثمار.
 - يتأثر بدوافع وأنماط السلوك الإستثماري للإدارة حيث تتعدد هذه الأنماط ما بين الميول بشكل كبير للمخاطرة أو الميول للحفاظ بشدة، وما بينهم والذي قد يميل إلى الإعتدال، بالإضافة إلى تأثير الدوافع الإنتهازية بسلوكيات المديرين على مثل هذا النوع من القرارات.
 - يأخذ البعد التكنولوجي دوراً مهماً في مثل هذا النوع من القرارات، فتوافر معلومات عن قرب صدور فئة اعلى من الأصل محل الدراسة بمستويات تكنولوجية أكثر تطوراً قد يكون أحد الأسباب لتأجيل / أو التباطؤ في سرعة تنفيذ القرار الإستثماري.
- وهناك العديد من الأبعاد التي يجب أن تؤخذ في الإعتبار عند إتخاذ القرار الإستثماري، وتشمل هذه الأبعاد جوانب عديدة منها الجانب التسويقي والجانب الفني، والجانب المتعلق بالإقتصاد القومي ومؤشراته... إلى غير ذلك؛ إلا أن أحد أهم الأبعاد الذي تعتمد عليه جودة القرار الإستثماري هو البعد المالي.
- ويقصد بالبعد المالي تحديد مصادر التمويل اللازمة للبدء في تنفيذ الفكرة الإستثمارية، سواء كانت مصادر التمويل اللازمة لتمويل المشروع مصادر داخلية أو مصادر خارجية، ويدرج كلا المصدرين تحت بند التدفقات النقدية الخارجة عند تنفيذ المشروع الإستثماري، كما تدرج جميع العوائد المتوقعة من تشغيل الأصل الإستثماري أو مرتبطة بعملية التشغيل ضمن بند التدفقات النقدية الخارجة (Qureshi & Hunjra, 2012).

وتتمثل التدفقات النقدية الخارجة في النفقات التي تتحملها المنشأة في سبيل تنفيذ القرار الإستثماري، حيث يدرج ضمن هذه النفقات: نفقات ما قبل التشغيل والتي تتمثل في النفقات منذ بداية التفكير في القرار الإستثماري من دراسات أولية ونفقات تأسيس والإنفاق الخاص بشراء الأصل الإستثماري، بالإضافة إلى نفقات تشغيل وإدارة الأصل على مدار عمره الإنتاجي، وتلعب الواقعية الإدارية دوراً محورياً عند التنبؤ بمثل هذا النوع من النفقات.

وتتمثل التدفقات النقدية الداخلة في التدفقات النقدية التي تحصل عليها المنشأة كنتيجة للقرار الإستثماري ومن أهم المصادر لمثل هذا النوع من التدفقات المتحصلات النقدية من بيع منتجات الأصل الإستثماري، بالإضافة إلى التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها في نهاية العمر الإنتاجي للأصل نتيجة بيعه كنافية، بالإضافة إلى الإيرادات العرضية من بيع المخلفات وتأجير بعض المحلات وإلى غير ذلك.

٥. مراجعة وتقييم الدراسات السابقة

دراسة (Lee, 2010)

استهدفت الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة وعقود الديون المستقبلية في ضوء نهج الخيارات الحقيقية، وتبحث هذه الدراسة كيف يمكن لنظام المحاسبة المتحفظ التخفيف من حدة مشكلات الوكالة بين المديرين والمساهمين في الشركات والتي تنشأ بسبب عدم تماثل المستوي المعلوماتي بين الطرفين.

واعتمدت الدراسة في البداية على ١٨١٠١٠ مشاهدة للفترة من عام ١٩٦٢ إلى عام ٢٠٠٦ على عينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية الأمريكي، ومن خلال الإعتماد على قاعدتي بيانات Compustat Fundamental Annual، CRSP، كما تم الإعتماد على قاعدة بيانات Mergent FISD في المعلومات التي تخص حجم الدين العام، وقد وصل العدد النهائي للمشاهدات بعد استبعاد البيانات غير المتصلة، والقيم الشاذة، وقطاعي المالية والمرافق إلى ٨٥٩٩٤ مشاهدة لعدد ٨١٣٢ شركة وقد أشارت نتائج الدراسة إلى أن:

- دخول سوق الديون أحد العوامل التي تدفع نحو تزايد الممارسات المحاسبية المتحفظة.
- الرافعة المالية خارج الميزانية تزيد من ممارسات التحفظ المحاسبي.
- ارتفاع مستويات الدين يؤدي إلى توجه الإدارة للإعتراف بالخسائر في الوقت المناسب
- مرونة تحويل الديون يؤدي إلى أن الإعتراف بالخسائر قد يكون بشكل أقل من المناسب.
- تشير النتائج بشكل عام إلى أن التحفظ المحاسبي لا يختلف فقط بوجود الدين بل يتأثر بسمات هذه الديون مثل (١) ما إذا كان الدين عاماً أم خاصاً، (٢) استحقاق، (٣) قابلية التحويل، (٤) الأقدمية، و (٥) التوريق.

دراسة (Kee, 2015)

استهدفت الدراسة اختبار أثر التحفظ المحاسبي على تكلفة الوكالة من خلال محاولة التعرف على مدى مساهمة التحفظ المحاسبي في تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تخفيض مستوى عدم التماثل في المعلومات ومشكلة تقاسم المخاطر، واهتمت الدراسة بعلاقتين من الوكالة، تتمثل العلاقة الأولى محل الإهتمام بين الملاك والإدارة، أما العلاقة الثانية فيبين الإدارة والملاك من ناحية والدائنين من ناحية أخرى.

وأشارت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يساهم في زيادة قيمة الشركة، من خلال تحييد التحيز والسلوك المفرط في التفاؤل لدى المديرين، وبالتالي تنقلص قدرتهم ورغبتهم في تحويل الأموال من الاطراف الأخرى إلى صالحهم، كما أن تكلفة الوكالة تعد أحد العوامل التي تمثل إزعاج وضغط للمديرين من قبل الملاك، خاصة إذا ما كانوا على دراية بمستوي تكلفة الوكالة، وبالتالي فإن الإدارة ستعمل جاهدة لتخفيض تكلفة الوكالة المرتفعة من أجل بث روح الثقة والطمأنينة لدى الملاك تجاههم، كما أن التحفظ المحاسبي قد يساهم في تخفيض أسعار الفائدة التي يطلبها الدائنون، والتي قد تشير إلى مستوي مخاطر منخفض، وبالتالي سهولة الحصول على التمويل اللازم.

واعتمدت الدراسة على تحليل النتائج الإحصائية والنماذج التي استخدمت في بعض الدراسات السابقة، ومن أهم الدراسات التي اعتمدت عليها دراسة (Ahmed et al., 2002) والتي اعتمدت نموذج لقياس التحفظ المحاسبي بالإستناد إلى الإستحقاقات، وتضمن النموذج عدد من المتغيرات الضابطة مثل معدل العائد على الأصول والرفع المالي وحجم الشركة على عينة من الشركات خلال الفترة من عام ١٩٨٧ وحتى عام ١٩٩٨، وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج الهامة أهمها:

- يمكن تخفيض تكاليف الوكالة عن طريق تبني نهج محاسبي متحفظ.
- يميل توجه واضعي المعايير على المستوي الدولي وأهمها مجلس معايير المحاسبة المالية إلى البعد عن التوجه المحاسبي المتحفظ في المعايير الصادرة عنهم.
- التطورات الأخيرة التي تمت في المعايير الدولية تعتبر غير مفيدة لكل من المساهمين وحملة السندات

دراسة (Makina & Wale, 2016)

استهدفت الدراسة تحديد المصدر الأساسي للتأثير في حساسية الإستثمار في الشركات الصناعية من خلال المقارنة بين مصدرين رئيسيين وهما: عدم التماثل في المعلومات وتكاليف الوكالة، واعتمدت الدراسة على عينة من ٦٨ شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية بدولة جنوب أفريقيا خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ وحتى عام ٢٠١٣ بإجمالي مشاهدات ٣٧٧ مشاهدة.

وقد بررت الدراسة الإعتماد على قطاع الصناعة نظراً للإستقرار الذي يتمتع به الإستثمار في هذا القطاع مقارنة بالقطاعات الأخرى مثل قطاع البناء وقطاع الخدمات، بالإضافة إلى وجود دراسات سابقة في نفس البيئة استهدفت القطاع المذكور، وبالتالي يمكن المقارنة بين النتائج التي تم التوصل إليها مع نتائج الدراسات السابقة، وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج لعل أهمها:

- المعلومات غير المتماثلة تفسر بشكل إيجابي حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بشكل أفضل عند مقارنتها بتكاليف الوكالة.
- يظهر دور المعلومات غير المتماثلة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية بشكل جلي في الشركات ذات الأرباح المنخفضة والشركات صغيرة الحجم.
- تعزو الدراسة ضعف تأثير الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية بجنوب أفريقيا إلى وجود نظام مالي متطور وفقاً لتوصيات المعايير الدولية، بالإضافة إلى قوة حوكمة الشركات وآلياتها.

دراسة (Hong, 2017)

استهدفت الدراسة اختبار دور التحفظ المحاسبي في زيادة رأس المال من منظور الوكالة، حيث تشير الدراسة إلى أن الشركات تعتمد على التحفظ المحاسبي في تخفيض تكلفة الوكالة، ويرجع اللجوء إلى التحفظ المحاسبي بسبب عدم تماثل المستوي المعلوماتي بين كلاً من الملاك والإدارة، حيث ترغب الإدارة في تقديم أفضل أداء ممكن للوضع الحالي والوصول إلى مستويات إستقرار مرتفعة، الأمر الذي قد يدفعهم إلى الميل إلى سياسات محاسبية أقل تحفظاً، وأشارت الدراسة إلى أن الدافع نحو تدعيم المركز المالي غالباً ما يتم عن طريق استخدام سياسات محاسبية أقل تحفظاً؛ إلا أن نظام مراقبة السوق في حالة عمله بشكل قوي وفعال سيؤدي إلى تبني السياسات المحاسبية المتحفظة لتخفيض تكاليف الوكالة وبشكل صارم.

وأجريت الدراسة على عينة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بكوريا خلال الفترة من عام ١٩٩١ حتى عام ٢٠١٤، وتغطي العينة ١٧ قطاعاً مختلفاً بعد استبعاد الشركات المالية بعدد مشاهدات مستبعدة ٨١١ مشاهدة والشركات التي لا ينتهي العمل بها في ١٢/٣١ كل عام بعدد مشاهدات مستبعدة ٣٢٧ مشاهده، والشركات التي لا يتوافر عنها معلومات كافية بعدد مشاهدات مستبعدة ٨٣٠ مشاهده. وقد بلغ إجمالي حجم العينة التي اعتمدت عليه الدراسة ١٠٦٥٠ مشاهدة، وقد توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها:

- الميل نحو التحفظ المحاسبي يكون منخفض لدى الشركات التي لديها الرغبة في زيادة حجم النشاط عن طريق زيادة رأس المال (عن طريق إصدار شهادات الأسهم) أو عن طريق التمويل بالديون (القروض البنكية - السندات) وذلك من أجل: الحصول على التمويل بشكل ميسر وسهل - خفض تكاليف الحصول على رأس المال - تحسين شروط المديونية وإطالة فترات السداد)
- الإشارة إلى أهمية دور المراجع الخارجي عند مراجعة حسابات الشركات التي تسعى لزيادة رأس المال، والتأكد من مستويات التحفظ بالحسابات.
- تعزيز الدور الرقابي والإشراف للهيئات المنظمة لعمل أسواق المال خصوصاً على الشركات التي تتجه نحو زيادة مستويات النشاط الحالية.
- تحذير المستثمرين في الأسهم والسندات من طبيعة البيانات المالية التي يتم الإعتماد عليها في بناء قرارات الإستثمار خصوصاً في الشق المتعلق بعدم التحفظ المحاسبي في الأرقام المعلنة والمنشورة.

دراسة (Wibawa& Wardhani, 2018)

استهدفت الدراسة اختبار تأثير التحفظ المحاسبي المشروط وتكلفة الوكالة على حساسية التدفق النقدي للإستثمار، وذلك على عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة أندونيسيا خلال الفترة من ٢٠٠٨ إلى ٢٠١٢، وقد بلغت عدد المشاهدات ٤٧٤ منها ١٥٢ مشاهدة تصنف على أنها ذات تكلفة وكالة عالية، و ٣٢٢ مشاهدة تصنف على أنها ذات تكلفة وكالة منخفضة.

-
-
- واعتمدت الدراسة على توزيعات الأرباح في قياس تكلفة الوكالة، ويرجع الإعتداع على توزيعات الأرباح كمقياس لتكلفة الوكالة نظراً لطبيعة الملكية للشركات المدرجة ببورصة أندونيسيا والتي تتسم بالتركز، والإعتداع بشكل كبير على التمويل بالديون وهو ما يبرز أهمية الإهتمام بمشكلات الوكالة من النوع الثاني والثالث^٦ بالسوق الأندونيسية، وتشير نتائج الدراسة إلى ما يلي:
- تنخفض حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية إذا كان الإعتداع بالخسائر الإقتصادية تم في الوقت المناسب.
 - يقلل التحفظ المحاسبي المشروط من حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية في الشركات التي تتسم بإنخفاض تكلفة الوكالة مقارنة بالشركات التي تتسم بإرتفاع تكلفة الوكالة.

دراسة (Hang et al., 2019)

استهدفت الدراسة اختبار ما إذا كان التحفظ المحاسبي يمكن أن يخفف من حدة تدني الإستثمارات، حيث تؤدي التقلبات المستمرة في التدفقات النقدية إلى الحاجة للإعتداع على رأس مال خارجي إلا أن تعارضات الوكالة وعدم تماثل المعلومات تجعل تكلفة رأس المال الخارجي أكثر كلفة من تكلفة رأس المال الداخلي الأمر الذي يؤدي إلى تخلي الإدارة عن بعض المشروعات الإستثمارية ذات صافي قيمة حائلة موجبة.

