

نانسي محمد هل يؤثر التحفّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

هل يؤثر التحفّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

د. نانسي محمد محمود احمد - مدرس بكلية التجارة جامعة القاهرة

مستخلص البحث:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى دراسة تأثير ممارسات حوكمة الشركات على القيمة السوقية في منشآت الاعمال المصرية وذلك من خلال دراسة اثر التحفظ المحاسبية على هذه العلاقة. تتكون عينة الدراسة من الشركات المدرجة في البورصة المصرية في مؤشر Egx100 لعام 2019 و التي تعمل بالقطاعات المختلفة بعد استبعاد المؤسسات التي تعمل في القطاع المالي (البنوك وشركات الخدمات المالية) في الفترة من 2013 وحتى 2018 باستخدام نموذج الانحدار المتعدد (Multiple Regression Analysis). ولقد تم قياس حوكمة الشركات باستخدام أربعة مقاييس: حجم مجلس الإدارة ، واستقلالية مجلس الإدارة ، وازدواجية الرئيس التنفيذي CEO Duality ، والمساهمة الداخلية . وتم استخدم نموذج Tobin's Q لقياس القيمة السوقية لكل منشأة مدرجة في البورصة. ولقد تم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام نموذج الاستحقاقات السلبية (Negative Accruals NA) الذي طوره (Givoly and Hayn (2000). ويكشف تحليل الانحدار أن آليات حوكمة الشركات المصرية ليس لها أي تأثير على التحفظ المحاسبية او على القيمة السوقية للمنشأة. كما توصلت الدراسة أيضاً الى أن التحفظ المحاسبي لا يؤثر على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات و القيمة السوقية لتلك الشركات.

كلمات الفهرسة: التحفّظ المحاسبي، آليات حوكمة الشركات، القيمة السوقية للمنشأة ، مصر.

1. المقدمة:

في عام 2001 ، كانت مصر أول دولة في المنطقة العربية يقيمها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي International Monetary Fund (IMF) فيما يتعلق بممارساتها في حوكمة الشركات. وكان الهدف من هذا التقييم هو مقارنة ممارسات الشركات المصرية المسجلة في

البورصة مع متطلبات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). واستخدمت الشركات المصرية المسجلة في البورصة مبادئ حوكمة الشركات كمعيار مرجعي. وأشارت نتائج التقييم إلى أن 62% من المبادئ تم اتباعها من قبل الشركات المصرية. وبالتالي ، قدم صندوق النقد الدولي العديد من التوصيات لصناع السياسات من اجل تقليص الفجوة بين مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية وآليات حوكمة الشركات المطبقة في الشركات المصرية المدرجة في البورصة (Sorour, 2014).

وخلال أكتوبر 2005 ، أصدر معهد المديرين المصري the Egyptian Institute of Directors (EIoD) أول قانون لحوكمة الشركات وذلك من اجل مساعدة الشركات المصرية المدرجة في البورصة على تحسين ممارساتها لحوكمة الشركات وتلبية متطلبات الافصاح. كما كان اختيارياً للشركات المسجلة في البورصة، والمؤسسات المالية، وغيرها من الشركات المساهمة، والتي قد تقرر ان تطرح للعمامة في المستقبل، كان اختيارياً لتلك الشركات الامتثال لأحكام قانون حوكمة الشركات. وبعد مرور عام واحد، اصدر معهد المديرين المصري قانوناً جديداً لحوكمة الشركات والذي كان من المقرر أن تطبقه جميع الشركات المملوكة للدولة State-Owned Enterprises (SOEs) ، تأكيداً على أهمية تلك الشركات إلى الاقتصاد المصري. كما اكد هذا القانون على الدور الحيوي الذي تلعبه الدولة، المالكة لـSOEs، في تحسين ضوابط القطاع، الإشراف والرقابه عليه، بالإضافة الى فعالية عملياته.

وفي مارس 2011 ، في محاولة للحفاظ على تماشى واتساق ممارسات حوكمة الشركات المصرية مع الممارسات الدولية والإقليمية ، قام معهد المديرين المصري بتعديل قانون حوكمة الشركات لعام 2005 والمتعلق بالشركات المدرجة في البورصة. كما أوصى معهد المديرين المصري بتفعيل أنظمة الرقابة المختلفة في الشركات المصرية المسجلة بالبورصة ، مع شرح الدورالحيوي الذي تلعبه تلك الشركات تجاه مسؤولياتها الاجتماعية، وأوصى بتطبيق القانون على أساس اختياري تطوعي و على اساس "الامتثال أو الشرح"(Comply or Explain) basis).

وفي عام 2016 ، دمج معهد المديرين المصري جميع القوانين السابقة في قانون عام واحد سمى "قانون حوكمة الشركات المصري". وقد تم توجيه القانون الجديد إلى جميع الشركات المصرية حسب طبيعتها، درجة تعقيدها وحجمها ، وبطريقة تتيح لها تطبيق أفضل وانسب ممارسات الحوكمة التي تناسبها. وكان الهدف الرئيسي من هذا القانون الجديد هو ضمان التطبيق الكامل لمبادئ حوكمة الشركات بما يتفق مع معدل نمو كل شركة ، درجة تعقيدها، وحجمها.

وعلى الرغم من أن هذا القانون قد وُضع على أساس مبادئ حوكمة الشركات، إلا أنه لا يزال هناك نتائج مثيرة للجدل فيما يتعلق بتأثير آليات حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمنشأة ، خاصةً في البلدان النامية. ولقد أظهرت الدراسات السابقة أن لممارسات حوكمة الشركات آثار اقتصادية مباشرة هامة على القيمة السوقية للمنشأة (Baek *et al.*, 2004; Ammann *et al.*, 2011; and Schmidt and Fahlenbrach, 2017), (Garcia *et al.*, 2007; Chi *et al.*, 2009; Ahmed and Henry, 2012; and Elshandidy and Hassanein, 2014). وبالرغم من ذلك ، فإن العلاقة بين تلك المتغيرات الثلاثة (حوكمة الشركات ، التحفّظ المحاسبي ، وقيمة المنشأة) لم تُعطى أولوية عليا في الدراسات الحالية. ومن ثمّ ، يوصى بشدة دراسة العلاقة بين حوكمة الشركات، التحفّظ المحاسبي ، وقيمة المنشأة.

ويعتبر التحفّظ المحاسبي أحد أهم المبادئ المحاسبية. وعلى الرغم من الانتقادات الموجهة ضد هذا المبدأ ، فقد توصلت العديد من الدراسات إلى أن التحفّظ المحاسبي يشكل وسيلة مهمة للتعامل مع الريبة والشك من أجل الدفاع عن الدائنين ضد التوزيع غير المبرر لأصول المنشأة في هيئة أرباح (Ismail and Elbolok, 2011). وبالإضافة إلى ذلك ، يلعب التحفّظ المحاسبي دوراً هاماً في السيطرة على خطط التعويضات الزائدة للمديرين من خلال التحقق من الأخبار الجيدة ، وهو الذي من شأنه يحد من فرص المديرين في التلاعب بالأرباح (Nasr and Ntim, 2018).

و بمراجعة الدراسات السابقة، نجد العديد من التعريفات والمقاييس المستخدمة مع مفهوم التحفّظ المحاسبي. فلقد عرف (Basu (1997) التحفّظ المحاسبي بأنه الممارسة التي تعمل على

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

خفض العائدات والقيمة الصافية للأصول كاستجابة للأنباء السيئة . ولكن ليس زيادة العائدات والقيمة الصافية للأصول في استجابة للأخبار الجيدة. كما عرف (Givoly and Hayn 2000) التحفظ المحاسبي على انه معيار اختيار بين المبادئ المحاسبية و الذي يؤدي إلى تقليل الإيرادات المتراكمة المسجلة إلى أدنى حد من خلال تأخير إثبات الإيرادات ، والتعجيل بتسجيل النفقات ، وخفض تقييم الأصول ، وزيادة تقييم الالتزامات. وفي أبسط تعريف للتحفظ المحاسبي ، صرح Watts and Zimmerman (1986) بأن التحفظ يعني أن المحاسب لابد أن يسجل أدنى قيمة بين القيم البديلة الممكنة للأصول وأعلى قيمة بديلة للخصوم. كما ينبغي إثبات الإيرادات آجلاً وليس عاجلاً والمصروفات عاجلاً وليس آجلاً.

