



دراسة ميدانية مقارنة لأثر التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط
على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم:
بالطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د/ أيمن أحمد أحمد شتيوي
أستاذ المحاسبة المساعد
كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

A Comparative Field Study of the Impact of Conditional and Unconditional Accounting Conservatism on Firm Investment Efficiency and Shareholder Value Added: Application to listed firms in Egyptian Stock Market

ملخص الدراسة

وبمستويات أعلى من المخاطر. ويبين ذلك أنه في حالة وجود مدير يتجنب المخاطر، فإن التحفظ غير المشروط يحد من مخاطر الهبوط في الأرباح ويزيد من مقدرة المدراء على تقبل المخاطر ومن احتمال الاستثمار في المشروعات عالية المخاطر. وبالرغم من ذلك، لم تقدم نتائج الدراسة دليلاً متسقاً فيما يتعلق بتأثير مثل ذلك التحفظ المحاسبي، وعلاقته باستثمارات الشركة، على القيمة المضافة لحملة الأسهم. لذلك سيكون من الضروري إجراء بحوث مستقبلية للعلاقة بين التحفظ المحاسبي والقيمة المضافة لحملة الأسهم.

وتتمثل مساهمة الدراسة الحالية في توضيح آثار كلا النوعين من التحفظ المحاسبي على كفاءة استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وعلى القيمة المضافة لحملة الأسهم. إذ تزيد الدراسة الوعي بأهمية الآثار الاقتصادية المختلفة لهذين النوعين من التحفظ المحاسبي. كما تُعد نتائج الدراسة الحالية مهمة للباحثين الساعين لتوازن مبتغى بين التحفظ المحاسبي والحيادية، وللهيئات المسؤولة عن وضع معايير المحاسبة.

الكلمات الأساسية: تكاليف الوكالة؛ والتحفظ

المشروط؛ والتحفظ غير المشروط؛ وكفاءة استثمار الشركة؛ والقيمة المضافة لحملة الأسهم (الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم)، والشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في التحقق من حُجة مجلس معايير المحاسبة الدولية الخاصة بأن الهدف الرئيس للتقرير المالي هو المساعدة في اتخاذ القرارات، وأنه ينبغي أن تكون الحيادية خاصة نوعية للمعلومات المالية، مع العمل على زيادة التحفظ المشروط واستبعاد التحفظ غير المشروط الذي يتعارض مع الحيادية. تحديداً، تُقيم الدراسة الحالية الآثار الاقتصادية لممارسات التحفظ المحاسبي في مصر، من منظور المستثمرين في سوق الأسهم، وذلك من خلال تحليل آثار نوعي التحفظ المحاسبي على كفاءة استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وعلى القيمة المضافة لحملة الأسهم. إذ قام الباحث بإجراء تحليل لقطاع عرضي من البيانات، وتحليل انحدار متعدد باستخدام البيانات المتاحة لعينة من انشط الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية، في الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٤.

وكانت النتائج الرئيسة للتحليل كما يلي: أولاً، يتم تقييد الاستثمارات في حالة الشركات التي مارست مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط، وأنه حتى عندما تقوم الشركات بمشروعات استثمارية، كانت استثمارات تلك الشركات التي مارست مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط تتسم بمستويات منخفضة من المخاطر. ثانياً، وفي المقابل، كانت الشركات التي مارست مستوى مرتفعاً من التحفظ غير المشروط تقوم باستثمارات أكثر

Abstract

The current study seeks to check the argument of IASB that the main objective of financial reporting is to enable decision making, that neutrality should be a qualitative characteristic of financial information, that conditional conservatism should be increased, and that unconditional conservatism that conflicts with neutrality should be eliminated. Specifically, this study evaluates the economic consequences of conservatism practices in Egypt, from the perspective of stock market investors, by analyzing the effects of the two types of accounting conservatism on investment efficiency of listed firms in Egyptian Stock Market, and shareholder value added. The researcher employs cross sectional data analysis and multiple regression using data available for a sample of the largest 30 Egyptian listed firms during the period of 2004 to 2014.

The main results of the analysis are as follows. First, for firms with a high level of conditional conservatism, investments are curbed, and even when the firms do make investments, the investments of the firms, with a high level of conditional conservatism, have low levels of risk. Second, on the other hand, firms with a high level of unconditional conservatism make larger and riskier investments. This indicates that, in the presence of a risk-averse manager, unconditional conservatism limits the ea-

rnings downside risk and increases both the risk-taking capacity of managers and the likelihood of investment in high-risk projects. However, the findings do not provide consistent evidence regarding the impact that such conservatism and its relationship with firm investment efficiency have on shareholder value added. Therefore, futures research of the relationship between conservatism and shareholder value will be necessary.

The study contribution is that it clarifies the effects of conditional and unconditional conservatism on investment efficiency of listed firms in Egyptian Stock Market, and shareholder value added. That, this study raises awareness of the importance of the different economic consequences of these two types of accounting conservatism. The findings of this study are important for researchers exploring the desirable balance between conservatism and neutrality, and for the bodies that set accounting standards.

Key words: agency costs; conditional conservatism; unconditional conservatism; firm investment efficiency; shareholder value added (future excess stock returns); and listed firms in Egyptian Stock Market.

١. مقدمة

بالتخفيض المتعمد للأصول أو الدخل أو المبالغه في الالتزامات أو المصروفات. وأن وجود تحيز عند تخفيض الأصول (أو المبالغه في الالتزامات) في فترة ما يؤدي - بشكل متكرر - إلى المبالغه في الأداء المالي في الفترات اللاحقة - ونتيجة لذلك لا يمكن وصف هذا على أنه تحفظ" (IASB, 2008, BC2.21). ونخلص من ذلك إلى أن شكل التحفظ الذي قصد المجلس استبعاده من إطار المفاهيم (والتقرير المالي) يمكن أن يتعلق - بشكل واضح - بالتحفظ غير المشروط، وليس بالتحفظ المشروط. كما أنه من الواضح - أيضاً - أن المجلس يشير إلى وجود علاقة عكسية بين التحفظ غير المشروط والتحفظ المشروط (Pope & Walker, 2003; Beaver & Ryan, 2005). أما فيما يتعلق بالحجة الثانية، لا تؤثر القيمة العادلة للأصول المالية على العديد من الصناعات، بخلاف القطاع المالي، وإذا قررت الشركات إتباع خيار القيمة العادلة، فإنه يتم الاعتراف بكل من المكاسب غير المحققة (الأخبار الجيدة) والخسائر غير المحققة (الأخبار السيئة) ضمن رقم صافي الدخل (أو الدخل الشامل الآخر). وبالتالي فإنه لا يمكن عد القيمة العادلة أقل تحفظاً - بشكل مشروط - بالمقارنة بالتكلفة المستنفدة. بالإضافة لذلك، يدرج مجلس معايير المحاسبة الدولية آليات عديدة لضمان ممارسة التحفظ المشروط، مثل، على سبيل المثال لا الحصر، إثبات الالتزامات المحتملة مقابل عدم إثبات الأصول المحتملة (IAS 37)، واختيار التكلفة أو صافي القيمة القابلة للتحقق أيهما أقل للمخزون (IAS 2)، وقياس الهبوط في قيمة الأصول المالية والأصول طويلة الأجل (IFRS 9 & IAS 36) (Paul et al., 2013).

يُعد التحفظ المشروط أحد الخصائص النوعية الرئيسية للتقرير المالي (Watts, 2003; Francis et al., 2004; Francis et al., 2008; Ball et al., 2008; Dechow et al., 2010; Ko-thari et al., 2010). ويضمن هذا الشكل من التحفظ، والذي يُعرف بالتحفظ اللاحق أو التابع للأخبار، أن يتم تسجيل الخسائر الاقتصادية المحتملة - بشكل متزامن - ضمن رقم صافي الدخل، بينما يتم تأجيل الاعتراف بالمكاسب الاقتصادية المحتملة. وقد قام الباحثون بتمييز التحفظ المشروط عن التحفظ غير المشروط (Pope & Walker, 2003; Beaver & Ryan, 2005). حيث يُعرف التحفظ غير المشروط بالتحفظ المسبق أو المستقل عن الأخبار، والذي يترتب على ممارسته تخفيض - بشكل مستمر - في القيمة الدفترية لـصافي الأصول مقارنة بقيمتها الاقتصادية، وذلك بشكل مستقل عن أي أخبار.

ويُعد من غير الواضح مدى تأثير تطبيق المعايير الدولية للتقرير المالي على ممارسات التحفظ المشروط. حيث يرى بعض المراقبون أن المعايير الدولية للتقرير المالي تُعد أقل تحفظاً بالمقارنة بالمبادي المحاسبية الوطنية المقبولة - بشكل عام - ويشير هؤلاء إلى حجتيْن. أولاً، أنه قد تم استبعاد مصطلح التحفظ (أو الحيطة والحذر) من إطار المفاهيم (والتقرير المالي) (IASB, 2010). ثانياً، يسمح المعيار الدولي للتقرير المالي بخيارات عديدة للقيمة العادلة والتي يمكن أن تكون - في حد ذاتها - غير متحفظة (Paul et al., 2013). فيما يتعلق بالحجة الأولى، طبقاً لمجلس معايير المحاسبة الدولية "لا تسمح ممارسة التحفظ

وقد تم تنظيم الدراسة الحالية كما يلي: يتناول الباحث في القسم الثاني مشكلة الدراسة، ويوضح في القسم الثالث أهداف الدراسة والأسئلة البحثية. كما يبرز الباحث في القسم الرابع أهمية الدراسة، ويوضح في القسم الخامس المنهجية المستخدمة في الدراسة. بالإضافة لذلك، يستعرض الباحث في القسم السادس الدراسات السابقة ذات الصلة، وفي القسم السابع الإطار النظري للعلاقة بين التحفظ المشروط وغير المشروط وصياغة فروض الدراسة. ويصف الباحث في القسم الثامن تصميم النماذج المستخدمة في اختبار فروض الدراسة وعينة الدراسة وأسلوب تجميع البيانات. وبعد عرض نتائج الدراسة الميدانية في القسم التاسع، تم تلخيص الاستنتاجات واقتراح بعض مجالات البحوث المستقبلية في القسم العاشر.

٢. مشكلة الدراسة

بالتعاون مع مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB)، قام مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) بإعداد إطار المفاهيم (IASB, 2010) الذي ينص على أن "هدف التقرير المالي متعدد الأغراض هو توفير معلومات مالية بشأن المنشأة معدة التقرير تكون مفيدة للمستثمرين، والمقرضين والدائنين الآخرين الحاليين والمحتملين في اتخاذ القرارات بشأن تقديم الموارد للمنشأة" (IASB, 2010, OB2). بعبارة أخرى، فإن الهدف هو أن تلعب المعلومات المالية دور تقييمي. بالإضافة إلى ذلك، وفي ظل إطار المفاهيم، تُعد الحيادية أحد الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية (IASB, 2010, QC12). بناءً على ذلك، فقد أُنشئ مجلس معايير المحاسبة المالية ومجلس معايير المحاسبة الدولية التحفظ المحاسبي من بين الخصائص النوعية للمعلومات المالية التي تشكل إطار المفاهيم،

من ناحية أخرى، قد يوجد في الممارسة العملية منطق اقتصادي وراء استمرار ممارسات التحفظ المحاسبي. حيث يكشف استعراض الدراسات السابقة وجود فرضيات مختلفة لتفسير استمرار ممارسة التحفظ المحاسبي. فمن منظور إبرام عقود الدين والمكافآت، يوفر التحفظ المحاسبي وسيلة للحد من المخاطر الأخلاقية، من جانب المنشآت المختلفة، والتي تنشأ بسبب عدم تماثل المعلومات. كما توجد فرضيات أخرى لتفسير استمرار ممارسات التحفظ المحاسبي، وذلك من منظور الحوكمة ومخاطر التعرض للدعاوي القضائية، والتهرب الضريبي لتخفيض مدفوعات الضرائب والتكاليف السياسية للشركة (Watts, 2003). وباستخدام هذا الإطار، قامت العديد من البحوث بتحليل المحددات والآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي - بشكل رئيسي - من منظور المقرضين، والتي قامت - بشكل عام - بتأييد فرضية عقود الدين والمكافآت (Holthausen & Watts, 2001; Watts, 2003; Guay & Verrecchia, 2006). وفي المقابل، أهتم عدد ضئيل من الدراسات السابقة بتحليل الآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي من منظور المستثمرين، وتحديداً تحليل آثار استبعاد التحفظ غير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة (Nezhad et al., 2016; Brockman et al., 2015; Ishida & Ito, 2014; Nakano et al., 2014). وفي ضوء ذلك، تسعى الدراسة الحالية لملء هذه الفجوة البحثية من خلال اختبار عدد من الفروض المتعلقة بالآثار الاقتصادية لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط على اتخاذ القرارات الاستثمارية من قبل الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك من منظور المستثمرين في سوق الأسهم.

ضئيل من البحوث بتحليل الآثار الاقتصادية المترتبة على استبعاد التحفظ غير المشروط، من منظور المستثمرين في سوق الأسهم، تحديداً على كفاءة استثمارات الشركة - (Nezhad *et al.*, 2016; Brockman *et al.*, 2015; Ishida & Ito, 2014; Nakano *et al.*, 2014). حيث يوضح الباحثون أنه في ظل تطبيق المعايير المحاسبية زادت ممارسات التحفظ المحاسبي من قبل الشركات في السنوات الأخيرة، (Nakano *et al.*, 2014, Lobo & Zhou, 2006). ويمكن تبرير ذلك بأنه يوجد نوعان من التحفظ المحاسبي، التحفظ المشروط والتحفيز غير المشروط. لذلك، يمكن القول - بشكل أدق - أن معدي المعايير المحاسبية يعملون على استبعاد التحفظ غير المشروط وزيادة مستوى التحفظ المشروط، حيث توجد علاقة عكسية بين النوعين من التحفظ (Nakano *et al.*, 2014). فعندما قامت

بفحص قائمة معايير المحاسبة المالية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية، في الفترة 1973-2002، اكتشفت أنه في -تقريباً- 40% من المعايير محل الفحص تم استبعاد التحفظ غير المشروط. بالإضافة إلى ذلك، توضح (Kanamori, 2009) أن ما توصل إليه (Watts, 2003)، من أن الممارسات المحاسبية الأمريكية على مدار 30 سنة قد أصبحت أكثر تحفظاً، يؤكد استبعاد التحفظ غير المشروط. وبالرغم من قيام العديد من البحوث بتبرير الزيادة في ممارسات التحفظ المشروط، وذلك من خلال تحليل المحددات والآثار الاقتصادية للتحفظ المشروط - بشكل رئيس - من منظور المقرضين (Holthausen & Watts, 2001; Watts, 2003; Guay & Verrecchia, 2006)، أهتم عدد

وفقاً لدراسة (Nezhad *et al.*, 2016)، تُعد كفاءة الاستثمارات أحد العوامل الفعالة لتحقيق التنمية والنمو الاقتصادي، ويُعد التحفظ المحاسبي أحد العوامل الفعالة لضمان كفاءة استثمارات الشركة. حيث توجد ثلاثة توجهات للدراسات المحاسبية السابقة بشأن العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمارات. وفقاً للتوجه الأول، يُعد الاعتراف المتزامن بالخسائر أحد آليات حوكمة الشركات، وذلك من خلال منع المديرين من الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة. وفي ظل هذا التوجه، يمكن للتحفظ المحاسبي أن يحد من دوافع المديرين للإفراط في حجم الاستثمارات - (Ball, 2001; Ball & Shi-vakumar, 2005). حيث يعتقد (Ball & Shiva-kumar, 2005) أنه إذا أدرك المديرين - مسبقاً -

وذلك نظراً لأنه يمكن أن ينشأ عنه تحيز يتعارض مع الحيادية، يتمثل في التحفيز المتمدد للأصول أو الدخل أو المبالغة في الالتزامات أو المصروفات (FASB, 2010, BC-3.27).

وبالرغم من قيام معدي المعايير المحاسبية بالعمل على استبعاد التحفظ المحاسبي، يوضح الباحثون أنه في ظل تطبيق المعايير المحاسبية زادت ممارسات التحفظ المحاسبي من قبل الشركات في السنوات الأخيرة، (Nakano *et al.*, 2014, Lobo & Zhou, 2006). ويمكن تبرير ذلك بأنه يوجد نوعان من التحفظ المحاسبي، التحفظ المشروط والتحفيز غير المشروط. لذلك، يمكن القول - بشكل أدق - أن معدي المعايير المحاسبية يعملون على استبعاد التحفظ غير المشروط وزيادة مستوى التحفظ المشروط، حيث توجد علاقة عكسية بين النوعين من التحفظ (Nakano *et al.*, 2014). فعندما قامت

بفحص قائمة معايير المحاسبة المالية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية، في الفترة 1973-2002، اكتشفت أنه في -تقريباً- 40% من المعايير محل الفحص تم استبعاد التحفظ غير المشروط. بالإضافة إلى ذلك، توضح (Kanamori, 2009) أن ما توصل إليه (Watts, 2003)، من أن الممارسات المحاسبية الأمريكية على مدار 30 سنة قد أصبحت أكثر تحفظاً، يؤكد استبعاد التحفظ غير المشروط. وبالرغم من قيام العديد من البحوث بتبرير الزيادة في ممارسات التحفظ المشروط، وذلك من خلال تحليل المحددات والآثار الاقتصادية للتحفظ المشروط - بشكل رئيس - من منظور المقرضين (Holthausen & Watts, 2001; Watts, 2003; Guay & Verrecchia, 2006)، أهتم عدد

المحاسبي يؤدي إلى انخفاض حجم الاستثمارات (Nezhad et al., 2016; Brockman et al., 2015; Ishida & Ito, 2014; Nakano et al., 2014).

وفي ضوء ذلك، تبرز مشكلة الدراسة بشأن احتمال وجود آثار اقتصادية سلبية للتحفظ المشروط، النوع الذي خضع لتحليل العديد من الدراسات السابقة، واحتمال وجود آثار اقتصادية إيجابية للتحفظ غير المشروط، وهو النوع الذي قصد المجلس استيعاده من إطار المفاهيم والتقارير المالي (Kanamori, 2009; Ishida & Ito, 2014). وتبرز تلك المشكلة بسبب الفروق في توقيت تسجيل المصروفات أو الخسائر في ظل كل من التحفظ المشروط وغير المشروط. فبينما يشير التحفظ المشروط إلى التسجيل الفوري للمصروفات أو الخسائر عند وجود أخبار سيئة، فإن التحفظ غير المشروط يُعد إجراء أكثر تحفظاً يترتب عليه تسجيل المصروفات المستقبلية غير المؤكدة قبل وجود الأخبار السيئة. لذلك، فإن التحفظ المشروط يزيد من مخاطر هبوط الأرباح بشكل حاد، ولكن عندما يتم تطبيق التحفظ غير المشروط - في آن واحد - مع التحفظ المشروط، فإن التحفظ غير المشروط يستيق أو يحد من ذلك الأثر. كما يُعتقد - أيضاً - أن لكلا النوعين من التحفظ آثار نوعية مختلفة على كفاءة استثمارات الشركة، ومن ثم على القيمة المضافة لحملة أسهمها. وبالرغم من ذلك، لم يتم -في حدود علم الباحث - إجراء أي دراسة ميدانية لفحص الآثار الاقتصادية للتحفظ غير المشروط، تحديداً على القرارات الاستثمارية من قبل الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

أن الخسائر سيتم إثباتها - بشكل متزامن، فإنه من غير المحتمل قيامهم باستثمارات ذات صافي قيمة عالية سالبة، ومن المحتمل قيامهم باتخاذ قرارات عاجلة للحد من الخسائر الاقتصادية الناجمة عن الاستثمارات الحالية ذات الأداء الضعيف. أما وفقاً للتوجه الثاني للدراسات السابقة، فإن التحفظ المحاسبي يحث المديرين على تجنب المخاطر التجارية، وعلى التخلي عن الاستثمارات طويلة الأجل عالية المخاطر، حتى ولو كانت تلك الاستثمارات ذات صافي قيمة عالية موجبة. أكثر من ذلك، يمكن أن يحد التحفظ المحاسبي من دوافع المديرين للاستثمار بشكل عام، بما ينجم عنه انخفاض في حجم الاستثمارات (Leuz, 2001; Watts, 2003; Guay & Verrecchia, 2006; Roychowdhury, 2010). وفي المقابل، وفقاً للتوجه الثالث للدراسات السابقة، يحد التحفظ المحاسبي من دوافع المديرين لتخفيض حجم الاستثمارات. وذلك، نظراً لأن التحفظ المحاسبي يمكن الشركات من الحصول على قروض بتكلفة أقل، والتي يمكن استخدامها لتمويل المشروعات الاستثمارية، وبالتالي فإنه يحد من مشكلة انخفاض حجم الاستثمارات والتي تنشأ عن الوصول المحدود لأسواق رأس المال (Ahmed et al., 2002; Watts, 2003; Zhang, 2008). حيث توضح معظم نتائج الدراسات الميدانية أن التحفظ المحاسبي يحسن من كفاءة الاستثمارات ويحد من دوافع المديرين لتخفيض حجم الاستثمارات (Ahmed & Duell, 2011; Francis & Martin, 2010; Busman et al., 2011)، مع وجود عدد ضئيل من الدراسات الميدانية التي تختبر ما إذا كان التحفظ

3. أهداف الدراسة

الهدف الأول في استعراض وتقييم الأدبيات المحاسبية للوصول إلى صياغة إطار نظري للعلاقة بين التحفظ المشروط وغير المشروط، ولطبيعة العلاقة التي تربط بين كل من التحفظ المشروط وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركة ومدى تقبلها تحمل المخاطر والقيمة المضافة لحملة أسهمها، والتأثيرات المتبادلة بينهم. أما الهدف الثاني للدراسة فهو قياس مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والملتزمة بتطبيق معايير المحاسبة المصرية. بينما يتمثل الهدف الثالث في فحص الأثر الاقتصادي لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط على مستوى استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. أما الهدف الرابع للدراسة فهو فحص الأثر الاقتصادي لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط على مدى تقبل مدرء الشركات المقيدة بالبورصة المصرية تحمل المخاطر، مقاسة بالتقلب في عوائد الأسهم. وأخيراً، يتمثل الهدف الخامس للدراسة في فحص الأثر الاقتصادي لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط على القيمة المضافة لحملة أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مقاسة بالزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم. ويمكن تلخيص أهداف الدراسة في الإجابة على الأسئلة البحثية التالية:

1. هل توجد فروق بين الآثار الاقتصادية لكلا النوعين من التحفظ المحاسبي على مستوى استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية؟
2. هل يختلف الأثر الاقتصادي لكل من التحفظ المشروط والتحفظ غير المشروط على مدى تقبل مدرء الشركات المقيدة بالبورصة المصرية تحمل المخاطر، مقاسة بالتقلب في عوائد الأسهم؟

حتى الآن، تم إجراء قدر كبير من البحوث المتعلقة بالآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي المشروط. وبالرغم من ذلك، فقد ركز القليل منها على المنافع التي تعود على المستثمرين في سوق الأسهم. بالإضافة لذلك، تم إجراء القليل جداً من البحوث حول الفروق المحتملة بين الآثار الاقتصادية للنوعين من التحفظ المحاسبي بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية (Ismail & Shehata, 2012). وفي ضوء ذلك، تسعى الدراسة الحالية لملء هذه الفجوة البحثية من خلال اختبار عدد من الفروض المتعلقة بالآثار الاقتصادية لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك من منظور المستثمرين في سوق الأسهم. تحديداً، يحلل الباحث - بشكل ميداني - آثار هذين النوعين من التحفظ المحاسبي على مستوى استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، ومدى تقبلها تحمل المخاطر التجارية والقيمة المضافة لحملة أسهمها (الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم). ولقد تم استخدام مخاطر حقوق الملكية كمؤشر لمدى تقبل الإدارة تحمل المخاطر، والذي تم قياسه من خلال فحص التقلب في عوائد الأسهم.

ويتمثل الهدف الرئيس للدراسة في التحقق من حجج مجلس معايير المحاسبة الدولية بأن الهدف الرئيس للتقرير المالي هو المساعدة في اتخاذ القرارات، وأنه ينبغي أن تكون الحيادية خاصية نوعية للمعلومات المالية، والعمل على زيادة التحفظ المشروط واستبعاد التحفظ غير المشروط الذي يتعارض مع الحيادية. حيث ينبثق من هذا الهدف الرئيس خمس أهداف فرعية للدراسة الحالية. يتمثل

ولقد قام (Ismail&Shehata, 2012) بدراسة الأسباب وراء مستوى الإفصاح الإلزامي المنخفض في التقارير السنوية، وتوصل الباحثان إلى أن ثقافة التكتّم تُعد السبب الرئيس وراء ممارسات الإفصاح المنخفض الموجودة في الشركات المصرية، والتي تقلل من تأثير الجهود المبذولة من قبل المنظمون. وقد خلص الباحثان إلى أن أحد الأسباب التي تؤدي إلى مستوى منخفض من الإفصاح في الشركات المصرية هو وجود ممارسات محاسبية موحدة ومتكئة ومتحفظة. لذلك، يمكن تبرير ممارسات التحفظ المحاسبي في مصر على أساس أن بعض القيم المجتمعية، مثل (١) التقادي القوي للمخاطرة وعدم التأكد، و(٢) التفاوت الكبير في السلطة، و(٣) تفضيل الفردية و(٤) القيم المادية، هي التي تجعل القيم المحاسبية موحدة ومتكئة ومتحفظة. حيث يمكن وصف نظم المحاسبة المصرية بأنها متحفظة وموجه للضرائب. ويعني هذا إثبات الخسائر والمصروفات -مباشرة - في القوائم المالية، حتى ولو لم تكن مستحقة، ولكن تم تكوين مخصص لها، بينما يتم إدراج الأرباح في القوائم المالية - فقط - عندما تتحقق. كما توصلت (عوض، ٢٠١٠)، في دراسة لاختبار مدى تأثير التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية على جودة التقارير المالية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية، إلى عدم زيادة مستوى التحفظ في التقارير المالية للشركات المصرية بعد إصدار المعايير المصرية. في ضوء ذلك، يُعد التحفظ عند الاعتراف بالدخل أحد السمات الرئيسة للممارسات المحاسبية في مصر والتي تستحق المزيد من الدراسة لفحص تأثيره على كفاءة استثمارات الشركة، متمثلة في مستوى

٣. ما هو الفرق بين الأثر الاقتصادي لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط على القيمة المضافة لحملة أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مقاسة بالزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم؟

٤. أهمية الدراسة

تبرز أهمية الدراسة الحالية من ثلاث جوانب، هي الجانب الثقافي والمجتمعي، والجانب الاقتصادي والجانب المعرفي. أولاً، من المنظور الثقافي، تؤثر القيم المجتمعية في مصر على الممارسات المحاسبية للشركات. فقد حدد (Hofstede, 1984) أربع أبعاد للقيم المجتمعية: الفردية مقابل التكتاف الاجتماعي، والتفاوت الكبير مقابل التفاوت الصغير في السلطة، والتقادي القوي مقابل التقادي الضعيف للمخاطرة وعدم التأكد، والقيم المادية مقابل القيم المعنوية. حيث يصنف Hofstede مصر من حيث الأبعاد الأربعة كما يلي: التقادي القوي لعدم التأكد والمخاطرة، والفردية المنخفضة، والتفاوت الكبير في السلطة والقيم المادية. كما قامت دراسات أخرى (Brown & Humphreys, 1995; Humphreys, 1996) بفحص القيم المجتمعية لكل من المدراء المصريين والأنجلو أمريكيين. حيث توضح النتائج توجه المصريين لتقادي المخاطرة وعدم التأكد -إلى حد كبير، واستعدادهم الأكبر لقبول التفاوت الكبير في السلطة والتكتاف الاجتماعي. بالإضافة لذلك، تتبنى النظم والمعايير المحاسبية المصرية مبدأ التكلفة التاريخية عند تقييم الأصول الثابتة، والالتزامات، والإيرادات والمصروفات، مع تطبيق المحاسبة على أساس القيمة العادلة عند تقييم الأدوات المالية والأصول الحيوية.

الحيادية خاصة نوعية للمعلومات المالية، وأنه ينبغي زيادة ممارسات التحفظ المشروط، واستبعاد التحفظ غير المشروط الذي يتعارض مع الحيادية، فإنه كان من المهم فحص أثر كلا النوعين من التحفظ على دعم وتشجيع الاستثمارات باعتباره الهدف الرئيس للدولة في الفترة الحالية. وفي ضوء ذلك، تساهم الدراسة الحالية في تحليل الآثار الاقتصادية لكلا النوعين من التحفظ المحاسبي من منظور المستثمرين في سوق الأوراق المالية. حيث توضح نتائج الدراسة الحالية أنه من الضروري قيام واضعي معايير المحاسبة المصرية بفحص الخصائص النوعية للمعلومات المالية والأخذ في الحسبان كيفية المحافظة على توازن مبتغى بين الحيادية وكلا النوعين من التحفظ المحاسبي.

ثالثاً، من المنظور المعرفي، قامت العديد من الدراسات السابقة -في المقام الأول- بتحليل الأثر الاقتصادي للتحفظ المحاسبي ومحدداته من منظور مصلحة المقرضين. وكما سيرد لاحقاً، توضح نتائج الدراسات الحديثة، أنه من منظور المستثمرين في سوق الأسهم، يحد التحفظ المحاسبي من عدم تماثل المعلومات ويساعد في حل مشكلة المخاطر الأخلاقية أو الاختيار السلبي. كما أشارت -أيضاً- بعض تلك البحوث إلى الأثر على مستوى استثمارات الشركة. وفي المقابل، قام عدد ضئيل من الدراسات السابقة بفحص أثر التحفظ المحاسبي على مدى تقبل الشركة لحمل المخاطر وعلى القيمة المضافة لحملة أسهمها، وعدد أقل قام بفحص الأثر الاقتصادي للتحفظ غير المشروط. حيث تساهم الدراسة الحالية في قاعدة المعرفة المتعلقة بالآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي على مستوى استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية،

استثمارات الشركة، ومدى تقبلها لحمل المخاطر، ومن ثم على القيمة المضافة لحملة أسهمها.