وأجريت الدراسة على عينة تضمنت ٣٧٧٨٨ مشاهدة لعدد غير متساوي من الشركات خلال فترة العينة والتي بدأت من عام ١٩٩١ بعدد ٧٧ شركة متوزعة على قطاعات إقتصادية مختلفة وصولاً إلى ٢٠٨٨ شركة في نهاية فترة العينة عام ٢٠١١، وذلك بعد استبعاد:

- الشركات التي لا يتوافر عنها بيانات ربع سنوية بشكل كامل خلال فترة الدراسة.
- الشركات ذات القيم المفقودة لأي من متغيرات نموذج الانحدار.
- المؤسسات المالية بسبب سياساتها الإستثمارية وطبيعة تدفقاتها النقدية.

واستخدمت الدراسة التحفظ المحاسبي كمتغير منظم للعلاقة بين المتغير التابع المدفوعات الإستثمارية، والمتغيرات المستقلة: التدفقات النقدية التشغيلية، معامل التباين في التدفقات النقدية التشغيلية خلال فترة ٥ سنوات سابقة، واعتمدت الدراسة في قياس التحفظ المحاسبي على مقاييس: معامل التوقيت غير المتماثل، الإنحراف السلبي للأرباح المتعلقة بالتدفقات النقدية، المستحقات غير التشغيلية.

^٦ النوع الأول من مشكلات الوكالة يكون بين المساهمين والإدارة، والنوع الثاني يكون بين ملاك الحصص المسيطرة من المساهمين والإدارة في جانب واحد مع أقلية المساهمين، والنوع الثالث بين المساهمين والدائنين

ويتضمن نموذج الدراسة عدد من المتغيرات الضابطة تتمثل في: مصاريف البحوث والتطوير، الرفع المالي، الرفع المالي للصناعة، المصاريف البيعية والإدارية، حجم الشركة، التوزيعات النقدية، معدل العائد على الأصول، الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج أهمها:

- توثيق دور التحفظ المحاسبي في تخفيف حدة العلاقة السلبية بين تقلبات التدفقات النقدية والإستثمار، ويظهر هذا الدور جلياً في الشركات التي عانت من تعارضات الوكالة بشكل كبير في السابق.
- توثيق دور التحفظ المحاسبي في التخفيف من حساسية الإستثمار لتقلبات التدفقات النقدية عن طريق تسهيل الوصول إلى رأس المال الخارجي.

التعلق على الدراسات السابقة

يعد البحث الحالي امتداد للدراسات السابقة المتعلقة بالتعرف على تأثير كلاً من التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية وتبرز مساهمة البحث الحالي من خلال:

- قياس تأثير تكلفة الوكالة بنوعيتها (بين الملاك والإدارة من ناحية؛ وبين الملاك والإدارة مع الدائنين من ناحية أخرى)، وفي حدود علم الباحث- لم تتعرض أي دراسة سابقة لتأثير كلا النوعين معاً.
- تضارب نتائج الدراسات السابقة يعد دافع لتقديم دليل إمبريقي يعضد من تدعيم أحد الإتجاهات.
- تضمن نموذج الدراسة بالبحث الحالي على عدد من المتغيرات التي أشارت العديد من الدراسات السابقة لأهميتها في تدعيم القوة التفسيرية لنموذج الإنحدار، ومن أهمها: فرص نمو الشركة، حجم الشركة، العائد السنوي للأسهم، الإنفاق الإستثماري للفترة السابقة، الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية، نمو المبيعات، الرفع المالي.
- يساهم البحث الحالي في التعرف على تأثير كل متغير من المتغيرات المنظمة (التحفظ المحاسبي، تكلفة الوكالة) على حدة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، بالإضافة إلى قياس تأثير التفاعل بين كلا المتغيرين (التحفظ المحاسبي، تكلفة الوكالة) على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.
- في حدود علم الباحث فإن تأثير كلاً من التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية لم يلقي الإهتمام الكافي بالدراسات في البيئة المحلية.

٦. الدراسة الإختبارية

يهدف هذا الجزء إلى عرض المنهجية العلمية المتبعة في تحقيق هدف الدراسة، ولتحقيق ذلك تم تصميم الدراسة الحالية في ضوء المنهج الإمبريقي^٧، حيث تبدأ الدراسة الحالية بإشتقاق الفرضية الرئيسية، وتوصيف النموذج الرئيسي للدراسة، وتحديد القياس المستخدم للمتغيرات التي انطوي عليها نموذج الدراسة، وتحديد حجم عينة الدراسة ومصادر الحصول على البيانات اللازمة لإتمام الجانب الإمبريقي، وفي نهاية الدراسة يتم مناقشة أهم ما توصلت إليه الدراسة من نتائج متبوعة بالمبررات المنطقية لهذه النتائج، وفي ضوء ما سبق يمكن تقسيم هذا الجزء إلى :

١,٦ التصميم الإمبريقي للدراسة.

٢,٦ اختبار الفرضيات الرئيسية.

٣,٦ مناقشة وتفسير النتائج.

وسيتم تناول النقاط السابقة على النحو التالي:

١,٦ التصميم الإمبريقي للدراسة

ويتضمن هذا الجزء من الدراسة تطوير فرضيات الدراسة في ضوء ما تم استعراضه في الدراسات السابقة، مع تحديد القياسات المستخدمة للمتغيرات التي انطوي عليها نموذج الدراسة ومصادر البيانات التي تم الإعتماد عليها في تطبيق الجانب الإجرائي وذلك من خلال النقاط التالية:

١,١,٦ تطوير فرضيات الدراسة:

ترتبط مخاطر تقييم رأس المال من قبل ملاكه بمستوي وتكلفة الوكالة (Muneer et al., 2013)، حيث تعتبر تكلفة الوكالة مؤشر لمستوي عدم تماثل المعلومات وضعف الشفافية والإفصاح، حيث تظل الإدارة المتحكم الأول والرئيسي في مثل هذه المعلومات، وبالتالي كلما زادت (أو قلت) تكلفة الوكالة زادت (أو قلت) مخاطر التقييم والعوائد المتوقعة من قبل مقدمي رأس المال (Imhof, 2014).

^٧ يعتبر المنهج الإمبريقي أحد المناهج العلمية المتعارف عليها في العلوم الإجتماعية والتي تعتمد في آلياتها على فهم وتفسير الواقع من خلال الإعتماد على مشاهدات فعلية يتم تجميعها من الواقع العملي، وبالتالي فإن اي فرضية لا يمكن رفضها أو عدم رفضها مالم يتم الإعتماد في مدي مصدقيتها على مشاهدات فعلية وهي الترجمة الواقعية لمصطلح Empirical، وتعدي أدق في التعبير من مصطلح اختباري لأن المناهج الإختبارية تضمن في طياتها العديد من المناهج ومنها المنهج الإمبريقي.

وقد تتجه إدارة الشركات التي لديها فوائض نقدية تشغيلية إلى الدخول في عمليات استحواذ مدمرة للقيمة بالإضافة إلى أن رد فعل السوق عند الإعلان عن عرض الشراء قد يكون سلبي، كما أن توجهة للإنفاق الإستثماري قد يكون بسبب مؤشرات السيولة العالمية وضعف الإستثمار (Opler et al., 1999؛ Harford, 2008)، كما تؤدي الفوائض النقدية الزائدة إلى تخفيض القيمة الحدية للنقدية، حيث أشارت دراسة (Faulkender & Wang, 2006) إلى أن القيمة الحدية لمبلغ \$١ تساوي في المتوسط \$0.94.

وقد تميل الإدارة إلى التوجه نحو الإنفاق الإستثماري في وقت مبكر عن التوقيت المثالي اعتماداً على الميزة المعلوماتية التي تمتلكها والتي لا تتوافر لدي الملاك والتي قد يتولد عنها تكاليف وكالة مرتفعة يتحملها الملاك، بالإضافة إلى إمكانية مواجهة صعوبات في الحصول على التمويل اللازم، وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرضية البحثية الأولى على النحو التالي:

"يوجد علاقة بين تكلفة الوكالة وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية"

ويشتق من الفرضية البحثية الأولى فرضيين فرعيين هما:

1a: يوجد علاقة بين تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

1b: يوجد علاقة بين تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

يشير التحفظ المحاسبي الشرطي إلى ميل المحاسب للحبطة والحذر عند تسجيل الإيرادات المتوقعة، كما يدفع الإدارة إلى الإفصاح بشكل موسع عن المعلومات والتقليل من مستويات عدم التماثل في المعلومات الأمر الذي يؤدي إلى تقليل مستويات تقييم الخطر لدي المستثمرين، والتيسير من عملية حصول المنشأة على التمويلات الخارجية اللازمة، وتخفيف الضغط على مصادر التمويل الداخلية (Guay & Verrecchiag, 2007؛ Sujjis, 2008).

يساهم التحفظ المحاسبي في التخفيف من قيمة الإنخفاض الحدي في قيمة الفوائض النقدية من خلال المساهمة في تشجيع الإستثمار الكفاء، والحد من الإنفاق الإستثماري غير المضيف للقيمة (Louis et al., 2012)، وترتبط درجة التحفظ المحاسبي بشكل كبير نسبياً مع مخاطر إنهيار أسعار الأسهم في المستقبل خاصة في الشركات التي يزداد فيها مستوي عدم تماثل المعلومات (Zang et al., 2019؛ Kim&ZHANG, 2016؛ إبراهيم، ٢٠١٦). وبالتالي فإن الإعراف بالخسائر الإقتصادية في الوقت المناسب قد ترتبط عكسياً مع حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية، وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرضية البحثية الثانية على النحو التالي:

"يوجد علاقة بين التحفظ المحاسبي وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية"

تعاني الشركات التي تتسم بارتفاع تكلفة الوكالة فيها من ضعف الأنظمة الرقابية والحوكمة، وبالتالي ضعف الشفافية وزيادة مستويات عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومستخدمي التقارير المالية، وفي هذه الحالة تكون الشركة أكثر عرضة لظهور وتضخم مشكلة الإختيار المعاكس Moral Hazard، الأمر الذي يدفع المدير إلى توجيه الكثير من الموارد في سبيل تخفيض مستوى عدم التماثل.

ويعتبر التحفظ المحاسبي أحد الحلول المثلي التي يمكن أن يستوعب الدور المنوط به من قبل آليات الحوكمة، وقد أشار (Imhof, 2014) إلى أن الشركات التي ترتفع فيها تكلفة الوكالة تعاني من ضعف آليات الحوكمة بشكل كبير، ويساهم التحفظ المحاسبي في تخفيض تكلفة الوكالة بالإضافة إلى تحسين وظيفة الحوكمة وبالتالي تحقيق مصلحة ملاك الشركة في ظل سوء الإدارة (ارتفاع تكلفة الوكالة)، إلا أن هذا التأثير المتوقع للتحفظ المحاسبي على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية قد يتلاشى أثره في ظل وجود إدارة رشيدة (إنخفاض تكلفة الوكالة) ، حيث يمكن للمنشأة في هذه الحالة الحصول على كل التمويلات اللازمة لتنفيذ المشروعات الإستثمارية الموجبة من خلال الحصول على التمويلات الخارجية بسهولة، وفي ضوء ما سبق يمكن صياغة الفرضية البحثية الثالثة كما يلي:

"يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على طبيعة العلاقة بين تكلفة الوكالة وحساسية

الإستثمار للتدفقات النقدية "

ويشتق من الفرضية البحثية الثالثة فرضيين فرعيين هما على النحو التالي:

3a: يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على طبيعة العلاقة بين تكلفة الوكالة مقاسه بتوزيعات الأرباح وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

3b: يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي على طبيعة العلاقة بين تكلفة الوكالة مقاسه بمعدل دوران الأصول وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

٦، ١، ٢ نماذج الدراسة:

النموذج الأول (الأساسي): حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 M/Bit + \beta_3 L SIZE_{it} + \beta_4 RET_{it-1} + \beta_5 INV_{it-1} + \beta_6 STD FCO_{it} + \beta_7 G SALES_{it} + \beta_8 Levit + \epsilon_{it}$$

النموذج الثاني: أثر التحفظ المحاسبي على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CONS_{it} + \beta_3 CFO_{it} * CONS_{it} + \beta_4 M/Bit + \beta_5 L SIZE_{it} + \beta_6 RET_{it-1} + \beta_7 INV_{it-1} + \beta_8 STD FCO_{it} + \beta_9 G SALES_{it} + \beta_{10} Levit + \epsilon_{it}$$

النموذج الثالث: أثر تكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 Agency divit + \beta_3 Agency assit + \beta_4 Agency Ass it * CFO_{it} + \beta_5 Agency divit * CFO_{it} + \beta_6 M/Bit + \beta_7 L SIZE_{it} + \beta_8 RET_{it-1} + \beta_9 INV_{it-1} + \beta_{10} STD FCO_{it} + \beta_{11} G SALES_{it} + \beta_{12} Levit + \epsilon_{it}$$

النموذج الرابع: تأثير تكلفة الوكالة على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية

$$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CONS_{it} + \beta_3 CFO_{it} * CONS_{it} + \beta_4 Agency divit + \beta_5 Agency Ass it + \beta_6 Agency divit * CFO_{it} + \beta_7 Agency Assit * CFO_{it} + \beta_8 Agency divit * CONS * CFO_{it} + \beta_9 Agency Assit * CONS * CFO_{it} + \beta_{10} M/Bit + \beta_{11} L SIZE_{it} + \beta_{12} RET_{it-1} + \beta_{13} INV_{it-1} + \beta_{14} STD FCO_{it} + \beta_{15} G SALES_{it} + \beta_{16} Levit + \epsilon_{it}$$