ويمكن تصنيف التحفظ المحاسبي إلى نوعين: التحفظ المشروط والتحفظ غير المشروط. و يقصد بالتحفظ المحاسبي المشروط الاعتراف السريع بالخسائر الاقتصادية، أو بعبارة أخرى ، كتابة القيم الدفترية في ظل الظروف السيئة ، ولكن في ظل الظروف الجيدة ، لا يتم كتابة القيم الدفترية. ومن ناحية أخرى ، فإن التحفظ المحاسبي غير المشروط يعني تقليل القيمة الصافية للأصول أو الإفصاح عن أقل قيمة دفترية لأسهم المالكين.

وكشف (Ismail and Elbolok 2011) عن أن هناك عدة عوامل أجبرت الشركات المصرية على تطبيق مبدأ التحفظ المحاسبي. وهذه العوامل تتمثل في: (1) تجنب الشك الشديد، (2) قوة المسافة الكبيرة (large power distance)، (3) التقضيلات الفردية (individualism) (4) الموقف الذكوري (masculine attitude). وبالإضافة إلى ذلك، يمكن وصف النظام المحاسبي المصري بأنه نظام متحفظ ونظام موجه نحو الضرائب. ويمكن تبرير ذلك بسبب الاعتراف الفوري بالخسائر والنفقات في القوائم المالية، حتى وإن لم تكن هذه التكاليف والخسائر مستحقة ولكن تم تسجيل المخصص ذو الصلة. ومن ناحية أخرى، يتم إثبات الأرباح في القوائم المالية عند حدوثها.

ومن ثم، فإن حوكمة الشركات هي إحدى أهم خصائص ممارسات الاعمال في مصر والتي تحتاج إلى المزيد من الدراسة لتحديد أثرها على التحفظ المحاسبي وعلى القيمة السوقية للمنشأة.

ولذلك ، فإن هذا البحث يهدف الى ثلاثة أهداف. أولاً ، دراسة التأثير المباشر لحوكمة الشركات على التحفّظ المحاسبي. ثانياً ، دراسة التأثير المباشر لحوكمة الشركات على القيمة السوقية للمنشأة. وثالثاً ، بحث مدى تأثير التحفّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة.

ويرجع اختيار إجراء هذه الدراسة في مصر إلى عدة أسباب. أولاً ، أغلب الدراسات السابقة التي بحثت العلاقة بين حوكمة الشركات والتحفّظ المحاسبي قد أجريت في الدول المتقدمة (Ahmed & Duellman, 2007; Garcia Lara *et al.* 2007; Cullinan *et al.*, 2012) وليس في الدول النامية كمصر. ثانياً، آليات حوكمة الشركات في مصر منخفضة بشكل عام. وبالتالي فإن هناك حاجة ملحة إلى تعزيز تنفيذ آليات حوكمة الشركات، وخاصة تلك الاحكام المتعلقة بالافصاح لاجتذاب الاستثمارات الأجنبية من خلال تحسين الشفافية ورفع كفاءة التقارير المالية وغير المالية (Nasr and Ntim, 2018). ثالثاً، يظهر التأخر في تطوير قوانين حوكمة الشركات ضعف النظام القانوني وهو الشائع في أغلب البلدان النامية (Samaha *et al.*, 2012).

وتساهم هذه الدراسة في اثراء البحث العلمي. حيث تستند هذه الدراسة إلى البحوث السابقة المتعلقة بتأثير حوكمة الشركات على التحفّظ المحاسبي ، والعلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ، خاصة في مصر. كما ان الدراسات السابقة قد ركزت إما على تأثيرآليات حوكمة الشركات على التحفّظ المحاسبي أو على تأثير حوكمة الشركات على قيمة السوقية للشركة. وإلى حد علم الكاتبة ، فإن هذه الدراسة تعتبر اول دراسة تناقش تأثير التحفّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للشركة في اقتصاد ناشئ.

تم تقسيم هذه الورقة البحثية على النحو التالي. يستعرض القسم الثانى الدراسات السابقة المتعلقة بحوكمة الشركات، التحفّظ المحاسبي، والقيمة السوقية للمنشأة، كما يتضمن فروض البحث. ويحتوى القسم الثالث على تحديد عينة الدراسة، اسلوب جمع البيانات وقياس المتغيرات. ويعرض القسم الرابع تحليلاً للنتائج الاحصائية ومناقشتها. وأخيراً ، يختتم القسم الخامس الورقة

نانسي محمد هل يؤثر التحفّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

البحثية حيث يعرض خلاصة البحث، حدود البحث، واقتراح لبعض التوجهات في البحوث المستقبلية.

2. الدراسات السابقة وفروض البحث:

يتناول هذا الجزء من الورقة البحثية الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين آليات وممارسات حوكمة الشركات و التحفظ المحاسبي، والدراسات التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة، بالإضافة الى الدراسات التي تناولت العلاقة بين حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي، و قيمة المنشأة. ويمكن اعتبار تحليل الدراسات السابقة اساس يمكن من خلاله صياغة فروض هذه الدراسة.

2.1. حوكمة الشركات و التحفظ المحاسبي:

على مدى العقود الماضية ، أُجريت العديد من الدراسات العملية لدراسة أثر حوكمة الشركات على التحفظ المحاسبي. وأظهرت مراجعة هذه الكتابات نتائج غير متسقة (Ahmed and Duellman, 2007; Garcia Lara *et al.*, 2007; Chi *et al.*, 2009; Lim, 2011; Ahmed and Henry, 2012; Elshandidy and Hassanein, 2014; and Nasr and Ntim; 2018). فقد خلصت بعض هذه الدراسات إلى أن ممارسات حوكمة الشركات لها تأثيراً كبيراً على التحفظ المحاسبي. (Garcia Lara *et al.* (2007) درسوا تأثير خصائص مجلس الإدارة ، كمقياس لحوكمة الشركات، على التحفظ المحاسبي المشروطة. واستخدمت هذه الدراسة عدة مقاييس لقياس خصائص حوكمة الشركات مثل حجم مجلس الادارة، النسبة المئوية للمديرين غير التنفيذيين، النسبة المئوية للمديرين المستقلين ، وجود إدارة لمراجعة الحسابات ، وما إلى ذلك. وأكدت دراسة Garcia Lara *et al.* (2007) على أن مجالس الادارة القوية تستخدم المعلومات المحاسبية المقدمة من خلال التحفظ المحاسبي المشروط.

كما بحث Elshandidy and Hassanein (2014) بشكل مستقل ومشارك الارتباط بين المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، استقلال مجلس الإدارة، والتحفّظ المحاسبي باستخدام

نانسي محمد هل يؤثر التحفّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

البيانات المستخرجة من 100 شركة غير مالية بين عامي 2002 و2007. وقد تم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام مقياس *accrual-based measure* (Givoly and Hayn's (2000) القائم على الاستحقاقات. وخلصت هذه الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية قوية بين حوكمة الشركات، المقاسة من خلال استقلال مجلس الإدارة، وبين التحفظ المحاسبي.