ثانياً، من المنظور الاقتصادي، تعمل وزارة الاستثمار على دعم وتشجيع الاستثمارات الخاصة، وتهيئة المناخ الملائم للاستثمار من خلال تطوير الإطار التشريعي الحاكم لمناخ الاستثمار، والترويج للاستثمار، وتحفيز الاستثمار المحلي، وتقديم خدمات ميسرة ومتميزة لمجتمع المستثمرين ورجال الأعمال، وتطوير وتنمية المناطق الحرة والاستثمارية، هذا بالإضافة إلى تنمية وتشجيع الاستثمارات في المحافظات، ودعم وتشجيع المشروعات الصغيرة والمتوسطة، ودعم مشروعات المشاركة بين القطاعين العام والخاص. وفي نفس الصدد، صدر قرار وزير الاستثمار رقم ١١٠ لسنة ٢٠١٥ بتاريخ ٠٩/٠٧/٢٠١٥ بإصدار معايير المحاسبة المصرية الجديدة، والذي قضت المادة الثالثة منه بالعمل به اعتباراً من أول يناير ٢٠١٦، وتطبيقه على المنشآت التي تبدأ سنتها المالية في أو بعد هذا التاريخ. وتبرز أهمية هذا الإصدار بسبب أن مصر لم تشهد تحديداً لمعايير المحاسبة بها منذ عام ٢٠٠٦، وذلك على الرغم مما شهدته المعايير الدولية من تطور، لذا كان من الضروري العمل على إصدار نسخة محدثة بما يخدم الاستثمار وسوق المال في مصر ويزيد من تنافسيته. وتتضمن المعايير ٣٩ معياراً وإطار مفاهيم التقرير المالي لتحل محل معايير المحاسبة المصرية السابقة. وبالتالي، تصبح المعايير المصرية متوافقة - إلى حد كبير - مع المعايير الدولية الحديثة وملزمة لجميع الشركات. وحيث أن معايير المحاسبة الدولية تعمل ظل إطار مفاهيم يفترض أن الهدف الرئيس للتقرير المالي هو المساعدة في اتخاذ القرارات، وأن

٦. الدراسات السابقة

يتناول هذا القسم من الدراسة الدراسات السابقة المتعلقة بالتحفظ المحاسبي والتي يمكن تصنيفها بحسب التوجه إلى مجموعتين: دراسات تسعى لتحليل محددات التحفظ المحاسبي ودراسات تسعى لتحليل الآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي. حيث يتناول هذا القسم تحليل الدراسات السابقة ذات العلاقة بكلا التوجهين.

٦-١ الدراسات السابقة المتعلقة بمحددات

التحفظ المحاسبي

تشير الدراسات السابقة إلى أربعة تفسيرات لوجود ممارسات اختيارية للتحفظ المحاسبي (Watts, 2003): (١) إبرام عقود الدين والمكافآت، و(٢) الحوكمة ومخاطر التعرض للدعاوي القضائية، و(٣) تخفيض مدفوعات الضرائب و(٤) التكاليف السياسية. وفي ضوء ذلك، سيتم في هذا القسم توضيح كيف أن إبرام العقود، ومخاطر الدعاوي القضائية، والضرائب والتكاليف السياسية تساهم في زيادة ممارسات التحفظ المشروط وغير المشروط. وفي هذا الصدد، يفترض (Lara et al., 2009) أن معظم التغيرات في مستوى التحفظ المشروط ينسب إلى اختيارات الشركة كاستجابة لهذه العوامل. حيث يعتقد (Lara et al., 2009) أن إبرام العقود -فقط- هو الذي يحث على ممارسة التحفظ المشروط، بينما أن مخاطر الدعاوي القضائية، والضرائب والتكاليف السياسية تحث على ممارسة كل من التحفظ المشروط وغير المشروط.

٦-١-١ عقود الدين والمكافآت

وفقاً لبعض الدراسات السابقة (Holthausen

&Watts, 2001; Watts, 2003; Guay & Verrecchia, 2006)، تُعد عقود الدين المحدد

ومدى تقبلها تحمل المخاطر والقيمة المضافة لحملة أسهمها. بالإضافة لذلك، ومن خلال توضيح الآثار الاقتصادية لكلٍ من التحفظ المشروط وغير المشروط على تلك المتغيرات، تبرز الدراسة الحالية أهمية إدراك الآثار الاقتصادية المختلفة لهذين النوعين من التحفظ المحاسبي.

٥. منهجية البحث

استناداً إلى أهداف الدراسة التي تنطوي على التحقق من حجج مجلس معايير المحاسبة الدولية أن الهدف الرئيس للتقرير المالي هو المساعدة في اتخاذ القرارات، وأنه ينبغي أن تكون الحيادية خاصية نوعية للمعلومات المالية، وزيادة التحفظ المشروط واستبعاد التحفظ غير المشروط الذي يتعارض مع الحيادية، يصنف هذا البحث ضمن البحوث الاستقرائية الإيجابية. حيث تهدف الدراسة من خلال استعراض وتقييم الأدبيات المحاسبية للوصول إلى صياغة إطار نظري للعلاقة بين التحفظ المشروط وغير المشروط. كما يستخدم الباحث المنهج الاستنباطي لاستكشاف طبيعة العلاقة التي تربط بين كل من التحفظ المشروط وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركات، ومدى تقبلها تحمل المخاطر والقيمة المضافة لحملة أسهمها، بهدف صياغة فروض البحث وتطوير النماذج المستخدمة في الدراسة الميدانية حول تأثير كل من التحفظ المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة. أما الدراسة الميدانية فالهدف منها في هو اختبار الفروض التي أسفرت عنها الدراسة النظرية، باستخدام أدلة ميدانية يتم التوصل إليها من واقع بيانات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

ثلاثة مقاييس لاختبار مدى الالتزام بسياسة الحيطة والحذر، وتضم مقياس علاقة الأرباح بعوائد الأسهم، ومقياس صافي الأصول، ومقياس الأرباح إلى المستحقات. وقد خلصت الدراسة إلى أن تطبيق سياسة الحيطة والحذر تتم بشكل تلقائي في حالات عقود الدين والمكافآت، وذلك على أساس أنه الوضع الأمثل لعقود الدين وما يتعلق بها من مقاييس للأداء.

علاوة على ذلك، يحد التحفظ المشروط من فرص التلاعب بالمتغيرات التي يتم التقرير عنها والواردة ضمن عقود الدين، لذلك، يُتوقع أن يطالب الدائنون بالتقرير عن الأرباح المتحفظة - بشكل مشروط. حيث يدعم ذلك، دراسة (Ball et al., 2008) التي توصلت إلى وجود علاقة طردية بين التحفظ المشروط وحجم أسواق الدين الدولية. فباستخدام عينة من ٧٨٩٤٩ مشاهدة سنوية، خلال الفترة ١٩٩٢-٢٠٠٣، قام (Ball et al., 2008) بتحليل مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط في ٢٢ دولة، لاختبار ما إذا كان مستوى التحفظ المشروط أو غير المشروط يزداد كلما زاد حجم أسواق الدين أو أسواق حقوق الملكية. حيث كشفت نتائج الدراسة عن أن مستوى التحفظ المشروط يكون أعلى في الدول التي تكون فيها أسواق الدين كبيرة بالنسبة إلى الناتج القومي الإجمالي.

ومن ناحية أخرى، تركز بعض الدراسات السابقة- بشكل مباشر -على العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر التعثر في السداد. فعلى سبيل المثال، في دراسة لمستوى ممارسات التحفظ المحاسبي من قبل الشركات العاملة في الصين (الدولة التي تتم فيها معظم أنشطة التمويل من خلال التمويل غير المباشر)، أكتشف (Chen et

الاقتصادي الرئيس للتحفظ المشروط. حيث تكون قيمة الدين عند استرداه أكثر حساسية للانخفاض في قيمة الشركة وليس للزيادة فيها، وبالتالي تتعامل عقود الدين مع المكاسب والخسائر - بشكل غير متماثل (Ball et al., 2008; Beatty et al., 2008). فنظراً لأن الخسائر الاقتصادية قد تقلص من قيمة الدين عند استرداه، يقوم المقرضون بحماية أنفسهم، من قيام مديري الشركة المقترضة بالتسبب في تحقيق خسائر، وذلك من خلال تضمين عقود الدين بنود إلزامية تحد من القرارات التي تؤدي إلى المزيد من تدهور قيمة الديون القائمة، وتقلص من احتمال استرداد المقرضون لاستثماراتهم (مثل الإفراط في توزيعات الأرباح، أو الاستحوادات الجديدة أو القروض الجديدة). حيث تتم صياغة عقود الدين -عادةً- في شكل متغيرات يتم التقرير عنها في القوائم المالية، مثل نسبة تغطية الفائدة ونسبة الرفع المالي. ويساهم التحفظ المحاسبي في مراقبة هذه العقود، من خلال تحسين كفاءة التعاقد، قبل التعاقد، من خلال تزويد المقرضين بمعلومات تسمح لهم بكتابة شروط القرض -بشكل أكثر كفاءة، وبعد التعاقد، من خلال التسبب في خرق شروط الدين - بشكل أسرع (Ball & Shivakumar, 2005). وبذلك يصبح خرق الشروط -في حينه - آلية فعالة تمكن المقرضين من ممارسة حقوقهم التعاقدية، ومن الحد من قرارات المديرين التي قد تتسبب في تحقيق خسائر تؤدي للمزيد من تآكل الدين (Ball et al., 2008).

فعلى سبيل المثال، قامت دراسة (مرعي، ٢٠٠٢) بتحليل وتقييم ما ورد بالفقه المحاسبي من تفسيرات ومعالجات لسياسة الحيطة والحذر وعلاقتها بتكلفة الدين والالتزامات التعاقدية. وقد قدمت الدراسة

التي تواجه مستوى عال من مخاطر التعثر في السداد)، يوجد مستوى عال من الاعتراف المتزامن بالمصروفات والخسائر، وبالتالي مستوى عال من التحفظ المشروط.

وفي نفس الصدد، قام (Tan, 2013) بإجراء دراسة، باستخدام عينة من ٢٦٨٠٨٠ مشاهدة ربع سنوية تمثل ١٠٦٠٢ شركة أمريكية، في الفترة ١٩٩٦-٢٠٠٧، لفحص الاختيارات المحاسبية للشركات عقب وجود خروقات لشروط عقود الدين. حيث سعت الدراسة للإجابة على تساؤلين: (١) إلى أي مدى يمارس المقرضون حقوقهم في الوصول إلى المعلومات بغرض التأثير على التقرير المالي للشركات عقب انتقال حقوق السيطرة إليهم؟ و(٢) كيف يؤثر المقرضون في التقرير المالي لتلك الشركات؟ حيث توصل الباحث إلى أنه في الشركات التي تعاني خرق لشروط عقود الدين، يصبح مستوى التحفظ المشروط عال - مباشرة - بعد خرق الشروط، ويكون أكثر وضوحاً في الشركات التي تواجه مستوى مرتفع من المخاطر التجارية وقوة تفاوضية للمقرض.

توضح الدراسات السابقة أعلاه أنه في الشركات التي تواجه مشاكل وكالة كبيرة بين حملة الأسهم والمقرضين، أو في الشركات التي تعاني من مستوى عال من مخاطر التعثر في السداد، يكون مستوى التحفظ المحاسبي عال. حيث يوضح ذلك أن لكلا النوعين من التحفظ المحاسبي دور تعاقدي في الحد من التعارض في المصالح بين حملة الأسهم والمقرضين (Tokuga & Ota, 2013).

كما ورد أعلاه، فقد ركزت معظم الدراسات السابقة المتعلقة بمحددات التحفظ المحاسبي على المزايا التي تعود على المقرضين. وبالرغم من ذلك،

(al., 2010) أن مستوى التحفظ المشروط يتأثر بوجود أو غياب الضمانات الحكومية. حيث قام الباحثون بتصنيف الشركات الصينية إلى شركات مملوكة للدولة تضمن الحكومة ديونها، وشركات غير مملوكة للدولة لا تضمن الحكومة ديونها. وقد توصل (Chen et al., 2010) إلى أن مستوى التحفظ المشروط يكون عال في الشركات غير المملوكة للدولة بالمقارنة بالشركات المملوكة للدولة. بالإضافة إلى ذلك، كشفت نتائج الدراسة عن أن مستوى التحفظ المشروط في الشركات التي تقترض من البنوك التجارية المملوكة للدولة كان أعلى بالمقارنة بالشركات التي تقترض من البنوك غير التجارية المملوكة للدولة، وأن الشركات التي كانت تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط كانت تحصل على قروض أكثر من البنوك الأجنبية.

كما قام (Nikolaev, 2010) بإجراء دراسة، باستخدام عينة من ٥٠٠٠ إصدار للدين، لاختبار ما إذا كانت الشركات، التي تتطوي عقود ديونها على بنود إلزامية أكثر، تمارس مستوى أعلى من التحفظ المشروط. حيث يعتقد الباحث أنه عندما تمر الشركة بأزمات مالية، فإن البنود الإلزامية الواردة في عقود الدين تحول الحقوق في اتخاذ القرارات والسيطرة من حملة الأسهم إلى المقرضين. كما يعتقد الباحث - أيضاً - أن البنود الإلزامية قد تحد من انتهازية المديرين - فقط - إذا كان النظام المحاسبي يعترف - بشكل متزامن - بالخسائر الاقتصادية ضمن الأرباح. بناءً على ذلك، يتوقع (Nikolaev, 2010) زيادة مستوى التحفظ المشروط مع زيادة البنود الإلزامية المضمنة في عقود الدين. وقد توصلت الدراسة إلى أنه في الشركات التي تتطوي عقود ديونها على بنود إلزامية أكثر (أي الشركات

التحفظ المحاسبي يقلل من دوافع الإدارة للتلاعب بالأرباح المحاسبية.

كما قام (Shuto & Takada, 2010) بإجراء دراسة للعلاقة بين مستوى التحفظ المشروط ونسبة المديرين المساهمين. وقد أكتشف الباحثان أن مستوى التحفظ المشروط يميل للارتفاع في الشركات التي توجد بها مشاكل وكالة كبيرة بين المديرين وحملة الأسهم. حيث يفترض (Shuto & Takada, 2010) أن العلاقة بين ملكية الإدارة والتحفظ المحاسبي المشروط تتأثر بالتقارب في المصالح ومدى تحصين الإدارة. فقد توصل الباحثان إلى وجود علاقة عكسية بين ملكية الإدارة والتحفظ المشروط، عندما يكون تأثير التقارب في المصالح أقوى من تأثير تحصين الإدارة (أي عندما يكون مستوى ملكية الإدارة منخفض أو مرتفع) وتكون تكاليف الوكالة منخفضة نسبياً. كما اكتشف الباحثان -أيضا- وجود علاقة طردية بين ملكية الإدارة والتحفظ المشروط عندما يكون تأثير تحصين الإدارة أقوى من تأثير التقارب في المصالح (أي عندما يكون مستوى ملكية الإدارة متوسط) وتكون تكاليف الوكالة مرتفعة نسبياً. وقد خلص الباحثان، بناءً على هذه النتائج، إلى أن التحفظ المحاسبي يمكن أن يساعد في حل تلك مشاكل، ومن المحتمل أن يخفض من تكاليف الوكالة. كما توصل (LaFond & Roychowdhury, 2008) إلى نتائج مماثلة لتلك التي توصل إليها (Shuto & Takada, 2010).

٦-١-٢ الحوكمة ومخاطر الدعاوي القضائية

تُعد مخاطر الدعاوي القضائية محدد مهم لممارسة التحفظ المحاسبي. حيث تزداد مخاطر الدعاوي القضائية، عندما تستطيع أطراف مختلفة

فإن التحفظ المحاسبي يحقق مزايا - أيضا - للمستثمرين الخارجيين في الأسهم. فبالإضافة إلى عقود الدين، يعتقد (Basu, 1997; Ball, 2001) أن عقود الإدارة تُعد سبب لقيام المستثمرين بالمطالبة بممارسة التحفظ المشروط. حيث تنشأ عن عقود المكافآت، التي تستند - إلى حد ما - إلى الأرقام المحاسبية، دوافع للمحاسبة الانتهازية (Healy, 1985)، ويولد ذلك بدوره طلب من قبل المستثمرين على التحفظ المشروط لتجنب مصادرة ممتلكاتهم. لذلك، يطالب المستثمرون بآليات قوية للحوكمة يمكنها إنفاذ اختيارات محاسبية متحفظة. حيث تؤكد الدراسات السابقة (Ah-Beekes et al., 2004; Lara et al., 2007; Lara et al., 2009) أن حوكمة الشركات القوية ترتبط بزيادة التحفظ المشروط.

وفي هذا الصدد، توصل (LaFond & Watts, 2008) إلى أن مستوى التحفظ المشروط يكون عال في الشركات التي بها مستوى عال من عدم تماثل المعلومات. حيث يفترض الباحثان أن التحفظ المحاسبي يلعب دور الحوكمة، عندما يحد من إدارة الأرباح من قبل المديرين، ودور معلوماتي، عندما يخفف من آثار عدم تماثل المعلومات. حيث تناولت الدراسة أثر عدم تماثل المعلومات على ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية. وتشمل عينة الدراسة ٢٠٣٨٩ مشاهدة سنوية للشركات الأمريكية، خلال الفترة ١٩٨٣-٢٠٠١. وقد كشفت دراسة (LaFond & Watts, 2008) عن مطالب من قبل حملة الأسهم بزيادة مستوى التحفظ المحاسبي كوسيلة للحد من مشاكل الوكالة، وأن استبعاد التحفظ المحاسبي سوف يؤدي إلى توسيع فجوة عدم تماثل المعلومات بدلاً من خفضها، وأن تطبيق

و(٣) ما إذا كانت الدعاوي القضائية على مستوى الشركة تحت على ممارسة كل من التحفظ المشروط وغير المشروط. فعلى المستوى الدولي، توصل (Ball *et al.*, 2000; Bushman & Piotroski, 2006) إلى أنه في دول القانون العام الأنجلوساكسوني، التي تزداد فيها مخاطر الدعاوي القضائية، كانت مستويات التحفظ المشروط أعلى - بشكل ذي دلالة إحصائية - بالمقارنة في الدول التي تنخفض فيها فرص المستثمرين في الدفاع عن مصالحهم في الشركة من خلال المحاكم. كما توصل (Ball *et al.*, 2003) - أيضاً - إلى أن مستويات التحفظ المشروط في دول القانون العام تختلف باختلاف مخاطر الدعاوي القضائية. وفيما يتعلق بتغيير ممارسات التحفظ المشروط - عبر الزمن - في الولايات المتحدة الأمريكية، توصل (Basu, 1997; Holthausen & Watts, 2001) إلى أن التحفظ المشروط يزداد (ينقص) عندما يكون هناك زيادة (نقص) في مخاطر الدعاوي القضائية. وأخيراً، يوضح (Qiang, 2007) أن المتغيرات التقريبية لمخاطر الدعاوي القضائية على مستوى الشركة ترتبط بالمستويات الأعلى لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط. كما توصل (Chung & Wynn, 2008) إلى إمكانية استخدام المديرين للتحفظ المشروط كضمانه مقابل مخاطر التقاضي. وفي هذا الصدد، سعت دراسة (شتيوي، ٢٠١٠) إلى قياس الفروق في حجم ممارسات التحفظ المحاسبي المرتبطة بمخاطر الدعاوي القضائية، بين الشركات المتهمه ظاهرياً بالتلاعب والشركات غير المتهمه بالتلاعب. وباستخدام عينة من ٥٠ شركة غير متهمه بالتلاعب وعينة من ٢٧ شركة متهمه ظاهرياً بالتلاعب، في الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧، كشفت الدراسة

مرتبطة بالشركة، في محاولة منهم لاسترداد ما تم تحمله من خسائر، مقاضاة (أو تهدد بمقاضاة) المديرين، أو أعضاء مجلس الإدارة أو المراجعين باتهامهم بوجود قصور في القوائم المالية، وبذلك حصر المسؤولية عن تلك الخسائر في الأرقام المحاسبية التي لا تعكس الأداء الاقتصادي الحقيقي للشركة. وفي مقابل هذا، يلعب التحفظ المشروط دور مهم في تخفيف الآثار السلبية لعدم تماثل المعلومات، وفي الحد من المخاطر الأخلاقية، والاختيار السليبي ومشاكل الوكالة الأخرى، وبذلك يساهم في الحد من مخاطر التعرض للدعاوي القضائية. حيث يرتبط عدم تماثل الاعتراف بالمكاسب والخسائر الاقتصادية بعدم تماثل دوال الخسارة بالنسبة لأعضاء مجلس الإدارة والمراجعين، فمن المرجح أن ينتج عن المبالغة في قيمة صافي الأصول أو الأرباح تكاليف تقاضي. ووفقاً للدراسات السابقة المتعلقة بمخاطر الدعاوي القضائية، كانت معظم القضايا المرفوعة ضد المراجعين تتعلق بحالات تم فيها المبالغة في الأرباح أو صافي الأصول (Kellogg, 1984; St. Pierre & Anderson, 1984)، أو قامت فيها الشركة بالتقرير عن بنود مستحقة غير اعتيادية تؤدي لزيادة كبيرة في الدخل (Heninger, 2001).

وقد قامت الدراسات الميدانية السابقة المتعلقة بالعلاقة بين مخاطر الدعاوي القضائية والتحفظ المشروط بتحليل: (١) ما إذا كان هناك فروق في مستوى التحفظ المشروط بين الدول التي بها مستويات متباينة من التعرض لمخاطر التقاضي؛ و(٢) ما إذا كان التحفظ المشروط قد تغير تاريخياً في الولايات المتحدة الأمريكية كاستجابة للتغيرات في مستوى تعرض الشركات لمخاطر التقاضي؛

وفي هذا الصدد، قام (مليجي، ٢٠١٤) بإجراء دراسة لاختبار أثر كل من هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية، خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٢. ولتحقيق هذا الهدف، اشتملت الدراسة على نموذجين لقياس هذا الأثر، تضمنتا التحفظ المحاسبي كمتغير تابع والمتغيرات المتعلقة بهيكل الملكية (الملكية الإدارية، والملكية المؤسسية، وملكية كبار المستثمرين، والملكية العائلية، وتشتمت الملكية)، وكذلك المتغيرات المتعلقة بخصائص مجلس الإدارة (حجم مجلس الإدارة، وعدد مرات اجتماعه، واستقلال أعضاءه، والفصل بين رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب) كمتغيرات مستقلة؛ بالإضافة إلى بعض المتغيرات الأخرى المؤثرة على هذه العلاقة. كما تضمنت الدراسة استطلاع لرأي عينة من مراقبي الحسابات، وأعضاء هيئة التدريس، وأعضاء لجان المراجعة في محددات التحفظ المحاسبي وأثرها على مستوى التباين في تحفظ التقارير المالية بمنشآت الأعمال المصرية. وقد توصلت الدراسة إلى انخفاض مستوى التحفظ المحاسبي في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، حيث بلغت أعلى نسبة له ٤٦ % في عام ٢٠١٢. كما توصلت الدراسة إلى أنه للملكية المؤسسية والملكية المشتتة واستقلال مجلس الإدارة وازدواجية دور المدير التنفيذي تأثيراً - ذو دلالة إحصائية - على مستوى التحفظ المحاسبي، بينما لا يوجد تأثيراً - ذو دلالة إحصائية - لكل من الملكية الإدارية والعائلية وملكية كبار المستثمرين وحجم مجلس الإدارة وعدد مرات اجتماعهم. واعتماداً على تلك النتائج، أوصت الدراسة بعدم التخلي عن تطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة خاصة في ظل

عن أن مخاطر الدعاوي القضائية تحت الشركات المتهمه ظاهرياً بالتلاعب على ممارسة التحفظ المحاسبي بمستويات مرتفعة - بشكل ذي دلالة إحصائية. ومن ناحية أخرى، في ظل آليات الحوكمة الحديثة، لم تعد الإدارة اللاعب الرئيس في العملية الرقابية، حيث تتطلب تلك الآليات الفصل بين مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية، وإنشاء لجان للمراجعة، كما تلقى القوانين والقرارات التنظيمية الحديثة ببعض المسؤولية عن القوائم المالية على الإدارة التنفيذية بالشركة. ولهذا فإن أحد أهداف تعارض المصالح القائم في التنظيمات الحديثة هو تخفيض احتمالات المسؤولية القانونية الواقعة على الشركة تجاه الغير، ومن ثم تخفيض التكاليف القانونية التي تتحملها المنشآت (أبو الخير، ٢٠٠٨). فوفقاً لدراسة (Francis et al., 2013)، يزداد التوجه نحو التقرير المالي المتحفظ في الشركات ضعيفة الالتزام بقواعد الحوكمة، حيث يحد التحفظ المحاسبي من الممارسات الانتهازية للإدارة ويزيد من الإفصاح والشفافية بتوفير معلومات محاسبية عالية الجودة لكافة المستخدمين. كما تدفع قواعد حوكمة الشركات نحو التقرير المالي المتحفظ ويؤكد هذه النتيجة العديد من الدراسات السابقة، حيث توصلت دراسة (كساب، ٢٠١١) إلى وجود علاقة طردية بين نسبة الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين ومستوى ممارسات التحفظ المحاسبي. كما أكدت دراسة (عبيد، ٢٠١٠) أن زيادة نسبة الملكية المؤسسية في هيكل ملكية الشركات يؤدي إلى زيادة ممارسات التحفظ المحاسبي، نظراً للدور الذي تؤديه هذه المؤسسات في حوكمة الشركات وفي الرقابة على سلوك الإدارة التنفيذية.

الضرائب، ولكنه يخفض - أيضا - إجمالي المبلغ المدفوع (Lara et al., 2009).

ويُعد التهرب الضريبي ممارسة واسعة الانتشار في الشركات الأمريكية (Desai & Dharmapala, 2006)، وبخاصة في الشركات الكبيرة متعددة الجنسيات. حيث تكشف دراسة (Dyrenge et al., 2008) عن أن عدد كبير من الشركات نجحت في الإبقاء على معدلات الضريبة الفعلية منخفضة لفترات تجاوزت ١٠ سنوات متعاقبة. ووفقاً لدراسة (Badertscher et al., 2006)، يستخدم المديرون التقدير الشخصي المتأصل في حساب البنود المستحقة بهدف إدارة الأرباح هبوطاً لأغراض الضرائب. كما يوضح الباحث أن المديرين يغيرون من الأنشطة التشغيلية للشركة، بغرض تخفيض كل من الدخل الدفترى والدخل الخاضع للضريبة، وبذلك يحققون مزايا ضريبية.

٦-١-٤ التكاليف السياسية للشركة

تلقت الشركات التي تحقق أرباح مرتفعة انتباه وسائل الإعلام، والموظفين، والعملاء، ونقابات العمال وجماعات الضغط الأخرى. وتستطيع جماعات الضغط تلك تحويل هذا الاهتمام إلى المنظمين، للضغط من أجل التأميم، أو مصادرة الملكية، أو إنهاء أو تنظيم صناعة أو شركة محددة. ويمكن أن يستجيب المنظمون بفرض ضرائب جديدة، أو إجراء تحقيقات لمكافحة الاحتكار، أو تخفيض الدعم الحكومي أو إجراء تغييرات لتنظيم الأسعار.

تفرض المعايير المحاسبية درجة معينة من التحفظ غير المشروط (على سبيل المثال، تتطلب اعتبار تكاليف البحوث والتطوير نفقات إيرادية). وفي ظل هذا المستوى الإلزامي من التحفظ غير

الظروف الاقتصادية التي تعيشها البيئة المصرية حالياً لضمان جودة التقارير المالية.

٦-١-٣ التهرب الضريبي لتخفيض مدفوعات الضرائب

تؤثر اعتبارات الضرائب على اختيارات المحاسبة المالية (Shackelford & Shevlin, 2001). فعلى الرغم من اختلاف المحاسبة المالية عن المحاسبة الضريبية من عدة نواحي (على سبيل المثال، اختلاف ضوابط الاعتراف بالإيرادات والمصروفات)، ينطوي تخطيط الضرائب -عادةً - على استخدام الإدارة للتقدير الشخصي بهدف تخفيض القيمة الحالية لمدفوعات الضرائب. فوفقاً لدراسة (Lara et al., 2009)، يستخدم المديرون كل من التحفظ المشروط وغير المشروط كوسيلة لتخفيض القيمة الحالية للضرائب، وبذلك، زيادة قيمة الشركة. حيث يجعل التحفظ غير المشروط الاعتراف بالخسائر الاقتصادية، والذي يؤجل مدفوعات الضرائب، بغض النظر عن معدل الضريبة الحدية الحالية. لذلك، فإن تطبيق سياسات محاسبية متحفظة -بشكل غير مشروط -يفتقد إلى المرونة، ولا يمكن استخدامها لتخفيض مدفوعات الضرائب من خلال تخصيص الدخل على الفترات التي تكون فيها المعدلات الحدية للضرائب أقل. حيث لا يستطيع المديرون، باستخدام التحفظ غير المشروط، الاستجابة -في الوقت المناسب - للتغيرات في المعدلات الحدية للضرائب. لذلك، يُستخدم التحفظ المشروط لترحيل الدخل بين الفترات المختلفة، من الفترات التي يتوقع فيها معدلات مرتفعة للضرائب إلى الفترات التي يتوقع فيها معدلات منخفضة للضرائب. حيث أن ترحيل الدخل لا يخفض -فقط -القيمة الحالية لمدفوعات

المشروط، فإن المديرين المهتمين بتحقيق تخفيضات إضافية في الأرباح، بحيث لا تلفت الانتباه، سوف يعترفون بالخسائر الاقتصادية الحالية التي، بخلاف ذلك، لم تكن ليعترف بها، أو سوف يؤجلون الاعتراف بالمكاسب الاقتصادية الحالية، التي كان سيتم الاعتراف بها في ظل ظروف مختلفة (Lara *et al.*, 2009). بالإضافة لذلك، ووفقاً للدراسات الميدانية السابقة (Jones, 1991; Cahan, 1992; Key, 1997; Han & Wang, 1998; Navissi, 1999)، يختار مديري الشركات، في ظل التكاليف السياسية، سياسات محاسبية متحفظة -بشكل مشروط- لتخفيض الدخل. حيث أن تلك السياسات التي تخفض الدخل تحسن (تقلص) من الارتباط بين الأرباح والعوائد في فترات الأخبار السيئة (الجيدة)، بما يساهم في زيادة التحفظ المشروط وفقاً لدراسة (Basu, 1997).

وفي هذا الصدد، يوضح (Qiang, 2007) أن المنظمين يفضلون التحفظ غير المشروط على التحفظ المشروط، نظراً لأنه ينشأ عن التحفظ غير المشروط تمهيد للدخل، كما أنه يحد من فرص حدوث صدمات سلبية، وأنه يمكنهم دفع المديرين لممارسة التحفظ غير المشروط من خلال فرض تكاليف تنظيمية على الشركات (إعادة عرض القوائم المالية وتحقيقات هيئة سوق المال). بينما يرى (Lara *et al.*, 2009) أن واضعي المعايير المحاسبية سوف يحثون على ممارسة التحفظ غير المشروط، وأن مراقبة المنظمين سوف توفر حافزاً للمديرين للاعتراف -بشكل طوعي- بالأخبار السيئة، من خلال ممارسة التحفظ المشروط. وفي المقابل، يرى (Sivakumar & Waymire, 2003) أن المنظمين يحثون على ممارسة التحفظ المشروط،

٦-٢ الدراسات السابقة المتعلقة بالآثار

الاقتصادية للتحفظ المحاسبي

يتناول هذا القسم من الدراسة الدراسات السابقة المتعلقة بالآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي على تكاليف التمويل (تكاليف الدين وتكلفة رأس مال الأسهم)، وعلى كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم، وذلك من منظور المستثمرين في سوق الأسهم. حيث يستعرض الباحث، في الجزء الأول، آثار التحفظ المحاسبي على تكاليف التمويل، وفي الجزء الثاني، آثار التحفظ المحاسبي على كفاءة استثمارات الشركة، وفي الجزء الثالث، آثار التحفظ المحاسبي على القيمة المضافة لحملة الأسهم.