جدول رقم (١) توضيح للرموز الواردة بنماذج الانحدار

الإنفاق الإستثماري لشركة i خلال الفترة الحالية t .	INVit
التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية t .	CFOit
محاسبي الشرطي للشركة i خلال الفترة الحالية t .	CONSit
تفاعل التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية مع التحفظ المحاسبي الشرطي للشركة i خلال الفترة الحالية t .	CFOit*CONSit
تكلفة الوكالة للشركة i خلال الفترة الحالية t مقاسه بمعدل العائد على الأصول.	Agency Ass it
تكلفة الوكالة للشركة i خلال الفترة الحالية t مقاسه بتوزيعات الأرباح	Agency divit
تفاعل تكلفة الوكالة للشركة i خلال الفترة الحالية t مقاسه بتوزيعات الأرباح مع التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية.	Agency divit*CFOit
تفاعل تكلفة الوكالة للشركة i خلال الفترة الحالية t مقاسه بمعدل العائد على الأصول مع التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية.	Agency Ass it * CFOit
تفاعل تكلفة الوكالة للشركة i خلال الفترة الحالية t مقاسه بتوزيعات الأرباح مع التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية t مع التحفظ المحاسبي للشركة i خلال الفترة الحالية t	Agency divit*CONS*CFOit
تفاعل تكلفة الوكالة للشركة i خلال الفترة الحالية t مقاسه بمعدل دوران الأصول مع التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية t مع التحفظ المحاسبي للشركة i خلال الفترة الحالية t	Agency Ass it *CONS*CFOit
مقياس فرص نمو الشركة i خلال الفترة الحالية t .	M/Bit
اللوغاريتم الطبيعي لحجم الشركة i خلال الفترة الحالية t .	L SIZEit
العائد السنوي لسهم الشركة i خلال الفترة السابقة $t-1$.	RET it-1
الإنفاق الإستثماري لشركة i خلال الفترة السابقة $t-1$.	INV it-1
الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية للشركة i خلال الفترة الحالية t .	STD FCO it
نمو المبيعات للشركة i خلال الفترة الحالية t .	G SALESit
الرفع المالي للشركة i خلال الفترة الحالية t .	Levit

٣,١,٦ التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

المتغير التابع	
الإنفاق الإستثماري للإنفاق للشركة i في الفترة t	الإنفاق الإستثماري للفترة الحالية (INVit)
إجمالي الأصول للشركة i في الفترة $t - 1$	

المتغيرات المستقلة

التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في الفترة t	التدفقات النقدية التشغيلية CONSit
إجمالي الأصول للشركة i في الفترة $T - 1$	
التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في الفترة t - المدفوعات الإستثمارية للشركة i في الفترة t	قياس تكلفة الوكالة بالتدفقات النقدية الحرة Agency fcfit
إجمالي الأصول للشركة i في الفترة t	
توزيعات الأرباح للشركة i في الفترة t	قياس تكلفة الوكالة بتوزيعات الأرباح Agency divit
صافي الربح للشركة i في الفترة t	
مبيعات الشركة i في الفترة t	قياس تكلفة الوكالة بمعدل دوران الأصول Agency assre it
إجمالي الأصول للشركة i في الفترة t	

التحفظ المحاسبي CONSit

تعتمد الدراسة على نموذج (Khan & Watts, 2009) في قياس مستويات التحفظ المشروط بالتقارير المالية المفصح عنها بكل شركة من الشركات المكونة لعينة الدراسة بناءً على مؤشر لمستوي التحفظ يسمى C. Score وفقاً لعدد من الخطوات على النحو التالي:

(١) يبدأ النموذج بالإعتماد على استخدام نموذج Basu, 1997 والذي يسمح باختلاف معاملات الإنحدار بين الشركات المكونة لعينة الدراسة مع تغير خصائص الشركات عبر الزمن، ويمكن التعبير عن النموذج المبدئي على النحو التالي:

$$X_{it} / MV_{it} = \beta_1 + \beta_2 Dum_{it} + \beta_3 R_{it} + \beta_4 R_{it} * Dum_{it} + \epsilon_{it} \rightarrow 1$$

الرمز	المعنى	التعريف الإجرائي
X_i / MV_i	عائد السهم بالنسبة لسعره	$\frac{\text{عائد سهم للشركة } i \text{ في الفترة } 8t}{\text{سعر سهم للشركة } i \text{ في الفترة } t}$
R_{it}	العوائد الرأسمالية للسهم	$\frac{\text{التغير في سعر سهم للشركة } i \text{ بين الفترتين } t, t-1}{\text{سعر سهم للشركة } i \text{ في الفترة } t-1}$
Dum_{it}	متغير وهمي	يأخذ (١) إذا كانت قيمة R_{it} أقل من (صفر)، ويأخذ (صفر) بخلاف ذلك.
$R_{it} * Dum_{it}$	تفاعل العوائد الرأسمالية للأسهم مع المتغير الوهمي	نتاج ضرب القياس الإجرائي للعوائد الرأسمالية للسهم R_{it} في المتغير الوهمي Dum_{it} .

وتشير الرموز التي بالمعادلة السابقة إلى:

^٨ يتم حساب عائد السهم من خلال قسمة صافي ربح العام إلى إجمالي الأسهم

كما يجدر الإشارة إلا أن قيم معاملات الإنحدار بالنموذج السابق ذات دلالات هامة، ويمكن توضيح تلك الدلالات من خلال الجدول التالي:

يعبر عن مدي استجابة سعر السهم لتوقيت الإعراف بالأخبار الإيجابية G. score ، ويرمز له بمؤشر	معامل الإنحدار للعوائد الرأسمالية للأسهم	$\beta 3$
يعبر عن مدي استجابة الإضافية من سعر السهم للأخبار السلبية Timeliness for Bad News Over Good News ، ويرمز له بمؤشر C. score	معامل الإنحدار لإرتباط العوائد الرأسمالية السلبية للأسهم	$\beta 4$

(٢) التعبير عن معاملات ($\beta 4$ ، $\beta 3$) نموذج Basu بأخذ خصائص الشركة في الإعتبار بالنسبة لكل

شركة من شركات عينة الدراسة وذلك على النحو التالي:

- بالنسبة لتقدير معلمة $\beta 3$ لكل شركة من شركات عينة الدراسة؛ فإننا سنعتمد على تقدير المعلمة بعد تعديلها بخصائص الشركة على النحو التالي:

$$G. score = \beta 3 = \mu_1 + \mu_2 Size_{it} + \mu_3 M/Bit + \mu_4 Lev_{it}$$

- بالنسبة لتقدير معلمة $\beta 4$ لكل شركة من شركات عينة الدراسة؛ فإننا سنعتمد على تقدير المعلمة بعد تعديلها بخصائص الشركة على النحو التالي:

$$C.score = \beta 4 = \alpha_1 + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 M/Bit + \alpha_4 Lev_{it}$$

وتشير الرموز التي بالمعادلة السابقة إلى:

الرمز	المعني	التعريف الإجرائي
C.Score	مؤشر التحفظ المحاسبي	تقدير معلمة $\beta 4$ نموذج Basu المعدل بخصائص الشركات، ويقاس بمدي الإستجابة الإضافية من قبل سعر السهم للأخبار السلبية مقارنة بالأخبار الإيجابية
Size_{it}	حجم الشركة	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة i في الفترة t
M/Bit	فرص نمو الشركة	$\frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة } i \text{ في الفترة } t}{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة } i \text{ في الفترة } t}$
Lev_{it}	درجة الرفع المالي	$\frac{\text{إجمالي الإلتزامات للشركة } i \text{ في الفترة } t}{\text{القيمة الدفترية لأصول للشركة } i \text{ في الفترة } t}$

وبالتالي يمكن التعويض في المعادلة رقم (١) بالقيمة المعدلة لكلاً من β_3, β_4 ؛ ومما ينتج عنه نموذج الإنحدار في شكله النهائي، والذي يمكن من خلاله تقدير مقياس *التحفظ المحاسبي C. Score* وذلك على النحو التالي:

$$X_i / MV_i = \beta_1 + \beta_2 \text{Dum}_{it} + R_{it} (\mu_1 + \mu_2 \text{Size}_{it} + \mu_3 M/B_{it} + \mu_4 \text{Lev}_{it}) + R_{it} \times \text{Dum}_{it} (\lambda_1 + \lambda_2 \text{Size}_{it} + \lambda_3 M/B_{it} + \lambda_4 \text{Lev}_{it}) + (\alpha_1 \text{Size}_{it} + \alpha_2 M/B_{it} + \alpha_3 \text{Lev}_{it} + \alpha_4 \text{Dum}_{it} \text{Size}_{it} + \alpha_5 \text{Dum}_{it} M/B_{it} + \alpha_6 \text{Dum}_{it} \text{Lev}_{it}) + \varepsilon_i.$$

المتغيرات الضابطة

فرص نمو الشركة M/B_{it}	$\frac{\text{القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة } i \text{ في الفترة } t}{\text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية للشركة } i \text{ في الفترة } t}$
حجم الشركة $L \text{ SIZE}_{it}$	اللوغارتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة i في الفترة t
العائد السنوي للسهم RET_{it-1}	$\frac{\text{صافي الربح للشركة } i \text{ في الفترة } t-1}{\text{الأسهم المصدر للشركة } i \text{ في الفترة } t-1}$
الإنفاق الإستثماري للفترة السابقة $it-1$ INV	$\frac{\text{الإستثماري للإنفاق للشركة } i \text{ في الفترة } t-1}{\text{إجمالي الأصول للشركة } i \text{ في الفترة } t-2}$
الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية $it \text{ STD FCO}$	الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية خلال ٣ سنوات متتالية، متضمنة الفترة $T-2, T-1, T$
نمو المبيعات $G \text{ SALES}_{it}$	$\frac{\text{مبيعات الشركة } i \text{ في الفترة } t - \text{مبيعات شركة } i \text{ في الفترة } t-1}{\text{مبيعات شركة } i \text{ في الفترة } t-1}$
الرفع المالي Lev_{it}	$\frac{\text{إجمالي الإلتزامات للشركة } i \text{ في الفترة } t}{\text{القيمة الدفترية لأصول للشركة } i \text{ في الفترة } t}$

٦، ١، ٤ مبررات إضافة المتغيرات الضابطة:

• فرص نمو الشركة M/Bit

قد يؤدي زيادة فرص النمو إلى زيادة الدافع لدي المستثمرين بهذه الشركات نحو تخفيض الإستثمار وهو ما يعرف بقصور الإستثمار *Under-Investment Problem* ويأتي هذا التوجه مدفوعاً بتعارضات الوكالة بين الأطراف المختلفة (Myers, 1977)، ومن ناحية أخرى فإن زيادة فرص النمو قد تؤدي إلى زيادة مستويات التدفق النقدي الداخلي، الأمر الذي قد يشجع المديرين على توجيه تلك الفوائض في أوجه استثمار غير مضيف للقيمة وهو ما يعرف بالإفراط في الإستثمار (*Over-Investment Prolem*) (أبوسالم، ٢٠١٩).

• حجم الشركة L SIZEit

يعد حجم الشركة أحد المتغيرات التي قد تؤثر على طبيعة حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، فنجد أن تضخم واتساع حجم عمليات المنشأة قد يجعلها تخضع لما يسمى بالضغوط السياسية من المجتمع المحيط، وبالتالي تصبح بشكل أو آخر تحت ضغوط كبيرة تجاه المجتمع، الأمر الذي قد يدفعها إلى تلبية المتطلبات المجتمعية وتحمل تكلفة اجتماعية مرتفعة، بالإضافة إلى أن تضخم حجم المنشأة وتنوع وتعدد أنشطة الإستثمار قد يؤدي إلى التوسع في توجيه الفوائض الإستثمارية غير مضافة للقيمة ويمكن إرجاع ذلك إلى الترهل الإداري وضعف الرقابة الداخلية، ومن زاوية أخرى فإن زيادة حجم المنشأة قد يجعلها تخضع لرقابة خارجية كبيرة، وتحسن في آليات الحوكمة، الأمر الذي قد ينعكس في تحسن مستوي وجودة القرارات الإستثمارية (Awan et al.,2019؛Wibawa,2017).

• العائد السنوي للسهم RET it-1

أشارت دراستي (Richardson (2006) ؛ Imhof (2014) للدور المؤثر لمتغير العائد السنوي للسهم خلال الفترات السابقة، حيث يعكس المتغير المعلومات المتعلقة بنمو الشركة خلال الفترات القادمة، وهي المعلومات التي لم يتم قياسها من خلال مقياس فرص النمو السنوي

• الإنفاق الإستثماري للفترة السابقة INV it-1

يؤدي الإنفاق الإستثماري خلال الفترات السابقة إلى التأثير بشكل كبير في أوجه الإنفاق الإستثماري خلال الفترة الحالية، فالإنفاق الإستثماري الذي بدء الشروع فيه خلال الفترة السابقة وما زال تحت التنفيذ قد يحتاج لتوجيه جزء كبير من الفوائض النقدية خلال الفترة الحالية في سبيل

استكمال تلك المشروعات، ومن زاوية أخرى فإن الإنفاق الاستثماري التام خلال الفترة السابقة والذي لم تظهر نتائجه الإيجابية خلال الفترة الحالية قد يكون أحد الدوافع لتخفيض الإنفاق الاستثماري خلال الفترة الحالية، حيث قد تواجه الإدارة ضغوطاً ضخمة من قبل الأطراف ذوي المصالح (Wibawa, 2017؛ Awan et al., 2019).

● الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية *STD FCO it*

يعبر الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية عن مستوي التشتت في مستويات النقدية المحتفظ بها لدي المنشأة، فاستمرارية هذه المستويات ونموها بشكل متوازن يساهم في قدرة الإدارة على توجيه بعض / أجزء كبير من هذه التدفقات في الاستثمار، وبناءً على حسابات مستقبلية أقرب للواقع؛ بينما يؤدي زيادة مستويات التشتت في التدفقات النقدية إلى مواجهة الإدارة لصعوبات في صياغة وإتخاذ القرار الاستثماري المناسب للوضع القائم (Hong et al., 2019)؛ (Hong, 2017).