بالإضافة إلى ذلك ، استخدم Ahmed and Henry (2012) البيانات المستخرجة من عينة من الشركات الأسترالية المسجلة في البورصة على مدار 11 عاماً لفحص تأثير ممارسات حوكمة الشركات على التحفظ المحاسبي. تم استخدام أربعة مقاييس للتحفظ المحاسبي قائمة على مقاييس سوقية و مقاييس محاسبية. وقد خلصت الدراسة إلى أن وجود مجلس إدارة صغير ووجود لجنة للمراجعة يزيد من التقليل من قيمة الإيرادات والقيم الدفترية ، والذي يؤدي بدوره إلى زيادة التحفظ المحاسبي الغير مشروط.

علاوة على ذلك ، فإن دراسة Garcia Lara *et al.* (2009) قيّمت الارتباط بين حوكمة الشركات والتحفّظ المحاسبي المشروط. ولقد تم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام ثلاثة مقاييس: Basu's (1997) measure (market-based), Ball and Shivakumar (2005) measure (accruals-based), and Givoly and Hayn (2000) measure (accruals-based). وتم قياس حوكمة الشركات باستخدام مقياس مشترك يدمج مستوى الحماية المضادة للمخاطر ومستوى مشاركة الرئيس التنفيذي CEO. ولقد توصلت هذه الدراسة الى أن الشركات التي تطبق آليات حوكمة الشركات يعتبروا أكثر تحفظاً. وبالإضافة إلى ذلك ، فإن التحفظ المحاسبي المشروط يعتبر أعلى بالنسبة للشركات ذات الحماية المنخفضة المضادة للمخاطر وبالنسبة للشركات التي ينخفض بها مشاركة الرئيس التنفيذي CEO في قرارات مجالس الإدارة.

اما في بيئة الاعمال المصرية، فلقد قامت دراسة Nasr and Ntim (2018) بالتركيز على تأثير آليات حوكمة الشركات على التحفظ المحاسبي. وتكونت آليات الحوكمة من حجم مجلس الادارة، استقلالية المجلس، الفصل بين مهام رئيس مجلس الادارة و الرئيس التنفيذي CEO، ونوع

مراجع الحسابات الخارجي. وأظهرت نتائج هذه الدراسة أن استقلالية مجلس الإدارة تؤثر تأثيراً إيجابياً على التحفظ المحاسبي، أما حجم مجلس الإدارة ونوع مراجع الحسابات فهما يؤثران تأثيراً عكسياً على التحفظ المحاسبي. ولم يتم العثور على أي علاقة تربط بين ازدواجية الرئيس التنفيذي والتحفُّظ المحاسبي.

ومن ناحية أخرى ، بحث (Lim (2011) العلاقة بين حوكمة الشركات، باستخدام مجلس الإدارة، لجنة مراجعة الحسابات، ومراجع الحسابات الخارجي كمؤشرات لحوكمة الشركات (بالإضافة إلى مؤشر الحوكمة الإجمالي) ومدى وجود تحفظ محاسبي في التقارير المالية للشركات الأسترالية. وخلصت نتائج الدراسة إلى أن ممارسات حوكمة الشركات تؤثر تأثيراً ضعيفاً على التحفظ المحاسبي في التقارير المالية.

وبالإضافة إلى ذلك ، فقد درس (Ahmed and Duellman (2011) العلاقة بين حوكمة الشركات، والمُقاسه من خلال استقلال مجلس الإدارة ومراقبة قوة الحوافز لدى المديرين الخارجيين، و بين التحفظ المحاسبي. وتم استخدام ثلاثة مقاييس لقياس التحفظ المحاسبي: مقياس قائم على السوق (market-based measure) ، ومقياس قائم على الاستحقاقات (accrual-based measure) ، ومقياس عدم تناسق توقيت الأرباح (the asymmetric timeliness of earnings measure). وخلصت الدراسة إلى أن ارتفاع نسبة المديرين الداخليين يؤدي إلى درجة أقل من التحفظ في اعداد التقارير المالية. ولكن كلما ارتفعت النسبة المئوية لملكية المديرين الخارجيين ، كلما كان اعداد التقارير المالية أكثر تحفظاً.

كما يمكن اضافة ايضا نتائج (Yunos et al. (2014) والتي أظهرت أن حجم مجلس الإدارة، استقلالية المجلس وازدواجية الرئيس التنفيذي CEO Duality لها تأثير ضعيف على التحفظ المحاسبي بناءً على البيانات التي تم جمعها من 300 شركة ماليزية مدرجة في البورصة في الفترة من عام 2001 إلى عام 2007.

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

واستناداً الى المناقشة السابقة والنتائج المتضاربة للدراسات السابقة حول طبيعة العلاقة بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي، يمكن صياغة فرض العدم الاول لهذه الورقة البحثية كالتالي:
الفرض الاول H_1 : لا يوجد علاقة معنوية مباشرة بين ممارسات حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي.

2.2. حوكمة الشركات و القيمة السوقية للمنشأة:

إن حوكمة الشركات ماهى الا مجموعة من الأدوات التي تستخدم للحد من عواقب تضارب المعلومات (Asymmetry Information) ، بما في ذلك مخاطر الوكالة (Siagian et al., 2013). كما تساعد آليات حوكمة الشركات المديرين على اتخاذ أفضل القرارات التي تصب في مصلحة أصحاب المصلحة من خلال تحسين رصد ومراقبة المنشأة ككل. ولقد ذكرت دراسة (Ashbaugh et al. 2004) أن الشركات التي تطبق آليات الحكومة ستكون لها قيمة أعلى. ويرجع ذلك إلى حماية حملة الأسهم من خلال تقليص السلوك الانتهازي للمديرين الذي قد يؤدي إلى خفض القيمة السوقية للمنشأة.

ولقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة. وقد خلصت بعض هذه الدراسات إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين الحكومة والأداء المالي. فدراسة (Drobetz et al. 2004) وجدت أن أدوات حوكمة الشركات تحسّن بعض مقاييس قيمة المنشأة مثل مقياس Tobin's Q ومقياس القيمة السوقية الى القيمة الدفترية (market-to-book value). كما خلص (Brown and Caylor 2006) إلى أن 51 آلية داخلية وخارجية لحوكمة الشركات لها تأثير إيجابي كبير على قيمة المنشأة والتي تم قياسها باستخدام مقياس Tobin's Q. كما قامت دراسة (Bozec and Bozec 2012) باستعراض المنشورات الدولية فيما يتعلق بتأثير حوكمة الشركات على قيمة المنشأة مع التركيز على تلك الدراسات التي استخدمت مؤشرات الحوكمة. وأظهرت النتائج أن غالبية الدراسات السابقة خلصت إلى أن لممارسات حوكمة الشركات تأثيراً إيجابياً على قيمة المنشأة التي تم قياسها باستخدام مقياس Tobin's Q.

نانسي محمد هل يؤثر التحفُّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

بالإضافة إلى ذلك ، قامت دراسة (Ntim et al. (2012 باستخدام عينة مكونة من 169 شركة جنوب أفريقية مدرجة في البورصة بين عامي 2002 و 2007 لاستكشاف تأثير أدوات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة. وأظهرت النتائج أن الإفصاح للمساهمين عن ممارسات حوكمة الشركات يؤدي إلى تعزيز قيمة المنشأة أكثر من أصحاب المصلحة.

وعلاوة على ذلك ، خلص Christensen et al. (2010) and Kyere and Ausloos (2020) إلى أن حجم واستقلالية مجلس الإدارة لهما تأثيراً إيجابياً على مؤشرات الأداء المالي للشركات، ومؤشرات Tobin's Q والعائد على الأصول. كما كشفوا عن أن وجود مجلس إدارة مستقل يؤدي إلى قدرة أكبر على حل مشاكل الوكالة عن طريق خفض التكاليف ، وبالتالي تحسين الأداء المالي.