٦-٢-١ آثار التحفظ المحاسبي على تكاليف

التمويل

كشفت النتائج الميدانية للدراسات السابقة، المتعلقة بآثار التحفظ على تكاليف الدين، عن أن كل من التحفظ المشروط وغير المشروط يؤدي إلى انسيابية عقود الدين. فقد كانت دراسة (Ahmed *et al.*, 2002) أول دراسة تتوصل إلى دليل ميداني على أنه عندما يكون مستوى التحفظ غير المشروط عالٍ، يتحسن التصنيف الائتماني وتخفض تكاليف الدين. حيث استخدم الباحثون التصنيف الائتماني كمتغير تقريبي لتكلفة الدين. يعتقد الباحثون أن التحفظ المحاسبي يخفف من التعارض في المصالح بين حملة الأسهم والمقرضين، فيما يتعلق بسياسة توزيعات الأرباح. حيث يفترض الباحثون (١) أن

الدراسة تساؤلين: أولاً، هل يتم -بالفعل- تطبيق التحفظ المحاسبي؟ ثانياً، هل يؤثر التحفظ المحاسبي على توزيعات أرباح الشركات المقيدة بالبورصة البحرينية؟ حيث تدعم نتائج الدراسة فرضية أن التحفظ المحاسبي يلعب دور مهم في تخفيض توزيعات الأرباح وإدارة مشاكل الوكالة، والذي بدوره يخفض من تكلفة الدين. فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية -ذات دلالة إحصائية- بين التحفظ المحاسبي وتوزيعات أرباح الشركات البحرينية.

كما قام (Zhang, 2008) بفحص آثار التحفظ المحاسبي السابقة واللاحقة للتعاقد على الدين على المقرضين والمقرضين. حيث استخدم الباحث عينة تتكون من ٣٢٧ شركة أمريكية، أفصحت ٩٨ شركة منها عن خروقات لاتفاقيات الدين عقب تعرضها لصدمات سلبية، خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٣. أولاً، يعتقد الباحث أن منافع التحفظ اللاحقة للتعاقد، التي تعود على المقرضين، تتمثل في إرسال إشارة -في الوقت المناسب- عن التعثر في السداد، في شكل خروقات مُعجلة لشروط الدين من قبل المقرضين المتحفظين. وقد توصل الباحث إلى دليل على أنه في الشركات المقترضة المتحفظة يزداد احتمال خرق شروط الدين بعد التعرض لصدمة سلبية. ثانياً، يفترض الباحث أن منافع التحفظ السابقة للتعاقد، التي تعود على المقرضين، تتمثل في انخفاض معدلات الفائدة المبدئية. حيث توصل الباحث إلى دليل ميداني على أن المقرضين يعرضون معدلات فائدة أقل على المقرضين المتحفظين. كما توصل الباحث إلى أن سياسة التسعير على أساس الأداء تتفاعل مع درجة حساسية تكلفة الدين لمستوى التحفظ المحاسبي. حيث تُعد سياسة التسعير على

الشركات التي يزداد فيها التعارض في المصالح بين المقرضين وحملة الأسهم، بخصوص سياسة توزيعات الأرباح، تطبق سياسات محاسبية أكثر تحفظاً، و(٢) أن الشركات التي تستخدم سياسات محاسبية أكثر تحفظاً تتمتع بتكلفة أقل للدين. ونظراً لأن التحفظ المحاسبي يخفض من مبالغ الأرباح والأرباح المبقاة المستخدمة في عقود الدين لتقييد توزيعات الأرباح، (٣) فإنه باختيار سياسات محاسبية أكثر تحفظاً تستطيع الشركات الحد من المخاطر التي يتعرض لها المقرضين من أن تقوم الشركة بدفع توزيعات أرباح كبيرة على حملة الأسهم. وقد قام الباحثون بتحليل المستويات وتحليل التغيرات المتعلقة ببيانات عينة تتكون من ٧٠٤ شركة أمريكية، خلال فترتين ١٩٩٣-١٩٩٨ و ١٩٨٧-١٩٩٢. حيث توصل الباحثون لدليل ميداني يدعم الفرض الأول، بأن الشركات التي تعاني من تعارض كبير في المصالح بين المقرضين وحملة الأسهم، بخصوص سياسة توزيعات الأرباح، تطبق -في المتوسط- سياسات محاسبية أكثر تحفظاً. كما تدعم نتائج الدراسة -بشكل قوي- الفرض الثاني، بأن الشركات التي تستخدم محاسبة أكثر تحفظاً تتمتع -في المتوسط- بتكلفة أقل للدين. وقد تم التوصل لتلك النتائج بعد مراقبة عدد من المتغيرات (مثل الربحية، وحجم الشركة، ومعدل نمو الشركة) التي ترتبط بالمتغيرات التقريبية للتحفظ المحاسبي وتكلفة الدين.

كما قام (Mousa, 2014) بفحص العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتوزيعات الأرباح النقدية من قبل الشركة المقيدة بالبورصة البحرينية. حيث تألفت عينة الدراسة من ٤٠ شركة مقيدة بالبورصة البحرينية، خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠١٢. وقد تناولت

الخسائر الاقتصادية - بشكل متزامن - يخفض الفرق بين سعري البيع والشراء اللذان تتم بهما المتاجرة في الديون. حيث توضح تلك النتائج أن زيادة التحفظ المحاسبي تخفض من التكاليف المرتبطة باتفاقيات الدين وتزيد من كفاءة المتاجرة في أسواق الدين الثانوية.

ومن ناحية أخرى، قدمت العديد من الدراسات السابقة دليل ميداني على أن التحفظ المشروط يخفض من تكلفة رأس مال الأسهم. فقد قام (Lara *et al.*, 2011) بدراسة ميدانية للعلاقة بين التحفظ المشروط وتكلفة رأس مال الأسهم. حيث قام الباحثون باختبار ما إذا كان الشركات المتحفظه - بشكل مشروط - تحقق عوائد متوقعة أقل، وذلك باستخدام الاختبارات المستخدمة - بشكل واسع - في تسعير الأصول. كما قام الباحثون بتحليل العلاقة بين التحفظ المشروط والتكلفة الضمنية لرأس المال. حيث يرى الباحثون أن التحفظ المشروط يفرض متطلبات أقوى للتحقق عند الاعتراف بالمكاسب الاقتصادية بالمقارنة بالخسائر الاقتصادية، وبالتالي يعكس رقم صافي الدخل الخسائر - بشكل أسرع - من المكاسب. كما يفترض الباحثون أن عدم تماثل التقرير عن المكاسب والخسائر يخفض من تكلفة رأس مال الشركة، من خلال زيادة دقة التقرير عن الأخبار السيئة، وبالتالي يحد من عدم تأكد المعلومات والتقلب في الأسعار المستقبلية للأسهم. وقد توصل (Lara *et al.*, 2011) إلى وجود علاقة عكسية - ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ المشروط ومتوسط الزيادة في العوائد المستقبلية لأسهم عينة من الشركات الأمريكية، خلال الفترة 1975-2003. وقد خلص الباحثون إلى أن التقرير المتحفظ يؤدي لزيادة دقة المعلومات وقيمة الشركة،

أساس الأداء شائعة في عقود الدين الحديثة، والتي بناءً عليها يرتبط الفرق بين الحد الأقصى والأدنى لمعدل فائدة الدين بأداء المقترض. ففي حالة القروض التي كانت بدون تسعير على أساس الأداء، كان التحفظ المحاسبي يخفض - بشكل كبير - من تكلفة الدين. وكان الفرق بين الحد الأقصى والأدنى لمعدل فائدة الدين، الذي يخضع لسياسة التسعير على أساس الأداء، أكبر بالمقارنة بالقروض بدون التسعير على أساس الأداء، حيث يعكس هذا زيادة المرونة في تعديل معدلات الفائدة وفقاً للتغيرات في مخاطر التعثر في السداد.

بالإضافة إلى ذلك، اكتشف (Wittenberg *et al.*, 2008) أن الشركات التي يكون فيها مستوى التحفظ المشروط عال تحقق هامش ضئيل بين سعري البيع والشراء في أسواق القروض الثانوية، وتكون سيولة السندات مرتفعة (أي علاوة مخاطر السيولة منخفضة). حيث تكونت عينة الدراسة من 8619 مشاهداً سنوية تمثل 3029 صفقة متاجرة بالديون، خلال الفترة 1998-2003. وقد استخدم الباحث صفقات القروض في الأسواق الثانوية لفحص كيف يؤثر عدم تماثل المعلومات، وجودة التقرير المالي، على سعري البيع والشراء للأوراق المالية التي تمثل دين. حيث توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الفرق بين سعري البيع والشراء في أسواق الدين الثانوية وخصائص الشركة والدين المتعلقة بزيادة عدم تماثل المعلومات. فقروض الشركات الخاصة، والقروض التي تقدم بدون تصنيف ائتماني متاح، والقروض المتعثرة، وقروض الشركات الخاسرة تتم المتاجرة فيها بفروق كبيرة بين سعري البيع والشراء. كما كشفت الدراسة عن أن تضمين القوائم المالية للمقترضين

الشرق الأوسط وشمال أفريقيا (البحرين، ومصر، وإسرائيل، والأردن، والكويت، ولبنان، والمغرب، وعمان، وقطر، وتونس، وتركيا، والمملكة العربية السعودية، والإمارات)، خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٧.

وقد قام الباحثان بإجراء ثلاث مجموعات من الاختبارات: أولاً، تم تقدير مستوى التحفظ في العينة باستخدام نموذج Basu (١٩٩٧)، ثانياً، تم فحص العلاقة بين التحفظ وتكلفة رأس مال الأسهم، ثالثاً، تم اختبار أثر مقياس التحفظ المفصلة - التحفظ المتعلق بالأخبار السيئة والتحفظ المتعلق بالأخبار الجيدة - على تكلفة رأس مال الأسهم. حيث توصلت الدراسة إلى أنه - بشكل عام - تطبق الشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا محاسبة متحفظة. علاوة على ذلك، توصل الباحثان إلى وجود علاقة عكسية بين التحفظ المشروط وتكلفة رأس مال الأسهم.

الخلاصة، كشفت النتائج الميدانية للدراسات السابقة، المتعلقة بأثار التحفظ المحاسبي على تكاليف التمويل، عن أن كل من التحفظ المشروط وغير المشروط يؤدي إلى انخفاض تكاليف الدين، بينما ركزت الدراسات السابقة المتعلقة بأثر التحفظ المحاسبي على تكلفة رأس مال الشركة على أثر التحفظ المشروط. حيث تكشف معظم تلك الدراسات عن أن ممارسة التحفظ المشروط يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس مال الأسهم.

٦-٢-٢ أثار التحفظ المحاسبي على كفاءة

استثمارات الشركة

تظهر الدراسات المتعلقة بتأثير التحفظ المحاسبي على مستوى استثمارات الشركة تباين الآثار الاقتصادية لكلا النوعين من التحفظ المحاسبي. فقد قام (Ishida & Ito, 2014) بفحص

ويخفض من تكلفة رأس مال الأسهم، وذلك من خلال (١) تخفيض عدم التأكد بشأن مبلغ وتوزيع التدفقات النقدية المستقبلية، و(٢) الحد من التقلب في أسعار الأسهم المستقبلية.

كما قامت دراسة (Li, 2015) بفحص دور التحفظ المحاسبي المشروط في تخفيض تكلفة رأس مال الأسهم ورأس المال المقترض، وذلك على المستوى الدولي. حيث تكونت عينة الدراسة من ٣٤٩ مشاهدة سنوية تشمل ٣٥ دولة، خلال الفترة ١٩٩١-٢٠٠٧. وقد توصل الباحث إلى أن الشركات المقيمة في الدول التي تطبق أنظمة تقرير مالي أكثر تحفظاً كانت تتمتع بتكلفة أقل لرأس مال الأسهم ولرأس المال المقترض. كما توصل الباحث إلى أن العلاقة العكسية، بين التحفظ المشروط وتكلفة رأس مال الأسهم ورأس المال المقترض، كانت أكثر وضوحاً في الدول التي تفرض آليات إنفاذ قانونية أقوى، بما يوضح الدور التكاملية لكل من التحفظ المحاسبي والمؤسسات القانونية في أسواق رأس المال. كما توصل الباحث إلى أن التحفظ المحاسبي يخفض من تكلفة الديون فقط - في الدول التي تُستخدم فيها - بشكل واسع - بنود إلزامية تستند إلى الأرقام المحاسبية، بما يتسق مع الاعتقاد بأن التحفظ المشروط يحسن من كفاءة عقود الدين من خلال تعجيل خرق بنود العقد الإلزامية.

بالإضافة لذلك، قام (Khalifa & Othman, 2015) بفحص الآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي في منطقة الشرق الأوسط وشمال أفريقيا. وتحديداً، فحص الباحثان - بشكل ميداني - أثر التحفظ المشروط على تكلفة رأس مال الأسهم. حيث تكونت عينة الدراسة من ٧١٢٠ مشاهدة سنوية للشركات المدرجة في أسواق ١٣ دولة في منطقة

أثر كل من التحفظ المشروط وغير المشروط على السلوك الاستثماري للشركة. حيث يوضح الباحثان أن التحفظ المشروط يجبر المديرين على الاعتراف بالخسارة الناتجة من المشروع الاستثماري - بشكل متزامن. وعندما يخشى المديرون الذين يتجنبون المخاطر أن تتأثر سمعتهم ومكافآتهم بشكل سلبي - بالاعتراف بالخسارة، التي قد تنتج من فشل مشروع استثماري، فإنه من غير المرجح أن يقوموا بتنفيذ المشروع، وذلك بالرغم من أن صافي قيمته الحالية موجبة. لذلك، فإن التحفظ المشروط من المحتمل أن يفيد السلوك الاستثماري للشركة. وفي المقابل، فإن التحفظ غير المشروط يحد من التقلب في أرباح الشركة، تحديدا التقلب هبوطاً، من خلال توفير "فائض محاسبي" (accounting slack). لذلك، فإنه من المرجح أن التحفظ غير المشروط يعزز من السلوك الاستثماري للشركة. حيث قام الباحثان، باستخدام عينة كبيرة من الشركات اليابانية، بتحليل ميداني لتأثير التحفظ المشروط وغير المشروط على السلوك الاستثماري للشركة. وقد توصل (Ishida & Ito, 2014) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى التحفظ المشروط ومستوى الاستثمارات الرأسمالية، وعلاقة طردية بين مستوى التحفظ غير المشروط ومستوى الاستثمارات الرأسمالية. وفي نفس الصدد، يوضح (Roychowdhury, 2010) أنه في ظل التحفظ المشروط، يخشى المديرون الذين يتجنبون المخاطر تسجيل خسائر، ولذلك فإنه من المحتمل - أيضا - أن يتجنبوا القيام باستثمارات لها صافي قيمة الحالية موجبة. وفي المقابل، يتولد عن التحفظ غير المشروط "فائض محاسبي" يستيق أو يحد من أثر التحفظ المشروط، بحيث يخفض من الحواجز النفسية لتقبل المديرين تحمل المخاطر.

كما توضح دراسة (Jackson *et al.*, 2009) أنه من المحتمل أن يؤثر اختيار الشركة لطريقة الاستهلاك على قرارات المديرين المتعلقة بالاستثمار الرأسمالي. فقد اكتشف (Jackson *et al.*, 2009) أن الشركات التي تطبق طرق الاستهلاك المعجل (التحفظ غير المشروط) تميل أكثر إلى الإقبال على الاستثمارات الرأسمالية وإحلال الأصول، بالمقارنة بالشركات التي تطبق طريقة القسط الثابت. بالإضافة لذلك، توصل الباحثون إلى أن هناك تحول من طرق الاستهلاك المعجل (التحفظ غير المشروط) إلى طريقة القسط الثابت على مدى العقدين الماضيين. وأن تلك الشركات التي أجرت مثل هذا التغيير المحاسبي قامت بتنفيذ استثمارات رأسمالية أقل في الفترات اللاحقة للتغيير بالمقارنة بالفترات السابقة للتغيير. حيث توضح تلك النتائج أن الاختيار، الذي يتم لأغراض التقرير المالي الخارجي، يؤثر على قرارات المديرين بشأن الاستثمار الرأسمالي. وفي نفس الصدد، قام (Ackermann & Fochmann, 2014) بتحليل أثر اختيار طريقة الاستهلاك على قرارات المستثمرين. حيث قام الباحثان بإجراء دراسة تجريبية بقرر فيها المشاركون شكل محفظة الأصول في ظل مواقف اختيار مختلفة. وباستخدام الدراسة التجريبية، وضح الباحثان أن طرق الاستهلاك المعجل (التحفظ غير المشروط) تزيد من الاستعداد للقيام بمشروعات استثمارية، بالمقارنة بطريقة القسط الثابت وبالرغم من ذلك، توضح الدراسات السابقة - أيضا - أن أثر التحفظ المشروط على مستوى استثمارات الشركة يتوقف على كل من الوضع الاستثماري للشركة وعلى المحيط الخارجي. فعلى سبيل المثال، توصل (Lara *et al.*, 2016) إلى

باستثمارات أقل، قام- (Balakrishnan *et al.*, 2016) بفحص أثر التحفظ المشروط على استثمارات الشركة، خلال فترة الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٧-٢٠٠٨. حيث تكونت عينة الدراسة من ٣٢١٢٠ مشاهدة ربع سنوية تخص ٣١٥٤ شركة أمريكية، خلال الفترة قبل الأزمة (٢٠٠٦-٢٠٠٧) والفترة بعد الأزمة (٢٠٠٧-٢٠٠٨). وقد توصل الباحثون إلى أن الشركات التي كان تقريرها المالي أقل تحفظاً عانت من انخفاض حاد في النشاط الاستثماري عقب بداية الأزمة، بالمقارنة بالشركات التي كان تقريرها المالي أكثر تحفظاً. حيث توضح نتائج الدراسة أن التحفظ المشروط يحد من انخفاض حجم الاستثمارات، في ظل وجود عدم تماثل في المعلومات. وكانت هذه العلاقة أقوى في حالة الشركات التي كانت في حاجة أكثر للتمويل الخارجي، أو التي كانت تعاني أكثر من عدم تماثل المعلومات. كما توصلت الدراسة -أيضا- إلى أن الشركات الأكثر تحفظاً عانت من انخفاض أقل في الحصول على القروض وفي أداء أسهمها. حيث توصلت الدراسة إلى أن العلاقة الطردية بين التحفظ المشروط وعوائد الأسهم، خلال فترة الأزمة، كانت أكثر وضوحاً في حالة الشركات التي كانت تعاني قبل الأزمة من تكاليف وكالة أكثر. وقد خلصت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يحسن من القدرة على الاقتراض، ويحد من انخفاض حجم الاستثمارات، ومن الانتهازية الإدارية ويحسن من قيمة الشركة.

كما قام (Nezhad *et al.*, 2016) بفحص العلاقة بين التحفظ المشروط وغير المشروط والفرص الاستثمارية. حيث شملت عينة الدراسة ١٢٢ شركة مقيدة بالبورصة الإيرانية، خلال الفترة

أن الزيادة في مستوى التحفظ المشروط يمكنها أن تحد من استثمارات الشركات التي لديها فائض من الاستثمارات، ولكنها تحفز على الاستثمار في الشركات التي لديها انخفاض في حجم الاستثمارات. وقد تكونت عينة الدراسة من ٤١٦٢٦ مشاهدة سنوية للشركات الأمريكية، خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٧. حيث يعتقد الباحثون أن التحفظ المشروط يعالج مشكلة التعارض في المصالح بين حملة الأسهم والمقرضين، ويمكن الشركة من الحصول على القروض ويحد من انخفاض حجم الاستثمارات، وأن هذا يسمح بتمويل الاستثمارات التي، بخلاف ذلك، لم يكن ليتم السعي إليها.

وفي نفس الصدد، توصل (Brockman *et al.*, 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين التحفظ المشروط واستثمارات الشركات التي تعاني من الإفراط في الاستثمارات، وعلاقة طردية بين التحفظ المشروط واستثمارات الشركات التي تعاني من انخفاض حجم الاستثمارات. وقد تكونت عينة الدراسة من ٧٩٥٢٣ مشاهدة سنوية تخص ٩٨٠٥ شركة أمريكية، خلال الفترة ١٩٨٩-٢٠١٢. حيث تفترض الدراسة أن التحفظ المشروط لا يمكنه -فقط- الحد من الإفراط في الاستثمارات، ولكن يمكنه -أيضا- حل مشكلة انخفاض حجم الاستثمارات. بالإضافة لذلك، توصلت الدراسة إلى أن العلاقة الطردية بين التحفظ المشروط واستثمارات الشركات التي تعاني من انخفاض حجم الاستثمارات كانت أقوى في حالة الشركات المحفوفة أكثر بالمخاطر (مقاس بالقلب في العوائد)، والشركات التي يكون مدارؤها ذو آفاق استثمار قصير الأجل.

وفي دراسة اقتصر على فترة الأزمة المالية، عندما كان من المتوقع أن تقوم معظم الشركات

لتحقيق الاستثمارات المرغوبة، بما يوضح أن التحفظ المحاسبي يمكنه زيادة مستوى الاستثمارات من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكلفة رأس المال. وبالرغم من ذلك، توضح نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط عكسية - ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ المحاسبي والإنفاق الرأسمالي في حالة كفاية رأس المال الداخلي لتحقيق الاستثمارات المرغوبة، بما يوضح أن التحفظ المحاسبي يمكنه تخفيض حجم الاستثمارات من خلال تخفيف التعارض في المصالح بين الإدارة والمساهمين الخارجيين، وتخفيض تكاليف الوكالة. بالإضافة لذلك، توضح نتائج الدراسة أن عدم تماثل المعلومات ومشاكل الوكالة يؤثران على دور التحفظ المحاسبي في زيادة استثمارات الشركة، وأن العلاقة بين التحفظ المحاسبي والنفقات الرأسمالية تكون ضعيفة في حالة الشركات التي يكون المسيطر عليها له الملكية النهائية، مثل الحكومة المحلية أو الأفراد المحليين.

الخلاصة، تظهر الدراسات السابقة، المتعلقة بتأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة استثمارات الشركة، تباين الآثار الاقتصادية لكلا النوعين من التحفظ المحاسبي. حيث توضح معظم تلك الدراسات أن التحفظ المشروط يقيد السلوك الاستثماري للشركة، في حين أن التحفظ غير المشروط يحد من الانقلاب في أرباح الشركة من خلال توفير "فائض محاسبي". لذلك، فإنه من المرجح أن يعزز التحفظ غير المشروط من السلوك الاستثماري للشركة.

٦-٢-٣ آثار التحفظ المحاسبي على القيمة

المضافة لحملة الأسهم

من بين الدراسات التي قامت بتحليل أثر التحفظ المشروط على القيمة المضافة لحملة الأسهم، توصل (Lara et al., 2016) إلى نتائج

وقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة طردية - ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ المشروط والفرص الاستثمارية، ولكن لم يتم التوصل لعلاقة - ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ غير المشروط والفرص الاستثمارية. وفي نفس الصدد، قام (Allilou & Salteh, 2015) بفحص أثر كل من التحفظ المشروط وغير المشروط على حجم الاستثمارات، ومدى تقبل تحمل المخاطر وعوائد الأسهم. حيث قام الباحثان بتحليل بيانات ٩٤ شركة إيرانية مقيدة بالبورصة الإيرانية، خلال الفترة ٢٠٠٨-٢٠١٣. ولقياس مستوى التحفظ المشروط، تم استخدام نموذج (Khan & Watts, 2009)، والذي يُعد تطوير لنموذج Basu (١٩٩٧). حيث تم استخدام نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية كمقياس للتحفظ المشروط، كما تم استخدام الانحراف المعياري لعوائد الأسهم كمقياس ومدى تقبل الشركة تحمل المخاطر. وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة غير مباشرة - ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ غير المشروط ومستوى استثمارات الشركة، ومدى تقبل تحمل المخاطر وعوائد الأسهم. كما توصلت الدراسة لوجود علاقة مباشرة - ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ المشروط ومستوى استثمار الشركة وتقبلها تحمل المخاطر.

كما تناولت دراسة (Xiaodong et al., 2012) تحليل وفحص أثر التحفظ المحاسبي على السلوك الاستثماري في الشركات الصينية. حيث شملت عينة الدراسة ١٠٥٣ شركة مقيدة بالبورصة الصينية، خلال الفترة ٢٠٠٣-٢٠٠٧. وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ارتباط طردية - ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ المحاسبي والإنفاق الرأسمالي في حالة عدم كفاية رأس المال الداخلي

الربح، ويؤدي لتخفيض بنود مستقبلية خاصة مثل الهبوط في قيمة الأصول. حيث يفترض الباحثان أنه إذا كان التحفظ المحاسبي يحد من الدوافع السابقة للمديرين لقبول المشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، ويحسن من المراقبة اللاحقة للاستثمارات، فإنه يجب أن تحقق الشركات الأكثر تحفظاً أرباح أعلى في المستقبل، كما ينخفض احتمال ومقدار بنود المصروفات الخاصة المستقبلية. واتساقاً مع هذا التوقع، وباستخدام عينة من ٢٣٦٨١ مشاهدة سنوية للشركات الأمريكية، خلال الفترة ١٩٨٩-٢٠٠١، توصل الباحثان إلى أن الشركات الأكثر تحفظاً يكون لديها تدفقات نقدية مستقبلية وهوامش ربح مستقبلية أعلى، كما ينخفض لديها احتمال ومقدار بنود المصروفات الخاصة المستقبلية، وذلك بالمقارنة بالشركات الأقل تحفظاً.

وفي المقابل، تناولت دراسة (Ismail & Elbo، 2011) lok، تأثير كل من التحفظ المشروط وغير المشروط على جودة الأرباح وأسعار الأسهم في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. حيث استخدم الباحثان مقياس عدم تماثل توقيت الاعتراف بالأرباح، مع بعض التعديلات، في قياس تأثير التحفظ المشروط وغير المشروط على جودة الأرباح وأسعار الأسهم. وقد قام الباحثان بإجراء تحليل لقطاع عرضي من البيانات وتحليل الانحدار المتعدد لعينة من أنشط الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، خلال الفترة ٢٠٠٥-٢٠٠٩. وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة عكسية بين التحفظ المشروط وكل من جودة الأرباح وأسعار أسهم الشركات المصرية، وعدم وجود تأثير للتحفظ غير المشروط على جودة الأرباح، ووجود علاقة عكسية

تتفق مع فرضيتهم بأن التحفظ المشروط لا يعالج - فقط - انخفاض حجم الاستثمارات أو الإفراط فيها، ولكنه -أيضا- يحسن من كفاءة استثمارات الشركة ومن أرباحها المستقبلية. بالإضافة إلى ذلك، تناولت دراسة (سعد الدين، ٢٠١٤) فحص العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال كأحد أهم الآثار الاقتصادية الناجمة عن تطبيق التحفظ بالقوائم المالية، وأثر هذه العلاقة على قيمة المنشأة في أسواق المال. وقد تم ذلك من خلال أربعة محاور تضمنت استعراض مفهوم التحفظ في الفكر والتطبيق المحاسبي، والإطار الفكري لتكلفة رأس المال، ودراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، ثم تضمين البحث دراسة ميدانية لاختبار الفروض لعينة مكونة من ٣٢ شركة مقيدة بالبورصة المصرية، خلال الفترة من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠١٢.

وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة ارتباط عكسية ذات دلالة إحصائية - بين درجة التحفظ بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال، وعن وجود علاقة ارتباط طردية بين التحفظ وقيمة المنشأة. كما كشفت الدراسة عن أن الشركات المتحفظة قد استطاعت المحافظة على قيمتها بعد عام ٢٠١١. وكان من أهم توصيات الدراسة عدم استبعاد التحفظ المحاسبي من إطار مفاهيم التقرير المالي، وتشجيع الشركات المصرية على تطبيق السياسات المتحفظة في إطار معايير المحاسبة المصرية للحد من تعديل القوائم المالية.

وفي تحليل يستند إلى فرضية أن التحفظ المشروط يفوي من سلطة الحوكمة على المديرين، اكتشف (Ahmed & Duellman, 2011) أن المستوى المرتفع من التحفظ المشروط يؤدي لزيادة التدفقات النقدية المستقبلية من الأنشطة التشغيلية ومجمل

الشركات ضعيفة الالتزام بقواعد الحوكمة أو التي تعاني أكثر من عدم تماثل المعلومات.

الخلاصة، توضح الأدلة الميدانية، التي توصل إليها عدد محدود من الدراسات، المتعلقة بأثر التحفظ المحاسبي على القيمة المضافة لحملة الأسهم، أن ممارسات التحفظ المشروط تؤدي - بشكل عام - إلى زيادة أرباح الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم. ولكن، نظراً لقيام القليل من الدراسات السابقة بفحص التحفظ غير المشروط، لم يكن تأثيره واضحاً.

٧. الإطار النظري وصياغة فروض الدراسة

في هذا القسم، سيتعرض الباحث في الجزء الأول منه لإطار العلاقة بين التحفظ المشروط وغير المشروط. وفي الجزء الثاني يتناول البحث فروض الدراسة المتعلقة بأثر التحفظ المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم، والتي قد تم صياغتها في ضوء إطار العلاقة بين كلا النوعين من التحفظ المحاسبي، وذلك على النحو التالي:

٧-١ إطار العلاقة بين التحفظ المشروط وغير المشروط

في السنوات الأخيرة، كان التحفظ المحاسبي محور العديد من البحوث المحاسبية ومحور اهتمام معدي المعايير المحاسبية. حيث يتم - عادة - تصنيف التحفظ المحاسبي إلى تحفظ مشروط وتحفظ غير مشروط (Beaver & Ryan, 2005). وقد ركز معظم الدراسات السابقة على التحفظ المشروط، مع إجراء عدد قليل - فقط - من الدراسات التي تتعلق بالتحفظ غير المشروط.

بين التحفظ غير المشروط وأسعار أسهم الشركات المصرية.