● نمو المبيعات *GSALESit*

قد تؤدي الزيادة في المبيعات بشكل مضطرب إلى دفع الإدارة نحو التوجه إلى التوسع في مستويات النشاط القائمة، بهدف استيعاب الحصة المستقبلية المتوقعة على منتجات المنشأة في المستقبل، وهو الأمر الذي قد يؤثر في طبيعة قرار الاستثمار وأوجه الإنفاق وأولويات الأنشطة التي يمكن أن توجيه الاستثمارات نحوها (Hong, 2017).

● الرفع المالي *Levit*

قد يؤدي ارتفاع درجة الرفع المالي إلى وجود العديد من الإشتراطات والتعهدات التي تحد من حرية المديرين في إتخاذ بعض القرارات الاستثمارية، والمحافظة على السيولة النقدية عند مستويات معينة، وبالتالي فإن التعارضات بين الملاك والدائنين بشأن السياسات الاستثمارية قد تدفع المنشأة إلى تبني سياسة استثمارية غير مثلي (Sub-Optiml Investment pply)، وهو ما يشير إلى أهمية الرفع المالي في قرارات الاستثمار التي يقبل على إتخاذها المديرين (Jensen, 1986؛ Billett et al. 2007).

٥،١،٦ مجتمع وعينة البحث:

يعتمد البحث على عينة من الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، وتتوزع شركات العينة على عدد من القطاعات الاقتصادية خلال الفترة من عام ٢٠٠١م حتي عام ٢٠١٧م، مع الإعتماد على بيانات عام ١٩٩٩، ٢٠٠٠ كسنوات أساس لحساب التغير، والإنحراف

المعياري لعدد من متغيرات الدراسة خلال عام ٢٠٠١، وتتكون العينة الميسرة للبحث الحالي من عدد ١٢٥ شركة (أنظر: ملحق ١) بعد استبعاد الشركات التي تنتمي لقطاع الخدمات المالية نظراً لإختلاف طبيعة عملها وطبيعة القواعد المحاسبية الحاكمة لإعداد التقارير المالية، ويوضح الجدول رقم (٢) التوزيع القطاعي لعينة البحث:

جدول رقم (٢)

التوزيع القطاعي لعينة البحث

م	القطاع	عدد الشركات	النسبة المئوية
١	الموارد الأساسية	7	5.60%
٢	الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	10	8%
٣	الأدوية	10	8%
٤	العقارات	20	16%
٥	موزعون وتجارة تجزئة	4	3.20%
٦	كيماويات	7	5.60%
7	منتجات منزلية وشخصية	10	8%
٨	الأغذية والمشروبات	19	15.20%
٩	التشييد والبناء	22	17.60%
10	السياحة والترفيهية	11	8.80%
11	الاتصالات والإعلام	3	2.40%
12	مرافق وغاز وبتروول	2	1.60%
	الإجمالي	125	100%

٦,١,٦ مصادر الحصول على بيانات البحث:

اعتمدت الدراسة على مصادر متنوعة في سبيل الحصول على البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الإمبريقية وتمثل هذه المصادر في:

- هيئة الرقابة المالية.
- مواقع الشركات على شبكة الإنترنت.
- موقع مباشر.

٢,٦ اختبار فرضيات الدراسة:

يقدم الجزء التالي عرض وتحليل للإحصاءات الوصفية بهدف التعرف على السمات التي انطوت عليها الشركات الممثلة بعينة الدراسة، مع استعراض للإختبارات الإحصائية التي اعتمدت عليها الدراسة في إتمام الشق الإمبريقي، وصولاً لعرض وتحليل نتائج الإنحدار وذلك على النحو التالي:

١,٢,٦ الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث.

جدول رقم (٣)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات البحث

المتغير	الوسط	الوسيط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	الإنحراف المعياري
توزيعات الأرباح	0.052672	0.022251	0.282568	0	0.081161
معدل دوران الأصول	0.796074	0.612678	6.739033	0	0.759607
التحفظ المحاسبي	1.926167	-0.24467	1706.096	-350.817	45.35134
التدفقات النقدية التشغيلية	0.100277	0.071432	3.024625	-4.63193	0.352267
نمو المبيعات	1.266237	0.079018	958.2911	-1	24.38181
الإنفاق الإستثماري	0.04279	0.01481	0.42578	0	0.266265
حجم المنشأة	8.054551	8.182634	10.53932	3.954243	1.047246
الرفع المالي	0.34163	0.4542	0.6245	0.041	0.4558
فرص النمو المستقبلي	0.54605	0.7010	5.0451	0.032	1.01945
عائد السهم	4.13461	1.268131	224.996	-37.21	13.27016
الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية	0.119014	0.067255	3.011194	0	0.226663

وبإمعان النظر للأرقام التي تضمنها الجدول السابق يمكن إبراز عدد من الملاحظات:

- يعبر متغير توزيعات الأرباح عن مستوى تكلفة الوكالة من النوع الثاني في الشركات الممثلة لعينة الدراسة، حيث تدفع الفوائض النقدية في بعض الأحيان إلى قيام إدارة المنشأة بتوجيه جزء منها في صورة توزيعات نقدية على الملاك، وتتطوي التحليلات الوصفية لمتغير توزيعات الأرباح على فجوة كبيرة بين الحد الأدنى والحد الأعلى، حيث بلغ الحد

الأعلى (٠,٢٨٢٥٦٨) وهو ما يشير إلى قيام المنشأة بإجراء توزيعات تعادل ٢٨٪ من قيمة صافي الربح المحقق خلال العام؛ بينما بلغ الحد الأدنى (صفر) وهو ما يشير إلى عدم إجراء أي توزيعات، مع أهمية الإشارة إلى أن هناك بعض القيم السالبة تم استبعادها من الحد الأدنى، حيث تشير هذه القيم إلى قيام المنشأة بإجراء توزيعات مع تحقيقها خسائر، إلا أن جل التركيز في التحليل الإحصائي الوصفي ينصب على معرفة مستوي المدفوعات نسبة إلى الدخل بصرف النظر عن طبيعة الإشارة، كما بلغ الوسيط لقيم المتغير ٢,٢٢٪، والوسط ٥,٢٦٪، والانحراف المعياري ٨,١١٪.

- يعبر متغير معدل دوران الأصول عن مستوي تكلفة الوكالة من النوع الأول في الشركات الممثلة لعينة الدراسة، حيث قد تقوم إدارة المنشأة بتوجيه جزء من الفوائض النقدية نحو استثمارات غير مضيعة للقيمة، وتتراوح قيم المتغير على مستوي شركات العينة ما بين (0, 6.73)، وذلك بمدي كبير يبلغ ٦,٧٣، كمل بلغ متوسط ذلك المعدل على مستوي عينة الدراسة على مدار سبعة عشر عام ٠,٧٩٦ تقريباً، وهو ما يشير إلى أن متوسط نسبة المبيعات السنوية للشركات الممثلة بعينة الدراسة تبلغ ٨٠٪ تقريباً من إجمالي الأصول، وذلك بانحراف معياري قدره ٠,٧٥٩٦٠٧.

- تتراوح قيم متغير التدفقات النقدية التشغيلية في عينة البحث من (-4.631) إلى 3.0246، وهو ما يعد مؤشراً لتفاوت كبير بين مفردات عينة متغير التدفقات النقدية التشغيلية؛ في حين بلغ متوسط قيم المتغير وقيمة الوسيط له 0.1002، 0.0071 على الترتيب، وبلغ الانحراف المعياري للمتغير 0.3522.

- اعتمدت الدراسة على مؤشر c sore في قياس مستوي التحفظ بالشركات الممثلة بعينة، وتراوحت قيم المتغير ما بين (-350.817، 1706.096) وهو ما يعد مؤشراً لتفاوت كبير بين مفردات العينة حيث يصل الفرق بين الحدين إلى ٢٠٥٧، في حين بلغ متوسط قيم المتغير وقيمة الوسيط له ١,٩٢٦١٦ (-٢٤٤٦، ٠) على الترتيب، وبلغ الانحراف المعياري للمتغير 45.35134.

- تتراوح قيم متغير الإنفاق الإستثماري ما بين صفر و 0.42، وهو ما يعد مؤشراً لوجود مدي واسع بين قيم المتغير، كما تشير نتائج التحليل الإحصائي للمتغير أن متوسط قيم المتغير وقيمة الوسيط له بلغت 0.042، 0.014 على الترتيب، وبلغ الانحراف المعياري للمتغير 0.2662.

٢،٢،٦ الأساليب الإحصائية والتحقق من شروطها.

تتعدد البرامج والحزم الإحصائية التي يمكن الإعتماد عليه في إتمام الإختبارات الإحصائية، واعتمد البحث الحالي على عدد من تلك البرامج والحزم عند إتمام التحليلات الإحصائية اللازمة لإختبار الفرضيات وهي:

- برنامج Stata الإصدار الرابع عشر
- برنامج SPSS الإصدار الثاني والعشرون
- برنامج E-VIEWS الإصدار الرابع عشر

٣،٢،٦ مصفوفة بيرسون للإرتباطات الثنائية

يمكن الإعتماد على مصفوفة إرتباط بيرسون في استكشاف طبيعة العلاقة واتجاهها بين المتغيرات الرئيسية التي يتضمنها نموذج الإنحدار، والكشف بصورة مبدئية عن احتمالية وجود مشكلة الإزدواج الخطي من عدمه؛ حيث ينبغي ألا تتعدى قيمة معامل الإرتباط بين أي متغيرين انطوي عليهم نموذج الإنحدار عن (٠،٨) (Gujarati, 2003)، ويساهم الجدول رقم (٤) في عرض مصفوفة إرتباط بيرسون بين متغيرات البحث على النحو التالي:

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية (م ٢، ع ١٤، ج ٢، يناير ٢٠٢١)

د. محمد محمود سليمان محمد

جدول رقم (٤) مصفوفة ارتباط بيرسون

STD.F CO	Relit- 1	M_BI	LEV	L.SISE	G.SA LE	INVT-1	CON	CFO.CON. Aga_DIV	CFO.CO N.Aga.aS	CFO.C ON	CFO	CFO. Aga _DIV	CFO.A gan_ as	Agan_d iv	Agan_ as	INVT	المتغيرات
																١	INVT
																٠,٠١٣ ٠,٥٢٦	Agan_as
																٠,٢٧١ ٠,٢١٤	Agan_div
													١	٠,١٥٧ ٠,٤١٨	٠,٤٦٠ *٠,٠٠	٠,٣٦ ٠,٧٦٥	CFO.Aga n_as
												١	٠,٥١٥ *٠,٠٠	٠,٣٠٥ *٠,٠٠	٠,٠١٢ ٠,٥٧٨	٠,٣٦٢ *٠,٠٠	CFO.Aga n_DIV
											١	٠,٦١٥ *٠,٠٠	٠,٧٧٥ *٠,٠٠	٠,٠١٧ ٠,٤٢٦	٠,٠٢٢ ٠,٢٩٩	٠,٥٥٨ *٠,٠٠	CFO
										١	٠,١٣٣ *٠,٠٠	٠,٠٢٥ ٠,٢٣٧	٠,٠٨٧ *٠,٠٠	٠,٠٠٥ ٠,٧٩٠	٠,٠٠٤ ٠,٨٤٢	٠,٣٢٩ *٠,٠٠	CFO.CO N
									١	٠,٧٨٤ *٠,٠٠	٠,٠٩٦ *٠,٠٠	٠,٠١٠ ٠,٦٤١	٠,٠١٣٢ ٠,٥٤٤	٠,٠٠٢ ٠,٩٢٦	٠,٠١٨ ٠,٣٩٨	٠,٢٧٠ *٠,٠٠	CFO.CO N.Agan.as
								١	٠,٣٣٢ *٠,٠٠	٠,٣٦٩ *٠,٠٠	٠,٠٣٠ ٠,١٦٧	٠,١٦٦ *٠,٠٠	٠,٠١٣ ٠,٥٢٨	٠,٧٧٩ *٠,٠٠	٠,٠٠٩ ٠,٦٥٣	٠,١١٠ *٠,٠٠	CFO.CO N.Aga.DI
							١	٠,٠٣١ ٠,١٤٦	٠,١٢١ *٠,٠٠	٠,١٤٠ *٠,٠٠	٠,٠٠٣ ٠,٨٧٥	٠,٠٠٦ ٠,٧٥٨	٠,٠٠٤ ٠,٨٣٧	٠,٠٠٤ ***٠,٠٦٢	٠,٠١٢ ٠,٥٦٣	٠,٠٢٣ **٠,٥٢٠	CON
						١	٠,٠٠٢ ٠,٩١٤	٠,٠٣٨ ***٠,٠٧٨	٠,٠٣٩ ***٠,٠٧٤	٠,٠٤٩ **٠,٠٠٢	٠,٥١٤ *٠,٠٠	٠,٣٦٦ *٠,٠٠	٠,٤٢١ *٠,٠٠	٠,٠٠٦ ٠,٧٥٩	٠,٠١٢ ٠,٥٧٣	٠,٠٦٤ *٠,٠٠	INVT-1
					١	٠,٠٠١ ٠,٠٠٢	٠,٠٠٠ ٠,٠٠٠	٠,٠٠١ ٠,٠٠١	٠,٠٠١ ٠,٠٠١	٠,٠١٤ ٠,٠٠٧	٠,٠٠٧ ٠,٠١١	٠,٠٠٧ ٠,٠١١	٠,٠٠٣ ٠,٠٠٣	٠,٠٢٧ ٠,٠٢٧	٠,٠٠٤ ٠,٠٠٤	٠,٠٠٤ ٠,٠٠٤	G.SALE

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية (م ٢، ع ١، ج ٢، يناير ٢٠٢١)