ولكن على الصعيد الآخر، فلقد خلص كلاً Agrawal and Knoeber (1996) and Kyere and Ausloos (2020) إلى أن نسبة المساهمين الداخليين ، كمقياس لحوكمة الشركات، ليس له أي تأثير على الأداء المالي والذي تم قياسه باستخدام Tobin's Q.

واستناداً إلى ماسبق ، تم صياغة فرض العدم الثاني لدراسة التأثير المباشر لممارسات حوكمة الشركات على القيمة السوقية للمنشأة في البيئة المصرية لاكتشاف ما إذا كانت النتائج ستختلف بتغيير بيئة التطبيق:

الفرض الثاني H_2 : لا يوجد علاقة معنوية مباشرة بين ممارسات حوكمة الشركات و القيمة السوقية للمنشأة.

2.3. حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي و القيمة السوقية للمنشأة:

هناك العديد من الدراسات قامت ببحث الأثر المباشر لحوكمة الشركات على قيمة المنشأة ، ومع ذلك ، لم تنتظر أي دراسة، حسب علم الكاتبة، إلى دور التحفظ المحاسبي الذي قد يؤثر على هذه العلاقة. معظم الدراسات السابقة قامت بالتركيز على الأثر المباشر للتحفظ المحاسبي على قيمة المنشأة ، ومع ذلك، نجد تناقض في نتائج هذه الدراسات. فلقد كشف كلاً من LaFond and

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

Watts (2008), LaFond and Roychowdhury (2008), Kim and zhang (2016) and Haque et al. (2019). عن أن التحفظ المحاسبي يمكن أن يزيد من قيمة المنشأة من خلال الحد من السلوك الانتهازي للمديرين. ومن ناحية أخرى ، زعمت العديد من الدراسات أن التحفظ المحاسبي من الممكن أن يدمر المعلومات و عملية تخصيص الموارد ، وبالتالي يقلل من القيمة السوقية للمنشأة (Gigler et al., 2009).

واستناداً إلى ماسبق مناقشته ، يمكن التنبؤ بأن تأثير حوكمة الشركات على قيمة المنشأة يمكن تعزيزه بعد النظر الى تأثير التحفظ المحاسبي على هذه العلاقة. وبالتالي ، تم صياغة فرض العدم الثالث كالآتي:

الفرض الثالث H₃: التحفظ المحاسبي ليس له أي تأثير على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة.

3. طريقة البحث:

يتناول هذا الجزء من البحث اسلوب جمع البيانات، تحديد العينة المستهدفة، قياس متغيرات الدراسة، واخيراً بناء النموذج البحثي لدراسة العلاقة بين جميع متغيرات الدراسة .

3.1 جمع البيانات وتحديد عينة الدراسة

من العينة الأولية لنحو 100 شركة مدرجة في مؤشر EGX 100 بالبورصة المصرية ، تم اختيار الشركات على أساس توافر التقارير السنوية بعد استبعاد الشركات العاملة في القطاع المالي من العينة (مثل البنوك ، الشركات العقارية، شركات التأمين، شركات الأوراق المالية ، وما إلى ذلك) وذلك بسبب القواعد والخصائص المختلفة لمؤشرات أدائها (Caliyurt and Idowu, 2014) . تم جمع البيانات المتعلقة بخصائص مجالس الإدارة وتركيز الملكية يدوياً من التقارير. ومن ثم، تم دمج البيانات المتعلقة بحوكمة الشركات مع البيانات المالية التي تم جمعها من الشركة المصرية لنشر المعلومات (EGID) والبورصة المصرية.

كما تم استبعاد بعض الشركات نتيجة اختلاف فترات اعداد التقارير لديها، أو نقص بعض البيانات المحاسبية، أو بعض البيانات عن آليات الحوكمة لديها. وبعد انتهاء ذلك المسح ، تألفت العينة النهائية من 346 ملاحظة، تغطي الفترة من 2013 إلى 2018. ويعتبر حجم العينة هذا كبيراً بما يكفي لتوفير تحليلات إحصائية سليمة. وبالإضافة إلى ذلك ، تم استخدام متوسط 3 سنوات (من الوقت t-1 إلى الوقت t + 1) لقياس التحفظ المحاسبي، الأمر الذي أدى إلى إدراج بيانات مختارة للسنتين 2012 و 2019 من أجل خدمة هذا الغرض.

3.2. قياس متغيرات الدراسة

يهدف هذا الجزء من البحث إلى عرض الطرق المختلفة التي تم استخدامها بهدف قياس متغيرات هذا البحث كالتالي:

3.2.1. حوكمة الشركات

من خلال مطالعة العديد من الدراسات السابقة التي تناولت آليات حوكمة الشركات، خلصت الكاتبة إلى أنه تم استخدام العديد من المقاييس لقياس حوكمة الشركات. وهي على وجه التحديد ، حجم مجلس الإدارة ، واستقلال مجلس الإدارة ، و ازدواجية الرئيس التنفيذي CEO Duality ، وملكية الإدارة ، والملكية المؤسسية ، وتركيز الملكية ، وحجم شركات مراجعة الحسابات، واستقلالية اللجان (لجنة مراجعة الحسابات ، لجنة الترشيح ، ولجنة التعويض). وفي هذه الدراسة ، ركزت الكاتبة على أربعة مقاييس تعكس مدى تطبيق آليات الحوكمة في العينة المختارة. وهذه المقاييس هي: حجم مجلس الإدارة ، واستقلال مجلس الإدارة، وازدواجية الرئيس التنفيذي CEO Duality ، ونسبة المساهمين الداخليين.

تم قياس حجم مجلس الإدارة من خلال عدد المديرين في المجلس ، كما تم قياس استقلال مجلس الإدارة باستخدام نسبة المديرين المستقلين أعضاء المجلس. أما ازدواجية الرئيس التنفيذي CEO Duality تم قياسه كمتغير (Dummy Variable)، يأخذ القيمة صفر في حالة أن رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يشغلها نفس الشخص ، ويأخذ القيمة 1 في حالة أن من يشغل

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

المنصبين شخصين منفصلين. وبالإضافة إلى ذلك ، يتم قياس نسبة المساهمين الداخليين باستخدام نسبة الأسهم المملوكة للمديرين الداخليين.

3.2.2. التحفظ المحاسبي

تم استخدام العديد من النماذج في الكتابات المحاسبية بغرض قياس التحفظ المحاسبي، على سبيل المثال ، نموذج التوقيت غير المتماثل Basu's Asymmetric Timeliness Model (AT) by Basu (1997)، نموذج نسبة قيمة السوق الى القيمة الدفترية Market-to-Book Ratio (MTB) by Beaver and Ryan (2000) ، نموذج الاحتياطات الخفية the Hidden Reserves Model (HR) by Penman and Zhang's (2002)، و نموذج الاستحقاقات غير المتماثلة للتدفقات النقدية Asymmetric Accrual to Cash-flow Model (AACF) by Ball and Skivakumar's (2005). ولكن معظم هذه النماذج واجهت العديد من المشكلات اثناء تنفيذها وتطبيقها. بالإضافة الى ضعف نتائج أبحاث السلاسل الزمنية (Givoly et al., 2007). فضلاً عن ذلك، فإن بعض هذه النماذج معقد للغاية ويتطلب العديد من البنود التي يصعب العثور عليها ، والتي لا يتم الكشف عنها دوماً في القوائم المالية (Wang et al., 2008).