وفي نفس الصدد، تناولت دراسة (Kim & Zhang, 2016) أثر التحفظ المشروط على مخاطر انهيار سعر السهم، وذلك باستخدام عينة من ١١٤٥٤٨ مشاهدة سنوية للشركات الأمريكية، خلال الفترة ١٩٦٤-٢٠٠٧. وقد توصل الباحثان إلى وجود علاقة عكسية بين التحفظ المشروط وانهيار سعر سهم الشركة في المستقبل. حيث تم التوصل إلى تلك النتائج باستخدام مقاييس متعددة للتحفظ المشروط ومخاطر انهيار سعر السهم، وبعد مراقبة المحددات المعروفة الأخرى لمخاطر الانهيار والآثار الثابتة للشركة. كما كشفت الدراسة عن أن العلاقة العكسية بين التحفظ المشروط ومخاطر انهيار سعر السهم تكون أكثر وضوحاً في حالة الشركات التي تعاني أكثر من عدم تماثل المعلومات.

وفي تحليل اقتصر على فترة الأزمة المالية، توصل (Francis *et al.*, 2013) إلى أن الشركات التي كانت تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط قبل الأزمة المالية كانت أفضل حالاً، فيما يتعلق بعوائد الأسهم، بعد الأزمة المالية. حيث تناولت دراسة (Francis *et al.*, 2013) اختبار وتحديد تأثير التحفظ المحاسبي على قيمة حقوق الملكية، خلال فترة الأزمة المالية العالمية، وذلك باختيار عينة من ٦٣٢٦ شركة أمريكية مسجلة بالبورصة، خلال الفترة ٢٠٠٧-٢٠٠٩. وقد كشفت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية - بين التحفظ المشروط وأداء أسهم الشركات، خلال فترة الأزمة. كما اتضحت قوة العلاقة بين التحفظ المشروط وقيمة المنشأة في

١-١-٧ التحفظ المشروط

يمكن تعريف التحفظ المشروط على أنه تطبيق ضوابط غير متماثلة للقابلية للتحقق، عند الاعتراف بالإيرادات أو المكاسب، وعند الاعتراف بالمصروفات أو الخسائر، كاستجابة لأخبار اقتصادية (Watts, 2003). بعبارة أخرى، عند تطبيق التحفظ المشروط، يتم تبني ضوابط أكثر صرامة للقابلية للتحقق عند الاعتراف بالأخبار الجيدة، مثل الإيرادات والمكاسب المحاسبية، بالمقارنة بالضوابط المطبقة عند الاعتراف بالأخبار السيئة، مثل المصروفات أو الخسائر المحاسبية. ونتيجة لذلك، في ظل التحفظ المشروط، يوجد ميل لإبراز الأخبار السيئة، بدلاً من الأخبار الجيدة، في الأرباح المحاسبية (Basu, 1997). لذلك، يمكن وصف التحفظ المشروط على أنه عدم تماثل توقيت الاعتراف بالأخبار الاقتصادية. وبالتركيز على عدم تماثل توقيت الاعتراف بالأخبار الاقتصادية، قام (Basu, 1997) بإجراء تحليل انحدار للأرباح المحاسبية على عوائد الأسهم، وتوصل إلى أن معامل العوائد السالبة كان أكبر من معامل العوائد الموجبة. ويؤكد هذا على وجود اتجاه لتسجيل الأخبار السيئة ضمن الأرباح المحاسبية بشكل أكثر تزامناً بالمقارنة بالأخبار الجيدة. وبناءً على هذه النتائج، يعرف (Basu, 1997) التحفظ المشروط على أنه تسجيل الأخبار السيئة بشكل متزامن -في الأرباح المحاسبية، بينما لا يتم ذلك بالنسبة للأخبار الجيدة. علاوة على ذلك، يطلق على التحفظ المشروط التحفظ اللاحق أو التحفظ التابع للأخبار (Beaver & Ryan, 2005). ومن أمثلة التحفظ المشروط تطبيق قاعدة التكلفة أو السوق أيهما أقل لتقييم المخزون، والهبوط في قيمة

الأصول الثابتة الملموسة والشهرة (Ryan, 2006). وفي ظل المحاسبة على أساس التحفظ المشروط، تميل الأرباح المحاسبية إلى أن تكون أقل من قيمتها عند مقارنتها بالأرباح الاقتصادية.

١-١-٧ التحفظ غير المشروط

يطلق على التحفظ غير المشروط التحفظ السابق أو التحفظ المستقل عن الأخبار (Beaver & Ryan, 2005). فبخلاف التحفظ المشروط، الذي يؤدي إلى تسجيل المصروفات أو الخسائر المحاسبية عندما تنخفض قيم الأصول -بالفعل، يؤدي التحفظ غير المشروط إلى الاعتراف بالمصروفات أو الخسائر المحاسبية قبل ظهور الأخبار السيئة (Beaver & Ryan, 2005). ومن أمثلة التحفظ غير المشروط معالجة الأصول غير الملموسة (مثل البحوث والتطوير) باعتبارها مصروف إيرادي، والاستهلاك أو الاستنفاد -بشكل أسرع - من الاستهلاك الاقتصادي للأصول الثابتة الملموسة والشهرة (أي الاستهلاك المعجل). بالإضافة لذلك، كما في حالة تطبيق المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية عن المشروعات الاستثمارية التي تصبح صافي قيمتها الحالية موجبة، فإنه يتم - أيضاً - تطبيق معالجة محاسبية تؤجل - بشكل مستمر - الاعتراف بالأخبار الجيدة. في ظل المحاسبة على أساس التحفظ غير المشروط، تميل حقوق حملة الأسهم (أي القيمة الدفترية لصافي الأصول) إلى أن تكون أقل من قيمتها عند مقارنتها بقيمتها السوقية. كما أنه في ظل التحفظ غير المشروط، لا تتحمل الأصول التي يتم اعتبارها مصروفاً إيرادياً أي تكاليف إضافية في تاريخ لاحق، وقد لا يكون هذا هو الحال في ظل ممارسة التحفظ المشروط، لذلك، فإنه يوجد اتجاه لتسجيل أرباح

ويشير (Basu, 2001) إلى وجود علاقة عكسية بين النوعين من التحفظ المحاسبي، فمع تطبيق ممارسات أكثر للتحفظ غير المشروط، يتم استباق (في ظل النوع الأول من الأصول) أو تقييد (في ظل النوع الثاني من الأصول) تأثير التحفظ المشروط. فقد اكتشف (Gassen *et al.*, 2006)، عند تحليل ممارسات التحفظ المحاسبي في الدول النامية، أن التحفظ غير المشروط يقيد أثر التحفظ المشروط. ويمكن تفسير ذلك بأنه عندما يتم تطبيق التحفظ المشروط، يوجد احتمال للاعتراف بقدر كبير من المصروفات أو الخسائر لفترة ما من الوقت. ولكن، إذا تم تطبيق التحفظ غير المشروط في الوقت نفسه، فإنه يتم استباق أو تقييد آثار التحفظ المشروط (Beaver & Ryan, 2005; Ryan, 2006; Gassen *et al.*, 2006). إذ يتولد عن التحفظ غير المشروط ما يطلق عليه "الفائض المحاسبي" (accounting slack)، والذي يمثل الفرق بين القيمة الدفترية للأصول في ظل احتساب الاستهلاك الاقتصادي (طريقة القسط الثابت) والقيمة الدفترية في ظل التحفظ غير المشروط (الاستهلاك المعجل) (Beaver & Ryan, 2005). وتكون القيمة الدفترية للأصول في ظل الاستهلاك الاقتصادي أكبر منها في حالة تطبيق التحفظ غير المشروط. وتنخفض القيمة الدفترية للأصول، وبالتالي يزداد "الفائض المحاسبي"، كلما زاد مستوى التحفظ غير المشروط الذي يتم تطبيقه. وبالرغم من أنه في ظل التحفظ المشروط يجب الاعتراف المتزامن بالمصروفات أو الخسائر في حالة وجود أخبار سيئة، مثل إثبات خسائر الهبوط في قيمة الأصول (الفرق بين القيمة الدفترية للأصول في ظل الاستهلاك الاقتصادي وقيمتها القابلة للاسترداد)،

محاسبية مستقبلية أعلى. وبالرغم من ذلك، في حالة اعتبار الأصول مصروف إيرادي، سوف تظهر حقوق حملة الأسهم في الميزانية العمومية بأقل من قيمتها، بالمقارنة بحالة تطبيق التحفظ المشروط. علاوة على ذلك، حتى في حالة الأصول التي تخضع لممارسات التحفظ غير المشروط، مثل الاستهلاك المعجل، تخضع تكلفتها التاريخية لمعالجة أكثر تحفظاً لمصروف الاستهلاك. لذلك، يكون تقييم حقوق الملكية في الميزانية العمومية أكثر تحفظاً في ظل التحفظ غير المشروط، بالمقارنة بالتحفظ المشروط. ولهذا السبب، يطلق -أيضاً - على التحفظ غير المشروط بتحفظ الميزانية العمومية (Sunder *et al.*, 2011).

١-٣ العلاقة بين التحفظ المشروط والتحفظ غير المشروط

يمكن تصنيف الأصول التي تخضع للتحفظ غير المشروط إلى نوعين: الأصول التي يتم اعتبارها مصروفاً إيرادياً -مباشرة- في تاريخ اقتنائها (مثل البحوث والتطوير)؛ والأصول التي تخضع لمعالجة أكثر تحفظاً لمصروف الاستهلاك (طريقة الاستهلاك المعجل) في إطار إعدادها للاستخدام المستقبلي. إذ يعتقد (Beaver & Ryan, 2005) أنه يتم استباق تأثير التحفظ المشروط، في ظل النوع الأول من الأصول، ويتم تقييد تأثير التحفظ المشروط، في ظل النوع الثاني من الأصول. فعلى سبيل المثال، عندما يتم إعادة تقييم أصول شركة وتخفيض قيمتها في تاريخ الاستحواذ عليها (النوع الأول)، فإن الحاجة لمعالجة الهبوط في قيمة الأصول (التحفظ المشروط) تقل، حتى ولو حدثت خسائر اقتصادية بعد الاستحواذ.

تقريباً - ٤٠% من المعايير محل الفحص، تم استبعاد التحفظ غير المشروط. بالإضافة إلى ذلك، توضح (Kanamori, 2009) أن ما توصل إليه (Watts, 2003)، من أن الممارسات المحاسبية الأمريكية قد أصبحت أكثر تحفظاً، يؤكد استبعاد التحفظ غير المشروط.

٧-٢ فروض الدراسة

وفقاً لنظرية الوكالة، عندما توجد مخاطر أخلاقية في العلاقة بين المديرين وحملة الأسهم، فإنه قد لا يسعى المديرين خلف الفرص الاستثمارية، حتى ولو كانت ذات صافي قيمة حالية موجبة. بل الأسوأ من ذلك، هناك احتمال أن يتم تخصيص الموارد لمشاريع استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة. بعبارة أخرى، لتحقيق مصالحهم الذاتية، قد يسعى المديرين استخدام التدفق النقدي الحر، ويتخذون قرارات تحقق أهداف قصيرة الأجل (Jensen, 1986). وتزداد هذه المخاطر الأخلاقية سوءاً بسبب عدم تماثل المعلومات بين المديرين وحملة الأسهم. حيث يلعب الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والتقرير المالي دوراً كبيراً في الحد من عدم تماثل المعلومات، ومن ثم المخاطر الأخلاقية. وبالرغم من إجراء جانب كبير من البحوث فيما يتعلق بالآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي، فقد ركز القليل منها على المزايا التي تعود على المستثمرين في سوق الأسهم. كما تم إجراء القليل جداً من البحوث حول الفروق المحتملة بين الآثار الاقتصادية للنوعين من التحفظ المحاسبي. لذلك، تسعى الدراسة الحالية لاختبار عدد من الفروض المتعلقة بالآثار الاقتصادية لكلا النوعين من التحفظ المحاسبي، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة

فإن المبلغ الذي ينبغي الاعتراف به على أنه خسائر هبوط في قيمة الأصول يتأثر بمدى ممارسة التحفظ غير المشروط. بعبارة أخرى، كلما زاد الفائض المحاسبي، أي زاد الانخفاض في القيمة الدفترية للأصول نتيجة زيادة مستوى التحفظ غير المشروط، كلما تقلص - بشكل أكبر - نطاق تطبيق التحفظ المشروط (والمتمثل في خسائر الهبوط في قيمة الأصول مطروحاً منها "الفائض المحاسبي")، حيث أنه قد تم - بالفعل - الاعتراف بالمصروفات أو الخسائر بطريقة أكثر تحفظاً قبل وجود تلك الأخبار السيئة.

وإسناداً إلى ما سبق، تميل الأرباح المحاسبية في ظل المحاسبة على أساس التحفظ المشروط إلى أن تكون أقل من قيمتها عند مقارنتها بالأرباح الاقتصادية. بينما أنه في ظل التحفظ غير المشروط، فإن الأصول التي يتم اعتبارها مصروفاً إيرادياً لا تتحمل تكاليف إضافية في تاريخ لاحق، وقد لا يكون هذا هو الحال في ظل التحفظ المشروط، لذلك، يوجد اتجاه لتسجيل أرباح محاسبية مستقبلية أعلى. وبالرغم من ذلك، في حالة اعتبار الأصول مصروف إيرادي، سوف تظهر حقوق الملكية في الميزانية العمومية بأقل من قيمتها، بالمقارنة في حالة تطبيق التحفظ المشروط. إذ يتضح من ذلك وجود فروق بين آثار كلا النوعين من التحفظ المحاسبي على الأرباح المحاسبية وحقوق الملكية. وبالرغم من ذلك، توضح الدراسات السابقة قيام معدي المعايير المحاسبية بالعمل على استبعاد التحفظ غير المشروط وزيادة التحفظ المشروط. فعندما قامت (Kanamori, 2009) بفحص قائمة معايير المحاسبة المالية الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية، اكتشفت أنه في -

التظيمية للتدخل في الإدارة. ويمكن أن يدفع هذا الإدارة إلى تكبد مصروفات أو خسائر نتيجة اتخاذ قرارات بالتخلي عن استثمارات قائمة، وذلك بهدف تحسين الأداء - بشكل سريع - وتصفية المشروعات غير المرحة. لهذا السبب، فإن المستوى المرتفع من التحفظ المشروط يدفع المديرين لممارسة الانسحاب المبكر قبل تسجيل خسائر نتيجة المشروعات الاستثمارية التي يكون -من الواضح- أن ربحتها منخفضة، والتي يكون صافي قيمتها الحالية سالبة. ويشار إلى ذلك بأثر "المراقبة اللاحقة" (Lara et al., 2016)، والذي يدعم تصفية الاستثمارات غير المرحة أو الاستثمارات ذات الربحية المنخفضة.

بناءً على ذلك، يترتب على ممارسة التحفظ المشروط الحد من الاستثمار في المشروعات التي تكون إما غير مرحة أو ذات ربحية منخفضة، وذلك من خلال تعزيز إجراءات المراقبة السابقة من قبل المديرين. بالإضافة لذلك، تعزز ممارسة التحفظ المشروط من إجراءات المراقبة اللاحقة والتي، حتى ولو كانت صافي القيمة الحالية موجبة، تدعم الانسحاب من المشروعات ذات الربحية المنخفضة. بناءً على المعطيات المعروضة أعلاه، يستنتج الباحث أن المستوى المرتفع من التحفظ المشروط يخفض من مستوى صافي الاستثمارات. وبالتالي يمكن صياغة فرض الدراسة الأول في صورته البديلة كما يلي:

الفرض الأول: توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية - بين مستوى التحفظ المشروط وصافي استثمارات الشركة.

من ناحية أخرى، في حالة الشركات التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط، تزداد مخاطر الهبوط في الأرباح، نظراً لأن المشروعات

بالبورصة المصرية، من منظور المستثمرين في سوق الأسهم.

١-٢-٧ أثر التحفظ المشروط على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم

يُعد التحفظ المشروط إجراء محاسبي يهدف لإثبات الأخبار السيئة، مثل المصروفات أو الخسائر المحاسبية، بشكل متزامن. ولذلك، عندما تمارس الشركة التحفظ المشروط، يكون من الصعب على المديرين تأجيل الاعتراف بالمصروفات أو الخسائر المحاسبية المترتبة على المشروعات الاستثمارية غير المرحة، حتى انتهاء شغلهم لوظائفهم بالشركة. إذ أنه، في ظل تطبيق التحفظ المشروط، يوجد احتمال كبير بأن يسجل المديرين هذه المصروفات أو الخسائر المحاسبية خلال شغلهم لوظائفهم بالشركة. ونتيجة لذلك، فإن ممارسة التحفظ المشروط تعزز من إجراءات المراقبة السابقة للقرارات الاستثمارية من قبل المديرين، ويوجد احتمال متزايد لامتناعهم عن بدء مشروعات استثمارية، ليست فقط ذات صافي قيمة عالية سالبة، ولكن أيضاً ذات صافي قيمة عالية موجبة ولكنها تحقق ربحية منخفضة في بدايتها (Ball & Shivakumar, 2010; Francis & Martin, 2005). ويشار إلى تعزيز إجراءات المراقبة السابقة على أنها أثر "الانضباط الذاتي" (Lara et al., 2016).

بالإضافة لذلك، تعزز ممارسة التحفظ المشروط -أيضاً- من إجراءات المراقبة اللاحقة بعد اتخاذ قرارات الاستثمار. وفقاً لدراسة (Pinnuck & Lillis, 2007)، يُعد الانخفاض في أسعار الأسهم أو الزيادة في تكاليف الدين، نتيجة إثبات المصروفات أو الخسائر المحاسبية -بشكل متزامن، دافعاً لمجلس الإدارة وكبار المساهمين والجهات

كما توضح الدراسات السابقة أنه يمكن أن يؤثر التحفظ المشروط - أيضاً - على القيمة المضافة لحملة الأسهم، مقاسه بالزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم، وذلك من خلال تأثيره على كفاءة استثمارات الشركة (متمثلة في مستوى استثمارات الشركة وتقبلها لتحمل المخاطر). فظنراً لأن التحفظ المشروط يعزز من إجراءات المراقبة الإدارية السابقة واللاحقة، وبالتالي يحد من الإفراط في الاستثمارات وتقبل تحمل المخاطر، فإنه يمكن أن يؤثر - بشكل إيجابي - على كفاءة الاستثمارات، ومن ثم على القيمة المضافة لحملة الأسهم (Lara et al., 2016). حيث تفترض دراسة (Lara et al., 2016)، أن الوضع الأمثل للاستثمار، هو الموقف الذي تكون فيه كفاءة الاستثمار، وليس مستوى استثمارات الشركة، عند حدها الأقصى. وفي المقابل، إذا كان التحفظ المشروط يقوي - بشكل مفرط - من إجراءات المراقبة السابقة واللاحقة، فإن ذلك يحد - بشكل أكثر من اللازم - من مستوى استثمارات الشركة وتقبلها للمخاطر، بما ينجم عنه انخفاض في حجم الاستثمارات وأثر سلبي على كفاءة الاستثمارات، ومن ثم على القيمة المضافة لحملة الأسهم. وفي ضوء ذلك، ونظراً لأن ممارسة التحفظ المشروط تحدث آثار سلبية وإيجابية على كفاءة الاستثمارات، ومن ثم على القيمة المضافة لحملة الأسهم، فإنه لا يمكن توقع أثرها النهائي على القيمة المضافة لحملة الأسهم، مقاسه بالزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم. بناءً على هذا، يمكن صياغة فرض الدراسة الثالث كما يلي:

الاستثمارية ذات المستوى المرتفع من المخاطر، بالرغم من أنها ذات صافي قيمة حالية موجبة في بدايتها، قد تتطلب تسجيل مبلغ كبير من المصروفات أو الخسائر المحاسبية في حالة وجود أخبار سيئة (مصروفات أو خسائر اقتصادية). وفي ظل الخشية من تسجيل قدر كبير من المصروفات أو الخسائر خلال فترة شغلهم لوظائفهم، يميل المديرون إلى الحد من الاستثمار في المشروعات ذات المستوى المرتفع من المخاطر التجارية، أو الانسحاب المبكر في حالة الزيادة اللاحقة في مخاطر المشروعات القائمة. وفقاً لدراسة (Kravet, 2014)، يتجنب المديرون المخاطر ويدركون الآثار السلبية لتسجيل مصروفات أو خسائر غير متوقعة، ولحرق شروط عقود الدين. لذلك، يتجنب المديرون الاستثمار في المشروعات ذات المستوى المرتفع من المخاطر، حتى ولو كانت ذات صافي قيمة حالية موجبة. وتمشياً مع هذا الافتراض، توصل (Kravet, 2014) إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى التحفظ المشروط ومدى تقبل الإدارة لتحمل المخاطر، مقاسه بالتقلب في عوائد الأسهم غير العادية. بناءً على المعطيات والنتائج المعروضة أعلاه، يستنتج الباحث أن الشركات التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط سوف تقبل على الاستثمارات ذات المستوى المنخفض من المخاطر. وبالتالي يمكن صياغة فرض الدراسة الثاني في صورته البديلة كما يلي:

الفرض الثاني: توجد علاقة عكسية - ذات دلالة إحصائية - بين صافي استثمارات الشركات، التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط، والتقلب في عوائد أسهمها.

ربحية منخفضة أو مخاطر تجارية مرتفعة (Lara et al., 2016).

وتوجد ممارسة للتحفظ المشروط لها آثار مشابهة للتحفظ غير المشروط، حيث يطبق المدبرون سياسة محاسبية (accounting big bath) تعمل على تقليل تقديرات المكاسب والأرباح للشركة في فترة معينة مقابل المبالغة في تقدير الخسائر. حيث تهدف هذه السياسة إلى التخلص من الخسائر المتراكمة في سنة من السنوات التي يتم فيها تحقيق خسائر، وذلك من خلال المبالغة في تقدير الخسائر، بهدف تحسين الأرباح في المستقبل عند تغيير الإدارة أو في حالة هبوط الأرباح (Jordan & Clark, 2015). وباستخدام هذه السياسة، تتم ممارسة التحفظ المشروط من خلال تسجيل الهبوط أو تعديل الهبوط في قيمة أصول بعينها. كذلك، فيما يتعلق باستباق وتقييد نطاق ممارسة التحفظ المشروط في المستقبل، فإن لتلك السياسة آثار اقتصادية مشابهة للتحفظ غير المشروط (المعالجة الفورية للمصروفات). وبالرغم من ذلك، هناك فرق كبير بين التحفظ المشروط (accounting big bath) والتحفظ غير المشروط (المعالجة الفورية للمصروفات) من حيث مساحة حرية الإدارة.

عند تبني التحفظ غير المشروط على نوع معين من الأصول التي لا يتوقع المدبرون أن يكون لها استهلاك اقتصادي في المستقبل، مثل الشهرة المتولدة عن الاندماجات والاستحوادات، قد لا يبدو أن التحفظ غير المشروط يحد من الحواجز النفسية لدى الإدارة لتقبل المخاطر (الأثر التحفيزي لتقبل المخاطر)، وذلك نظراً لأن المديرين قد لا يتوقعون مخاطر الهبوط في قيمة تلك الأصول. لذلك، يستند

الفرض الثالث: توجد علاقة - ذات دلالة إحصائية

- بين صافي استثمارات الشركات، التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط، والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم.

٧-٢-٢ أثر التحفظ غير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم

يُعد التحفظ غير المشروط إجراء محاسبي يتم بموجبه تسجيل المصروفات أو الخسائر المحاسبية المستقبلية - في وقت مبكر، بدلاً من التركيز على الاستهلاك الفعلي لقيمة الأصل. حيث يعزز ذلك من إجراءات المراقبة السابقة عند دراسة المشروعات الاستثمارية، بحيث يزداد احتمال تنفيذ المديرين للمشروعات - فقط - التي لها صافي قيمة حالية موجبة.

كما ورد سابقاً، عندما تتم ممارسة التحفظ المشروط والتحفظ غير المشروط - في آن واحد، فإن التحفظ غير المشروط لا يولد - فقط - فائض محاسبي، ولكنه - أيضاً - يستيق أو يحد من أثر التحفظ المشروط. لذلك، عند ممارسة مستوى مرتفع من التحفظ غير المشروط كإجراء أكثر تحفظاً، فإنه يتم تسجيل المصروفات أو الخسائر المحاسبية المستقبلية غير المؤكدة والمرتبطة بالمشروع الاستثماري، وتكون مخاطر هبوط الأرباح الناتجة عن ممارسة التحفظ المشروط محدودة. وكنتيجة لذلك، تنقلص الحواجز النفسية لدى الإدارة لتقبل تحمل المخاطر (الأثر التحفيزي لتقبل المخاطر)، وبالتالي يقوم المدبرون بالمشروع أو الاستمرار في الاستثمار في المشروعات التي يكون لها صافي قيمة حالية موجبة، حتى ولو كانت المشروعات ذات

على القيمة المضافة لحملة الأسهم. لذلك، وطالما أن ممارسة التحفظ غير المشروط قد يكون لها آثار إيجابية وسلبية على كفاءة استثمارات الشركة وعلى القيمة المضافة لحملة أسهمها (مقاسه بالزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم)، فإنه لا يمكن توقع أثرها النهائي على القيمة المضافة لحملة الأسهم. بناءً على هذا، يمكن صياغة فرض الدراسة السادس كما يلي:

الفرض السادس: توجد علاقة - ذات دلالة إحصائية - بين صافي استثمارات الشركات، التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ غير المشروط، والعوائد المستقبلية للأسهم.

٨. الدراسة الميدانية

يتناول هذا القسم من الدراسة تصميم النماذج المستخدمة في اختبار فروض الدراسة، وعينة الدراسة، وأسلوب تجميع البيانات. ويستند تصميم نماذج الدراسة إلى الطرق البحثية المستخدمة في البحوث المحاسبية السابقة. وقد تم تقسيم هذا القسم إلى جزئين. إذ يتناول الجزء الأول تصميم نماذج الدراسة المتعلقة بقياس مستوى التحفظ المشروط والتحفظ غير المشروط، ونماذج تحليل الانحدار المستخدمة لتحليل العلاقة بين مستويات التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركة، ومدى تقبل الإدارة تحمل المخاطر (مقاسه بمخاطر حقوق الملكية)، والقيمة المضافة لحملة الأسهم. بينما يتناول الجزء الثاني عينة الدراسة، وأسلوب تجميع البيانات.

٨-١ تصميم نماذج الدراسة

في هذا الجزء، سيتعرض الباحث لمجموعة من النماذج المستخدمة في تحقيق أهداف البحث واختبار فروضه على النحو التالي:

فرضي الدراسة الرابع والخامس إلى تطبيق التحفظ غير المشروط على الأنواع الأخرى من الأصول التي يتوقع المديرون لها استهلاك اقتصادي في المستقبل، مثل المباني، والآلات، والمعدات المكتتاة لغرض الاستخدام. وفي تلك الحالة، يستنتج الباحث أن يكون لممارسة التحفظ غير المشروط أثر إيجابي على كفاءة استثمارات الشركة، متمثلة في مستوى استثمارات الشركة وتقبلها للمخاطر (مقاسه بالتقلب في عوائد الأسهم). بناءً على هذا، يمكن صياغة فرضي الدراسة الرابع والخامس في صورتها البديلة كما يلي:

الفرض الرابع: توجد علاقة طردية - ذات دلالة إحصائية - بين مستوى التحفظ غير المشروط وصافي استثمارات الشركة.

الفرض الخامس: توجد علاقة طردية - ذات دلالة إحصائية - بين صافي استثمار الشركات، التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ غير المشروط، والتقلب في عوائد الأسهم.

ومن خلال التأثير على مستوى استثمارات الشركة، وتقبلها تحمل المخاطر، يمكن للتحفظ غير المشروط - أيضاً - التأثير على القيمة المضافة لحملة الأسهم. حيث تعزز ممارسة التحفظ غير المشروط من إجراءات المراقبة السابقة، وتحسن من كفاءة استثمارات الشركة، وتعالج الانخفاض في حجم الاستثمارات من خلال الأثر التحفيزي لتقبل المخاطر. وبالتالي، يؤثر ذلك - بشكل إيجابي - على القيمة المضافة لحملة الأسهم. وفي المقابل، عندما تؤدي ممارسة التحفظ غير المشروط إلى المبالغة في تقبل المديرين تحمل المخاطر، يمكن أن يؤدي ذلك إلى الإفراط في الاستثمارات، وما له من أثر سلبي على كفاءة استثمارات الشركة، ومن ثم

١-١-٨ نموذج قياس مستوى التحفظ المشروط

بإستخدام النموذج الرائد الذي طوره (Basu 1997) (1997) كأساس، تم تطوير نماذج متعددة لقياس

$$NI_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} \times R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث أن:
 $NI_{i,t}$ = صافي دخل الشركة i عن الفترة t .
 $R_{i,t}$ = عوائد أسهم الشركة i عن فترة ثلاثة شهور بعد بداية الفترة t حتى ثلاثة شهور بعد نهاية الفترة t .

$D_{i,t}$ = متغير وهمي يساوي (1) عندما تكون $R_{i,t}$ سالبة، ويساوي (صفر) في الحالات الأخرى.
 $R_{i,t} D_{i,t}$ = متغير تفاعلي بين عوائد أسهم الشركة والمتغير الوهمي.

ونظراً لأن $NI_{i,t}$ تمثل الأرباح المحاسبية، و $R_{i,t}$ تمثل متغيراً تقريبياً للأرباح الاقتصادية، فإن المعامل β_2 يمثل متوسط مقدار التغير في الأرباح المحاسبية مقابل التقلبات في الأرباح الاقتصادية. كما يمثل المعامل β_3 حجم التقلبات الإضافية في الأرباح المحاسبية في حالة الخسائر الاقتصادية. وقد قام العديد من الدراسات السابقة بقياس مقدار

$$NI_{i,t} = \alpha + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} (\gamma_1 + \gamma_2 MV_{i,t} + \gamma_3 MtoB_{i,t} + \gamma_4 Lev_{i,t}) + \beta_3 D_{i,t} \times R_{i,t} (\delta_1 + \delta_2 MV_{i,t} + \delta_3 MtoB_{i,t} + \delta_4 Lev_{i,t}) + (\mu_1 MV_{i,t} + \mu_2 MtoB_{i,t} + \mu_3 Lev_{i,t}) + \mu_4 D_{i,t} \times MV_{i,t} + \mu_5 D_{i,t} \times MtoB_{i,t} + \mu_6 D_{i,t} \times Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن:
 $MV_{i,t}$ = اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الفترة t للشركة i .
 $MtoB_{i,t}$ = نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في نهاية الفترة t للشركة i ، والتي تم حسابها بقسمة القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية

الفترة t على القيمة الدفترية لحقوق الملكية في الفترة نفسها.
 $Lev_{i,t}$ = الرفع المالي في نهاية الفترة t للشركة i ، والذي تم حسابه بقسمة الديون بفائدة على القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الفترة t .