د. محمد محمود سليمان محمد

						٠,٩٦١	٠,٨٩٦	٠,٩٩٧	٠,٩٥٦	٠,٩٦١	٠,٥١٤	٠,٧٣٨	٠,٥٨٧	٠,٨٥٧	٠,٢٠٩	**٠,٣١				
					٠,١٢٠	٠,١٨٢	٠,٠٢٨	٠,٠١٥	٠,٠٥٨	٠,٠٥٣	٠,٣٤٨	٠,١٩١	٠,٠٣٠	٠,٠٠٧	٠,٠٠٤	٠,١٨٢	L.SIZE			
				١	٠,٥٨٣	*٠,٠٠٠	٠,٢٠٠	٠,٤٧٨	*٠,٠٠٧	**٠,٠١٤	*٠,٠٠٠	*٠,٠٠٠	*٠,٠٠٠	٠,٧١٨	٠,٨٢٧	*٠,٠٠٠				
				٠,٠٠٤	٠,٠٠٤	٠,٠٣٧	٠,١٩٩	٠,٠٠٢	٠,٠٢٢	٠,٠١٩	٠,٠٣٤	٠,٠٠٠	٠,٠٥٢	٠,٠٠٥	٠,٠١٥	٠,٠٢٥	LEV			
				١	٠,٨٣٧	٠,٨٣٧	٠,٠٨٨	*٠,٠٠٠	٠,٨٩٢	٠,٢٩٧	٠,٣٦٢	٠,١١٩	٠,٩٩١	**٠,٠١٦	٠,٨١٧	٠,٤٩٢				
				٠,٦٥٣	٠,٠٢٥	٠,٠٠٣	٠,٠٠٥	٠,٦٣٤	٠,٠٠١	٠,٠٦٥	٠,٠٠٥	٠,٠٠٨	٠,٠٠٧	٠,٠٣١	٠,٠٠٦	٠,٠٢٦	M_BI			
				١	*٠,٠٠٠	٠,٢٤٥	٠,٨٦٥	٠,٧٨٥	*٠,٠٠٠	٠,٩٣١	*٠,٠٠٢	٠,٧٩٧	٠,٦٩١	٠,٧٢٨	٠,١٥٦	٠,٧٨٠	٠,٢٢٠			
				٠,٠٠٣	٠,٠٠٣	٠,٠٣٢	٠,٠١٣	٠,٠١٢	٠,٠٢٤	٠,٠٥٣	٠,٠٠٣	٠,٠١٥	٠,٢٢٢	٠,٠٩٩	٠,٢٦٠	٠,٧٢٣	٠,٠٤٧	Relit-1		
				١	٠,٨٧٠	٠,٨٦١	٠,١٣٥	٠,٥٣٣	٠,٥٧٦	٠,٢٧٢	٠,٠١٤	٠,٨٥٨	٠,٤٧٣	*٠,٠٠٠	*٠,٠٠٠	*٠,٠٠٠	*٠,٠٠٩	**٠,٠٠٢	**٠,٠٤٠	
				٠,٠٤٨	٠,٠٠٠	٠,٠٠٨	٠,٠٣٠	٠,٠٣١	٠,٠٥٣	٠,٠١١	٠,٠٠٣	٠,٠٤١	٠,٠١٧	٠,٠٠٩	٠,٠١٧	٠,٠٣٧	٠,٠٧٠	٠,٠٤٤	STD.FCO	
				١	**٠,٠٠٢	٠,٩٨٣	٠,٦٩٥	٠,١٦١	٠,١٤٤	**٠,٠١٤	٠,٠٦١	٠,٨٧٠	***٠,٠٥٨	٠,٤١١	٠,٦٥١	٠,٤٢٣	٠,٨٦٢	***٠,٠٨٥	*٠,٠٠١	**٠,٠٤٠

وتشير الرموز التي تضمنتها مصفوفة الارتباط إلى ما يلي:

التحفظ المحاسبي	CON	الإنفاق الإستثماري الفترة T	INVT
الإنفاق الإستثماري للفترة T-1	INVT-1	تكلفة الوكالة مفاصة بمعدل دوران الأصول	Agan_as
معدل نمو المبيعات	G. SALE	تكلفة الوكالة مفاصة بتوزيعات الأرباح	Agan_div
حجم الشركة	L.SIZE	تفاعل التدفقات النقدية التشغيلية مع معدل دوران الأصول	CFO.Agan_as
الرفع المالي	LEV	تفاعل التدفقات النقدية التشغيلية مع معدل توزيعات الأرباح	CFO.Agan_DIV
فرص نمو الشركة	M_BI	التدفقات النقدية التشغيلية	CFO
ربحية السهم خلال الفترة T-1	Relit-1	تفاعل التدفقات النقدية التشغيلية مع التحفظ المحاسبي	CFO.CON
الانحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية	STD.FCO	تفاعل التدفقات النقدية التشغيلية مع التحفظ المحاسبي مع معدل دوران الأصول	CFO.CON.Agan_as
الارتباط معنوي عند مستوي معنوية ١%	(*)	تفاعل التدفقات النقدية التشغيلية مع التحفظ المحاسبي مع معدل توزيعات الأرباح	CFO.CON.Agan.DIV
الارتباط معنوي عند مستوي معنوية 10%	(***)	الارتباط معنوي عند مستوي معنوية ٥%	(**)

وبتحليل ما انطوي عليه الجدول السابق رقم (٤) من معاملات ارتباط بين المتغيرات التي انطوت عليها الدراسة الحالية يتبين أن جُل هذه المعاملات أقل من ٠,٨ مما يشير إلى عدم وجود مشكلة ازدواج خطي بين المتغيرات (Gujarati, 2003)، وبالنظر إلى عمود المتغير التابع يتضح وجود تأثير لكلاً من التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الاستثماري.

٦, ٢, ٤ نتائج تحليل الانحدار

تعتمد الدراسة الحالية على نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model في إجراء الإختبارات الإحصائية، حيث يعتبر هذا النموذج الأنسب في ظل ما تعرضت له الشركات الممثلة في عينة الدراسة من أزمات اقتصادية نتيجة لأحداث متعددة بدءاً من الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ مروراً بالأحداث السياسية بمصر في الفترة من عام ٢٠١١ حتى عام ٢٠١٣، ويؤكد على سلامة هذا الإختيار ما تم القيام به من اختبارات مفاضلة مع النماذج الأخرى البديلة (Fixed, Random)، فمن خلال اختبار Husman Test الذي يستخدم للمفاضلة بين كلاً من نموذجي (Fixed, Random) نجد أن قيمة (P Value < 0.0000) وهو ما يشير إلى أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات التي تنطوي عليها الدراسة الحالية (Baltag, 2008).

واعتمدت الدراسة على اختبار (F Test) للمفاضلة بين نموذجي (Fixed, pool)، وتشير نتائج الإختبار إلى أن قيمة (P Value < 0.0000) ويعني ذلك أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة للبيانات الحالية (Baltag, 2008)، وبناءً على مفاضلات السابقة بين النماذج المختلفة اتجهت الدراسة الحالية لإستخدام نموذج التأثيرات الثابتة في معالجة البيانات في الجانب التطبيقي بالدراسة. واعتمدت الدراسة في تحييد المشاكل الإحصائية التي قد ترتبط بالبيانات على اختبار Robust Standard errors حيث يتيح هذا الإختبار قبول النتائج بعد تحييد مشكلتي الارتباط الذاتي للبيانات Autocorrelation، وعدم ثبات التباينات Heteroscedasticity (Hetzoscedasticity, Holzacker et al., 2015)، وللتأكد من خلو البيانات من مشكلة الإزدواج الخطي Multicollinearity اعتمدت الدراسة على معامل تضخم البيانات (VIF^٩)، ويعرض الجدول رقم (٥) نتائج قياس VIF:

^٩ VIF: Variance Inflation Factor

جدول رقم (٥): نتائج قياس (VIF) لمتغيرات الدراسة

VIF				المتغيرات المستقلة
النموذج الرابع	النموذج الثالث	النموذج الثاني	النموذج الأول	
1.27	1.18	-	-	Agan_as
5.51	1.65	-	-	Agan_div
5.23	4.19	-	-	CFO.Agan_as
2.09	2.07	-	-	CFO.Agan_DIV
4.21	4.13	1.58	-	CFO
7.03	_	2	-	CFO.CON
8.04	_	-	-	CFO.CON.Agan_as
5.29	_	-	-	CFO.CON.Agan.DIV
2.57	_	2.07	-	CONS
1.88	1.80	1.70	1.68	INVT-1
1.01	1.01	1.01	1	G. SALE
1.03	1.02	1.02	1.01	L.SIZE
2.21	1.75	2.15	1.75	LEV
3.73	1.75	3.60	1.75	M_BI
1.05	1.04	1.03	1.03	Relit-1
1.73	1.72	1.72	1.71	STD.FCO

ويساهم معامل تضخم التباين (VIF) في الحكم على مدى خلو البيانات من مشكلة الإزدواج الخطي من خلال قياس الزيادة في تباين تقديرات معالم نموذج الانحدار مما يؤدي في نهاية المطاف لإنخفاض قيمة T المحسوبة وبالتالي إنخفاض معنوية الإختبارات الإحصائية.

وتظل البيانات مقبولة ويمكن الإعتماد عليها وتعميم النتائج الإحصائية التي تنتج عن تشغيلها إذا كانت قيمة معامل التضخم أقل من ١٠ لأي متغير من المتغيرات التي ينطوي عليها نموذج الانحدار، وتشير النتائج المعروضة بالجدول رقم (٥) أن الإزدواج الخطي بين متغيرات النموذج التفسيرية غير خطيرة، حيث أن أقصى قيمة لمعامل تضخم التباين بلغت ٨,٠٤١ وهي للمتغير الناتج عن تفاعل التدفقات النقدية التشغيلية مع التحفظ المحاسبي مع معدل دوران الأصول CFO.CON.Agan_as.

نتائج تحليل الإنحدار من تشغيل نموذج الإنحدار الأساسي

يظهر الجدول رقم (٦) نتائج تشغيل الإنحدار للنموذج الأساسي من خلال استخدام نموذج التأثيرات الثابتة للتعرف على طبيعة العلاقة الأساسية بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق للإستثماري على عينة الشركات الممثلة بالبحث.

جدول رقم (٦)

نتائج تحليل الانحدار بين المتغير المستقل "التدفقات النقدية التشغيلية" والمتغير التابع " الإنفاق

الإستثماري " بإستخدام نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model

النموذج الأول (الأساسي): حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية					
$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 M/Bit + \beta_3 L SIZE_{it} + \beta_4 RET_{it-1} + \beta_5 INV_{it-1} + \beta_6 STD FCO_{it} + \beta_7 G SALES_{it} + \beta_8 Levit + \epsilon_{it}$					
معنوية معاملات الإنحدار		الخطأ المعياري Robust.St d. Error	معاملات الإنحدار		المتغيرات المستقلة
مستوي الدلالة (Sig)	قيمة (T)				
0.8311	0.21	0.053999	0.0115	0β	ثابت الإنحدار
*0.000	6.08	0.0153	0.0931	β_1	CFO _{it}
0.6597	-0.4404	0.00021	-0.00009	β_2	M/Bit
0.8574	0.179	0.006649	0.001195	B_3	L SIZE _{it}
0.4936	-0.684	0.000443	-0.0003	B_4	RET _{it-1}
*0.000	4.68	0.023255	0.08969	B_5	INV _{it-1}
*0.000	13.93	0.029127	0.40582	B_6	STD FCF _{it}
*0.000	3.457	0.000201	0.0006431	B_7	G SALES _{it}
0.7661	0.297	0.000219	0.00006	B_8	Levit
* دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث (Sig<0.01)					
** دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث (Sig<0.05)					
*** دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث (Sig<0.10)					
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 29.19%			معامل التحديد (R ²) = 29.46%		
دلالة اختبار (F) = ***0.000			قيمة (F) المحسوبة = 7.58		
عدد المشاهدات = 2090					

ويعرض الجدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول (الأساسي)، والتي تم التوصل إليها على مستوى عينة البحث، وتشير نتائج تحليل الانحدار إلى معنوية نموذج الانحدار الخطي بين المتغير التابع "الإنفاق الاستثماري" ومجموعة المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما تشير نتائج تحليل الانحدار أن قيمة معامل التحديد R^2 الخاصة بنموذج الدراسة الحالية يعادل ٠,٢٩٤٦، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة) تفسر ٢٩,٤٦٪ من التباين في قيمة المتغير التابع "الإنفاق الاستثماري"، كما بلغ معامل التحديد المعدل $Adjusted R^2$ ٢٩,١٩٪.

وتشير النتائج المتوصل إليها والمتعلقة بالنموذج الأساسي إلى وجود علاقة معنوية وطردية بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الاستثماري، ويستدل على ذلك بالنظر إلى معامل الانحدار للمتغير حيث نجد أن $(\beta_1 = 0.0931)$ عند مستوى معنوية أقل من ١٪.

كما تشير النتائج الخاصة بالمتغيرات الضابطة بالنموذج الأول إلى وجود علاقة طردية بين الإنفاق الرأسمالي في الفترة السابقة والإنفاق الرأسمالي بالفترة الحالية ويستدل على ذلك بالنظر إلى معامل الانحدار للمتغير INVT-1 حيث نجد أن $(\beta_5 = 0.108969)$ عند مستوى معنوية أقل من ١٪، وتشير النتائج إلى وجود علاقة طردية بين الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الاستثماري ويستدل على ذلك بالنظر إلى معامل الانحدار للمتغير STD FCFit حيث نجد أن $(\beta_6 = ٠,٤٠٥٨٢)$ عند مستوى معنوية أقل من ١٪، كما تشير النتائج إلى وجود علاقة طردية بين النمو في المبيعات والإنفاق الاستثماري ويستدل على ذلك بالنظر إلى معامل الانحدار للمتغير G SALESit حيث نجد أن $(\beta_5 = ٠,٥٢٤٣)$ عند مستوى معنوية أقل من ١٪.