وبناءً على ما سبق، تم استخدام نموذج الاستحقاقات السلبية the Negative Accruals model (NA) الذي طوره (Givoly and Hayn, 2000). والسبب الرئيسي لهذا الاختيار هو أن آلية التحفظ المحاسبي تميل إلى إرجاء أو تأجيل الاعتراف بالمكاسب كما تميل إلى التعجيل أو الاسراع بالاعتراف بالخسائر. ونتيجة لهاتين العمليتين، فإن مستوى الاستحقاقات سوف يصبح سلبياً بشكل متزايد تدريجياً (Givoly and Hayn, 2000). ويقوم نموذج Givoly and Hayn (2000) بقياس التحفظ المحاسبي من خلال متوسط استحقاقات كل شركة على مدى 3 اعوام t_{-1} ، t ، and t_{+1} ، وذلك لتجنب أي نتيجة غير طبيعية في أي عام (Ramalingegowda and Yu, 2018). ولقد تم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام المعادلات التالية:

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

$$ACCCON = (Average Accruals for 3 Years) \times -1$$

$$Accruals_{it} = (IBEXT_{it} + DEP_{it} - OCF_{it}) / TA$$

حيث: ACCCON؛ التحفظ المحاسبي مقياساً على اساس نموذج الاستحقاقات السلبية (NA) لشركة (i) بمتوسط 3 سنوات، IBEXT؛ هو اجمالي الخل قبل الضرائب والبنود الغير عادية، DEP؛ نفقات الإهلاك خلال العام، OCF؛ التدفق النقدي التشغيلي، و TA؛ اجمالي الاصول.

3.2.3. القيمة السوقية للمنشأة

تم استخدام نموذج Tobin's Q لقياس قيمة المنشأة السوقية، حيث يتيح هذا النموذج قياس القيمة السوقية لاصول المنشأة بالنسبة الى تكلفة استبدالها (Replacement cost). ولقد قام Fang et al. (2009) بصياغة معادلة تعكس نموذج Tobin's Q، حيث تقاس قيمة المنشأة على النحو التالي:

$$VALUE = ASSMAR / ASSBOOK$$

$$ASSMAR = EQMAR + ASSBOOK - EQBOOK - DEFTAX$$

حيث: VALUE؛ القيمة السوقية للمنشأة، ASSMAR؛ القيمة السوقية للاصول، ASSBOOK؛ القيمة الدفترية للاصول، EQMAR؛ القيمة السوقية لحقوق المساهمين العاديين، EQBOOK؛ القيمة الفترية لحقوق المساهمين العاديين، و DEFTAX؛ ضرائب مؤجلة.

3.2.4. المتغيرات الرقابية

تستخدم الباحثة في هذه الدراسة متغيرين رقابين للتحكم في أي مشكلة تتعلق بالنماذج ولتحسين إمكانية مقارنة تحليل هذه الدراسة بالنتائج السابقة (Gutiérrez and Pombo, 2009; and Jara et al., 2019). المتغير الرقابي الاول هو حجم الشركة، ويتم قياسه من خلال

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

اللوغاريتم الطبيعي لاجمالي أصول المنشأة. أما المتغير الرقابي الثاني فهو الرافعة المالية (Financial Leverage)، ويقاس من خلال قسمة الالتزامات طويلة الأجل على مجموع الأصول. ويلخص الجدول رقم ١ المتغيرات المستقلة و التابعة و الرقابية للدراسة ، وطرق قياسها، ومصادر البيانات المختلفة.

جدول رقم ١ : متغيرات الدراسة وطرق قياسها

نوع المتغير	اسم المتغير	المقاييس المستخدمة	مصادر البيانات
متغير مستقل	حوكمة الشركات	<u>حجم مجلس الإدارة</u> : عدد المديرين بالمجلس. <u>استقلال مجلس الإدارة</u> : نسبة المديرين المستقلين بالمجلس. <u>ازدواجية الرئيس التنفيذي</u> : القيمة صفر في حالة ان رئيس مجلس الإدارة والرئيس التنفيذي يشغلها نفس الشخص ، و القيمة 1 في حالة ان من يشغل المنصبين شخصين منفصلين. <u>المساهمين الداخليين</u> : نسبة الأسهم المملوكة للمديرين الداخليين	التقارير السنوية
	التحفظ المحاسبي	نموذج <u>Givoly and Hayn (2000)</u> $ACCCON = (Average Accruals for 3 Years) \times -1$ $Accruals_{it} = (IBEXT_{it} + DEP_{it} - OCF_{it}) / TA$ حيث: ACCCON؛ التحفظ المحاسبي مقياساً على اساس نموذج الاستحقاقات السلبية (NA) لشركة (i) بمتوسط 3 سنوات، IBEXT؛ هو اجمالي الخلل قبل الضرائب والبنود	القوائم المالية

	الغير عادية، DEP؛ نفقات الإهلاك خلال العام، OCF؛ التدفق النقدي التشغيلي، و TA؛ اجمالي الاصول.		
القوائم المالية	<p>نموذج <i>Tobin's Q</i></p> $Value = ASSMAR / ASSBOOK$ $ASSMAR = EQMAR + ASSBOOK - EQBOOK - DEFTAX$ <p>حيث: VALUE؛ القيمة السوقية للمنشأة، ASSMAR؛ القيمة السوقية للاصول، ASSBOOK؛ القيمة الدفترية للاصول، EQMAR؛ القيمة السوقية لحقوق المساهمين العاديين، EQBOOK؛ القيمة الفترية لحقوق المساهمين العاديين، و DEFTAX؛ ضرائب مؤجلة.</p>	القيمة السوقية للمنشأة	متغير تابع
القوائم المالية	اللوغاريتم الطبيعي لاجمالي أصول المنشأة	حجم المنشأة	متغير
القوائم المالية	الالتزامات طويلة الأجل / مجموع الأصول	الرافعة المالية	رقابي

3.3. صياغة نماذج الدراسة

من اجل اختبار فروض البحث التي تمت صياغتها في الجزء الثاني من البحث، تمت صياغة ثلاثة نماذج. تم صياغة النموذج الأول لاختبار التأثير المباشر لآليات حوكمة الشركات على التحفّظ المحاسبي والذي تم قياسه باستخدام نموذج الاستحقاقات السلبية NA. ويشتمل النموذج الأول على حجم الشركة و الرافعة المالية كمتغيرات رقابية قد تؤثر على هذه العلاقة.

$$ACCION = \alpha + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

.....معادلة ٥

حيث: ACCCON؛ التحفّظ المحاسبي، GOV؛ حوكمة الشركات ، SIZE؛ حجم المنشأة ،
LEV؛ الرافعة المالية، و ε ؛ الخطأ العشوائي

نانسي محمد هل يؤثر التحفّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

كما تم صياغة النموذج الثاني لاختبار التأثير المباشر لحوكمة الشركات على قيمة المنشأة و التي تم قياسها باستخدام نموذج Tobin's Q ، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية ، وهي حجم الشركة والرافعة المالية.

$$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

.....معادلة 6

حيث: VALUE؛ القيمة السوقية للمنشأة، GOV؛ حوكمة الشركات ، SIZE؛ حجم المنشأة ، LEV؛ الرافعة المالية، و ε ؛ الخطأ العشوائي

أما النموذج الثالث فلقد تم صياغته بهدف اختبار العلاقة بين آليات حوكمة الشركات، التحفّظ الحاسبي، التفاعل بين حوكمة الشركات والتحفّظ المحاسبي، قيمة المنشأة السوقية، والمتغيرات الرقابية ، وهي حجم الشركة والقوة المالية.

$$VALUE_{it} = \alpha + \beta_1 ACCCON + \beta_2 GOV_{it} + \beta_3 ACCCON * GOV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

.....معادلة 7

4. تحليل البيانات ومناقشة النتائج:

من اجل تحليل البيانات التي تم جمعها في هذه الدراسة، تم استخدام حزمة البرامج الاحصائية للعلوم الاجتماعية (Statistical Package for Social Science SPSS 24) لإجراء الاساليب الإحصائية التالية: أولاً ، التحليل الوصفي (Descriptive Analysis) لحساب الوسط الحسابي والوسيطه والانحراف المعياري والحد الأدنى والحد الأقصى. ثانياً ، اجراء معامل تصحيح التباين (Variance Inflation Factor VIF) لاختبار وجود اي ازدواج خطي (Multicollinearity) بين المتغيرات المستقلة في النماذج البحثية. وأخيراً ، استخدام نموذج الانحدار المتعدد (Regression Modeling) لاختبار فروض البحث.