الشركات التي يكون لديها فرص للنمو، يتوقع زيادة عدم تماثل المعلومات وبالتالي زيادة تكاليف الوكالة. وبينما تتطوي القيمة السوقية لحقوق الملكية على توقعات السوق بشأن نمو الشركة، فلا تنعكس هذه التوقعات على القيمة الدفترية المحاسبية. لذلك، فإنه يتم استخدام نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغير تقريبي لنمو الشركة. ونظراً لأن الرفع المالي يزيد من التعارض في المصالح بين حملة الأسهم والمقرضين، فإنه يُتوقع أن يزيد من مستوى التحفظ المشروط. ونظراً لأنه يتم -عادةً- إدراج حجم الشركة، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والرفع المالي عند استخدام نموذج (Khan & Watts, 2009)، فإنه سيتم استخدام هذه المتغيرات الثلاثة في الدراسة الحالية لقياس مستوى التحفظ المشروط ($CAC_{i,t}$).

وبإجراء تحليل الانحدار لقطاع عرضي لكل سنة باستخدام المعادلة رقم (٢)، فإنه يمكن تقدير كل معاملات المعادلة. إذ يُفترض أن الجزء ($\delta_1 + \delta_2 MV_{i,t} + \delta_3 MtoBi,t + \delta_4 Lev_{i,t}$) في المعادلة رقم (٢)، يحدد مستوى التحفظ المشروط (التزامن الإضافي للأرباح المحاسبية عند الاعتراف بالخسائر الاقتصادية). وباستخدام القيمة المقدرة للمعاملات ($\delta_1, \delta_2, \delta_3, \delta_4$)، التي تمثل مقدار تأثير خصائص الشركة الثلاث، يمكن حساب $CAC_{i,t}$ لكل مشاهدة، في سنة واحدة للشركة الواحدة، باستخدام المعادلة رقم (٤)، كما يلي:

$$CAC_{i,t} = \delta_1 + \delta_2 MV_{i,t} + \delta_3 MtoBi,t + \delta_4 Lev_{i,t} \dots \dots \dots (٤)$$

حيث أن:

القيمة أكبر، كلما كان المستوى المتوقع للتحفظ المشروط أعلى.

وقد قام الباحث باحتساب العائد السوقي الشهري لكل سهم بالاعتماد على البيانات المتاحة عن حركة أسعار أسهم شركات عينة الدراسة للفترة من ٢٠٠٤/١/١ وحتى ٢٠١٤/١٢/٣٠، باستخدام المعادلة رقم (٣)، ثم قام بعد ذلك بتحديد العائد السوقي المجمع للسهم عن فترة ثلاثة شهور بعد بداية الفترة t حتى ثلاثة شهور بعد نهاية الفترة t .

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \dots \dots \dots (٣)$$

حيث أن:

R_t = العائد السوقي لسهم الشركة في نهاية الشهر t .
 P_t = سعر الإغلاق لسهم الشركة في نهاية الشهر t .
 P_{t-1} = سعر الافتتاح لسهم الشركة في بداية الشهر t .
وتفترض المعادلة رقم (٢) أن هناك ثلاث خصائص للشركة - حجم الشركة ($MV_{i,t}$)، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية ($MtoBi,t$)، والرفع المالي ($Lev_{i,t}$) - تحدد توقيت استجابة الأرباح المحاسبية لكل من الأرباح الاقتصادية والخسائر الاقتصادية لكل مشاهدة (في كل سنة للشركة الواحدة). فطبقاً لدراسة (Khan & Watts, 2009)، يمكن تفسير العلاقة بين هذه الخصائص الثلاث للشركة والتحفظ المشروط من منظور تكاليف الوكالة. إذ يُتوقع - بشكل عام - أن المستثمرين في الشركات الأصغر حجماً يجدون صعوبة أكثر في الحصول على المعلومات، مما ينتج عنه زيادة في تكاليف الوكالة التي تنشأ عن عدم تماثل المعلومات. ومن ناحية أخرى، في حالة

$CAC_{i,t}$ = مستوى التحفظ المشروط لكل مشاهدة (سنة واحدة للشركة الواحدة)، وكلما كانت هذه

طور (Beaver & Ryan, 2000) النموذج التالي

لاستخدامه في قياس مستوى التحفظ غير المشروط $(UAC_{i,t})$:

$$BtoM_{i,t} = \alpha_t + \alpha_i + \sum_{j=0}^6 \beta_j R_{i,t-j} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (5)$$

ونظراً لأن مستوى عوائد الأسهم يُستخدم كمتغير تقريبي لتقييم السوق بشأن الأرباح والنمو المستقبلي، فإن الفرق في $BtoM_{i,t}$ بين المشاهدين (أ) و(ب) يتحدد من خلال الفرق في مستوى التحفظ غير المشروط. بعبارة أخرى، يُتوقع أن يعود السبب في انخفاض القيمة الدفترية للشركة (أ) بالمقارنة بتلك للشركة (ب) إلى اختلاف مستوى التحفظ غير المشروط. وقد تم استخدام القيمة $(-\alpha_i)$ على أنها المتغير التقريبي للتحفظ غير المشروط، وذلك لتوحيد إشارة المتغيرات التقريبية لكل من التحفظ المشروط $(CAC_{i,t})$ والتحفظ غير المشروط $(UAC_{i,t})$.

وقد كشفت دراسة (Beaver & Ryan, 2000) عن عدم اختلاف النتائج باستخدام فترة تتكون من 4 سنوات، أو من 8 سنوات أو من 13 سنة. ولضمان إمكانية الوصول إلى حجم عينة كافية، فقد استخدم الباحث فترة 4 سنوات فقط. تحديداً، تم استخدام بيانات لفترة 4 سنوات (من الفترة $t-3$ إلى الفترة t) عند تقدير مستوى التحفظ غير المشروط لكل مشاهدة (سنة واحدة للشركة الواحدة) في الفترة t . ونظراً لأن الباحث يحتاج لبيانات عوائد الأسهم $(R_{i,t-6})$ لفترة 6 سنوات قبل تقدير مستوى التحفظ غير المشروط في الفترة t للشركة i ، فإنه يحتاج لبيانات عوائد الأسهم من الفترة $t-9$ إلى الفترة t - بشكل متصل.

وتمثل أخطاء القياس أحد مشاكل تقدير التحفظ المشروط $(CAC_{i,t})$ والتحفظ غير المشروط $(UAC_{i,t})$. ووفقاً للدراسات السابقة (Zhang,

٢٠٠٨-١-٢ نموذج قياس مستوى التحفظ غير المشروط

المشروط

حيث أن:

$BtoM_{i,t}$ = نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية في نهاية الفترة t للشركة i ، محسوبة بقسمة القيمة الدفترية لحقوق الملكية على القيمة السوقية لحقوق الملكية في نهاية الفترة t .

$R_{i,t-j}$ = عوائد أسهم الشركة i لمدة 12 شهر من بداية الفترة $t-j$ حتى نهاية الفترة $t-j$ ، محسوبة باستخدام المعادلة رقم (3).

وتستند المعادلة رقم (5) إلى نموذج الآثار الثابتة للتقدير، حيث أن α_t و α_i يمثلان آثار السنة و آثار الشركة، على التوالي. فوفقاً لدراسة (Beaver & Ryan, 2000)، يتم استخدام الآثار الثابتة للشركة، α_i في المعادلة رقم (5)، كقياس لمستوى التحفظ غير المشروط. وذلك لأنه يُعتقد أن الجزء من $BtoM_{i,t}$ الذي لا تفسره عوائد الأسهم السابقة ولكن تفسره الآثار الثابتة للشركة (مثل المعالجة الفورية للأصول غير الملموسة على أنها مصروف إيرادي والاستهلاك المعجل للأصول الثابتة الملموسة)، ينشأ عن التقييم المنخفض للقيمة الدفترية لصافي الأصول بالمقارنة بقيمتها الاقتصادية. إذ توضح هذه الآثار الثابتة للشركة، والمقدرة باستخدام المعادلة رقم (5)، أنه كلما زادت الآثار الثابتة لكل شركة، كلما انخفض مستوى التحفظ غير المشروط. فعلى سبيل المثال، افترض وجود مشاهدين، (أ) و(ب)، لهما نفس مستوى عوائد الأسهم، ولكن نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية $BtoM_{i,t}$ للمشاهدة (أ) أقل من $BtoM_{i,t}$ للمشاهدة (ب).

المتعلقة بالاستثمار. تحديداً، تركز الدراسة على أثر التحفظ المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة أسهمها. إذ يوضح هذا الجزء نموذج تحليل الانحدار المستخدم لتحليل العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط ومستوى صافي الاستثمار. واستناداً إلى الدراسات السابقة (Lara *et al.*, 2016; Nakano *et al.*, 2014; Brockman *et al.*, 2015)، وللتحكم في العوامل المختلفة التي قد تؤثر على مستوى استثمارات الشركة، تم استخدام المعادلة رقم (٦) في تحليل العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركة:

$$NETINV_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 NETINV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 FA_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} + \beta_{10} DC_{i,t} + \beta_{11} FOREN_{i,t} + \beta_{12} BNK_{i,t} + \alpha_i + \sum \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t} \dots (6)$$

حيث أن: $CASH_{i,t}$ = نسبة النقدية بالصندوق ولدى البنوك في نهاية الفترة t للشركة i ، محسوبة بقسمة ما يتم حيازته من نقد في نهاية الفترة t على إجمالي الأصول في نهاية الفترة t .

$SIZE_{i,t}$ = حجم الشركة i في نهاية الفترة t ، محسوباً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية الفترة t .

$LEV_{i,t}$ = الرفع المالي في نهاية الفترة t للشركة i ، محسوباً بقسمة الديون بفائدة في نهاية الفترة t على إجمالي الأصول في نهاية الفترة t .

$FA_{i,t}$ = نسبة الأصول الثابتة في نهاية الفترة t للشركة i ، محسوبة بقسمة الأصول الثابتة في نهاية الفترة t على إجمالي الأصول في نهاية الفترة t .

2008; Louis *et al.*, 2012; Ishida & Ito, 2014)، ولتقليل تلك الأخطاء، تم ترتيب قيم كل متغير لكل الشركات في السنة ترتيباً تصاعدياً، ثم استخدام المتغير الذي تم الحصول عليه، من خلال قسمة قيمة الترتيب للشركة على مجموع عدد المشاهدات في السنة، $SCAC_{i,t}$ كمتغير تقريبي للتحفظ المشروط و $SUAC_{i,t}$ كمتغير تقريبي للتحفظ غير المشروط للشركة في تلك السنة.

٨-١-٣ نموذج تحليل العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركة

تحلل الدراسة الحالية أثر التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على قرارات المديرين

$NETINV_{i,t+1}$ = صافي الاستثمار المستقبلي خلال الفترة $t+1$ للشركة i ، محسوباً بقسمة صافي الاستثمار في الفترة $t+1$ (صافي الاستثمار في الأصول الثابتة + الإنفاق على البحوث والتطوير) على متوسط إجمالي الأصول خلال الفترة $t+1$.

$Conserv_{i,t}$ = قياس التحفظ المحاسبي في الفترة t للشركة i ، والذي يعبر عن المتغير ($SCAC_{i,t}$) عند اختبار العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط ومستوى استثمارات الشركة، ويعبر عن المتغير ($SUAC_{i,t}$) عند اختبار العلاقة بين مستوى التحفظ غير المشروط ومستوى استثمارات الشركة.

بالصندوق ولدى البنوك، وحجم الشركة، ومعدل النمو، والربحية كمتغيرات مستقلة. كما يتوقع الباحث، وفقاً لدراسة (Ishida & Ito, 2014)، وجود علاقة عكسية بين صافي الاستثمار المستقبلي كمتغير تابع والرفع المالي، والأصول الثابتة (إذا كانت النسبة المرتفعة تعني أن مستوى الأصول الرأسمالية كافية)، وعدم تأكد الأعمال، وتكاليف الديون كمتغيرات مستقلة. كما يتوقع الباحث أن يؤدي ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية ($FOREN_{i,t}$) إلى الحد من الزيادة في مستوى استثمارات الشركة. وبالرغم من ذلك، إذا كانت الملكية الأجنبية في شركات لديها فرص أكثر للنمو، يتوقع الباحث وجود علاقة طردية بين صافي الاستثمار المستقبلي ونسبة الملكية الأجنبية. كما تشير النسبة المرتفعة لملكية المؤسسات المالية ($BNK_{i,t}$) إلى علاقة قوية مع البنوك. فإذا كانت تلك العلاقة تؤدي إلى مرونة أكثر فيما يتعلق بالتمويل، فإنه ينبغي أن تكون هناك علاقة طردية بين صافي الاستثمار المستقبلي ونسبة ملكية المؤسسات المالية.

٨-١-٤ نموذج تحليل العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط ومخاطر حقوق الملكية

في الدراسة الحالية، يستخدم الباحث مخاطر حقوق الملكية كمتغير تقريبي لمدى قبول الشركة تحمل المخاطر. وفقاً لدراسة (Nakano et al., 2014)، تم استخدام المعادلة رقم (٧) لتحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط ومخاطر حقوق الملكية:

$GR_{i,t}$ = معدل النمو في نهاية الفترة t للشركة i ، محسوباً بالمتوسط الهندسي لمعدل نمو المبيعات من الفترة $t-4$ إلى t .

$BU_{i,t}$ = عدم تأكد الأعمال في نهاية الفترة t للشركة i ، محسوباً بالانحراف المعياري لمعدل نمو المبيعات من الفترة $t-4$ إلى t .

$PRO_{i,t}$ = الربحية في نهاية الفترة t للشركة i ، محسوبة بقسمة التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية المتولدة في الفترة t على المبيعات خلال الفترة t .

$DC_{i,t}$ = تكاليف الديون في نهاية الفترة t للشركة i ، ممثلة بمعدل فائدة الاقتراض طويل الأجل في نهاية الفترة t ، والذي تم الحصول عليه من خلال جدول أسعار البنك المركزي للاتئمان والخصم.

$GOV_{i,t}$ = الحوكمة ممثلة بنسبة الملكية الأجنبية ($FOREN_{i,t}$) في الشركة i ، ونسبة ملكية المؤسسات المالية ($BNK_{i,t}$) في الشركة i ، في نهاية الفترة t .

عند تحليل المعادلة رقم (٦)، إذا كان التحفظ المشروط أو التحفظ غير المشروط يقيد أو يحفز السلوك الاستثماري، فإن المعامل β_1 يأخذ إشارة سالبة أو موجبة، على التوالي. في المعادلة رقم (٦) تم استخدام صافي الاستثمار في الفترة t ، والنقدية بالصندوق ولدى البنوك، وحجم الشركة، والرفع المالي، والأصول الثابتة، ومعدل النمو، وعدم تأكد الأعمال، والربحية، وتكاليف الديون، والحوكمة كمتغيرات رقابية. إذ يتوقع الباحث، وفقاً لدراسة (Ishida & Ito, 2014)، وجود علاقة طردية بين صافي الاستثمار المستقبلي كمتغير تابع والنقدية

$$VR_{i,t-t+3} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t} + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BU_{i,t} + \beta_8 PRO_{i,t} + \beta_9 FOREN_{i,t} + \beta_{10} BNK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (7)$$

حيث أن:

$VR_{i,t-t+3}$ = التقلب في عوائد الأسهم المستقبلية ممثلاً بالانحراف المعياري لعوائد الأسهم الشهرية من نهاية السنة t وحتى نهاية السنة $t+3$. وباقي المتغيرات كما سبق.

الملكية للشركات كبيرة الحجم، بسبب ميلها لامتلاك محافظ تجارية أكثر تنوعاً. وفي المقابل، يتوقع وجود علاقة طردية بين الرفع المالي وعدم تأكد الأعمال ومخاطر حقوق الملكية. وطبقاً للعلاقة بين المخاطر والعوائد، يتوقع وجود علاقة طردية بين الربحية ومخاطر حقوق الملكية. وحيث أن المستثمرين الأجانب يسعون لتحقيق مكاسب مالية، فإن الباحث يتوقع أن تؤدي نسبة الملكية الأجنبية ($FOREN_{i,t}$) المرتفعة إلى حفز الشركة على قبول تحمل المزيد من المخاطر. بالإضافة لذلك، إذا كانت نسبة ملكية المؤسسات المالية ($BNK_{i,t}$) مرتبطة بنسبة حصة البنك، فإن نسبة ملكية المؤسسات المالية المرتفعة تشير إلى علاقة قوية مع البنوك، وبالتالي تعكس أهداف البنك كمقرض على سياسة الشركة التي يمتلك حصة فيها. حيث يمكن أن تقيد البنوك من مستوى قبول المقترضين لتحمل المخاطر. ولذلك، يتوقع الباحث وجود علاقة عكسية بين نسبة ملكية المؤسسات المالية ومخاطر حقوق الملكية.

فإذا كانت المخاطر المتأصلة في استثمارات الشركة مرتفعة، يزداد عدم تأكد الأرباح المستقبلية، مما ينشأ عنه زيادة في مخاطر حقوق الملكية (التقلب في عوائد الأسهم). وعند تحليل المعادلة رقم (7)، يكون التركيز على المعامل β_2 للمتغير التفاعلي ($\beta_2 Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t}$). فإذا كانت الشركات التي لديها مستوى عال من التحفظ المشروط تميل لتجنب الاستثمارات عالية المخاطر، فإنه يتوقع أن يكون المعامل β_2 سالباً. وفي المقابل، إذا كانت الحواجز النفسية التي تواجه المديرين لتقبل تحمل المخاطر تقل، بسبب وجود فائض محاسبي متولد عن التحفظ غير المشروط، فإنه يتوقع أن يكون المعامل β_2 موجباً، حيث سيتم زيادة الاستثمارات ذات المخاطر العالية.

٨-١-٥ نموذج تحليل العلاقة بين مستوى

التحفظ المشروط وغير المشروط والزيادة

في العوائد المستقبلية

استناداً إلى الدراسات السابقة (Ismail & Elb- olok, 2011; Nakano *et al.*, 2014; Lara *et al.*, 2011)، تم استخدام المعادلة رقم (٨) لتحليل أثر التحفظ المحاسبي على الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم، كقياس تقريبي للقيمة المضافة لحملة الأسهم، من خلال استثمارات الشركة.

في المعادلة رقم (7)، تم استخدام النقدية بالصندوق ولدى البنوك، وحجم الشركة، والرفع المالي، وعدم تأكد الأعمال، والربحية، والحوكمة كمتغيرات رقابية. ويتوقع وجود علاقة عكسية بين النقدية بالصندوق ولدى البنوك، وحجم الشركة ومخاطر حقوق الملكية. إذ يتوقع الباحث، وفقاً لدراسة (Ishida & Ito, 2014)، أن تنخفض المخاطر التجارية للشركات التي لديها فائض من النقدية بالصندوق ولدى البنوك، بسبب انخفاض مخاطر الأصول. كما يتوقع انخفاض مخاطر حقوق

$$FER_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t} + \beta_3 NETINV_{i,t} \\ + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} \\ + \beta_{10} FOREN_{i,t} + \beta_{11} BNK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (8)$$

حيث أن:

بين حجم الشركة والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم، ومن ثم التأثير على القيمة المضافة لحملة الأسهم. وكلما زاد الرفع المالي زادت المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم. ففي المتوسط، سوف تزداد العوائد المستقبلية للأسهم كلما زادت المخاطر، ولذلك يتوقع الباحث أن يكون معامل الرفع المالي موجباً. وكلما زاد معدل النمو، فإنه يتوقع أن تزداد - أيضاً - العوائد المستقبلية للأسهم. وبالرغم من ذلك، إذا كان معدل النمو - في السابق - مرتفعاً، فإن العوائد المستقبلية للأسهم قد تكون - بالفعل - مرتفعة. وفي تلك الحالة، فإن معدل النمو المرتفع قد يكون له أثر سلبي على القيمة المضافة لحملة الأسهم. إذ أن الأسهم التي يتم تقييمها بأكثر من قيمتها الحقيقية (أي أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية منخفضة) سوف تكون عوائدها المستقبلية منخفضة (Fama & French, 1995). وحيث أن عدم تأكد الأعمال يعبر عن المخاطر التجارية، فإن الباحث يتوقع أن تكون علاقتها طردية مع مخاطر حقوق الملكية. وبالاستناد إلى العلاقة بين المخاطر والعوائد، يتوقع الباحث وجود علاقة طردية بين القيمة المضافة لحملة الأسهم وعدم تأكد الأعمال. وبالرغم من عدم إمكانية توقع أثر الربحية، فقد تم تضمينها نظراً لأنها تتحكم في الخصائص المالية للشركة. ونظراً لتوقع الباحث أن تؤدي نسبة الملكية الأجنبية أو نسبة ملكية المؤسسات المالية المرتفعة إلى زيادة دوافع حملة الأسهم لمراقبة إدارة الشركة، فإنه يتوقع وجود علاقة طردية بين المتغيرين والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم. عند

الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم = $FER_{i,t+1}$ ، محسوبة بالعوائد المستقبلية للأسهم ($R_{i,t+1} - RF_{i,t+1}$) لفترة ١٢ شهر تبدأ من ٤ شهور بعد نهاية السنة المالية باستخدام المعادلة رقم (٣) (للسنة المالية التي تنتهي في ديسمبر يتم تجميع العوائد الشهرية من أبريل للسنة $t+1$ حتى مارس للسنة $t+2$)، مطروحاً منها معدل الفائدة الخالي من المخاطر ($RF_{i,t+1}$)، والذي تم الحصول عليه من خلال جدول أسعار البنك المركزي للاتئمان والخصم. وباقي المتغيرات كما سبق. لأغراض الدراسة الحالية، تم استخدام المتغير $FER_{i,t+1}$ كمقياس للقيمة المضافة لحملة الأسهم، استناداً لدراسة (Lara et al., 2011). وكما في المعادلة رقم (٧)، فإن المعادلة رقم (٨) تركز على المعامل β_2 للمتغير التفاعلي ($\beta_2 Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t}$). فإذا كان التحفظ المحاسبي يحسن (أو يخفض) من كفاءة الاستثمار، فإن المعامل β_2 سوف يكون موجباً (أو سالباً). في المعادلة رقم (٨)، تم استخدام النقدية بالصندوق ولدى البنوك، وحجم الشركة، والرفع المالي، ومعدل النمو، وعدم تأكد الأعمال، والربحية، والحوكمة كمتغيرات رقابية. فكلما زادت النقدية بالصندوق ولدى البنوك، قد تزداد مشاكل الوكالة بين المديرين وحملة الأسهم، وقد يكون لذلك أثر سلبي على حقوق حملة الأسهم (Jensen, 1986). وقد تم التحكم في حجم الشركة، حيث يتوقع الباحث وجود علاقة عكسية

من ٤ سنوات، و ٨ سنوات و ١٣ سنة. ولضمان إمكانية الوصول إلى حجم عينة كافية، فقد استخدم الباحث فترة ٤ سنوات فقط. تحديداً، تم استخدام بيانات فترة ٤ سنوات (من الفترة $t-3$ إلى الفترة t) لتقدير مستوى التحفظ غير المشروط لكل مشاهدة (سنة واحدة لشركة واحدة) في الفترة t . وحيث أن الباحث يحتاج لبيانات عوائد الأسهم ($R_{i,t-6}$) لفترة ٦ سنوات قبل تقدير مستوى التحفظ غير المشروط في الفترة t للشركة i ، فإن الباحث يحتاج لبيانات عوائد الأسهم من الفترة $t-9$ إلى الفترة t - بشكل متصل. وبناءً على ذلك، عند تقدير المعادلات (٦)، و (٧) و (٨)، تم استخدام السنوات من ٢٠٠٤ إلى ٢٠١٤، نظراً لأن المعلومات التي تُعد مهمة للتحليل، والتي تمكن الباحث من الوصول إليها، كانت تخص تلك الفترة الزمنية.

٣-٢-٨ مجتمع الدراسة، وحجم العينة وضوابط

اختيار مفرداتها

يتمثل الهدف النهائي للدراسة في اختبار أثر التحفظ المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والقيمة المضافة لحملة أسهمها. لذلك، فإن مجتمع الدراسة المستهدف هو الشركات غير المالية المتداولة، والأكثر نشاطاً، في البورصة المصرية في الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٤. ولضمان دقة تقدير المعادلات (٦)، و (٧) و (٨)، تم اختيار العينة وفقاً للضوابط التالية:

١. ألا تكون الشركة أحد البنوك أو إحدى شركات التأمين، حيث تتميز باختلاف السياسات المحاسبية عن الشركات غير المالية الأخرى، كما أن البنوك تخضع لرقابة عالية محلياً ودولياً ومن ثم فإن اختيارها يعتبر متحيزاً.

تقدير المعادلات (٦)، و (٧) و (٨)، تم استخدام متغير وهمي (α_i) للتحكم في الآثار الخاصة بالشركة، كما تم تضمين إدراج متغير وهمي للسنة ($Year$) للتحكم في آثار الزمن.

٢-٨ عينة الدراسة وأسلوب تجميع البيانات

في هذا الجزء، سيتعرض الباحث لأسلوب تجميع البيانات، وفترة الدراسة، ومجتمع الدراسة، وحجم العينة وضوابط اختيار مفرداتها المستخدمة في اختبار فروض الدراسة، وذلك على النحو التالي:

١-٢-٨ أسلوب تجميع البيانات

تُعد القوائم المالية للشركات مصدر البيانات الرئيس لاختبار مدى تأثير التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والقيمة المضافة لحملة أسهمها. كما تُعد أسعار الأسهم، والقيم الدفترية والسوقية لحقوق الملكية، وصافي الدخل، والتوزيعات، وإجمالي الأصول، وإجمالي الالتزامات والأسهم العادية المتداولة، بيانات مطلوبة لقياس عوائد الأسهم والتحفظ المشروط وغير المشروط. وقد تم الحصول على تلك البيانات من المواقع التي تهتم بنشر التقارير المالية وحركات تداول الأسهم (موقع معلومات مباشر MUBASHER Info، وموقع شركة مصر لخدمات المعلومات MISTNEWS، وموقع البورصة المصرية، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات EGIDEGYPT وموقع أرقام arg-aam).

٢-٢-٨ فترة الدراسة

فيما يتعلق بقياس التحفظ المشروط وغير المشروط، كشفت دراسة (Beaver&Ryan, 2000) عن توصل الباحثين إلى نفس النتائج لفترة تتكون

٢. إمكانية الوصول إلى التقارير السنوية ومعلومات القوائم المالية الأساسية (القيمة الدفترية، وصافي الدخل، والتوزيعات، وتجزئة السهم والأسهم العادية المتداولة) للفترة محل الدراسة.
٣. أن تكون جميع البيانات المالية والسوقية متاحة لجميع المتغيرات اللازمة للتحليل.
٤. لضمان عدم تأثر النتائج بأي قيم شاذة، باستثناء المتغيرات الوهمية، فقد تم استبعاد ٠.٥% من الأعلى والأسفل وذلك لكل سنة. أما بالنسبة للمتغيرين ($FOREN_{i,t}$) و($BNK_{i,t}$)، فقد تم استبعاد ٠.٥% من الأعلى فقط. وذلك، نظراً لوجود العديد من المشاهدات كانت نسب الملكية لها = صفراً %.
- كما تم تطبيق ضوابط مختلفة عند تقدير المعادلتين رقم (٢) و(٥)، واللتان تم استخدامهما لقياس التحفظ المشروط وغير المشروط. فبالنسبة للمعادلة رقم (٢)، يجب أن تستوفي المشاهدات السنوية الضوابط التالية، علاوة على الضوابط من ١ إلى ٣ السابقة، لكي يتم إدراجها ضمن العينة:
- (أ) أن تكون القيمة الدفترية لحقوق الملكية أكبر من الصفر.
- (ب) إمكانية تجميع بيانات المتغيرات اللازمة لتقدير المعادلة رقم (٢).
- (ج) ألا تكون الشركات المستخدمة ضمن نسبة ٠.٥% الأعلى والأسفل في كل سنة.
- وبالنسبة للمعادلة رقم (٥)، وفقاً لدراسة (Beaver & Ryan, 2000)، يجب أن تستوفي المشاهدات السنوية الضوابط التالية علاوة على الضوابط من ١ إلى ٣ السابقة لكي يتم إدراجها في العينة:
- (د) أن تكون القيمة الدفترية لحقوق الملكية أكبر من الصفر.
- (هـ) أن يكون المتغير $R_{i,t-j}$ أقل من ٣.
- (و) أن يكون المتغير $BtoM_{i,t}$ أقل من ٤.
- (ز) إمكانية تجميع بيانات المتغيرات اللازمة لتقدير المعادلة رقم (٥) - بشكل متصل.
- ووفقاً لدراسة (Beaver & Ryan, 2000)، فإن الهدف من الضوابط (د)-(و) هو الحد من تأثير القيم الشاذة على نتائج تقدير المعادلة رقم (٥). ويتطبيق تلك الضوابط على إجمالي العينة، بلغ عدد شركات العينة ٣٠ شركة موزعة على سبعة قطاعات كما يوضحها الجدول رقم (١). إذ تم استخدام عينة من ٢٩٩ مشاهدة سنوية لتقدير المعادلة رقم (٦)، وعينة من ٣١٧ مشاهدة سنوية لتقدير المعادلة رقم (٧)، وعينة من ٣٠٣ مشاهدة سنوية لتقدير المعادلة رقم (٨).

الجدول رقم (١): توزيع شركات العينة الدراسة مصنفة بحسب القطاع

النسبة المئوية	عدد الشركات	القطاعات
١٣%	٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١٧%	٥	الأغذية والمشروبات
٢٠%	٦	العقارات
١٠%	٣	الكيمواويات
١٠%	٣	المنتجات المنزلية والشخصية
٢٣%	٧	التشييد ومواد البناء
٧%	٢	الاتصالات
١٠٠%	٣٠	الإجمالي

٩. نتائج الدراسة الميدانية

يتناول هذا القسم نتائج تحليل انحدار النماذج المستخدمة في اختبار فروض الدراسة المتعلقة بأثر مستوى التحفظ المشروط (الفرض الأول، والفرض الثاني والفرض الثالث) وغير المشروط (الفرض الرابع، والفرض الخامس والفرض السادس) على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة أسهمها (الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم). وقد تم تقسيم هذا القسم إلى خمسة أجزاء. حيث تتناول الأجزاء الثلاثة الأولى نتائج التحليل الأساس المتعلق بالعلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركة، والعلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط ومخاطر حقوق الملكية والعلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط والزيادة في العوائد المستقبلية. بينما يتناول الجزء الرابع التحليل الإضافي باستخدام مقياس بديل لمستوى استثمارات الشركة للتحقق من مدى صدق النتائج الإحصائية، حيث تم تغيير مقياس مستوى الاستثمارات المستخدم في التحليل الأساس. وأخيراً، يتناول القسم الخامس نتائج التحليل الإضافي باستخدام قياسات بديلة -بفجوة زمنية - للتحفظ المحاسبي. إذ أنه من المحتمل أن تتسبب نتائج التحليل الرئيس إلى وجود علاقة سببية معكوسة، والتي يتوقع في ظلها أن تتسبب الاستثمارات عالية المخاطر في انخفاض مستوى

التحفظ المشروط أو تعزيز مستوى التحفظ غير المشروط.