نتائج تحليل الانحدار من تشغيل نموذج الانحدار الثاني

يظهر الجدول رقم (٧) نتائج تشغيل نموذج الانحدار الأساسي بهدف التعرف على الدور المنظم لمتغير التحفظ المحاسبي على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الاستثماري من خلال استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

جدول رقم (٧)

نتائج تحليل الانحدار لإستكشاف تأثير التحفظ المحاسبي على طبيعة العلاقة بين "التدفقات النقدية التشغيلية" والمتغير التابع " الإنفاق الإستثماري " بإستخدام نموذج التأثيرات الثابتة **Fixed Effect Model**

النموذج الثاني: أثر التحفظ المحاسبي على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية					
$INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CONS_{it} + \beta_3 CFO_{it} * CONS_{it} + \beta_4 M/Bit + \beta_5 L SIZE_{it} + \beta_6 RET_{it-1} + \beta_7 INV_{it-1} + \beta_8 STD FCO_{it} + \beta_9 G SALES_{it} + \beta_{10} Lev_{it} + \epsilon_{it}$					
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Robust.Std. Error	معاملات الانحدار β		المتغيرات المستقلة
مستوي الدلالة (Sig)	قيمة (T)				
0.8084	0.2425	0.054161	0.0131	β_0	ثابت الانحدار
*0.000	6.446	0.018399	0.113611	β_1	CFO _{it}
***0.050	-2.3237	0.000152	-0.00125	β_2	CONS _t
*0.0033	-2.9781	0.0524	-0.11630	β_3	CFOTCONST
0.362	-0.911	0.000303	-0.00028	β_4	M/Bit
0.9192	0.1014	0.006676	0.000678	β_5	L SIZE _{it}
0.4783	-0.70912	0.000443	-0.00031	β_6	RET _{it-1}
*0.000	4.9639	0.023418	0.116248	β_7	INV _{it-1}
*0.000	13.822	0.029127	0.402622	β_8	STD FCF _{it}
*0.000	4.5313	0.000201	0.09431	β_9	G SALES _{it}
0.418	0.8101	0.000244	0.000198	β_{10}	Lev _{it}
* دالة عند مستوى معنوية ١٪، حيث (Sig<0.01)					
** دالة عند مستوى معنوية ٥٪، حيث (Sig<0.05)					
*** دالة عند مستوى معنوية ١٠٪، حيث (Sig<0.10)					
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 30.68%			معامل التحديد (R ²) = 34.24%		
دلالة اختبار (F) = ***0.000			قيمة (F) المحسوبة = 7.58		
عدد المشاهدات = 2090					

ويعرض الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثاني والتي تم التوصل إليها على مستوى عينة البحث، وتشير نتائج تحليل الانحدار معنوية نموذج الانحدار الخطي بين المتغير التابع "الإنفاق الإستثماري" ومجموعة المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة، والمنظمة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما تشير نتائج تحليل الانحدار أن قيمة معامل التحديد R^2 الخاصة بنموذج الدراسة الحالية يعادل ٠,٣٤٢٤، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة) تفسر ٣٤,٢٤٪ من التباين في قيمة المتغير التابع "الإنفاق الإستثماري"، كما بلغ معامل التحديد المعدل ٢٩,٦٨٪.

وتشير النتائج المتوصل إليها والمتعلقة بالنموذج الثاني إلى وجود تأثير معنوي للمتغير المنظم "التحفظ المحاسبي" على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الإستثماري، ويستدل على ذلك بالنظر إلى معامل الانحدار للمتغير المستقل CFO، ومعامل الانحدار للمتغير التفاعلي عن تأثير التحفظ المحاسبي CFOTCONST حيث بلغت قيمة β لكلا المتغيرين ($\beta_1 = 0.113611$) ($\beta_{10} = -0.11630$) عند مستوى معنوية ١٪، ١٪ على الترتيب.

نتائج تحليل الانحدار من تشغيل نموذج الانحدار الثالث

يظهر الجدول رقم (٨) نتائج تشغيل نموذج الانحدار الثالث بهدف التعرف على الدور المنظم لمتغير تكلفة الوكالة بنوعها على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الإستثماري من خلال استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

جدول رقم (٨)

نتائج تحليل الانحدار لإستكشاف تأثير الدور المنظم لتكلفة الوكالة على طبيعة العلاقة بين "التدفقات النقدية التشغيلية" والمتغير التابع "الإنفاق الإستثماري" بإستخدام نموذج التأثيرات الثابتة

Fixed Effect Model

النموذج الثالث: أثر تكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية					
INVIT = INVit = $\beta_0 + \beta_1 CFOit + \beta_2 Agency\ divit + \beta_3 Agency\ assit + \beta_4 Agency\ Ass\ it + \beta_5 Agency\ divit * CFOit + \beta_6 M/Bit + \beta_7 L\ SIZEit + \beta_8 RETit-1 + \beta_9 INVit-1 + \beta_{10} STD\ FCOit + \beta_{11} G\ SALESit + \beta_{12} Levit + \epsilon it.$					
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Robust.Std. Error	معاملات الانحدار β		المتغيرات المستقلة
مستوي الدلالة (Sig)	قيمة (T)				
0.8576	0.179	0.05367	0.0096	β_0	ثابت الانحدار
**0.0173	2.38	0.02853	0.0679	β_1	CFOit
0.2341	3.53	0.00291	0.0103	β_2	Agencydiv
0.2081	1.25	0.01245	0.0156	β_3	Agencyassre
**0.000	2.46	0.03157	0.0777	β_5	CfoAgencydiv
*0.000	5.81	0.02284	0.1327	β_4	CfoAgencyAsse
0.9767	0.02	0.00659	0.0001	β_7	L SIZEit
0.7885	0.2682	0.000216	0.00005	β_{12}	Levit
0.7049	-0.378	0.000207	-0.00007	β_6	M/Bit
0.5843	-0.547	0.000441	-0.00024	β_8	RETit-1
*0.000	13.9	0.028781	0.402775	β_{10}	STD FCFit
*0.000	5.2	0.02373	0.12401	β_9	INVit-1
0.000	3.20	0.000199	0.09154	β_{11}	G SALESit
* دالة عند مستوي معنوية ١٪، حيث (Sig<0.01)					
** دالة عند مستوي معنوية ٥٪، حيث (Sig<0.05)					
*** دالة عند مستوي معنوية ١٠٪، حيث (Sig<0.10)					
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 31.40%			معامل التحديد (R ²) = 35.87%		
دلالة اختبار (F) = 0.000***			قيمة (F) المحسوبة = 8.02		
عدد المشاهدات = 2090					

ويعرض الجدول رقم (٨) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثالث والتي تم التوصل إليها على مستوى عينة البحث، وتشير نتائج تحليل الانحدار معنوية نموذج الانحدار الخطي بين المتغير التابع "الإنفاق الإستثماري" ومجموعة المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة، والمنظمة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما تشير نتائج تحليل الانحدار إلى أن قيمة معامل التحديد R^2 الخاصة بنموذج الدراسة الحالية يعادل ٠,٣٥٨٧، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة) تفسر ٣٥,٨٧٪ من التباين في قيمة المتغير التابع "الإنفاق الإستثماري"، كما بلغ معامل التحديد المعدل ٣١,٤٠٪.

وتشير النتائج المتوصل إليها والمتعلقة بالنموذج الثالث إلى وجود تأثير معنوي للمتغير المنظم تكلفة الوكالة مقياساً بمعدل دوران الأصول، ومقاساً بتوزيعات الأرباح على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الإستثماري، ويستدل على ذلك بالنظر إلى معامل الانحدار للمتغيرات التفاعلية CfoAgencyAsse، CfoAgencydiv حيث بلغت قيمة β لكلا المتغيرين (0.0777) $\beta_4 = 0.1327$ عند مستوى معنوية ١٪ على الترتيب.

نتائج تحليل الانحدار من تشغيل نموذج الانحدار الرابع

يظهر الجدول رقم (٩) نتائج تشغيل نموذج الانحدار الرابع بهدف التعرف على الدور المنظم لتفاعل متغيري تكلفة الوكالة بنوعيه والتحفظ المحاسبي على طبيعة العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والإنفاق الإستثماري من خلال استخدام نموذج التأثيرات الثابتة.

جدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار لإستكشاف تأثير الدور المنظم لتفاعل كلا من متغيري التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة على طبيعة العلاقة بين "التدفقات النقدية التشغيلية" والمتغير التابع " الإنفاق الإستثماري " بإستخدام نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model

النموذج الرابع: تأثير تكلفة الوكالة على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.					
$INV_{it} = INV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CONS_{it} + \beta_3 CFO_{it} * CONS_{it} + \beta_4 Agency\ divit + \beta_5 Agency\ Ass\ it + \beta_6 Agency\ divit * CFO_{it} + \beta_7 Agency\ Assit * CFO_{it} + \beta_8 Agency\ divit * CONS * CFO_{it} + \beta_9 Agency\ Assit * CONS * CFO_{it} + \beta_{10} M/Bit + \beta_{11} L\ SIZE_{it} + \beta_{12} RET_{it-1} + \beta_{13} INV_{it} + \beta_{14} STD\ FCO_{it} + \beta_{15} G\ SALES_{it} + \beta_{16} Levit - 1 + \epsilon_{it}$					
معنوية معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Robust.Std. Error	معاملات الانحدار β		المتغيرات المستقلة
مستوي الدلالة (Sig)	قيمة (T)				
0.8305	0.214	0.053497	0.011452	β_0	ثابت الانحدار
***0.0975	2.48	0.028626	0.04253	β_1	CFOit
0.2237	-0.637	0.000166	-0.00011	β_2	CONSt
0.0832	-2.22	0.000945	-0.001211	β_3	CFOTCONST
*0.000	5.19	0.00534	0.02777	β_4	Agencydiv
0.6816	0.410	0.012562	0.005154	β_5	Agencyassre
*0.0065	2.72	0.031391	0.085518	β_6	CfoAgencydiv
*0.000	6.98	0.025199	0.176062	β_7	CfoAgencyAsse
*0.0001	-3.83	0.01392	-0.055334	β_8	CFOTCONSTAgencydiv
0.1426	1.46	0.00108	0.001585	β_9	CFOTCONSTAgencyAss
0.211	-1.251	0.000301	-0.00038	β_{10}	M/Bit
0.9377	0.078	0.006571	0.000513	β_{11}	L SIZEit
0.8351	-0.208	0.00044	0.0009	β_{12}	RETit-1
*0.000	5.923	0.024007	0.142212	β_{13}	INVit-1
*0.000	13.9	0.028551	0.398176	β_{14}	STD FCFit
*0.0016	0.098	0.000197	0.00019	β_{15}	G SALESit
0.3027	1.03	0.000242	0.000249	β_{16}	Levit
					* دالة عند مستوي معنوية ١٪، حيث (Sig<0.01)
					** دالة عند مستوي معنوية ٥٪، حيث (Sig<0.05)
معامل التحديد المعدل (Adjusted R ²) = 32.72%			معامل التحديد (R ²) = 37.23%		
دلالة اختبار (F) = 0.000***			قيمة (F) المحسوبة = 8.25		
عدد المشاهدات = 2090					

ويعرض الجدول رقم (٩) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الرابع والتي تم التوصل إليها على مستوى عينة البحث، وتشير نتائج تحليل الانحدار معنوية نموذج الانحدار الخطي بين المتغير التابع "الإنفاق الإستثماري" ومجموعة المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة، والمنظمة)، وهو ما يستدل عليه من دلالة اختبار (F). كما تشير نتائج تحليل الانحدار إلى أن قيمة معامل التحديد R^2 الخاصة بنموذج الدراسة الحالية يعادل ٠,٣٧٢٣، وهو ما يعني أن المتغيرات المفسرة (التابعة والضابطة) تفسر ٣٧,٢٣٪ من التباين في قيمة المتغير التابع "الإنفاق الإستثماري"، كما بلغ معامل التحديد المعدل ٣٢,٢٧٪.

وتشير النتائج المتوصل إليها والمتعلقة بالنموذج الرابع إلى وجود تأثير معنوي لتفاعل المتغيرات المنظمة المتمثلة في التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة على طبيعة العلاقة بين "التدفقات النقدية التشغيلية" والمتغير التابع "الإنفاق الإستثماري"، ويستدل على ذلك بالنظر إلى معامل الانحدار للمتغيرات التفاعلية CFOTCONSTAgencyAss، CFOTCONSTAgencydiv حيث بلغت قيمة β لكلا المتغيرين ($\beta_8 = -0.055334$) ($\beta_9 = 0.001585$) عندي مستوى معنوية ١٪، وغير معنوي على الترتيب.

٥,٢,٦ نتائج اختبارات فرضيات الدراسة:

(١) أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير معنوية وطردي لتكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي لا يمكن رفض الفرضية الفرعية الأولى (1a) القائلة "يوجد علاقة بين تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية".

(٢) أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير معنوية وطردي لتكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، وبالتالي لا يمكن رفض الفرضية الفرعية الأولى (1b) القائلة "يوجد علاقة بين تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية".