نانسي محمد هل يؤثر التحفُّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

4.1 التحليل الوصفي (Descriptive Statistics)

يبين الجدول رقم ٢ الإحصاءات الوصفية لهذه الدراسة. وكما هو مبين في هذا الجدول، فإن حوكمة الشركات تتراوح بين (4) ممارسات ضعيفة لحوكمة الشركات، و (105.522) ممارسات مرتفعة لآليات حوكمة الشركات. وبلغت قيم الوسط الحسابي والوسيط لحوكمة الشركات (56.82415) و (58.2075) على التوالي. ويتراوح التحفظ المحاسبي بين (-0.3490364) مستوى منخفض للغاية من التحفظ المحاسبي إلى (0,2185197) مستوى عالٍ للغاية من التحفظ المحاسبي ذات قيم الوسط الحسابي والوسيط (-0.0226933) و (-0.0175942) على التوالي. وتتراوح قيمة المنشأة للعينة بين (-650723.1) و (50396108) بقيم الوسط الحسابي والوسيط (4793508) و (1396741) على التوالي.

وبالإضافة إلى ذلك، فإن الوسط الحسابي والوسيط لحجم الشركة هي (6.241826) و (6.317667) على التوالي. ويتراوح حجم المنشآت المشاركة في عينة الدراسة بين (4,401363) و (7,983507)، والذي يعنى أن هذه المنشآت تمثل جميع المنشآت المصرية العاملة في السوق. وعلاوة على ذلك، واستناداً إلى التحليل الوصفي الوارد في الجدول 2، يشير المتوسط الحسابي للرافعة المالية إلى أن ما يقرب من 55.5% من المنشآت المصرية تمول أعمالها من خلال الديون.

جدول رقم ٢: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	الوسيط	المتوسط الحسابي	المتغيرات
105.522	4	28.10688	58.2075	56.82415	حوكمة الشركات
0.2185197	-	0.0658972	-	-	التحفظ المحاسبي
50396108	-650723.1	7681343	1396741	4793508	قيمة

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

المنشأة					
حجم المنشأة	7.983507	4.401363	0.7440033	6.317667	6.241826
الرافعة المالية	5.856023	0.0046212	0.4657565	0.5116393	0.5550192

4.2. معامل تصحيح التباين (Variance Inflation Factor VIF)

يعرض الجدول رقم 3 نتائج اختبار VIF التي تم إجراؤها لاختبار احتمال وجود علاقة ارتباط بين المتغيرات المستقلة للدراسة. واستنادا على النتائج التي تظهر في الجدول رقم 3 ، فإنه من الواضح عدم وجود أي ارتباط بين جميع متغيرات الدراسة، حيث أن قيم VIF لجميع المتغيرات أقل من 5 و 10. ولذلك ، لا توجد مشكلة الازدواج الخطي.

جدول رقم 3: معامل تصحيح التباين (Variance Inflation Factor VIF)

Panel A : Regression Model 1		
Model	Collinearity Statistics	
	VIF	1/ VIF
Corporate Governance	1.00	0.999498
Firm Size	1.01	0.992567
Financial Leverage	1.01	0.993058
<i>Dependent Variable: Conservatism</i>		
Panel B : Regression Model 2		
Model	Collinearity Statistics	
	VIF	1/ VIF

Corporate Governance	1.00	0.999498
Firm Size	1.01	0.992567
Financial Leverage	1.01	0.993058
<i>Dependent Variable: Firm Value</i>		
Panel C : Regression Model 3		
Model	Collinearity Statistics	
	VIF	1/ VIF
Corporate Governance	1.04	0.958571
Corporate Governance *	4.33	0.230991
Conservatism		
Conservatism	4.33	0.231171
Firm Size	1.02	0.977742
Financial Leverage	1.04	0.958456
<i>Dependent Variable: Firm Value</i>		

4.3. نماذج الانحدار ومناقشة النتائج:

تم اجراء تحليل الانحدار المتعدد لاختبار النماذج الثلاثة لهذه الدراسة. حيث يبحث النموذج الأول تأثير حوكمة الشركات على التحفظ المحاسبي. كما يتحقق النموذج الثاني من التأثير المباشر لآليات حوكمة الشركات على قيمة المنشأة. اما النموذج الثالث فهو يختبر تأثير حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي، والتفاعل بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي على القيمة السوقية للمنشأة.

4.3.1. نتائج العلاقة بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي

يبحث النموذج الاحصائي الأول (معادلة رقم ٥) العلاقة بين حوكمة الشركات، والتي تم قياسها باستخدام أربعة مقاييس، وهي حجم مجلس الادارة، استقلالية المجلس، ازدواجية الرئيس التنفيذي، ونسبة المساهمين الداخليين وتأثير تلك الآليات على التحفظ المحاسبي، والذي تم قياسه باستخدام نموذج الاستحقاقات السلبية NA. ويرد في الجدول رقم ٤ موجز لنتائج تحليل الانحدار.

تشير نتائج التحليل الاحصائي المبين في الجدول رقم ٤ الى ان قيمة معامل التحديد (R^2) تبلغ 0.046 ، وهي قيمة منخفضة للغاية ، وبالتالي فإن النموذج ١ غير معنوياً. وبالإضافة إلى ذلك ، يتضح من Panel B في الجدول رقم ٤ أن القيمة الاحتمالية للعلاقة بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي بلغت (0.258)، وهي قيمة اكبر من المستوى المعنوي لقبول العلاقة والمحدد ب (0.05). إلا أن القيمة الاحتمالية لحجم الشركة والرافعة المالية بالنموذج رقم ١ بلغت قيمتهما (0.038) و(0.001) على التوالي. وهذا يعني أن حجم الشركات والنفوذ المالي يؤثران تأثيراً معنوياً على مستوى التحفظ المحاسبي.

بناءً على ماسبق، من الممكن أن نستنتج أن التحفظ المحاسبي للمنشآت المصرية لا يتأثر بممارسات حوكمة الشركات التي تتبعها تلك المنشآت، الامر الذي يعنى قبول فرض العدم الاول بعدم وجود تأثير معنوي مباشر لحوكمة الشركات على التحفظ المحاسبي. وهذا يتفق مع Lim (2014) and Yunos et al. (2011) الذين وجدوا أن آليات حوكمة الشركات ليس لها تأثير على التحفظ المحاسبي.

جدول رقم ٤ : نموذج الانحدار المتعدد للعلاقة بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي

Panel A: Model summary				
Model	R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error
1	0.215	0.046	0.038	0.064635356810091
Panel B: Coefficients ^a				
Independent variables	Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	T	Sig.

نانسي محمد هل يؤثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

	B	Standard Error	Beta		
Constant	-0.090	0.031		-2.931	0.004
Corporate Governance	0.000	0.000	-0.060	-1.133	0.258
Firm Size	0.010	0.005	0.110	2.083	0.038
Financial Leverage	0.026	0.007	0.185	3.488	0.001

^a Dependent Variable: Accounting Conservatism

4.3.2. نتائج العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة

يبحث نموذج الانحدار الثاني (معادلة رقم ٦) العلاقة المباشرة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة، والتي تقاس باستخدام نموذج Tobin's Q. تم تلخيص نتائج تحليل الانحدار للنموذج الثاني للدراسة في الجدول رقم ٥، والذي يبين أن نموذج الانحدار المتعدد الثاني يفسر أي تباين في قيمة المنشأة بنسبة 33,1%.