٩-١ العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط

وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركة

في هذا الجزء، سيتعرض الباحث لبعض الإحصائيات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط (فرض الدراسة الأول) وغير المشروط (فرض الدراسة الرابع) ومستوى استثمارات الشركة، ونتائج تحليل تلك العلاقة، وذلك على النحو التالي:

٩-١-١ الإحصائيات الوصفية لمتغيرات

العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى

استثمارات الشركة

يوضح الجدول رقم (٢) إحصائيات وصفية (المتوسط، والوسيط، والانحراف المعياري) لكل متغير تم استخدامه في اختبار فرضي الدراسة المتعلقان بأثر مستوى التحفظ المشروط (الفرض الأول) وغير المشروط (الفرض الرابع) على مستوى استثمارات الشركة. إذ يوضح الجدول رقم (٢) أن الانحراف المعياري لبعض المتغيرات (مثلاً، SCAC، و SUAC) كان أكبر من المتوسط والذي يعني وجود تشتت كبير أو اختلاف بين مفردات العينة فيما يتعلق بممارسات التحفظ المحاسبي.

الجدول رقم (٢): إحصائيات وصفية لمتغيرات العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى استثمارات الشركة

المشاهدات	الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	الوسيط	المتوسط	المتغيرات
٢٩٩	٠.١٩٤٢	٠.٢٣٢-	٠.٠٥٢٦	٠.٠٣٧٨	٠.٠٣٩٤	$NETINV_{i,t+1}$
٢٩٩	١.١٢٥٦	٢.٣٥٧-	٠.٤١٦٨	٠.١٠٩١	٠.٠٩٧٣	$SCAC_{i,t}$
٢٩٩	١.٥٨١٣	٢.٢٦٩-	٠.٤٨٩١	٠.٠١١٤	٠.٠١٠٨	$SUAC_{i,t}$
٢٩٩	٠.١٨٣٨	٠.١١٩-	٠.٠٥٢٢	٠.٠٣٨٩	٠.٠٣٩٢	$NETINV_{i,t}$
٢٩٩	٠.٣٧٤٩	٠.٠٠٤٣	٠.٠٧٢٨	٠.٠٩٦٨	٠.٠٩٧٦	$CASH_{i,t}$
٢٩٩	١٣.٤٦٧	٦.٧٠١٢	٠.٩٧٦٦	٩.١٥٣٨	٩.١٦٣٤	$SIZE_{i,t}$
٢٩٩	٠.٨١٤٣	٠.٠٠٠٤	٠.١٩١٥	٠.٣٤٧٩	٠.٣٤٣٦	$LEVi,t$
٢٩٩	٠.٦٦٢٤	٠.٠٢٠٠	٠.١٠٨٦	٠.١٨١٤	٠.١٨٢٥	$FA_{i,t}$
٢٩٩	٠.٢٨٤٣	٠.١٨٠-	٠.٠٧٢٢	٠.٠٠٦١	٠.٠٠٧٨	$GR_{i,t}$
٢٩٩	٠.٨٢٤٢	٠.٠٠٧٤	٠.٠٧١٩	٠.٠٨٦٨	٠.٠٨٧٥	$BU_{i,t}$
٢٩٩	٠.٢٦٨١	٠.١٧٨-	٠.٠٦٤٢	٠.٠٤٥٨	٠.٠٤٦١	$PRO_{i,t}$
٢٩٩	٠.٠٦٧٤	٠.٠٠٤٣	٠.٠٠٦٩	٠.٠٢٦٣	٠.٠٢٥٢	$DC_{i,t}$
٢٩٩	٠.٤٨٤١	.	٠.٠٨٧٨	٠.٠٥٧٨	٠.٠٥٨٩	$FOREN_{i,t}$
٢٩٩	٠.٥٩٤٤	.	٠.١٩٤٦	٠.٣٩٥٨	٠.٣٩١١	$BNK_{i,t}$

عكسية ذات دلالة إحصائية بين التحفظ المشروط والتحفيز غير المشروط. حيث يتسق ذلك مع ما ورد سابقاً بشأن العلاقة بين هذين النوعين من التحفظ المحاسبي. وبالرغم من ذلك، يتضح من الجدول رقم (٣) وجود مشكلة الارتباط الذاتي الخطر، والمتمثلة في وجود ارتباط مرتفع بين بعض المتغيرات المستخدمة في اختبار فرضي الدراسة الأول والرابع، والتي في حال وجودها قد تؤدي إلى عدم معنوية بعض معاملات المتغيرات.

كما يوضح الجدول رقم (٣) مصفوفة معاملات ارتباط سبيرمان ومعاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة والتابعة المستخدمة في اختبار فرضي الدراسة الأول والرابع. ويوضح الجدول رقم (٣) أنه مع زيادة مستوى التحفظ المشروط، يتناقص صافي الاستثمارات المستقبلية، بما يتسق مع فرض الدراسة الأول. كما يوضح الجدول -أيضاً- أنه كلما زاد مستوى التحفظ غير المشروط كلما زاد صافي الاستثمارات المستقبلية، بما يتسق مع فرض الدراسة الرابع. كما يوضح الجدول رقم (٣) وجود علاقة

الجدول رقم (٣): مصفوفة الارتباط بين متغيرات العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى استثمارات الشركة

NETINV _{i,t+1}	SCAC _{i,t}	SUAC _{i,t}	NETINV _{i,t}	CASH _{i,t}	SIZE _{i,t}	LEV _{i,t}	FA _{i,t}	GR _{i,t}	BU _{i,t}	PRO _{i,t}	DC _{i,t}	FOREN _{i,t}	BNK _{i,t}
0.1921	0.2867	0.2324	0.1133	0.2938	0.1135	0.1723	0.1607	0.3922	0.1827	0.0524	0.3678	0.0518	0.3787
0.2140	0.2271	0.2601	0.2272	0.2348	0.2348	0.2222	0.2107	0.2284	0.0503	0.2273	0.2224	0.0711	0.4187
0.2983	0.3102	0.2691	0.1927	0.2084	0.1764	0.2044	0.2137	0.2167	0.1142	0.0439	0.2371	0.0724	0.1821
0.0927	0.2879	0.2638	0.0724	0.1833	0.2247	0.2247	0.2041	0.2832	0.1841	0.0723	0.2057	0.0257	0.1212
0.2009	0.2938	0.2638	0.2267	0.2272	0.2370	0.1231	0.2120	0.2224	0.0702	0.1382	0.2324	0.0543	0.0734
0.1277	0.0526	0.0526	0.2324	0.2324	0.1109	0.2324	0.2324	0.1109	0.1109	0.0514	0.0427	0.0782	0.0431
0.2338	0.2072	0.2238	0.2821	0.2282	0.2278	0.2324	0.1202	0.1202	0.1271	0.2801	0.2378	0.1132	0.1180
0.1030	0.2422	0.1120	0.1930	0.1321	0.2001	0.0997	0.1623	0.1623	0.0629	0.1226	0.2324	0.0724	0.0947
0.2209	0.0524	0.0524	0.0997	0.0997	0.2379	0.2379	0.2379	0.0584	0.1431	0.0584	0.2372	0.0584	0.1102
0.2209	0.2428	0.2638	0.0976	0.3088	0.1092	0.1092	0.2324	0.0594	0.2324	0.0584	0.2372	0.0584	0.1301
0.2324	0.2324	0.2324	0.0508	0.2677	0.0387	0.0387	0.0387	0.0387	0.0387	0.0387	0.0387	0.0387	0.0349
0.2324	0.0516	0.0516	0.2821	0.2821	0.2007	0.2441	0.1120	0.2441	0.2441	0.0516	0.0516	0.0516	0.0517
0.2721	0.4924	0.1071	0.1400	0.1400	0.0520	0.0520	0.1102	0.0974	0.1102	0.1102	0.0322	0.0322	0.0478

القيم التي يوجد أسفلها خط لم تكن ذات دلالة إحصائية، أما باقي القيم فقد كانت ذات دلالة إحصائية، وذلك عند مستوى معنوية 5% حيث يمثل الجزء السفلي الأيمن معاملات ارتباط سيرمان للمتغيرات، ويمثل الجزء العلوي الأيسر معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات.

كانت قيمة $t = -3.29$ ، بما يوضح أن المستوى المرتفع من التحفظ المشروط يقيد صافي الاستثمارات المستقبلية. ويؤيد ذلك فرض الدراسة الأول. بينما، يظهر معامل التحفظ غير المشروط في الجانب الأيسر موجباً - بشكل ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، حيث كانت قيمة $t = 3.98$ ، بما يوضح أن المستوى المرتفع من التحفظ غير المشروط يعزز صافي الاستثمارات المستقبلية. ويؤيد ذلك فرض الدراسة الرابع. وتتسق هذه النتائج مع نتائج دراسة (Ishida & Ito, 2014)، التي توصلت إلى أن المستوى المرتفع من التحفظ المشروط يؤدي إلى تناقص مستوى الاستثمارات الرأسمالية، بينما يؤدي التحفظ غير المشروط إلى زيادة مستوى الاستثمارات الرأسمالية.

١-٢ نتائج تحليل العلاقة بين مستوى التحفظ

المشروط وغير المشروط ومستوى استثمارات الشركة

يوضح الجدول رقم (٤) نتائج تحليل انحدار المعادلة رقم (٦) باستخدام صافي الاستثمارات المستقبلية ($NETINV_{i,t+1}$)، متغير تقريبي لمستوى استثمارات الشركة، كمتغير تابع. إذ توضح نتائج تحليل الانحدار في الجانب الأيمن من الجدول رقم (٤) أثر التحفظ المشروط على صافي الاستثمارات المستقبلية، بينما توضح النتائج في الجانب الأيسر من الجدول نفسه أثر التحفظ غير المشروط على صافي الاستثمارات المستقبلية. ويظهر معامل التحفظ المشروط في الجانب الأيمن سالباً - بشكل ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث

الجدول رقم (٤): العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومستوى الاستثمارات

$$NETINV_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 NETINV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 FA_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} + \beta_{10} DC_{i,t} + \beta_{11} FOREN_{i,t} + \beta_{12} BNK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_j Year + \varepsilon_{i,t}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
NETINV _{i,t+1}			NETINV _{i,t+1}			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية <i>t</i> -	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية <i>t</i> -	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٢٩٩	*** (٦.٤٩)	٠.١٢٨٩	٢٩٩	*** (٦.٦٨)	٠.١٣٥٨	α_0
----	----	----	٢٩٩	** (٣.٢٩-)	٠.١٣٣-	SCAC _{i,t}
٢٩٩	*** (٣.٩٨)	٠.١٥٢	----	----	----	SUAC _{i,t}
٢٩٩	*** (١٥.٧٦)	٠.١٦١٣	٢٩٩	*** (١٥.٨٦)	٠.١٦٨٥	NETINV _{i,t}
٢٩٩	*** (٤.٨٩)	٠.٣٣٨	٢٩٩	*** (٤.٢٧)	٠.٣٥٧	CASH _{i,t}
٢٩٩	*** (٤.٧٩-)	٠.٠٠٤٦-	٢٩٩	*** (٤.٥٤-)	٠.٠٠٤٧-	SIZE _{i,t}
٢٩٩	*** (١٦.٩١-)	٠.٠٦٩٤-	٢٩٩	*** (١٦.٣٢-)	٠.٠٥٨٣-	LEV _{i,t}
٢٩٩	*** (٦.٧٣-)	٠.٠٥١٦-	٢٩٩	*** (٦.٧٩-)	٠.٠٤٩٧-	FA _{i,t}
٢٩٩	*** (٦.٧٩)	٠.٠٢٩٤	٢٩٩	*** (٦.٤٥)	٠.٠٢٧٦	GR _{i,t}
٢٩٩	(١.١٧-)	٠.٠٠٥٢-	٢٩٩	(١.٢٦-)	٠.٠٠٥٤-	BU _{i,t}
٢٩٩	(١.٣٣)	٠.٠٠٦٤	٢٩٩	(١.٣٩)	٠.٠٠٦٧	PRO _{i,t}
٢٩٩	*** (٣.٠٣-)	٠.١٢٢٣-	٢٩٩	*** (٢.٧٨-)	٠.١٣٥٢-	DC _{i,t}
٢٩٩	*** (٣.١٩)	٠.٠١٨٤	٢٩٩	*** (٣.٢١)	٠.٠١٧٢	FOREN _{i,t}
٢٩٩	** (٢.٥٦)	٠.٠١٣٦	٢٩٩	** (٢.٦٨)	٠.٠١٢٣	BNK _{i,t}
نعم			نعم			Year effect
نعم			نعم			Firm effect
٠.١٢٨٧			٠.١٢٥٢			المعدلة R ²

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١٠٪، ٥٪، و ١٠٪ بالترتيب. وتتطوي الأقواس على الإحصائية *t* ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

٩-٢ العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط ومخاطر حقوق الملكية

في هذا الجزء، سيتعرض الباحث لبعض الإحصائيات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط (فرض الدراسة الثاني) وغير المشروط (فرض الدراسة الخامس) ومخاطر حقوق الملكية، ونتائج تحليل تلك العلاقة، وذلك على النحو التالي:

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، يتضح أن معامل حجم الشركة كان سالباً -بشكل ذي دلالة إحصائية، بما لا يتسق مع افتراضات الدراسة. وبالرغم من ذلك، يتضح من التحليل الإضافي أن تلك الفروق تنشأ عن تضمين الآثار الثابتة للشركة في الدراسة الحالية. أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية الأخرى، النقدية بالصندوق ولدى البنوك، ومعدل النمو، والربحية، والرفع المالي، والأصول الثابتة، وعدم تأكد الأعمال، وتكاليف الديون والحوكمة، فقد كانت إشارة معاملتها تتسق مع افتراضات الدراسة.

٩-٢-١ الإحصائيات الوصفية لمتغيرات العلاقة
بين التحفظ المحاسبي ومخاطر حقوق الملكية
يوضح الجدول رقم (٥) إحصائيات وصفية
(المتوسط، والوسيط، والانحراف المعياري) لكل
متغير تم استخدامه في اختبار فرضي الدراسة
الجدول رقم (٥): إحصائيات وصفية لمتغيرات العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر حقوق الملكية

المتغيرات	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المشاهدات
$VR_{i,t-t+3}$	٠.٠٨٠٥	٠.٠٨١٩	٠.٠٥١٧	٠.٠٢٣٢	٠.٣٧٦١	٣١٧
$SCAC_{i,t}$	٠.٠٩٩٦	٠.١٠٣٤	٠.٠٤٥٦٥	٢.٣٣٨٢-	١.٢٥٣٧	٣١٧
$SUAC_{i,t}$	٠.٠١٣٢-	٠.٠١٥٢	٠.٠٤٨١٨	٢.١٢٤٦-	١.٥٤٢٤	٣١٧
$NETINV_{i,t}$	٠.٠٣٩٩	٠.٠٣٨٢	٠.٠٥١١	٠.١١٠٣-	٠.١٨٤٧	٣١٧
$CASH_{i,t}$	٠.٠٩٧٩	٠.٠٩٦٤	٠.٠٧٧٤	٠.٠٠٥٣	٠.٣٧٤٩	٣١٧
$SIZE_{i,t}$	٩.١٦٤٨	٩.١٥٩٧	٠.٩٢٨٣	٦.٧٩٥٦	١٣.٤٢٤	٣١٧
$LEV_{i,t}$	٠.٣٤٣٩	٠.٣٤٧٤	٠.١٩٤٢	٠.٠٠٠٥	٠.٨٦٦٤	٣١٧
$BU_{i,t}$	٠.٠٨٩٣	٠.٠٨١٨	٠.٠٧٩٦	٠.٠٠٧٧	٠.٨٤٨٢	٣١٧
$PRO_{i,t}$	٠.٠٤٧٢	٠.٠٤٥١	٠.٠٦٨٧	٠.١٧٣٦-	٠.٢٦٤٢	٣١٧
$FOREN_{i,t}$	٠.٠٥٨٥	٠.٠٥٧٢	٠.٠٨٣٧	.	٠.٤٧٥٣	٣١٧
$BNK_{i,t}$	٠.٣٩٢٤	٠.٣٩٨٣	٠.١٩٣٩	٠.٠٠٠٣	٠.٦١٣٢	٣١٧

وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين
التحفظ المشروط والتحفظ غير المشروط. حيث
يتسق ذلك مع ما ورد سابقاً بشأن العلاقة بين هذين
النوعين من التحفظ المحاسبي. وبالرغم من ذلك،
يتضح من الجدول رقم (٦) وجود مشكلة الارتباط
الذاتي الخطر، والمتمثلة في وجود ارتباط مرتفع بين
بعض المتغيرات المستخدمة في اختبار فرضي
الدراسة الثاني والخامس، والتي في حال وجودها قد
تؤدي إلى عدم معنوية بعض معاملات المتغيرات.

كما يوضح الجدول رقم (٦) مصفوفة معاملات
ارتباط سبيرمان ومعاملات ارتباط بيرسون بين
المتغيرات المستقلة والتابعة المستخدمة في اختبار
فرضي الدراسة الثاني والخامس. ويوضح الجدول
رقم (٦) أنه مع زيادة مستوى التحفظ المشروط،
تتزايد مخاطر حقوق الملكية، بما لا يتسق مع فرض
الدراسة الثاني. كما يوضح الجدول - أيضاً - أن
العلاقة بين مستوى التحفظ غير المشروط ومخاطر
حقوق الملكية لم تكن - ذات دلالة إحصائية.
بالإضافة لذلك، يتضح من الجدول رقم (٦)،

الجدول رقم (٦): مصفوفة الارتباط بين متغيرات العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر حقوق الملكية

BNK	FOREN	PRO	BU	LEV	SIZE	CASH	NETINV	SUAC	SCAC	$VR_{i,t-t+3}$	المتغيرات
٠.٠٥٤٤-	٠.٠١٨٩	٠.١٢٤٩	٠.٢٦٦٨	٠.٢٥٠٣	٠.٠٤٤٣-	٠.٠٤٠٢-	٠.٠٣٥٢-	٠.٠١٥٩-	٠.٠٤٢٧		$VR_{i,t-t+3}$
٠.٤١٨٩-	٠.٥٣٣٢-	٠.٢١٥٥-	٠.٠٦٢١	٠.٠٥٨٣-	٠.٢٦٩١-	٠.١٠٣٤	٠.٢٥٨٢-	٠.٣١٢٤-		٠.٠٤٩٤	$SCAC_{i,t}$
٠.١٩٠٢	٠.١٠٨٤	٠.١٣٦٣	٠.٠٦٨٩-	٠.٢٦٠١	٠.٢٦١٢	٠.٠٦١٤-	٠.١٦٩٤		٠.٣١٨٧-	٠.١٤٤٦-	$SUAC_{i,t}$
٠.١٨٤٣	٠.٣٨١٢	٠.٣٧١٢	٠.٠٧٠٧-	٠.٠٥٤٧-	٠.٢٢٠٤	٠.٠٧٩٨-		٠.١٧٤٣	٠.٢٦٤٢-	٠.٠٣١٤-	$NETINV_{i,t}$
٠.١٠٤٣	٠.٠٥٧٣	٠.٠٧٨٨	٠.١٠٨٩	٠.٣٣٧٦-	٠.٢٢٦٤-		٠.٠٨٦٧-	٠.٠٥٩٩-	٠.٠٩٩٨	٠.٠٣٧٨-	$CASH_{i,t}$
٠.٦٠١١	٠.٦٥٢٣	٠.١٦٩٢	٠.٠٩٠٤-	٠.١٤٢٣		٠.٢٢٥١-	٠.٢٠٧٥	٠.٢٥٧٣	٠.٦٧٦١-	٠.٠٤٩٣-	$SIZE_{i,t}$
٠.١٥٨٦	٠.٢٣٤٧-	٠.٠٧٦٦-	٠.٠٣٢٩		٠.١٤٧٢	٠.٣٤٧٦-	٠.٠٤٧٦-	٠.٢٥٩٧	٠.٠٦١٤-	٠.٢٤٧٥	$LEV_{i,t}$
٠.٠٩٧٤-	٠.٠٣٤٨-	٠.٠٢٩٨-		٠.٠٣٦٨	٠.٠٨٩٢-	٠.١٠٢٥	٠.٠٦٥٢-	٠.٠٧٤٢-	٠.٠٥٩٢	٠.٢٦٢٣	$BU_{i,t}$
٠.١٤٤٦	٠.٢٥٥٣		٠.٠٣٤٧-	٠.٠٧٤٢-	٠.١٧٢٤	٠.٠٨٢٣	٠.٣٦٢١	٠.١٣١٤	٠.٢١٨٤-	٠.١٢٢٣-	$PRO_{i,t}$
٠.٤٢٨٩		٠.٢٥٢٤	٠.٠٣١١-	٠.٢٣٦٤-	٠.٦٤٨٨	٠.٠٥١٥	٠.٣٠٦٢	٠.١١٠٣	٠.٥٢٩٣-	٠.٠١٩٧-	$FOREN_{i,t}$
	٠.٤٣٤٢	٠.١٤٨٧	٠.٠٩٣٥-	٠.١٥١٣	٠.٥٩٤٢	٠.١٠٨٦-	٠.١٨٧٦	٠.١٨٩٣	٠.٤٢٥٤-	٠.٠٤٩٦-	$BNK_{i,t}$

لقيم التي يوجد أسفلها خط لم تكن ذات دلالة إحصائية، أما باقي القيم فقد كانت ذات دلالة إحصائية، وذلك عند مستوى معنوية 5%. حيث يمثل الجزء السفلي الأيمن معاملات ارتباط سبيرمان للمتغيرات، ويمثل الجزء العلوي الأيسر معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات.

٩-٢-٢ العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط

وغير المشروط ومخاطر حقوق الملكية

المستوى المرتفع من التحفظ المشروط يدفع المديرين إلى الاستثمار في المشروعات ذات المخاطر المنخفضة، ويؤيد ذلك فرض الدراسة الثاني. ويمكن ملاحظة العكس في الجانب الأيسر من الجدول، والذي يوضح أنه عند استخدام التحفظ غير المشروط، كان معامل المتغير التفاعلي للتحفظ وصافي الاستثمارات الحالية موجباً - وبشكل ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث كانت قيمة $t = 4.03$. ويعنى هذا أنه في حالة الشركات التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ غير المشروط، فإن تأثير صافي الاستثمارات الحالية على التقلب في عوائد الأسهم المستقبلية يكون أكبر. ويعنى ذلك أن المستوى المرتفع من التحفظ غير المشروط يدفع المديرين إلى الاستثمار في المشروعات ذات المخاطر المرتفعة، ويؤيد ذلك فرض الدراسة الخامس.

يوضح الجدول رقم (٧) نتائج تحليل انحدار

المعادلة رقم (٧)، باستخدام التقلب في عوائد الأسهم $(VR_{i,t-t+3})$ ، متغير تقريبي لتقلب الشركة تحمل المخاطر، كمتغير تابع. إذ يظهر الجانب الأيمن من الجدول نتائج تحليل الانحدار عند تطبيق التحفظ المشروط. تركز الدراسة الحالية على معامل المتغير التفاعلي $(Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t})$ للتحفظ وصافي الاستثمارات الحالية، والذي يظهر في الجانب الأيمن من الجدول سالباً - بشكل ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 1%، حيث كانت قيمة $t = -4.95$. ويتضح من ذلك، أن لصافي الاستثمارات الحالية تأثيراً أقل على التقلب في عوائد الأسهم المستقبلية في الشركات التي تمارس مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط. ويعنى ذلك أن

الجدول رقم (٧): العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومخاطر حقوق الملكية

$$VR_{i,t-t+3} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t} + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BU_{i,t} + \beta_8 PRO_{i,t} + \beta_9 FOREN_{i,t} + \beta_{10} BNK_{i,t} + \alpha_i + \sum \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
$VR_{i,t-t+3}$			$VR_{i,t-t+3}$			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية f -	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية f -	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٣١٧	*** (٥.٩٧)	٠.١٠٨٩	٣١٧	*** (٦.٣٨)	٠.١٢٩٣	α_0
----	----	----	٣١٧	*** (٣.٩٦)	٠.١٣٦	$SCAC_{i,t}$
----	----	----	٣١٧	*** (٤.٩٥-)	٠.١٥٨٣-	$SCAC_{i,t} \times NETINV_{i,t}$
٣١٧	*** (٣.٨٤)	٠.٢٣١	----	----	----	$SUAC_{i,t}$
٣١٧	** (٤.٠٣)	٠.٠٧٣٣	----	----	----	$SUAC_{i,t} \times NETINV_{i,t}$
٣١٧	** (٤.١١-)	٠.٠٤١٥-	٣١٧	*** (٣.٨٧)	٠.٠٧١٣	$NETINV_{i,t}$
٣١٧	(١.٥٤)	٠.٠١٢٥	٣١٧	(١.٤٢)	٠.٠٠٦٧	$CASH_{i,t}$
٣١٧	(١.٩٤-)	٠.٠٠١٩-	٣١٧	** (٢.٣٤-)	٠.٠٠٤٦-	$SIZE_{i,t}$
٣١٧	*** (١١.٩٠)	٠.٠٥٤٣	٣١٧	*** (١٢.٩٢)	٠.٠٦٣٢	$LEV_{i,t}$
٣١٧	*** (٢.٨١-)	٠.٠١٣٤-	٣١٧	*** (٢.٨٣-)	٠.٠١٢٧-	$BU_{i,t}$
٣١٧	*** (٥.٧٣-)	٠.٠٣٩٩-	٣١٧	*** (٥.٨٩-)	٠.٠٤٠١-	$PRO_{i,t}$
٣١٧	*** (٨.٨٢)	٠.٠٦٤١	٣١٧	*** (٨.٩٧)	٠.٠٦٩٢	$FOREN_{i,t}$
٣١٧	*** (٣.٢١-)	٠.٠١٤٣-	٣١٧	*** (٢.٧٣-)	٠.٠١٨٤-	$BNK_{i,t}$
نعم			نعم			$Year\ effect$
نعم			نعم			$Firm\ effect$
٠.١٢٦٨			٠.١٢٥٦			المعدلة R^2

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١٠%، ٥%، و ١% بالترتيب. وتتطوي الأقسام على الإحصائية f ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

الثاني والخامس صحيحين، وكان معامل المتغير التفاعلي للتحفظ المشروط وصافي الاستثمارات الحالية سالباً، ومعامل المتغير التفاعلي للتحفظ غير المشروط وصافي الاستثمارات الحالية موجباً، فإنه حتى مع عدم ملاحظة تأثير لصافي الاستثمارات الحالية، قد تكون العلاقة بين معامل صافي الاستثمارات الحالية ومعامل المتغير التفاعلي علاقة عكسية. أما بالنسبة للربحية ($PRO_{i,t}$) وعدم تأكد الأعمال ($BU_{i,t}$)، فإن الإشارة كانت بعكس التوقع المسبق. حيث يظهر التحليل الإضافي - أيضاً - أن ذلك يرجع إلى تضمين الآثار الثابتة للشركة. وبالرغم من أهمية الأخذ في الحسبان سبب وجود علاقة عكسية بين الربحية وعدم تأكد الأعمال

وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية، يتضح أن معامل صافي الاستثمارات الحالية ($NETINV_{i,t}$) كان مختلفاً بالنسبة للتحفظ المشروط والتحفظ غير المشروط. وقد يرجع ذلك إلى أن معامل المتغير التفاعلي يأخذ قيمة سالبة في حالة التحفظ المشروط وقيمة موجبة في حالة التحفظ غير المشروط. كما أن استبعاد المتغيرات التفاعلية للتحفظ وصافي الاستثمارات الحالية من نموذج التقدير قبل إجراء تحليل الانحدار أظهر أن معامل صافي الاستثمارات الحالية لم يكن ذي دلالة إحصائية. بعبارة أخرى، إذا تم التحكم في العوامل الأخرى، لن يكون لصافي الاستثمارات الحالية تأثير - ذو دلالة إحصائية - على مخاطر حقوق الملكية. فإذا كان فرضا الدراسة

٩-٣ العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط والزيادة في العوائد المستقبلية

في هذا الجزء، سيتعرض الباحث لبعض الإحصائيات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي المشروط (فرض الدراسة الثالث) وغير المشروط (فرض الدراسة السادس) والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم، ونتائج تحليل تلك العلاقة، وذلك على النحو التالي:

٩-٣-١ الإحصائيات الوصفية لمتغيرات العلاقة بين التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية

يوضح الجدول رقم (٨) إحصائيات وصفية (المتوسط، والوسيط، والانحراف المعياري) لكل متغير تم استخدامه في اختبار فرضي الدراسة المتعلقان بأثر مستوى التحفظ المشروط (الفرض الثالث) وغير المشروط (الفرض السادس) على القيمة المضافة لحملة الأسهم (الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم).

الجدول رقم (٨):

إحصائيات وصفية لمتغيرات العلاقة بين التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية

المتغيرات	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المشاهدات
$FER_{i,t+1}$	٠.٠٧١٦-	٠.٠٧٢-	٠.٠٥٧٥	١.٧٤٤٣-	٣.٨٧٢٤	٣٠٣
$SCAC_{i,t}$	٠.١٢٣٢	٠.١٠٦٩	٠.٣٩٧٦	٢.٤٢٩١-	١.٩٧٢٢	٣٠٣
$SUAC_{i,t}$	٠.٠١٥٦-	٠.٠١٥٩	٠.٤٧٢٣	٢.٧٠٥٢-	١.٨٤٥٥	٣٠٣
$NETINV_{i,t}$	٠.٠٤٤٣	٠.٠٤٣٩	٠.٠٥٧٦	٠.١٢٤٢-	٠.٢٤٤٦	٣٠٣
$CASH_{i,t}$	٠.١٢٦٢	٠.١١٨٢	٠.٠٧٩٢	٠.٠٠٤٧	٠.٤٦١١	٣٠٣
$CASH_{i,t}$	٩.١٨٦٣	٩.١١٩٧	١.٣٤٢٢	٨.١٩٥٦	١٥.٣٢٣٤	٣٠٣
$SIZE_{i,t}$	٠.٣٣٨٨	٠.٣٣٤٢	٠.٢٢١٣	.	٠.٧٩٥٤	٣٠٣
$LEV_{i,t}$	٠.٠١٤٧	٠.٠٠٧٩	٠.٠٦٩٢	٠.٢٢١-	٠.٣٢١٦	٣٠٣
$GR_{i,t}$	٠.٠٩٤٣	٠.٠٩٢٣	٠.٠٨٤٢	٠.٠٠٨١	٠.٨٠٢٢	٣٠٣
$BU_{i,t}$	٠.٠٥٤٣	٠.٠٥٥٤	٠.٠٦٩٦	٠.١٥٢٣-	٠.٢٦٣١	٣٠٣
$PRO_{i,t}$	٠.٠٦١٢	٠.٠٥٨٧	٠.٠٨٦٤	.	٠.٤٦٨٩	٣٠٣
$FOREN_{i,t}$	٠.٤٠٤٨	٠.٣٩٨٧	٠.١٨٨٢	٠.٠٠٠٧	٠.٦٣٥٦	٣٠٣
$BNK_{i,t}$						

رقم (٩) وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التحفظ المشروط والتحفيز غير المشروط. إذ يتسق ذلك مع ما ورد سابقاً بشأن العلاقة بين هذين النوعين من التحفظ المحاسبي. كما يتضح من الجدول رقم (٩) وجود مشكلة الارتباط الذاتي الخطر، والمتمثلة في وجود ارتباط مرتفع بين بعض المتغيرات المستخدمة في اختبار فرضي الدراسة الثالث والسادس، والتي في حال وجودها قد تؤدي إلى عدم معنوية بعض معاملات المتغيرات.