(٣) أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير معنوية وعكسي للتحفظ المحاسبي على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويتضح أثر ذلك من جلياً خلال تخفيض قوة الارتباط بين المتغيرين عند أخذ تفاعل التحفظ المحاسبي مع التدفقات النقدية التشغيلية في الإعتبار، وبالتالي لا

يمكن رفض الفرضية الثانية القائلة " يوجد علاقة بين التحفظ المحاسبي وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية "

(٤) أظهرت نتائج تحليل الانحدار وجود تأثير معنوية وعكسي للتحفظ المحاسبي في دور تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويتضح أثر ذلك من خلال تخفيض قوة الارتباط بين المتغيرات عند أخذ تفاعل التحفظ المحاسبي مع كلاً من التدفقات النقدية التشغيلية وتكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح في الإعتبار وبالتالي لا يمكن رفض الفرضية الفرعية الثالثة (٣a) القائلة " يوجد علاقة بين تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية. "

(٥) أظهرت نتائج تحليل الانحدار عدم وجود تأثير للتحفظ المحاسبي في طبيعة دور تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية وبالتالي يمكن رفض الفرضية الفرعية الثالثة (3b) القائلة " يوجد علاقة بين تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية. "

جدول رقم (١٠)

ملخص نتائج اختبارات فرضيات الدراسة

الفرضيات	متغيرات الدراسة	العلاقات المتوقعة	نتيجة اختبار الفرضية
الأولي (a)	تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الإستثماري.	؟	لا يمكن رفضها
الأولي (b)	تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الإستثماري.	؟	لا يمكن رفضها
الثانية	التحفظ المحاسبي، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الإستثماري	؟	لا يمكن رفضها
الثالثة (a)	التحفظ المحاسبي، تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الإستثماري.	؟	لا يمكن رفضها
الثالثة (b)	التحفظ المحاسبي، تكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول، التدفقات النقدية التشغيلية، الإنفاق الإستثماري.	؟	يمكن رفضها

٦, ٣ مناقشة وتفسير النتائج.

يتركز اهتمام هذه الدراسة في التعرف على طبيعة الدور المنظم لكل من التحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة "مقاسة بتوزيعات الأرباح - وبمعدل دوران الأصول" على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية وقد اتضح من إجراء الاختبار النتائج التالية:

- **وجود** تأثير معنوية وطردى لتكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويمكن تفسير تلك النتيجة من منظور نظرية الوكالة، على إعتبار أن كل طرف سيسعى إلى تعظيم منافعه الشخصية حتي وإن كان ذلك على حساب باقي الاطراف، وبالتالي فإن الإدارة ستسعى إلى تعظيم الاستثمارات التي يتم التوسع فيها، حتي وأن كانت في بعض الأحيان غير مجدية اعتماداً على توافر الفوائض النقدية المتاحة وبالتالي تغليب مصلحتها الذاتية ومصلحة الملاك على حساب مصلحة الدائنين، وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (& Wardhani, 2018 Wibawa).
- **وجود** تأثير معنوية وطردى لتكلفة الوكالة مقاسة بمعدل دوران الأصول على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويمكن تفسير تلك النتيجة من منظور نظرية الوكالة من خلال النظر إلى سلوك الإداري الإنتهازي في الدفع نحو تعظيم مصالحها الشخصية على حساب مصلحة الملاك، وهو الأمر الذي ينعكس بالسلب على قيمة المنشأة ككل
- **وجود** تأثير معنوية وعكسي للتحفظ المحاسبي على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويمكن تفسير تلك النتيجة على إعتبار أن التحفظ المحاسبي يساهم في التخفيف من الإنخفاض الحدي في قيمة الفوائض النقدية من خلال المساهمة في تشجيع الإستثمار الكفاء، والحد من الإنفاق الإستثماري غير المضيف للقيمة، وبالتالي تقييد قرارات الإدارة في توجيه الإستثمارات وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Louis et al., 2012؛ Hang et al., 2019).
- **وجود** تأثير معنوية وعكسي للتحفظ المحاسبي في دور تكلفة الوكالة مقاسة بتوزيعات الأرباح على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويمكن تفسير تلك النتيجة على إعتبار أن التحفظ المحاسبي يعد إجراء رقابي يتم التشديد فيه من قبل الدائنين في الشركات التي تعاني من تكاليف وكالة مرتفعة، كما أن الدائنين غالباً ما يتخذ الشكل المؤسسي (بنوك)،

وبالتالي تخضع المنشأة لإجراءات رقابية ومتابعة حازمة تحد من إمكانيات الإدارة الإنتهازية وتتنفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (& Wardhani, 2018 Wibawa).
• **عدم وجود تأثير للتحفظ المحاسبي في طبيعة دور تكلفة الوكالة مقياساً بمعدل دوران الأصول على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية، ويمكن تفسير تلك النتيجة بضعف البيئة الرقابية من قبل الملاك على تصرفات الإدارة، الأمر الذي يدفع الإدارة إلى تمرير قرارات استثمارية تتوافق مع رغباته دون وجود فاعلنة للتحفظ المحاسبي في الحد من تلك الرغبات.**

٧. الدراسات المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه البحث الحالي من نتائج، يري الباحث أن هناك العديد من المجالات التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث ودراسات مستقبلية ويتمثل أهمها فيما يلي:

- إعادة اختبار الدراسة مع تغيير مقياس التحفظ المحاسبي للتأكد من استقرار النتائج وأخذ أبعاد أخرى في التعريف الإجرائي للتحفظ لم ينطوي عليها القياس بالبحث الحالي.
- إعادة اختبار الدراسة مع تغيير مقاييس تكلفة الوكالة للتأكد من استقرار النتائج وأخذ أبعاد أخرى في التعريف الإجرائي للتحفظ لم ينطوي عليها القياس بالبحث الحالي.
- اختبار الدور المنظم لحوكمة الشركات وتكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية بشكل مقارن بين القطاعي العام والخاص.
- اختبار الدور المنظم المسؤولية الإجتماعية للشركات على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.
- دراسة الآثار المالية والتشغيلية للدور المنظم للتحفظ المحاسبي وتكلفة الوكالة على حساسية الإستثمار للتدفقات النقدية التشغيلية.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- إبراهيم، فريد محرم فريد، ٢٠١٦، " العلاقة بين مستوي التحفظ المحاسبي المشروط بالتقارير المالية المنشورة ومخاطر إنهيار أسعار الأسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة، جامعة طنطا، ٢: ٤٩١-٤٣٩.
- أبو العز، محمد السعيد & يوسف، أبو زيد كامل & عفيفي، هلال عبد الفتاح، ٢٠١٤، " *المحاسبة الإدارية* "، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- أبو العز، محمد السعيد، ١٩٩٥، " نظرية الوكالة والدور التأثيري لنظم المعلومات المحاسبية الإدارية"، *مجلة البحوث التجارية*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، (١): ص ص ١٣٣-١٧.
- أبوسالم، السيد سالم محمد، ٢٠١٩، " تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة " دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢٣ (٤): ٥٦٨-٦٣٤.
- زامل، أحمد محمد، ٢٠١٦، عفيفي، هلال عبد الفتاح، " *المحاسبة الإدارية* "، المؤلفان، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- سعد الدين، إيمان محمد، ٢٠١٥، " تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة"، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، كلية التجارة، جامعة بني سويف ٣: ٢٩٩-٣٤٢.
- شاهين، محمد أحمد، ٢٠١١، " دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات ودرجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة بالتطبيق على سوق الأوراق المالية المصرية"، *المجلة العلمية للإقتصاد والتجارة*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ٢(٤): ٤٢٣-٤٧٨.
- شعبان، حامد عبد المعطي، ٢٠٠٥، " *المحاسبة الإدارية* "، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.
- عبد الملك، أحمد رجب، ٢٠١٢، " أثر قواعد حوكمة الشركات على درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة للشركات المسجلة بسوق المال المصري: دراسة نظرية تطبيقية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ١: ١-٤٣.

عفيفي، هلال عبد الفتاح السيد، ٢٠١٦، " العلاقة بين التحفظ المحاسبي والتحفظ المالي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الفكر المحاسبي*، ٢٠(٢): ١٦٩-٣١١.

فودة، السيد أحمد محمود، ٢٠١٦، " أثر ممارسات إدارة الأرباح والتحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والملاءمة القيمة للمعلومات المحاسبية- دراسة إمبريقية"، *رسالة دكتوراه غير منشورة*، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

هندي، منير إبراهيم، ٢٠١٤، "أدوات الاستثمار في اسواق راس المال"، *المكتب العربي الحديث*، الإسكندرية، مصر

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

يوسف، أبوبكر محمد أحمد، ٢٠١٧، "المراجعة الإدارية وتقييم الأداء الإداري"، كلية التجارة، جامعة الزقازيق

يوسف، أبوزيد كامل السيد، محمد، محمد محمود سليمان، ٢٠١٨، " المحاسبة الإدارية"، كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

ثانياً: المراجع الأجنبية

Ahmed, A., Duellman, S., (2007), "Accounting Conservatism and Board of Director Characteristics: An Empirical Analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3): 411-437.

Altieri, M., (2020), "Agency Costs of Debt in Good Times", *Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3047182> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3047182>*

Annual reporting, agency costs, and firm valuations

Arbun, V., Abdul-Hamid, M., and Popoola, O., (2016), " The Influence of Agency Conflict Types I and II on Earnings Management",

International Journal of Economics and Financial, I 6 (S4): 126-132.

Awan, U., Hunjra, A., Zaman, W., Mahmood, T., (2019), “Impact of Conditional Conservatism and Agency Cost on Investment Cash Flow Sensitivity”, *Merit Research Journal of Education and Review*, 7(11): 124-139.

Ball, R., Kothari, S., Robin, A., (2000), “The Effect of International Institution Factor on Properties of Accounting Earning”, *Journal of Accounting and Economics*, 29(1): 1-52.

Baltagi, B., 2008, “Econometric analysis of panel data”, *John Wiley & Sons*, Retrieved from https://himayatullah.weebly.com/uploads/5/3/4/0/53400977/baltagi-econometric-analysis-of-panel-data_himmy.pdf

Basu, S. (1997), “The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 24(1): 3-37.

Beaver, W., Ryan, S., (2005), “Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling”, *Review of Accounting Studies*, 10: 269–309.

Billett, M., King, T., Mauer, D., (2007), “Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants”, *The Journal of Finance*, 62 (2): 697-730.

B L I N D P E E R R E V I E W

Bradbury, M., (2006), “Discussion of Grambovas, Giner and Chistodoulou, *ABACUSM*, 42(3/4): 379-387.

-
-
- Brown, W., He, H., Teitel, K., (2006), "Conditional Conservatism and the Value Relevance of Accounting Earnings: An International Study", *European Accounting Review*, 15(4): 605-626.
- Bushman, R., Piotroski, D., (2006), "Financial Reporting Incentives for Conservatism Accounting: The Influence of Legal and Political Institutions", *Journal of Accounting and Economics*, 42: 107-148.
- Cano-Rodríguez, M., (2010), "Big Auditors, Private Firms and Accounting Conservatism: Spanish Evidence", *European Accounting Review*, 19(1): 131-159.
- Chamidah, N. & Asandimitra, N., (2017), "The determinant of agency cost in Indonesia", *International Journal of Economic Research*, 14: 83-97.
- Chandra, U., (2011), "Income Conservatism in the U.S. Technology Sector", *Accounting Horizons*, 25(2): 285-314.
- Chen, C., H. Lu, and T. Sougiannis., (2012), " The agency problem, corporate governance, and the asymmetrical behavior of selling, general, and administrative costs", *Contemporary Accounting Research*, 29 (1): 252–282.
- Conservatism", *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3): 132-150.
- Dey, A., 2008, "Corporate Governance and Agency Conflicts", *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143–1181.
- DIVANOĞLU, S., Bağci, D., (2018), "Determining the Factors Affecting Individual Investors' Behaviours", *International Journal of Organizational Leadership*, 7(3): 284-299.
- Donaldson, L., Davis, J., (1991), "Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns", *Australian Journal of Management*, 16: 49-64.

-
-
- Fama, E. and Michael. J., (1983), "Seperation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Faulkender, M., & Wang, R., (2006), Corporate financial policy and the value of cash *The Journal of Finance*, 61(4): 1957-1990.
- Francis, B., Hasan, I., Wu, Q., (2013), The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis”, *Accounting Horizons*, 27(2): 319-346.
- Glover, C., Lin, H., (2018), “Accounting Conservatism and Incentives: Intertemporal Considerations”, *The Accounting Review*, 93 (6): 181–201.
- Griffin, P. A., David, H. L., Sun, Y.,(2009), " Agency Problems and Audit Fees: Further Tests of The Free Cash Flow Hypothesis ", *Available at*: <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1467-629X.2009.00327.x>.
- Guay, W., R. Verrecchia., 2007, “ Conservative disclosure”, Working paper, University of Pennsylvania, *available at* : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=995562.
- Gujarati, D., 2003, “Basic Econometrics”, 4th Edition, Mcgraw Hill, New York.
- Harford, J., Mansi, S., & Maxwell, W., (2008), “Corporate governance and firm cash holdings in the US”, *Journal of Financial Economics*, 87(3): 535-555.
- Holz hacker, M., Krishnan, R., and Mahlendorf, M., 2015, “The impact of changes in regulation on cost behavior”, *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 534-566.

-
-
- Hong, H., Kim, Y., Lobo, G., (2019), "Does Financial Reporting Conservatism Mitigate Underinvestment?", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(2): 258–283.
- Hong, S., (2017), "A Study on Accounting Conservatism of Capital-Raising Corporations", *Journal of Applied Business Research*, 33(6): 1303-1316.
<https://pdfs.semanticscholar.org/c036/3fdefcddb55deff29a33a335c899aa481fd.pdf>.
- Imhof, M.J., (2014), "Conditional conservatism, agency cost, and the cash flow sensitivity of firm investment", *Journal of Accounting and Financial Studies*, 18(3), 45-61.
- Islam, M. Z., Islam, M. N., Islam, Z., (2010), " Agency Problem and The Role of Audit Committee: Implication for Corporate Sector in Bangladesh ", *International Journal of Economics and Finance*, available at:
- Iwasaki, T., Otomasa, S., Shiiba, A., Shuto, A., (2018), "The role of accounting conservatism in executive compensation contracts", *Journal of Business Finance & Accounting*, 45: 1-57.
- Jelinek, K., and Stuerke. P., (2009), "The Nonlinear Relation Between Agency Costs and ManagerialEquity Ownership", *International Journal of Managerial Finance*, 5(2): 156–178
- Jensen, M., (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review* 76 (2): 323-329.
- Jensen, M., and W. Mackling., (1976), " Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–60.