ويبين الجدول رقم ٥ أن لآليات حوكمة الشركات تأثيراً إيجابياً ضعيفاً على قيمة المنشأة حيث أن القيمة الاحتمالية للعلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة بلغت (0.639)، وهي قيمة أكبر من المستوى المعنوي لقبول العلاقة والمحدد ب (0.05). الأمر الذي يعنى قبول فرض العدم الثاني بعدم وجود تأثير معنوي مباشر لحوكمة الشركات على القيمة السوقية للمنشأة. وهذا يتفق مع Agrawal and Knoeber (1996) and Kyere and Ausloos (2020) الذين فشلوا في إيجاد علاقة معنوية تربط آليات حوكمة الشركات بقيمتها السوقية.

جدول رقم ٥: نموذج الانحدار المتعدد للعلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة

Panel A: Model summary

Model	R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error	
2	0.575	0.331	0.325	6311093.156312392	
Panel B: Coefficients^a					
Independent variables	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Standard Error	Beta		
Constant	-32761384.3	3007579.097		-10.893	0.000
Corporate Governance	5683.688	12091.810	0.021	0.470	0.639
Firm Size	5941166.739	458395.353	0.575	12.961	0.000
Financial Leverage	267007.971	732063.550	0.016	0.365	0.716

^a Dependent Variable: Firm Value

فضلاً عن ذلك، فإن حجم المنشأة يؤثر تأثيراً إيجابياً معنوياً على قيمة المنشأة حيث بلغت القيمة الاحتمالية لحجم الشركة في نموذج الانحدار الثاني (0,000)، أما الرافعة المالية فلها تأثيراً إيجابياً غير معنوي على قيمة منشآت الاعمال المصرية بقيمة احتمالية بلغت (0,716).

4.3.3. نتائج العلاقة بين حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي، وقيمة المنشأة

يختبر نموذج الانحدار الثالث (معادلة رقم ٧) العلاقة بين آليات حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي، والقيمة السوقية للمنشأة. تم تلخيص نتائج تحليل الانحدار المتعدد في الجدول رقم ٦، والذي يبين أن النموذج رقم ٣ يفسر 33.3% من أي تغير يحدث في قيمة المنشأة.

نانسي محمد هل يؤثر التحفُّظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات والقيمة السوقية للمنشأة ؟

ويخلص تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الثالث إلى أن آليات حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي، والتفاعل بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي، الرافعة المالية، ليس له أي تأثير معنوي على قيمة المنشأة ، حيث تبلغ القيمة الاحتمالية للمتغيرات السابقة (0.515) ، (0.266) ، (0.275) و (0.657) على التوالي. الامر الذي يؤدي الى قبول فرض العدم الثالث بعدم وجود تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على العلاقة بين حوكمة الشركات و قيمة المنشأة السوقية.

جدول رقم ٦: نموذج الانحدار المتعدد للعلاقة بين حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي، والقيمة السوقية للمنشأة

Panel A: Model summary					
Model	R	R ²	Adjusted R ²	Std. Error	
3	0.577	0.333	0.324	6317503.20649812	
Panel B: Coefficients ^a					
Independent variables	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Standard Error	Beta		
Constant	- 33224048.97	3060905.604		-10.854	0.000

Corporate Governance	8051.073	12359.789	0.029	0.651	0.515
Corporate Governance * Accounting Conservatism	173208.734	158340.922	0.101	1.094	0.275
Accounting Conservatism	-	10734995.495	-0.103	-1.115	0.266
Firm Size	5983249.117	462326.651	0.580	12.942	0.000
Financial Leverage	331240.298	745917.567	0.020	0.444	0.657

^a Dependent Variable: Firm Value

5. خلاصة البحث، حدود البحث، واقتراحات لبحاث مستقبلية:

وتهدف هذه الدراسة الى اختبار مدى تأثير آليات حوكمة الشركات (حجم مجلس الإدارة ، استقلال مجلس الإدارة ، ازدواجية الرئيس التنفيذي CEO Duality ، والمساهمة الداخلية) على التحفظ المحاسبي وعلى قيمة المنشأة. بالإضافة إلى ذلك ، تسعى هذه الدراسة الى اكتشاف ما إذا كان التحفظ المحاسبي يؤثر على العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة. تم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام نموذج (Givoly and Hayn (2000 ، والذي يستند إلى نموذج الاستحقاقات السلبية NA. كما تم قياس القيمة السوقية للمنشأة باستخدام نموذج Tobin's Q. تم استخدام حجم المنشأة والرافعة المالية كمتغيرات رقابية، وذلك للحد من الأخطاء، ولزيادة القوة الإحصائية لنماذج الدراسة.

باستخدام عينة من الشركات المصرية المدرجة في البورصة للفترة من 2013 وحتى 2018 والتي كونت 346 ملاحظة ، اشارت نتائج الانحدار المتعدد إلى أن التحفظ المحاسبي لا يتأثر تأثيراً معنوياً بآليات حوكمة الشركات. ويمكن تفسير هذه النتيجة على أساس أنه لا يمكن لجميع آليات

حوكمة الشركات أن تفرض على مديري منشآت الاعمال المصرية تقديم معلومات أكثر تحفظاً. وهذا يتفق مع (Lim (2011) and Yunos et al. (2014). وبالإضافة إلى ذلك ، يبدو أن طبيعة السوق المصرية تؤثر على العلاقة بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي، حيث تنخفض مخاطر التقاضي، تختلف ممارسات حوكمة الشركات، وتزيد متطلبات الإفصاح.

وتكشف هذه الدراسة أيضاً عن أن آليات الحوكمة لا تؤثر على قيمة المنشأة السوقية. وتتفق هذه النتيجة مع (Agrawal and Knoeber (1996) and Kyere and Ausloos (2020)، حيث وجدت تلك الدراسات أن بعض آليات الحوكمة لا تؤثر على قيمة المنشأة مثل المساهمين الداخليين وازدواجية الرئيس التنفيذي.

وعلاوة على ذلك، تقدم هذه الورقة البحثية دليلاً على عدم وجود علاقة معنوية بين حوكمة الشركات، التحفظ المحاسبي، التفاعل بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي من جانب و بين القيمة السوقية للمنشآت من جانب آخر. ويكشف هذا عن أن الاتجاه المحاسبي المحافظ لا يحسن العلاقة بين حوكمة الشركات وقيمة المنشأة. ويمكن تبرير ذلك بسبب عدم وجود علاقة بين حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي ، وبالتالي فإن تفاعلهما لن يكون له أي تأثير على قيمة الشركة.

وتخضع هذه الدراسة لعدة حدود. أولاً ، تتألف عينة هذه الدراسة من شركات مدرجة في مؤشر EGX 100 ، مما يجعل عينة غير عشوائية ، حيث تركز على شركات رأس مالها يعتبر كبير. لذلك لا يمكن أن تكون تعميم النتائج. ثانياً ، تستخدم الكاتبة نموذجاً واحداً فقط لقياس التحفظ المحاسبي ، ومن الممكن استخدام العديد من النماذج لقياس التحفظ المحاسبي مثل نموذج Basu's للتوقيت غير المتماثل Basu's Asymmetric Timeliness Model، نموذج نسبة قيمة السوق الى القيمة الدفترية Market-to-Book Ratio (MTB)، نموذج الاحتياطات الخفية the Hidden Reserves Model (HR)، و نموذج الاستحقاقات غير المتماثلة للتدفقات النقدية Asymmetric Accrual to Cash-flow Model (AACF). ثالثاً ، تم اختيار أربع آليات لقياس حوكمة الشركات وهذه الآليات هي الشائع استخدامها في الدراسات السابقة وتم تجاهل الآليات الأخرى للحوكمة مثل هيكل الملكية، مهام مجلس الادارة، والتعويضات التنفيذية.