كما يوضح الجدول رقم (٩) مصفوفة معاملات ارتباط سبيرمان ومعاملات ارتباط بيرسون بين المتغيرات المستقلة والتابعة المستخدمة في اختبار فرضي الدراسة الثالث والسادس. إذ يوضح الجدول رقم (٩) أنه مع زيادة مستوى التحفظ المشروط، تتناقص العوائد المستقبلية للأسهم، بما يتسق مع فرض الدراسة الثالث. كما يوضح الجدول - أيضاً - أنه كلما زاد مستوى التحفظ غير المشروط زادت العوائد المستقبلية للأسهم، بما يتسق مع فرض الدراسة السادس. بالإضافة لذلك، يتضح من الجدول

الجدول رقم (٩):

مصفوفة الارتباط بين متغيرات العلاقة بين التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية

متغيرات	FER	SCAC	SUAC	NETINV	CASH	SIZE	LEV	GR	BU	PRO	BNK FOREN
FER _{t,t+1}	1.1178	0.1142	0.0902	0.0501	0.2292	0.0452	0.0982	0.0211	0.0795	0.1231	0.0831
SCAC _{t,t}	0.0943	1.3452	0.2522	0.1109	0.2662	0.0591	0.2133	0.0232	0.2002	0.0111	0.3987
SUAC _{t,t}	0.0989	0.3428	1.1782	0.0702	0.2588	0.2223	0.0498	0.0794	0.1193	0.1094	0.1798
NETINV _{t,t}	0.0818	0.2487	0.1798	1.0934	0.2246	0.0511	0.2943	0.0699	0.3981	0.3191	0.1995
CASH _{t,t}	0.0493	0.1188	0.0697	0.0884	1.2178	0.3407	0.0739	0.0918	0.2692	0.0488	0.1084
SIZE _{t,t}	0.2341	0.7042	0.2601	0.2196	0.2230	1.1393	0.1787	0.0797	0.1581	0.2328	0.0967
LEV _{t,t}	0.0418	0.0231	0.2582	0.3384	0.1424	0.1112	1.1112	0.0312	0.0589	0.2284	0.1501
GR _{t,t}	0.1102	0.1942	0.0502	0.0745	0.1813	0.1096	0.0053	1.1398	0.2966	0.2966	0.1182
BU _{t,t}	0.0194	0.0587	0.0821	0.1126	0.0834	0.0297	0.0048	0.0298	1.0298	0.0202	0.0902
PRO _{t,t}	0.0823	0.1973	0.1242	0.0724	0.1224	0.0662	0.0321	0.0321	0.2348	1.2348	0.1493
FOREN _{t,t}	0.0998	0.4966	0.1134	0.0503	0.0589	0.2302	0.3021	0.0194	0.2387	0.3849	1.2384
BNK _{t,t}	0.0789	0.4320	0.1801	0.1134	0.2321	0.1493	0.1243	0.0872	0.1515	0.3934	1.3934

لقيم التي يوجد أسفلها خط لم تكن ذات دلالة إحصائية، أما باقي القيم فقد كانت ذات دلالة إحصائية، وذلك عند مستوى معنوية 5%. حيث يمثل الجزء السفلي الأيمن معاملات ارتباط سبيرمان للمتغيرات، ويمثل الجزء العلوي الأيسر معاملات ارتباط بيرسون للمتغيرات.

٩-٣-٢ العلاقة بين مستوى التحفظ المشروط وغير المشروط والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم

عند تطبيق التحفظ المشروط. وتركز الدراسة الحالية على معامل المتغير التفاعلي ($Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t}$) والذي يظهر في الجانب الأيمن من الجدول موجباً - بشكل ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية 5%، حيث كانت قيمة $t = 2.38$. إذ يتضح من الجدول الأثر الإيجابي - بشكل ذي دلالة إحصائية - لمستوى التحفظ المشروط على كفاءة استثمارات

يوضح الجدول رقم (١٠) نتائج تحليل انحدار المعادلة رقم (٨)، باستخدام الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم ($FER_{i,t,t+1}$). متغير تقريبي للقيمة المضافة لحملة الأسهم، كمتغير تابع. حيث يظهر الجانب الأيمن من الجدول نتائج تحليل الانحدار

مستوى استثمارات الشركة ويعزز الاستثمار في المشروعات عالية المخاطر. إذ يوضح الجانب الأيسر من الجدول رقم (١٠) أن التحفظ غير المشروط كان له أثر إيجابي - بشكل ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥%، حيث كانت قيمة $t = -2.41$ على كفاءة استثمارات الشركة. فنظراً لأن التحفظ غير المشروط يحد من الحواجز النفسية لتقبل تحمل المخاطر، فإنه يعزز من الاستثمار في المشروعات ذات المخاطر المرتفعة والعوائد المرتفعة.

الشركة. فحتى الآن، توضح نتائج الدراسة أن التحفظ المشروط يقيد استثمارات الشركة ويعزز الاستثمار في المشروعات ذات المخاطر المنخفضة. وطبقاً لما ورد سابقاً، يترتب على وجود أثر الانضباط الذاتي وأثر المراقبة اللاحقة تقييد الاستثمار في المشروعات ذات المستوى المنخفض من العوائد مقارنة بالمخاطر، وتقييد الاستثمار في المشروعات ذات المستوى المرتفع من المخاطر مقارنة بالعوائد. ويمكن أن يؤدي ذلك إلى تحسين كفاءة استثمارات الشركة.

من ناحية أخرى، وكما ورد سابقاً، يوضح

التحليل حتى الآن أن التحفظ غير المشروط يزيد من

الجدول رقم (١٠):

العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم

$FER_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 Conserv_{i,t} \times NETINV_{i,t} + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} + \beta_{10} FOREN_{i,t} + \beta_{11} BNK_{i,t} + \alpha_i + \sum \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t}$						
التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
$FER_{i,t+1}$			$FER_{i,t+1}$			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية t	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية t	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٣٠٣	*** (١٩.٨١)	٦.٩٧٢٨	٣٠٣	*** (١٨.٧٩)	٥.٨٢٢١	α_0
---	---	---	٣٠٣	*** (٤.٩٣)	٠.١٣٤٥	$SCAC_{i,t}$
---	---	---	٣٠٣	** (٢.٣٨)	١.١٤٧٣	$SCAC_{i,t} \times NETINV_{i,t}$
٣٠٣	(٠.٤٩)	٠.٠٣٠٤	---	---	---	$SUAC_{i,t}$
٣٠٣	** (٢.٤١)	١.٤١٢٢	---	---	---	$SUAC_{i,t} \times NETINV_{i,t}$
٣٠٣	*** (٤.٨٧)	١.٨٠٢١	٣٠٣	*** (٤.٩٨)	١.٥٩٦٢	$NETINV_{i,t}$
٣٠٣	** (١.٩٦)	٠.٣١٨٤	٣٠٣	*** (٣.١٢)	٠.٣١٨٧	$CASH_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٨.٩٢)	٠.٥٩٢٧	٣٠٣	*** (١٨.٩١)	٠.٥٩٥٨	$SIZE_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٤.٩٢)	١.٢٨٩٦	٣٠٣	*** (١٧.١١)	١.٣٨٧٩	$LEV_{i,t}$
٣٠٣	*** (٥.٩٢)	٠.٥٩٨٥	٣٠٣	*** (٤.٩٧)	٠.٦٠١٣	$GR_{i,t}$
٣٠٣	(٠.١٩)	٠.٠٢٣٦	٣٠٣	(٠.٣١)	٠.٠١٨٣	$BU_{i,t}$
٣٠٣	(٠.٢٩)	٠.٠٢٩٩	٣٠٣	(٠.٨٤)	٠.٠٧٩٤	$PRO_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٦.٣٣)	١.٩٠٤٢	٣٠٣	*** (١٣.٩٢)	١.٧١٦٨	$FOREN_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٤.٩٤)	١.٥٨٩٧	٣٠٣	*** (١٤.٩١)	١.٥٩١٤	$BNK_{i,t}$
	نعم			نعم		Year effect
	نعم			نعم		Firm effect
	٠.١٢٣٤			٠.١٢٩٢		المعدلة R^2

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١%، ٥%، و ١٠% بالترتيب. وتتطوي الأقسام على الإحصائية t ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

تم تغيير طريقة قياس مستوى استثمارات الشركة. ففي التحليل الأساس، تم حساب مبلغ صافي الاستثمارات بقسمة صافي الاستثمار (صافي الاستثمار في الأصول الثابتة ونفقات البحوث والتطوير) على متوسط إجمالي الأصول خلال الفترة. وبالرغم من ذلك، ونظراً لأن البيانات المتعلقة بنفقات البحوث والتطوير قد لا تكون متاحة من قبل جميع الشركات، فسيختلف مستوى صافي الاستثمارات اعتماداً على وجود أو غياب البيانات المتعلقة بنفقات البحوث والتطوير للشركة. لذلك، وبدلاً من المتغير الرئيس المستخدم في قياس مستوى استثمارات الشركة ($NETINV_{i,t}$)، سيتم في هذا الجزء استخدام صافي الاستثمارات الرأسمالية ($CAPINV_{i,t}$) فقط، والذي يمثل القيمة التي يتم الحصول عليها من خلال قسمة مبلغ صافي الاستثمارات الرأسمالية، مقاسة بالأصول الثابتة المشتراة مطروحاً منها مبيعات الأصول الثابتة، على متوسط الأصول الثابتة خلال الفترة.

وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد كانت أشاره معاملات متغيرات النقدية بالصندوق ولدى البنوك ($CASH_{i,t}$)، وحجم الشركة ($SIZE_{i,t}$) والرفع المالي ($LEVI_{i,t}$) ومعدل النمو ($GR_{i,t}$) تتسق مع التوقعات المسبقة. وبالرغم من ذلك، كانت أشاره معاملات صافي الاستثمارات الحالية (NET)، والملكية الأجنبية ($FOREN_{i,t}$)، وملكية المؤسسات المالية ($BNKI_{i,t}$)، عكس التوقعات المسبقة. إذ يوضح التحليل الإضافي أدناه، أن السبب في هذا التناقض قد يكون تطبيق نموذج الآثار الثابتة للشركة بشكل، مشابه للتحليل المتعلق بمستوى استثمارات الشركة ومخاطر حقوق الملكية. فكما ورد سابقاً، في ظل وجود الآثار الثابتة للشركة، ينبغي أن تكون هناك محاولات لمراقبة هذه الآثار. لذلك، تستخدم الدراسة الحالية نموذج الآثار الثابتة عند إجراء تحليل الانحدار.

٩-٤ نتائج التحليل الإضافي باستخدام

مقياس بديل لمستوى استثمارات الشركة

للتحقق من مدى دقة نتائج الدراسة الميدانية،

الجدول رقم (١١): العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومستوى استثمارات الشركة

$$CAPINV_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 CAPINV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEVI_{i,t} + \beta_6 FA_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} + \beta_{10} DC_{i,t} + \beta_{11} FOREN_{i,t} + \beta_{12} BNKI_{i,t} + \alpha_t + \Sigma \epsilon_t + Year + \epsilon_{it}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
$CAPINV_{i,t+1}$			$CAPINV_{i,t+1}$			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية F	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية F	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٢٩٩	*** (٦.٢٣)	٠.٠٧٨٩	٢٩٩	*** (٥.٦٧)	٠.١١٨٤	α_0
---	---	---	٢٩٩	*** (٣.٠٢)	٠.٠٠٢٩-	$SCAC_{i,t}$
٢٩٩	*** (٢.٨٨)	٠.٠٠٧٢	---	---	---	$SUAC_{i,t}$
٢٩٩	*** (١٧.٦٩)	٠.١٦٨٤	٢٩٩	*** (١٧.٥٣)	٠.١٧٣١	$CAPINV_{i,t}$
٢٩٩	*** (٦.٤٢)	٠.٠٢٩٥	٢٩٩	*** (٦.١٢)	٠.٠٢٩٦	$CASH_{i,t}$
٢٩٩	** (٢.٤٤)	٠.٠٠٢٨-	٢٩٩	*** (٢.٩٣)	٠.٠٠٢٨-	$SIZE_{i,t}$
٢٩٩	*** (١٧.٢٣)	٠.٠٥٩٣-	٢٩٩	*** (١٧.٣١)	٠.٠٦٠٢-	$LEVI_{i,t}$
٢٩٩	*** (٩.٥٤)	٠.٠٦٧٦-	٢٩٩	*** (٩.٨٤)	٠.٠٧٢١-	$FA_{i,t}$
٢٩٩	*** (٩.٣٢)	٠.٠٤٥٤	٢٩٩	*** (٧.٨٦)	٠.٠٢٩٩	$GR_{i,t}$
٢٩٩	(١.٤١)	٠.٠٠٣٨-	٢٩٩	(١.٥٤)	٠.٠٠٥٣-	$BU_{i,t}$

٢٩٩	(١.٠٨)	٠.٠٠٦٤	٢٩٩	(١.٢٤)	٠.٠٠٤٧	$PRO_{i,t}$
٢٩٩	** (٢.٢٣-)	٠.٠٦٨٩-	٢٩٩	** (١.٨٩-)	٠.٠٦٨٥-	$DC_{i,t}$
٢٩٩	*** (٢.٥٣)	٠.٠٢١	٢٩٩	*** (٣.٣١)	٠.٠١٢٩	$FOREN_{i,t}$
٢٩٩	*** (٣.٤٦)	٠.٠١٤١	٢٩٩	*** (٢.١٩)	٠.٠١٣٦	$BNK_{i,t}$
نعم			نعم			Year effect
نعم			نعم			Firm effect
٠.١١٧١			٠.١١٦٨			R^2 المعدلة

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١%، ٥%، و ١٠% بالترتيب. وتنطوي الأوقاس على الإحصائية t ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

وتوضح الجداول رقم (١١)، و(١٢) و(١٣) مشابهة لما تم التوصل إليه من خلال نتائج التحليل نتائج تحليل الانحدار باستخدام المقياس البديل لمستوى الاستثمارات، صافي الاستثمارات الرأسمالية $(CAPINV_{i,t})$. إذ تظهر تلك الجداول نتائج الرأسمالية فقط.

الجدول رقم (١٢): العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومخاطر حقوق الملكية

$$VR_{i,t,t+3} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 Conserv_{i,t} \times CAPINV_{i,t} + \beta_3 CAPINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BU_{i,t} + \beta_8 PRO_{i,t} + \beta_9 FOREN_{i,t} + \beta_{10} BNK_{i,t} + \alpha_i + \sum \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
$VR_{i,t,t+3}$			$VR_{i,t,t+3}$			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية t -	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية t -	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٣١٧	*** (٥.٨٦)	٠.١٠٨٥	٣١٧	*** (٦.٨٢)	٠.١٣٢٤	α_0
---	---	---	٣١٧	*** (٣.٦٩)	٠.٠٠٧٣	$SCAC_{i,t}$
---	---	---	٣١٧	*** (٦.١٤-)	٠.٢٤٢٢-	$SCAC_{i,t} \times CAPINV_{i,t}$
٣١٧	*** (٦.٩٦)	٠.٠٢٠٢	---	---	---	$SUAC_{i,t}$
٣١٧	** (١.٧٨)	٠.٠٨٢١	---	---	---	$SUAC_{i,t} \times CAPINV_{i,t}$
٣١٧	** (١.٨٦-)	٠.٠٥٠٤-	٣١٧	*** (٤.٣٣)	٠.٠٧٦٩	$CAPINV_{i,t}$
٣١٧	(١.٤٣)	٠.٠٠٩٢	٣١٧	(١.٠٤)	٠.٠٠٦٨	$CASH_{i,t}$
٣١٧	(١.١٦-)	٠.٠٠١٨-	٣١٧	** (١.٨٧-)	٠.٠٠٢٩-	$SIZE_{i,t}$
٣١٧	*** (١١.٢٧)	٠.٠٥٢٣	٣١٧	*** (١٣.٢١)	٠.٠٦١٢	$LEV_{i,t}$
٣١٧	*** (٣.٠١-)	٠.٠١٣١-	٣١٧	*** (٢.٩٢-)	٠.٠١٣٨-	$BU_{i,t}$
٣١٧	*** (٥.٩٤-)	٠.٠٣٨٨-	٣١٧	*** (٥.٨٦-)	٠.٠٢٩٨-	$PRO_{i,t}$
٣١٧	*** (٨.٩٨)	٠.٠٥٨٦	٣١٧	*** (٩.٩٣)	٠.٠٥٤٩	$FOREN_{i,t}$
٣١٧	** (٢.٤٧-)	٠.٠١٥٢-	٣١٧	*** (٢.٨٩-)	٠.٠٢٩٤-	$BNK_{i,t}$
نعم			نعم			Year effect
نعم			نعم			Firm effect
٠.١٢٧٦			٠.١٢٧٢			R^2 المعدلة

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١%، ٥%، و ١٠% بالترتيب. وتنطوي الأوقاس على الإحصائية t ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

الجدول رقم (١٣):

العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم

$$FER_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t} + \beta_2 Conserv_{i,t} \times CAPINV_{i,t} + \beta_3 CAPINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} + \beta_{10} FOREN_{i,t} + \beta_{11} BNK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
$FER_{i,t+1}$			$FER_{i,t+1}$			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية t	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية t	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٣٠٣	*** (١٩.٨٨)	٦.٩٤٣٤	٣٠٣	*** (٢٠.١٢)	٧.١٢٣٣	α_0
---	---	---	٣٠٣	*** (٤.٨٦)	٠.١٣٨١	$SCAC_{i,t}$
---	---	---	٣٠٣	*** (٣.٧١)	٢.٣١٥٢	$SCAC_{i,t} \times CAPINV_{i,t}$
٣٠٣	(١.٢٣)	٠.٠٤٢٣٦	---	---	---	$SUAC_{i,t}$
٣٠٣	** (٢.٢١)	١.٥٢٥٤	---	---	---	$SUAC_{i,t} \times CAPINV_{i,t}$
٣٠٣	*** (٥.٣٣-)	٢.٠٧٣٤-	٣٠٣	*** (٥.٩٢-)	٢.٤٤٤١-	$CAPINV_{i,t}$
٣٠٣	** (٢.٣١-)	٠.٣٤٢٣-	٣٠٣	*** (٣.٩٢-)	٠.٢٨٩١-	$CASH_{i,t}$
٣٠٣	*** (٢.٢٣-)	٠.٥٩٤٣-	٣٠٣	*** (١٩.٢١-)	٠.٥٩٣١-	$SIZE_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٤.٩٨)	١.٢٩٨٩	٣٠٣	*** (١٧.٣٢)	١.٤١٢٧	$LEV_{i,t}$
٣٠٣	*** (٦.٤٢-)	٠.٥٩٦٥-	٣٠٣	*** (٥.٦٨-)	٠.٤٩٩٢-	$GR_{i,t}$
٣٠٣	(٠.٢١)	٠.٠١٦٤	٣٠٣	(٠.٣٧-)	٠.٠٤٣٣-	$BU_{i,t}$
٣٠٣	(٠.٤٣)	٠.٠٣٩٩	٣٠٣	(١.٩٣)	٠.٠٧٩٧	$PRO_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٦.١١-)	١.٩٠١١-	٣٠٣	*** (١٣.٩٢-)	١.٧٣٦٢-	$FOREN_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٤.٩٦-)	١.٥٩٧٧-	٣٠٣	*** (١٤.٩٤-)	١.٥٩٣٢-	$BNK_{i,t}$
نعم			نعم			$Year\ effect$
نعم			نعم			$Firm\ effect$
٠.١٢٣١			٠.١٢٧٤			$R^2\ المعدلة$

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١%، ٥%، و ١٠% بالترتيب. وتتطوي الأقواس على الإحصائية t ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

٩-٥ نتائج التحليل الإضافي باستخدام

قياسات بديلة - بفجوة زمنية - للتحفظ

المحاسبي

التحفظ المشروط أو يعزز من مستوى التحفظ غير المشروط. ولأخذ ذلك في الحسبان، سيتبع الباحث الطريقة المستخدمة في دراسة (Lara et al., 2016)، عند تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى استثمارات الشركة، وذلك باستخدام قياسات - بفجوة زمنية - للتحفظ المحاسبي. فعند تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومستوى استثمارات الشركة، تم قياس التحفظ في الفترة $t-I$ لتفسير مستوى استثمارات الشركة في الفترة $t+I$ ، وذلك لتخفيف أثر العلاقة المعكوسة في حال وجودها. وبالمثل، عند تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي

بالرغم من أن الدراسة الحالية تركز على فحص آثار التحفظ المشروط وغير المشروط على السلوك الاستثماري للشركة، فإنه ينبغي الأخذ في الاعتبار - أيضا - احتمال وجود علاقة سببية معكوسة. بعبارة أخرى، من المحتمل أن نتائج التحليل الرئيس تنسب إلى وجود علاقة سببية معكوسة، والتي في حال وجودها يعتبر المدبرون أن الاستثمار في المشروعات عالية المخاطر يخفض من مستوى

القياسات للتحفظ المحاسبي قد يضعف العلاقة بين كل متغير تابع والتحفظ، لذلك ينبغي توخي الحذر عند تفسير النتائج.

وتوضح الجداول رقم (١٤)، و(١٥) و(١٦) نتائج التحليل الإضافي باستخدام قياسات بديلة - بفقوة زمنية - للتحفظ المحاسبي. إذ يوضح الجدول رقم (١٤) أن معامل التحفظ المشروط كان سالباً، ولكن ليس بشكل ذي دلالة إحصائية، وأن معامل التحفظ غير المشروط كان موجباً، وبشكل ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، حيث كانت قيمة $t = 3.13$.

ومخاطر حقوق الملكية أو الزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم، ووفقاً لدراسة (Garcia et al., 2016)، استخدم الباحث المتغيرات التفاعلية لمستوى التحفظ في الفترة $t-2$ ومستوى الاستثمار في الفترة t ، وذلك لتخفيف أثر العلاقة المعكوسة بين مستوى التحفظ وتقبل الشركة تحمل المخاطر أو القيمة المضافة لحملة الأسهم. حيث أنه باستخدام فجوة فترتين بين المتغيرين، يفترض أن يتم تخفيف تأثير السلوك الاستثماري على ممارسات التحفظ المحاسبي. وبالرغم من أن استخدام قياسات -بفقوة زمنية- للتحفظ المحاسبي يقلل من المخاوف بشأن وجود علاقات سببية معكوسة، فإن استخدام تلك

الجدول رقم (١٤): العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومستوى استثمارات الشركة

$$NETINV_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t-1} + \beta_2 NETINV_{i,t} + \beta_3 CASH_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 FA_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} + \beta_{10} DC_{i,t} + \beta_{11} FOREN_{i,t} + \beta_{12} BNK_{i,t} + \alpha_i + \sum \alpha_t Year + \varepsilon_{i,t}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
$NETINV_{i,t+1}$			$NETINV_{i,t+1}$			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية t	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية t	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٢٩٩	** (٧.٩٩)	٠.٠٩٨٥	٢٩٩	** (٧.٢١)	٠.١٦١٣	α_0
---	---	---	٢٩٩	(١.٤٣-)	٠.٠٠٢٢-	$SCAC_{i,t-1}$
٢٩٩	*** (٣.١٣)	٠.٠٠٥١	---	---	---	$SUAC_{i,t-1}$
٢٩٩	** (١٤.٥٣)	٠.١٣٧٦	٢٩٩	*** (١٤.٨٩)	٠.١٣٦١	$NETINV_{i,t}$
٢٩٩	*** (٥.٤٥)	٠.٠٢٨٨	٢٩٩	** (٥.١١)	٠.٠٢٩٤	$CASH_{i,t}$
٢٩٩	** (١.٩٧-)	٠.٠٠٣٦-	٢٩٩	** (٢.٣٣-)	٠.٠٠٢٩-	$SIZE_{i,t}$
٢٩٩	*** (١٩.٥٤-)	٠.٠٧٨١-	٢٩٩	*** (١٩.٢١-)	٠.٠٦٨٦-	$LEV_{i,t}$
٢٩٩	** (٦.٩٢-)	٠.٠٥٩٦-	٢٩٩	** (٦.٠١-)	٠.٠٦١٤-	$FA_{i,t}$
٢٩٩	*** (٧.٣٣)	٠.٠٤١٣	٢٩٩	*** (٦.٩٥)	٠.٠٤١٧	$GR_{i,t}$
٢٩٩	(٠.٩٤-)	٠.٠٠٤٨-	٢٩٩	(١.٢١-)	٠.٠٠٥٢-	$BU_{i,t}$
٢٩٩	(١.٤٣)	٠.٠٠٦٤	٢٩٩	(١.٢٤)	٠.٠٠٥٧	$PRO_{i,t}$
٢٩٩	** (٣.٢٤-)	٠.٠٩٥٤-	٢٩٩	** (٣.٠٤-)	٠.٠٨٩٣-	$DC_{i,t}$
٢٩٩	*** (٣.٠٣)	٠.٠٢٢٤	٢٩٩	*** (٢.٩١)	٠.٠٢٤٨	$FOREN_{i,t}$
٢٩٩	* (١.٩٧)	٠.٠٠٨٤	٢٩٩	* (٢.٠٢)	٠.٠٠٩٤	$BNK_{i,t}$
نعم			نعم			Year effect
نعم			نعم			Firm effect
٠.١٣١٤			٠.١٣٠٢			المعدلة R^2

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١%، ٥%، و ١٠% بالترتيب. وتنطوي الأقواس على الإحصائية t ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

الجدول رقم (١٥): العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي ومخاطر حقوق الملكية

$$VR_{i,t,t+3} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t,t+2} + \beta_2 Conserv_{i,t,t+2} \times NETINV_{i,t} + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 BU_{i,t} + \beta_8 PRO_{i,t} + \beta_9 FOREN_{i,t} + \beta_{10} BNK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_t Year + \epsilon_{i,t}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
VR _{i,t,t+3}			VR _{i,t,t+3}			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية t-	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية t-	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٣١٧	** (٦.١٢)	٠.١٢١	٣١٧	** (٦.٣٤)	٠.١٢٢٣	α_0
---	---	---	٣١٧	(١.٣٢)	٠.٠٠٢٣	$SCAC_{i,t,t_2}$
---	---	---	٣١٧	*** (٢.٩٢-)	٠.٠٩١١-	$SCAC_{i,t,t-2} \times NETINV_{i,t}$
٣١٧	*** (٤.٩٠)	٠.٠١٧١	---	---	---	$SUAC_{i,t,t_2}$
٣١٧	** (٣.٠٧)	٠.٠٨٤١	---	---	---	$SUAC_{i,t,t-2} \times NETINV_{i,t}$
٣١٧	*** (٢.٢٢-)	٠.٠٥٣٤-	٣١٧	* (٢.٢٧)	٠.٠٢٩٨	$NETINV_{i,t}$
٣١٧	(٠.٩٦)	٠.٠٠٥٤	٣١٧	(١.٥١)	٠.٠٠٦٨	$CASH_{i,t}$
٣١٧	(١.٣٩-)	٠.٠٠٢٧-	٣١٧	(١.٤٢-)	٠.٠٠٢١-	$SIZE_{i,t}$
٣١٧	** (١٢.٣٦)	٠.٠٥٩٨	٣١٧	*** (١٣.٣١)	٠.٠٦١٥	$LEV_{i,t}$
٣١٧	*** (٢.٩٧-)	٠.٠١٩٨-	٣١٧	** (٣.٢٣-)	٠.٠٢٣١-	$BU_{i,t}$
٣١٧	*** (٦.٠٦-)	٠.٠٣٨٧-	٣١٧	*** (٦.٦١-)	٠.٠٤١٤-	$PRO_{i,t}$
٣١٧	** (٨.٤٣)	٠.٠٦٩٩	٣١٧	** (٨.٨٩)	٠.٠٧٣٤	$FOREN_{i,t}$
٣١٧	*** (٣.٨٤-)	٠.٠٢٩٣-	٣١٧	*** (٤.٥١-)	٠.٠٣٢٠-	$BNK_{i,t}$
نعم			نعم			Year effect
نعم			نعم			Firm effect
٠.١٤٠٧			٠.١٤٧٦			R ² المعدلة

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١%، ٥%، و ١٠% بالترتيب. وتنطوي الأقواس ذات العلاقة بتقديرات المعاملات t على الإحصائية

إحصائية عند مستوى معنوية ٥%، حيث كانت قيمة $t = 3.07$ وهو ما يتسق مع نتائج التحليل الرئيس. وعند تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم (القيمة المضافة لحملة الأسهم)، يوضح الجدول رقم (١٦) أن معاملات المتغيرات التفاعلية بين صافي الاستثمارات الحالية والتحفظ المشروط أو غير المشروط كانت موجبة، ولكن لم تكن ذات دلالة إحصائية.