-
-
- Jensen, M., Mackling, W., (1976), " Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305–60.
- Kee, (2015), “The effect of conservatism in accounting on agency costs”, **work paper**, University of Amsterdam, *available at:*<http://www.scripitiesonline.uba.uva.nl/document/636406>
- Khan, M., Watts, R., (2009), “Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting
- Khurana, I., Wang, C., (2015), “Debt Maturity Structure and Accounting Conservatism”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 42: 167-203.
- Kim, J., Zhang, L., (2012), "Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence", *Contemporary Accounting Research*, 3(1): 412-441.
- KIM, J., Zhang, L., (2016), “Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence”, *Contemporary Accounting Research*, 33, (1), 412-441.
- Kim, Y., 2013, “The Role of Accounting Conservatism in the Equity Market: Evidence from Seasoned Equity Offerings”, *The Accounting Review* 88(4): 1327-1356.
- Kwon, Y. (2005). Accounting Conservatism and Managerial Incentives, *Management Science*, 51(11), 1626-1632.
- Lara, J., Osma, B., Penalva, F., (2009), "Accounting Conservatism and Corporate Governance", *Review of Accounting Studies*, 14(1): 161-201.

-
-
- Lawrence, A., Sloan, R., Sun, Y., (2013), "Non-Discretionary Conservatism: Evidence and Implications", *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3): 1-60.
- Lee, J., (2010), "The Role of Accounting Conservatism in Firms' Financial Decisions", *SSRN Electronic Journal*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1718494>.
- Lee, Tan (Charlene), (2014), "Agency Costs of Equity and Accounting Conservatism: A Real Options Approach", *Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2399329 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2399329*
- Li, X., (2010), "Accounting Conservatism and Cost of Capital: An International Analysis", *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(5-6): 555-582.
- Liu, J & Eddie, I., (2007). Determinants of disclosures of A-, B- and H-share companies, *Asian Review of Accounting*, 15: 72-92.
- Liu, Z., Elayan, F., (2015), "Litigation risk, information asymmetry and conditional conservatism", *Rev Quant Finan Acc*, 44: 581-608.
- Lobo, G., Zhou, J., (2006), "Did Conservatism in Financial Reporting Increase After the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence", *Accounting Horizons*, 20(1):57-73.
- Louis, H., Sun, A. X., & Urcan, O., (2012), "Value of cash holdings and accounting conservatism. Contemporary Accounting Research", *Contemporary Accounting Research*, 29(4), 1249-1271.
- Makina, D., Wale, L., (2016), "The source of investment cash flow sensitivity in manufacturing firms: Is it asymmetric information or agency

-
-
- costs?", *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 19(3):388-399.
- Manganaris, P., Floropoulos, J., Smaragdi, I., (2011), "Conservatism and Value Relevance: Evidence from the European Financial Sector", *American Journal of Economics and Business Administration*, 3(2): 259-269.
- Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie. (2007), " Corporate governance and acquirer returns", *Journal of Finance*, 62(4): 1851 -1889.
- Moez, D., (2018), "Agency Costs, Corporate Governance and the Nature of Controlling Shareholders: Evidence from French Listed Firms", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 8(3): 256-277
- Muneer, S., Bajuri, N., Khan, S., (2013), "Moderating effect of agency cost on the relationship between capital structure, dividend policy and organization performance: A brief literature review", *Actual Problems of Economics*, 149(11): 434-442.
- Myers, S., (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175.
- Nikolaev, v., 2010, "Debt Covenant and Accounting Conservatism", *Journal of Accounting Research*, 48(1): 51-89.
- Nobes, C., Stadler, C., (2015), "The Qualitative Characteristics of Financial Information, and Managers' Accounting Decisions: Evidence from IFRS Policy Changes", *Journal Accounting and Business Research*, 45 : 572-601.

-
-
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999), "The determinants and implications of corporate cash holdings", *Journal of Financial Economics*, 52(1): 3-46.
- Padilla, Alexander, (2006), "Agency Theory, Evolution and Austrian Economics", available at:
- Qureshi, S., Hunjra, A., (2012), "Factors Affecting Investment Decision Making of Equity Fund Managers", *Wulfenia Journal Klagenfurt, Austria* 19(10): 280-291.
- RAY, G., Eric, N., Peter, B., (2018), "Managerial Accounting 16th Edition", *Amazon Warehouse*.
- Richardson, S., (2006), " Over-investment of free cash flow", *Review of Accounting Studies*, 11 (2-3) :159-189.
- Ruch, G. W., Taylor, G., (2015), "Accounting conservatism: A review of the literature", *Journal of Accounting Literature*, 34: 17-38.
- Ryan, S., (2006), "Identifying Conditional Conservatism", *European Accounting Review*, 15(4): 511-525.
- Semenenko, I., Yoo, J., (2019), " Annual reporting, COR agency costs, and firm valuations", *Corporate Accounting & Finance*, 31: 72-82.
- Suijs, J., (2008), "On the value relevance of asymmetric financial reporting policies", *Journal of Accounting Research*, 46 (5), 1297- 1321.
- Virlics, A., (2013). Investment Decision Making and Risk. *Procedia Economics and Finance*. 6: 169-177
- Watts, R., 2003, "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications", *Accounting Horizons*, 17: 207-221.

-
-
- Wibawa, B., Wardhani, R., (2018), "The Effect of Conditional Conservatism and Agency Cost on Investment-Cashflow Sensitivity", *International Research Journal of Business Studies*, 10(2), 69-88.
- Zhang, J., (2008), "The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers", *Journal of Accounting & Economics*, 45: 27-53.
- Zhang, X., Gao, S. and Zeng, Y. (2019), "An empirical study of the relationship between accounting conservatism and executive compensation-performance sensitivity", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol. 27 No. 1, pp. 130-150.

ملحق رقم (١)

م	اسم الشركة
الموارد الأساسية	
١	العربية الألومنيوم
٢	الحديد والصلب المصرية
٣	العز الدخيلة للصلب
٤	حديد عز
الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات	
٥	العامة لصناعة الورق - راكتا
٦	أسيك للتعددين - أسكوم
٧	مصر للألومنيوم
٨	الإسكندرية لتداول الحاويات والبضائع
٩	الأهرام للطباعة والتغليف
١٠	السويس للأكياس
١١	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف
١٢	الصناعات الهندسية المعمارية للإنشاء والتعمير - إيكون
١٣	العربية المتحدة للشحن والتفريغ
١٤	العربية للصناعات الهندسية
١٥	القناة للتوكيلات الملاحية
١٦	الكابلات الكهربائية المصرية
١٧	المصرية لخدمات النقل والتجارة - إيجيترانس (٣١/١٢)
الأدوية	
١٨	الإسكندرية للأدوية والصناعات الكيماوية
١٩	المركز الطبي الجديد الإسكندرية
٢٠	العربية للأدوية والصناعات الكيماوية
٢١	القاهرة للأدوية والصناعات الكيماوية
٢٢	المصرية الدولية للصناعات الدوائية
٢٣	النيل للأدوية والصناعات الكيماوية
٢٤	جلاكسو سميثكلين

م	اسم الشركة
٢٥	مستشفى النزهة الدولي
٢٦	مفيس للأدوية والصناعات الكيماوية
٢٧	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية
العقارات	
٢٨	التعمير والإستشارات الهندسية
٢٩	الخليجية الكندية للإستثمار العقاري العربي
٣٠	السادس من أكتوبر للتنمية والإستثمار - سوديك
٣١	الشمس للإسكان والتعمير
٣٢	العالمية للإستثمار والتنمية
٣٣	العامة لإستصلاح الأراضي والتنمية والتعمير
٣٤	العربية لإستصلاح الأراضي
٣٥	العقارية للبنوك الوطنية والتنمية
٣٦	الغربية الإسلامية للتنمية العمرانية
٣٧	القاهرة للإستثمارات والتنمية
٣٨	المتحدة للإسكان والتعمير
٣٩	القاهرة للإسكان والتعمير
٤٠	المجموعة المصرية العقارية
٤١	المصريين للإسكان والتنمية والتعمير
٤٢	الوطنية للإسكان للنقابات المهنية
٤٣	زهراء المعادي للإستثمار والتعمير
٤٤	مدينة نصر للإسكان والتعمير
٤٥	مصر الجديدة للإسكان والتعمير
٤٦	مينا للإستثمار السياحي والعقاري
٤٧	وادي كوم أمبو لإستصلاح الأراضي
موزعون وتجارة تجزئة	
٤٨	أسيوط الإسلامية الوطنية للتجارة والتنمية
٤٩	العامة للصوامع والتخزين
٥٠	القاهرة للخدمات التعليمية
٥١	مصر للأسواق الحرة
الكيماويات	
٥٢	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية
٥٣	الصناعات الكيماوية المصرية - كيما

م	اسم الشركة
٥٤	المالية والصناعية المصرية
٥٥	سماد مصر - ايجيفرت
٥٦	سيدي كرير للبتروكيماويات - سيدي بك
٥٧	كفر الزيات للمبيدات والكيماويات
٥٨	مصر لصناعة الكيماويات
منتجات منزلية وشخصية	
٥٩	الاسكندرية للغزل والنسيج سبينالكس
٦٠	الشرقية - ايسترن كومباني
٦١	العامة لمنتجات الخزف والصيني
٦٢	العربية لحليج الاقطان
٦٣	العربية وبولفارا للغزل والنسيج - يونيراب
٦٤	النساجون الشرقيون للسجاد
٦٥	النصر للملابس والمنسوجات - كابو
٦٦	النيل لحليج الاقطان
٦٧	جولدن تكس للأصواف
٦٨	دايس للملابس الجاهزة
الأغذية والمشروبات	
٦٩	الاسماعيلية - مصر للدواجن
٧٠	الدلتا للسكر
٧١	الدولية للمحاصيل الزراعية
٧٢	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها
٧٣	العربية لمنتجات الألبان أراب ديرري - باندا
٧٤	القاهرة للدواجن
٧٥	القاهرة للزيوت والصابون
٧٦	المصرية لصناعة النشا والجلوكوز
٧٧	المصرية للدواجن
٧٨	المنصورة للدواجن
٧٩	شمال الصعيد للتنمية والإنتاج الزراعي - نيوداب
٨٠	مصر للزيوت والصابون
٨١	مطاحن شرق الدلتا
٨٢	مطاحن مصر العلنا
٨٣	مطاحن مصر الوسطي

م	اسم الشركة
٨٤	مطاحن وسط وغرب الدلتا
٨٥	مطاحن ومخابز الإسكندرية
٨٦	مطاحن ومخابز جنوب القاهرة والجيزة
٨٧	مطاحن ومخابز شمال القاهرة
التشييد والبناء	
٨٨	أسمنت بوتلاندر طرة المصرية
٨٩	أسمنت سيناء
٩٠	أكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية
٩١	الإسكندرية لأسمنت بورتلاندر
٩٢	البويات والصناعات الكيماوية - باكين
٩٣	الجيزة العامة للمقاولات والاستثمار العقاري
٩٤	الحديثة للمواد العازلة مودرن
٩٥	السويس للأسمنت
٩٦	الصعيد العامة للمقاولات والاستثمار العقاري
٩٧	العربية للخزف - أراسكو
٩٨	العربية للمحابس
٩٩	العز للسيراميك والبورسلين الجوهرة
١٠٠	القومية للأسمنت
١٠١	المصرية لتطوير صناعة البناء ليفت سلاب مصر
١٠٢	النصر للأعمال المدنية
١٠٣	جنوب الوادي للأسمنت
١٠٤	دلتا للإنشاء والتعمير
١٠٥	روبكس لتصنيع البلاستيك
١٠٦	ليسيكو مصر
١٠٧	مصر بني سويف للأسمنت
١٠٨	مصر لصناعة التبريد والتكييف - ميركو
١٠٩	مصر للأسمنت قنا
السياحة والترفيهية	
١١٠	التعمير السياحي
١١١	المصرية للمشروعات السياحية العالمية
١١٢	المصرية للمنتجات السياحية
١١٣	أوراسكوم للفنادق والتنمية

م	اسم الشركة
١١٤	بيراميزا للفنادق والقرى السياحية
١١٥	رمكو لإنشاء القرى السياحية
١١٦	روداد السياحة- الرواد
١١٧	روداد مصر للاستثمار السياحي
١١٨	شارم دريمز للاستثمار السياحي
١١٩	عبر المحيطات للسياحة
١٢٠	مصر للفنادق
الإتصالات	
١٢١	المصرية لخدمات التليفون المحمول (أورنج مصر للاتصالات)
١٢٢	المصرية للاتصالات
الإعلام	
١٢٣	المصرية لمدينة الإنتاج الإعلامي
المرافق	
١٢٤	غاز مصر
غاز وبتروك	
١٢٥	الاسكندرية للزيوت المعدنية – اموك

The relationship between Agency Cost, Accounting Conservatism on and investment cash flow sensitivity: An Emprical Study.

Dr. Mohamed Mahmoud Soliman Mohamed

Lecturer of Accounting

Faculty of Commerce – Zagazig University

Abstract

This research aims to study the moderation role of both accounting conservatism and agency costs (type I and type II) on investment–cash flow sensitivity. In doing so, I will answer the following questions: what is the impact of agency costs on investment–CFO sensitivity? What is the relationship between accounting conservatism and investment–CFO sensitivity? What is the impact of both accounting conservatism and agency costs on investment–CFO sensitivity? A sample of 125 non-financial companies over the period from 1999 to 2017, with 2090 firm-year observations is used. The results show a positive relationship between agency costs, measured by dividends and return on assets, and investment–CFO sensitivity. On the other hand, the results show a negative relationship between accounting conservatism and investment–CFO sensitivity. Moreover, accounting conservatism has a negative (no) impact on the relationship between agency costs measured by dividends (measured by return on assets) and investment–CFO sensitivity.

Keywords: accounting conservatism, agency costs type I, agency costs type II, agency costs measured by return on assets, agency costs measured by dividends, investment sensitivity, investment efficiency, cash flow from operations.