وللتغلب على الحدود السابق ذكرها ، تقترح الكاتبة عدة توجهات بحثية مستقبلية. أولاً ، يمكن إجراء دراسة أوسع نطاقاً تقارن بين الممارسات المختلفة لحوكمة الشركات والتحفّظ المحاسبي في دول مختلفة لتقديم المزيد من الأدلة عن طبيعة هذه العلاقة. ثانياً ، يمكن إجراء المزيد من الدراسات لاكتشاف العلاقة بين حوكمة الشركات والتحفّظ المحاسبي باستخدام آليات أخرى للحوكمة ونماذج أخرى لقياس التحفّظ المحاسبي بهدف تقوية النتائج.

References

Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3), 377–397. <https://doi.org/10.2307/2331397>

Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 43(2-3), 411-437. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.005>

Ahmed, A. S., and Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting and Finance*, 51(3), 609-633. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00369.x>

Ahmed, K., and Henry, D. (2012). Accounting conservatism and voluntary corporate governance mechanisms by Australian firms. *Accounting and Finance*, 52(3), 631-662. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2011.00410.x>

Ammann, M., Oesch, D., and Schmid, M. M. (2011). Corporate governance and firm value: International evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18(1), 36-55. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.10.003>

Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. *Emory, University of Iowa*. Retrieved on January, 26, 2006. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.639681>

Baek, J. S., Kang, J. K., and Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial economics*, 71(2), 265-313. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00167-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00167-3)

Ball, R., and Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 83-128. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.04.001>

Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 3-37. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1)

Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of accounting research*, 38(1), 127-148. <https://doi.org/10.2307/2672925>

Bozec, R., & Bozec, Y. (2012). The use of governance indexes in the governance-performance relationship literature: International evidence. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue canadienne des sciences de l'administration*, 29(1), 79-98. <https://doi.org/10.1002/cjas.201>

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2006.05.005>

Caliyurt, K. T., and Idowu, S. O. (2014). Corporate governance: An international perspective the summing up. In *Corporate governance* (pp. 357-365). Springer, Berlin, Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-642-45167-6_18

Chi, W., Liu, C., and Wang, T. (2009). What affects accounting conservatism: A corporate governance perspective. *Journal of*

contemporary accounting and economics, 5(1), 47-59.
<https://doi.org/10.1016/j.jcae.2009.06.001>

Christensen, J., Kent, P., & Stewart, J. (2010). Corporate governance and company performance in Australia. *Australian Accounting Review*, 20(4), 372–386. <https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>

Cullinan, C. P., Wang, F., Wang, P., and Zhang, J. (2012). Ownership structure and accounting conservatism in China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 21(1), 1-16.
<https://doi.org/10.1111/j.1835-2561.2010.00108.x>

Drobetz, W., Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany. *European financial management*, 10(2), 267-293. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2004.00250.x>

Elshandidy, T., and Hassanein, A. (2014). Do IFRS and board of directors' independence affect accounting conservatism?. *Applied Financial Economics*, 24(16), 1091-1102. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.924291>

Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of financial Economics*, 94(1), 150-169.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.08.007>

Garcia Lara, J. M., Osma, B. G., and Penalva, F. (2007). Board of directors' characteristics and conditional accounting conservatism: Spanish evidence. *European Accounting Review*, 16(4), 727-755.
<https://doi.org/10.1080/09638180701706922>

Garcia Lara, J. M., Osma, B. G., and Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of accounting studies*, 14(1), 161-201. <https://doi.org/10.1007/s11142-007-9060-1>

Gigler, F., Kanodia, C., Sapiro, H., & Venugopalan, R. (2009). Accounting conservatism and the efficiency of debt contracts. *Journal of accounting research*, 47(3), 767-797.

Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more

conservative?. *Journal of accounting and economics*, 29(3), 287-320.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00024-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00024-0)

Givoly, D., Hayn, C. K., and Natarajan, A. (2007). Measuring reporting conservatism. *The Accounting Review*, 82(1), 65-106.
<https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.1.65>

Gutiérrez, L. H., & Pombo, C. (2009). Corporate ownership and control contestability in emerging markets: The case of Colombia. *Journal of Economics and Business*, 61(2), 112-139.
<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2008.01.002>

Haque, A., Fatima, H., Abid, A., & Qamar, M. A. J. (2019). Impact of firm-level uncertainty on earnings management and role of accounting conservatism. *Quantitative Finance and Economics*, 3, 772-794.
[10.3934/QFE.2019.4.772](https://doi.org/10.3934/QFE.2019.4.772)

<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00336.x>

Ismail, T. H., and Elbolok, R. (2011). Do conditional and unconditional conservatism impact earnings quality and stock prices in Egypt?. *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(12), 7-22.
<https://ssrn.com/abstract=1992606>

Jara, M., López-Iturriaga, F., San-Martín, P., & Saona, P. (2019). Corporate governance in Latin American firms: Contestability of control and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*, 22(4), 257-274.
<https://doi.org/10.1016/j.brq.2018.10.005>

Kim, J. B., & Zhang, L. (2016). Accounting conservatism and stock price crash risk: Firm-level evidence. *Contemporary accounting research*, 33(1), 412- 441. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12112>

Kyere, M., & Ausloos, M. (2020). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 1- 15. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1883>

Lafond, R., & Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 46(1), 101-135.
<https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00268.x>

LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The accounting review*, 83(2), 447-478. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.2.447>

Lim, R. (2011). Are corporate governance attributes associated with accounting conservatism?. *Accounting and Finance*, 51(4), 1007-1030. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00390.x>

Nasr, M. A., and Ntim, C. G. (2018). Corporate governance mechanisms and accounting conservatism: Evidence from Egypt. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(3), 386-407. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2017-0108>

Ntim, C. G., Opong, K. K., & Danbolt, J. (2012). The relative value relevance of shareholder versus stakeholder corporate governance disclosure policy reforms in South Africa. *Corporate Governance: An International Review*, 20(1), 84-105. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00891.x>

Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The accounting review*, 77(2), 237-264. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.237>

Ramalingegowda, S., & Yu, Y. (2018). The role of accounting conservatism in capital structure adjustments. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 0148558X18814119. <https://doi.org/10.1177/0148558X18814119>

Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., and Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting*, 28(1), 168-178. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2011.12.001>

Schmidt, C., and Fahlenbrach, R. (2017). Do exogenous changes in passive institutional ownership affect corporate governance and firm value?. *Journal of Financial Economics*, 124(2), 285-306. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.01.005>

Siagian, F., Siregar, S. V., & Rahadian, Y. (2013). Corporate governance, reporting quality, and firm value: evidence from Indonesia. *Journal of accounting in emerging economies*, 3 (1), 4-20. <https://doi.org/10.1108/20440831311287673>

Sorour, M. K. (2014). Corporate governance reform in Egypt: Achievements and challenges ahead. In *Corporate Governance* (pp. 143-155). Springer, Berlin, Heidelberg. https://doi.org/10.1007/978-3-642-45167-6_8

Wang, R. Z., Ó Hogartaigh, C., & van Zijl, T. (2008). Measures of accounting conservatism: A construct validity perspective. *Journal of Accounting Literature*. <https://ssrn.com/abstract=1274044>

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory. <https://ssrn.com/abstract=928677>

Yunos, R. M., Ahmad, S. A., & Sulaiman, N. (2014). The influence of internal governance mechanisms on accounting conservatism. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 164, 501-507. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.11.138>