وعند تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي ومخاطر حقوق الملكية، يوضح الجدول رقم (١٥) أن معامل المتغير التفاعلي بين التحفظ المشروط وصافي الاستثمارات الحالية كان سالباً، وبشكل - ذي دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، حيث كانت قيمة $t = -2.92$. وكان معامل المتغير التفاعلي بين التحفظ غير المشروط وصافي الاستثمارات الحالية موجباً، وبشكل - ذي دلالة

الجدول رقم (١٦):
العلاقة بين مستوى التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم

$$FER_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Conserv_{i,t-2} + \beta_2 Conserv_{i,t-3} \times NETINV_{i,t} + \beta_3 NETINV_{i,t} + \beta_4 CASH_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 GR_{i,t} + \beta_8 BU_{i,t} + \beta_9 PRO_{i,t} + \beta_{10} FOREN_{i,t} + \beta_{11} BNK_{i,t} + \alpha_i + \Sigma \alpha_i Year + \varepsilon_{i,t}$$

التحفظ غير المشروط			التحفظ المشروط			التحفظ المحاسبي محل التحليل
MTBR _{i,t}			MTBR _{i,t}			المتغير التابع
عدد المشاهدات	إحصائية -t	معامل المتغيرات	عدد المشاهدات	إحصائية -t	معامل المتغيرات	المتغيرات المستقلة
٣٠٣	*** (٢١.٠١)	٧.٩٦٣٤	٣٠٣	** (٢٠.٩٣)	٧.٨٨٦٢	α_0
---	---	---	٣٠٣	*** (٤.٨٨)	٠.٢٠٢٣	$SCAC_{i,t-2}$
---	---	---	٣٠٣	(١.٥٢)	٠.٣٨٩١	$SCAC_{i,t-2} \times NETINV_{i,t}$
٣٠٣	*** (٢.٩٣)	٠.٢٠٧٥	---	---	---	$SUAC_{i,t-2}$
٣٠٣	(٠.٨٩)	٠.٣٧٨٨	---	---	---	$SUAC_{i,t-2} \times NETINV_{i,t}$
٣٠٣	** (٤.٤٥-)	١.٤٩٣٦-	٣٠٣	** (٣.٩٣-)	١.٥١٤١-	$NETINV_{i,t}$
٣٠٣	*** (٢.٤٦-)	٠.٤٧٣٢-	٣٠٣	*** (٢.٧٥-)	٠.٤١٤-	$CASH_{i,t}$
٣٠٣	** (٢٠.٤٣-)	٠.٧١٢٦-	٣٠٣	** (٢٠.٠٤-)	٠.٦٩٠٢-	$SIZE_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٨.٠٢)	١.٦٨٩٨	٣٠٣	*** (١٧.٩١)	١.٧٢٤٤	$LEV_{i,t}$
٣٠٣	** (٥.٢١-)	٠.٥٩٢١-	٣٠٣	*** (٤.٩٦-)	٠.٦٣٢٢-	$GR_{i,t}$
٣٠٣	(١.٤٦-)	٠.١٢٧٠-	٣٠٣	(١.١١-)	٠.١٠١٢-	$BU_{i,t}$
٣٠٣	(٠.٢١)	٠.٠٢١٧	٣٠٣	(٠.٤٢)	٠.٠٦٢٣	$PRO_{i,t}$
٣٠٣	*** (١٤.٨٩-)	٢.٤٢٣١-	٣٠٣	** (١٥.١٥-)	٢.١٠٤٢-	$FOREN_{i,t}$
٣٠٣	** (١٥.٨٥-)	١.٩١٥٤-	٣٠٣	*** (١٦.٤٦-)	٢.٠٤٢٣-	$BNK_{i,t}$
نعم			نعم			<i>Year effect</i>
نعم			نعم			<i>Firm effect</i>
٠.١٤٣٢			٠.١٤١٢			المعدلة R^2

***، **، و * تعني أن تقدير المعامل يعتبر ذو دلالة إحصائية عند مستويات معنوية ١%، ٥%، و ١٠% بالترتيب. وتتطوي الأوقاس على الإحصائية t ذات العلاقة بتقديرات المعاملات.

التحليل الرئيسي، وهو ما يدعم فرضي الدراسة الثاني والخامس. وبشكل عام، توضح نتائج الدراسة أن المستوى المرتفع من التحفظ المشروط يحث المديرين على الاستثمار في المشروعات منخفضة المخاطر، بينما يحفز التحفظ غير المشروط على الاستثمار في المشروعات عالية المخاطر.

كما يوضح تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي والزيادة في العوائد المستقبلية للأسهم،

ويوضح تحليل مدى صدق نتائج التحليل الرئيس أن نتائج أثر التحفظ المشروط على مستوى استثمارات الشركة لم تكن صادقة، بما يشير لاحتمال وجود علاقة معكوسة، وبما لا يدعم فرض الدراسة الأول. بينما كانت نتائج أثر التحفظ غير المشروط على مستوى استثمارات الشركة صادقة، بما يدعم فرض الدراسة الرابع. وعند فحص العلاقة بين التحفظ المشروط أو غير المشروط ومخاطر حقوق الملكية، تم التوصل إلى دليل يدعم نتائج

من التحفظ المشروط تتسم بمستويات منخفضة من المخاطر. ثانياً، وفي المقابل، كانت الشركات التي مارست مستوى مرتفعاً من التحفظ غير المشروط تقوم باستثمارات أكثر وبمستويات أعلى من المخاطر. ويبين ذلك أنه في حالة وجود مدير يتجنب المخاطر، فإن التحفظ غير المشروط يحد من مخاطر الهبوط في الأرباح ويزيد من مقدرة المدراء على تقبل المخاطر ومن احتمال الاستثمار في المشاريع عالية المخاطر. وبالرغم من ذلك، لم تقدم نتائج الدراسة دليلاً متسقاً فيما يتعلق بتأثير مثل ذلك التحفظ المحاسبي، وعلاقته باستثمارات الشركة، على القيمة المضافة لحملة الأسهم.

وتدعم نتائج الدراسة الحالية فرضية أن كلا النوعين من التحفظ المحاسبي يؤثران - بشكل مختلف - على اختيارات الشركة لضوابط الاستثمار. وبالرغم من ذلك، عند تحليل الأثر على القيمة المضافة لحملة الأسهم من خلال سلوكها الاستثماري، بينما يظهر التحليل الرئيس أن كلا النوعين من التحفظ المحاسبي يمكنهما تحسين كفاءة استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، فإن التحليل الإضافي باستخدام قياسات -بفجوة زمنية - للتحفظ المحاسبي بين أن نتائج التحليل الرئيس تفتقر إلى المصادقية.

وتساهم الدراسة الحالية في قاعدة المعرفة المتعلقة بالآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي على كفاءة استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والقيمة المضافة لحملة أسهمها. بالإضافة لذلك، ومن خلال توضيح الآثار الاقتصادية لكلا النوعين من التحفظ المحاسبي على تلك المتغيرات التابعة، تشير الدراسة الحالية أهمية إدراك الآثار الاقتصادية المختلفة لهذين النوعين من التحفظ

باستخدام قياسات -بفجوة زمنية- للتحفظ المحاسبي، أن نتائج التحليل الرئيس لم تكن صادقة، بما لا يدعم فرضي الدراسة الثالث والسادس. إذ لم تكن معاملات المتغيرات التفاعلية بين صافي الاستثمارات الحالية والتحفظ المشروط أو غير المشروط ذات دلالة إحصائية، بما يشير إلى احتمال وجود علاقة معكوسة. فإذا كان التحفظ يؤثر على السلوك الاستثماري للشركة، فإن أثره على القيمة المضافة لحملة الأسهم يمكن أن يختلف وفقاً للبيئة الاستثمارية. على سبيل المثال، فإن البيئة الاقتصادية والاستثمارية التي تميل إلى انخفاض حجم الاستثمارات أو الإفراط فيها قد تتسم بوجود علاقة معكوسة بين التحفظ والقيمة المضافة لحملة الأسهم. وبالرغم من أن استخدام قياسات بفجوة زمنية -للتحفظ المحاسبي، وفقاً لدراسة (Garcia *et al.*, 2016)، يقلل من المخاوف بشأن العلاقات السببية المعكوسة، فإن استخدام تلك القياسات للتحفظ المحاسبي قد يضعف العلاقة بين كل متغير تابع والتحفظ، لذلك ينبغي توخي الحذر عند تفسير النتائج.

١٠. الخلاصة

اهتمت الدراسة الحالية بتقييم الآثار الاقتصادية لممارسات التحفظ المحاسبي في مصر، من منظور المستثمرين في سوق الأسهم، وذلك من خلال تحليل آثار نوعي التحفظ المحاسبي على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم. وقد كانت النتائج الرئيسة للتحليل كما يلي: أولاً، تم تقييد الاستثمارات في حالة الشركات التي مارست مستوى مرتفعاً من التحفظ المشروط. وأنه حتى في الشركات التي كانت تقوم بمشروعات استثمارية، كانت استثمارات تلك الشركات التي مارست مستوى مرتفعاً

التوصل، في الدراسة الحالية، إلى نتائج متناقضة فيما يتعلق بمتغيري الحوكمة عند تحليل الأثر على مخاطر حقوق الملكية. فبينما كانت النسبة المرتفعة للملكية الأجنبية ($FOREN_{i,t}$) تعزز من تقبل المخاطر، كانت النسبة المرتفعة لملكية المؤسسات المالية ($BNK_{i,t}$) تحد من تقبل المخاطر.

ثانياً، لم تفحص الدراسة الحالية آثار كلا النوعين من التحفظ المحاسبي في ظل بيئات اقتصادية واستثمارية مختلفة. فإذا كان للتحفظ المشروط أثر على الانضباط الذاتي أو المراقبة اللاحقة، فإن الإفراط في التحفظ يمكن أن يؤدي إلى انخفاض في حجم استثمارات الشركة، كما يمكن أن يؤدي الأثر التحفيزي للتحفظ غير المشروط على تقبل المخاطر إلى الإفراط في الاستثمارات. ثالثاً، لم تفحص الدراسة الحالية خسائر الفرصة البديلة الناتجة عن خرق الحيادية ومبدأ المقابلة بين المصروفات والإيرادات عند إعداد القوائم المالية. وحتى إذا كان للتحفظ المحاسبي أثر إيجابي على المقرضين والمستثمرين في سوق الأسهم، فإن له أثراً سلبياً على الحيادية أو مبدأ المقابلة بين الإيرادات والمصروفات، لذلك فإنه لا ينبغي المبالغة فيه. فبينما تؤكد نتائج الدراسة الحالية أن التحفظ المحاسبي يعزز من الاستثمارات وتقبل المخاطر وأن له أثراً إيجابياً على القيمة المضافة لحملة الأسهم، فإنه يتعارض مع الحيادية، لدرجة أنه من الممكن ألا يعبر - بشكل محايد - عن النشاط الاقتصادي والقيمة الاقتصادية.

مجالات بحثية مقترحة

أولاً، بالرغم من توصل الدراسة إلى دليل على أن التحفظ يؤثر على السلوك الاستثماري للشركة، فإن تلك النتيجة تقود إلى البحث عن السبب وراء

المحاسبي. إذ تُعد نتائج الدراسة الحالية مهمة للباحثين الساعين لتوازن مبتغى بين التحفظ المحاسبي والحيادية، كما تُعد مهمة للهيئات المسؤولة عن وضع معايير المحاسبة. حيث تعمل الهيئات المسؤولة عن وضع المعايير في ظل إطار مفاهيم يفترض أن الهدف الرئيس للقرير المالي هو المساعدة على اتخاذ القرارات، وأنه ينبغي أن تكون الحيادية خاصة نوعية للمعلومات المالية، وأنه ينبغي استبعاد التحفظ المحاسبي الذي يتعارض مع الحيادية.

ونظراً لاستخدام المعلومات المالية في اتخاذ القرارات المتعلقة بأنواع مختلفة من العقود، فقد يكون مسموحاً بمستوى معين من التحفظ المحاسبي. ففيما يتعلق ببعض معايير المحاسبة أمريكية، يوضح (Kanamori, 2009) أنه قد ترتب على وضع أولوية قصوى للحيادية استبعاد التحفظ غير المشروط واستبداله بالتحفظ المشروط. إذ يتضح من الدراسات السابقة، أن كلا النوعين من التحفظ يساعدان على انسيابية العقود، ولكن توضح نتائج الدراسة الحالية، والعديد من الدراسات الأخرى، أنه قد يكون لهما آثار اقتصادية متفاوتة على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة أسهمها. لذلك، عند تبني معايير المحاسبة الدولية، والتي تستبعد التحفظ أو تغير من نوع التحفظ، يكون من المهم الأخذ في الحسبان الآثار الاقتصادية غير المتوقعة لتلك المعايير على الشركات أو المستثمرين في سوق الأسهم المصرية.

وتتمثل أحد حدود الدراسة الحالية في أنه لم يتم إجراء تحليل كاف للعلاقة بين التحفظ المحاسبي ونظام الحوكمة، والتي قد تم تحليلها من خلال دراسات سابقة (Asano&Furuichi, 2014). إذ تم

خامساً، بالإضافة إلى أهمية وجود دراسات مستقبلية تسعى إلى التحقق من صدق النتائج التي قد تم التوصل إليها في الدراسة الحالية، من الضروري - أيضاً- استخدام مقاييس مختلفة للتحفظ المحاسبي، وقياس مدى صدق مستوى التحفظ من خلال التركيز على معالجات محاسبية بعينها وفحص العلاقة بين تلك المعالجات المحاسبية والمقاييس التقريبي للتحفظ المحاسبي.

المراجع

أولاً: المراجع العربية

- أبو الخير، مدثر طه (٢٠٠٨)، "المنظور المعاصر للتحفظ المحاسبي بالتطبيق على الشركات المتداولة في سوق الأسهم المصرية"، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد الأول، ٥٨-١.
- سعد الدين، إيمان محمد (٢٠١٤)، تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة، *مجلة المحاسبة والمراجعة - جامعة بني سويف*، العدد الأول، المجلد الثاني، ٢٩٩-٣٤٢.
- عبيد، إبراهيم السيد (٢٠١٠)، دور الاستثمار المؤسسي في زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة، *الندوة الثانية عشرة لتطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية*، جامعة الملك سعود، كلية إدارة الأعمال، ٣٧-١.

عدم التوصل إلى نتائج متسقة فيما يتعلق بآثر التحفظ على القيمة المضافة لحملة الأسهم. ويتطلب هذا الموضوع إجراء المزيد من البحوث في المستقبل.

ثانياً، إن فحص أثر التحفظ المشروط على الانضباط الذاتي أو المراقبة اللاحقة والآثر التحفيزي للتحفظ غير المشروط على تقبل المخاطر، وأيضاً أثر استخدام أنظمة الحوكمة الأخرى، يمكن أن تُعد -أيضاً - مجالات بحثية مقترحة تتناولها الدراسات المستقبلية.

ثالثاً، ومن المهم - أيضاً - فحص العلاقة بين التحفظ المحاسبي والنظم القانونية أو التشريعية المطبقة ضمن نظام الحوكمة. فطبقاً لدراسة مقارنة قام بها (Ball et al., 2000)، كان الدخل المحاسبي وفقاً لقوانين بعض الدول أقل تزامناً في تضمين الخسائر الاقتصادية. فبالرغم من أن الدراسة الحالية قد فحصت الشركات المقيدة بالبورصة المصرية فقط، فقد يكون من المهم - أيضاً - فحص أنظمة الحوكمة من خلال إجراء مقارنات دولية.

رابعاً، ومن المجالات المقترحة - أيضاً - فحص مدى قوة مقاييس التحفظ المحاسبي المستخدمة في الدراسة الحالية. فبالرغم من استخدام المقاييس التي قد تم تطويرها من قبل (Beaver & Ryan, 2000; Khan & Watts, 2009) بشكل واسع - في الدراسات السابقة المتعلقة بالتحفظ، فإنها قد تعرضت لبعض الانتقادات. فعلى سبيل المثال، بالرغم من أنه قد تم تقديرها باستخدام بيانات السوق المتعلقة بعوائد الأسهم، فإنه من غير الواضح ما إذا كانت عوائد الأسهم تُعد متغيراً تقريبياً -يمكن الاعتماد عليه -للأرباح الاقتصادية.

ثانيا: المراجع الأجنبية

1. Ackermann, H. & Fochmann, M. (2-014), 'The Effect of Straight-Line and Accelerated Depreciation Rules on Risky Investment Decisions—An Experimental Study', *Working paper*, April 16, 2014. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2435917>
 2. Ahmed, S. & Duellman, S. (2007), 'Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Corporate Governance', *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), pp. 411-37.
 3. Ahmed, S. & Duellman, S. (2011), 'Evidence on the Role of Accounting Conservatism in Monitoring Managers' Investment Decisions', *Accounting & Finance*, 51(3), pp.609-633.
 4. Ahmed, S., Bruce K., Richard M. & Mary S. (2002), 'The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs', *The Accounting Review*, 77(4), pp.867-890.
 5. Alilou, M. & Salteh, H. (2015), 'The Effect of Accounting Conservatism on Investment Level, Risk Taking and Stockholder Returns', *MUL-TI-TEMAS*, 26 (5), pp. 1-43.
 6. Asano, T. & Furuichi, M. (2014) 'Influence of Corporate Governance Structure on Accounting Strategies and Corporate Performance', Discussion Paper No.2014-J-5, Institute for Monetary and Economic Studies.
 7. Badertscher, B., Phillips, J., Pincus, M. & Rego, S. (2006), 'Do Firms Manage Earnings Downward in a Book-Tax Conforming Manner?', Working Paper, University of Iowa. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=921422>
- عوض، أمال محمد محمد (٢٠١٠)، دراسة واختبار مدى تأثير التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية على جودة التقارير المالية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية، *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد الثاني، ٩١-١٤٥.
 - كساب، ياسر السيد (٢٠١١)، العوامل المؤثرة في التحفظ المحاسبي: دراسة ميدانية على الشركات المساهمة السعودي، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، العدد الثاني، ٢٩٧-٣٣٠.
 - مرعي، ليلي محمد لطفي حسن (٢٠٠٢)، سياسة الحيطة والحذر في المحاسبة - دراسة تحليلية، *مجلة الدراسات المالية والتجارية*، جامعة بني سويف، العدد الثالث، المجلد الثالث، ديسمبر، ٧٤٦-٧٧٩.
 - مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠١٤)، أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على التحفظ المحاسبي في التقارير المالية: دليل من البيئة المصرية، *المجلة العلمية للتجارة والتمويل*، كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد الأول، ١-٦٠.

8. Balakrishnan, K., Watts, L. & Zuo, L. (2016), 'The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment during the Global Financial Crisis', *Journal of Business Finance and Accounting*, Forth-coming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1952722>
9. Ball, R. & Shivakumar, L. (2005), 'Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness', *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 2005, pp.83-128.
10. Ball, R. (2001), 'Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure', *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, pp. 127-82.
11. Ball, R., Kothari S.P. & Ashok, R. (2000), 'The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp.1-51.
12. Ball, R., Kothari, S.P. & Robin, A. (2000), 'The Effect of International Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), pp.1-51.
13. Ball, R., Robin A. & Sadka, G. (2008), 'Is Financial Reporting Shaped by Equity Markets or by Debt Markets? An International Study of Timeliness and Conservatism', *Review of Accounting Studies*, 13(2), pp.168-205.
14. Basu, S. (1997), 'The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings', *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), pp.3-37.
15. Basu, S. (2001), 'Discussion of on the Asymmetric Recognition of Good and Bad News in France, Germany and the United Kingdom', *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(9-10), pp.1333-1349.
16. Beatty, A., Weber, J. & Yu, J. (2008), 'Conservatism and Debt', *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), pp.154-74.
17. 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), pp.-127-148.
18. Beaver, W. H. & Ryan, S. G. (2005), 'Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling', *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), pp.269-309.
19. Beekes, W., Pope, P. & Young, S. (2004), 'The Link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: Evidence from the UK', *Corporate Governance*, 12(1), pp.47-59.
20. Brockman, P., Liu M. & Ma, T. (2015), 'Accounting Conservatism and Corporate Investment', *Working Paper*, Research in Economics and Strategy (CRES), Olin Business School. Available at: http://www.af.polyu.edu.hk/files/cafr2015/12_Accounting%20Conservatism%20and%20Corporate%20Investment.
21. Brown, A.D. & Humphreys, M. (1995), 'International cultural differences in public sector management: Lessons from a survey of British and Egyptian technical education managers', *International Journal of*

- Public Sector Management*, 8(3), pp.5-23.
22. Bushman, R. M. & Piotroski, J. D. (2006), 'Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions', *Journal of Accounting & Economics*, 42(1-2), pp. 107-148.
23. Bushman, R. M., Piotroski, J. D. & Smith, A. J. (2011), 'Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses', *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1-2), pp.1-33.
24. Cahan, S. F. (1992), 'the Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of The Political-Cost Hypotheses', *The Accounting Review*, 67(1), pp.77-95.
25. Chen, H., Chen, J., Gerald, J. & Wang, Y. (2010), 'Association between Borrower and Lender State Ownership and Accounting Conservatism', *Journal of Accounting Research*, 48(5), pp.973-1014.
26. Chung, H.H. & Wynn, J.P. (2008), 'Managerial Legal Liability Coverage and Earnings Conservatism', *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), pp.135-53.
27. Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010), 'Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences', *Journal of Accounting & Economics*, 50(2-3), pp.344-401.
28. Desai, M. A. & Dharmapala, D. (2006), 'Corporate Tax Avoidance and High-Powered Incentives', *Journal of Financial Economics*, 79(1), pp.145-79.
29. Dyreng, S.D., Hanlon, M. & Maydew, E.L. (2008), 'Long-Run Corporate Tax Avoidance', *The Accounting Review*, 83(1), pp.61-82.
30. Fama, F. & French, R. (1995), 'Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns', *The Journal of Finance*, 50(1), pp.131-155.
31. Financial Accounting Standards Board (FASB), 'Statement of Financial Accounting Concepts No.8: Conceptual Framework for Financial Reporting', Chapter 1, 'The Objective of General Purpose Financial Reporting', and Chapter 3, 'Qualitative Characteristics of Useful Financial Information', FASB, 2010.
32. Francis, B., Hasan, I. & Qiang W. (2013), 'The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis', *Accounting Horizons*, 27(2), pp.319-346.
33. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M. & Schipper, K. (2004), 'Costs of equity and earnings attributes', *Accounting Review*, 79(4), pp.967-1010.
34. Francis, J., Olsson, P. & Schipper, K. (2008), 'Earnings quality', *Foundations & Trends in Accounting*, 1(4), pp.259-260.
35. Francis, R. & Martin, X. (2010), 'Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition', *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), pp.161-178.
36. Gassen, J., Fulbier, R. & Sellhorn, T. (2006), 'International Differences in Conditional Conservatism - The Role of Unconditional Conservatism and Income Smoothing', *European Accounting Review*, 15(4), pp.527-564.
37. Guay, W. & Verrecchia, R. (2006), 'Discussion of an Economic Framework for Conservative Accounting

- and Bushman and Piotroski (2006)', *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), pp.149-165.
38. Han, J. & Wang, S. (1998), 'Political Costs and Earnings Management of Oil Companies During the 1990 Persian Gulf Crisis', *The Accounting Review*, 73(1), pp. 103-117.
39. Healy, P.M. (1985), 'The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions', *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), pp.85-107.
40. Heninger, W.G. (2001), 'The Association Between Auditor Litigation and Abnormal Accruals', *The Accounting Review*, 76(1), pp.111-125.
41. Hodgson, S., Breban, C., Ford, M. & Streatfield, R. (2001), 'The Concept of Investment Efficiency and its Application to Investment Structures', *British Actuarial Journal*, 7(3), pp. 348-364.
42. Hofstede, G. (1984), 'Cultural dimensions in management and planning', *Asia Pacific Journal of Management*, 1(2), pp.81-99.
43. Holthausen, R.W. & Watts, R.L. (2001), 'The Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting', *Journal of Accounting & Economics*, 31(1-3), pp.3-75.
44. Humphreys, M. (1996), 'Cultural differences and its effect on the management of technical education', *Leadership and Organization Development Journal*, 17(2), pp.34-41.
45. International Accounting Standards Board (2008), Exposure draft: An improved conceptual framework for financial reporting: Chapters 1 and 2, IFRS Foundation.
46. International Accounting Standards Board (2010), 'Conceptual framework for financial reporting (the IFRS framework)'. London.: IFRS Foundation.
47. International Accounting Standards Board (2013), International Financial Reporting Standards: Incorporating international accounting standards and interpretations. London: IASB.
48. Ishida, S. & Ito, K. (2014), 'The Effect of Accounting Conservatism on Corporate Investment Behavior', in Kunio Ito and Makoto Nakano, eds. *International Perspectives on Accounting and Corporate Behavior*, Chapter 3, Springer, 2014, pp.59-80.
49. Ismail, H. & Elbolok, R. (2011), 'Do Conditional and Unconditional Conservatism Impact Earnings Quality and Stock Prices in Egypt?' *Research Journal of Finance and Accounting*, 2(12), pp.7-22. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1992606>
50. Ismail, H. & Shehata, F. (2012), 'Disclosure Practices in Egypt: What are Factors beyond the Low Level?' *International Journal of Economics and Accounting*, 3(3-4), pp.264-275. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1859141>
51. Jackson, B., Xiaotao, L. & Mark, C. (2009), 'Economic Consequences of Firm's Depreciation Method Choice: Evidence from Capital Investments', *Journal of Accounting and Economics*, 48(1), pp.54-68.
52. Jensen, M.C. (1986), 'Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers', *The American Economic Review*, 76(2), pp.-323-329.
53. Jones, J. (1991), 'Earnings Management during Import Relief Investi-

- gations', *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp.193–228.
54. Jordan, E. & Clark, J. (2015), 'Do New CEOs Practice Big Bath Earnings Management Via Goodwill Impairments?' *Journal of Accounting and Finance*, 15(7), pp.11-21.
55. Kanamori, E. (2009), 'Two Concepts and the Persistence of Accounting Conservatism'. In Nakano, M., Otsubo, F. & Takasu, Y. (2014), 'Effects of Accounting Conservatism on Corporate Investment Levels, Risk Taking, and Shareholder Value', *Discussion Paper*, No. 2014-E-10, Institute for Monetary and Economic Studies.
56. Kellogg, R. L. (1984), 'Accounting Activities, Security Prices, and Class Action Lawsuits', *Journal of Accounting and Economics*, 6(3), pp.18-5–204.
57. Key, K.G. (1997), 'Political Cost Incentives for Earnings Management in the Cable Television Industry', *Journal of Accounting and Economics*, 23(3), pp.309–37.
58. Khalifa, M. & Othman, B. (2015), 'the effect of conservatism on cost of capital: MENA evidence', *Applied Economics*, 47(1), pp.71-87.
59. Khan, M. & Watts, R.L. (2009), 'Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism', *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), pp.132-150.
60. Kim, J. & Zhang, L. (2016), 'Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-Level Evidence', *Contemporary Accounting Research*, 33(1), pp.412–441. Available at SSRN: [-http://ssrn.com/abstract=1521345](http://ssrn.com/abstract=1521345)
61. Kothari, S.P., Ramanna, K. & Skinner, D.J. (2010), 'Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting', *Journal of Accounting & Economics*, 50(2-3), pp.246-286.
62. Kravet, T.D. (2014), 'Accounting Conservatism and Managerial Risk-Taking: Corporate Acquisitions', *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3), pp.218-240.
63. LaFond, R. & Roychowdhury, S. (2008), 'Managerial Ownership and Accounting Conservatism', *Journal of Accounting Research*, 46(1), pp.101-135.
64. LaFond, R. & Watts, R.L. (2008), 'The Information Role of Conservative Financial Statements', *The Accounting Review*, 83(2), pp.443–478.
65. Lara, G., Osma, B. G. & Penalva, F. (2007), 'Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence', *European Accounting Review*, 16(4), pp.727–55.
66. Lara, G., Osma, B. G. & Penalva, F. (2009), 'The Economic Determinants of Conditional Conservatism', *Journal of Business Finance and Accounting*, 36(3-4), pp.336-372
67. Lara, G., Osma, B. G. & Penalva, F. (2011), 'Conditional Conservatism and Cost of Capital', *Review of Accounting Studies*, 16(2), pp.247-271.
68. Lara, G., Osma, B. G. & Penalva, F. (2016), 'Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency', *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), PP.221–238.
69. Li, X. (2015), 'Accounting Conservatism and the Cost of Capital: An International Analysis', *Journal of*

- Business Finance & Accounting*, 42(5-6), pp.555–582. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1261971> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1261971>
70. Lobo, J. & Zhou, J. (2006), 'Did Conservatism in Financial Reporting Increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence', *Accounting Horizons*, 20(1), 2006, pp.57-73.
71. Louis, H., Amy, X. S. & Oktay, U. (2012), 'Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism', *Contemporary Accounting Research*, 29(4), pp.1249-1271.
72. Moussa, G. (2014), 'International Journal of Academic Research in Accounting', *Finance and Management Sciences*, 4(4), pp.210–220.
73. Nakano, M., Otsubo, F. & Takasu, Y. (2014), 'Effects of Accounting Conservatism on Corporate Investment Levels, Risk Taking, and Shareholder Value', *Discussion Paper*, No. 2014-E-10, Institute for Monetary and Economic Studies.
74. Navision, F. (1999), 'Earnings Management under Price Regulation', *Contemporary Accounting Research*, 16(2), pp.281–304.
75. Nezhad1, M., Darabi1, R. & Sarraf, F. (2016), 'Relation between Conditional and Unconditional Conservatism with Investment Opportunities', *Asian Social Science*, 12(5), pp.74-83.
76. Nikolayev, V. (2010), 'Debt Covenants and Accounting Conservatism', *Journal of Accounting Research*, 48(1), pp.137-176.
77. Paul, A., Andrei, F. & Luc, P. (2013), 'Impact of Mandatory IFRS Adoption on Conditional Conservatism in Europe', *Working paper*, ESSEC Business School. Available at: <https://hal-essec.archives-ouvertes.fr/hal-00862683>.
78. Pinnuck, M. & Lillis, A.M. (2007), 'Profits Versus Losses: Does Reporting an Accounting Loss Act as a Heuristic Trigger to Exercise the Abandonment Option and Divest Employees?' *The Accounting Review*, 82(4), pp.1031-1053.
79. Pope, P.F. & Walker, M. (2003), 'Ex-ante and ex-post accounting conservatism, asset recognition and asymmetric earnings timeliness', *Working paper*, International Centre for Research in Accounting, Lancaster University and University of Manchester. Available at: http://cass-city.ac.uk/data/assets/word_doc/0011/40610/PopeandWalker1.docx.
80. Qiang, X. (2007), 'The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross-Sectional Evidence at the Firm Level', *The Accounting Review*, 82(3), pp.759–97.
81. Roychowdhury, S. (2010), 'Discussion of: Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition by J. Francis and X. Martin', *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2), 2010, pp.179-183.
82. Ryan, S.G. (2006), 'Identifying Conditional Conservatism', *European Accounting Review*, 15(4), pp.511-525.
83. Seraina, C. (2012), 'Working Capital Management and Firm Listing Status', *Multinational Finance Journal*, 16(3-4), pp. 261–301. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2242119>
84. Shackelford, D.A. and T. Shevlin (2001), 'Empirical Tax Research in Accounting', *Journal of Account-*

- ing and Economics*, 31(1-3), pp.3-21-87.
85. Shuto, A. & Takada, T. (2010), 'Managerial Ownership and Accounting Conservatism in Japan: A Test of Management Entrenchment Effect', *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8), pp.815-840.
86. Sivakumar, K. & Waymire, G. (2003), 'Enforceable Accounting Rules and Income Measurement by Early 20th Century Railroads', *Journal of Accounting Research*, 41(2), pp.3-97-32.
87. St.Pierre, K. & Anderson, J. A. (1984), 'An Analysis of the Factors Associated with Lawsuits Against Public Accountants', *The Accounting Review*, 59(2), pp.242-63.
88. Sunder, J., Shyam, S. & Zhang, J. (2011), 'Balance Sheet Conservatism and Debt Contracting', *Working paper*. Available at SSRN: - <http://ssrn.com/abstract=1267504>
89. Tan, L. (2013), 'Creditor Control Rights, State of Nature Verification, and Financial Reporting Conservatism', *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), pp.1-22.
90. Tokuga, Y. & Ota, Y. (2013), 'Influence of the Expansion of Fair Valuation on the Contracting Role of Accounting: A Normative Study', *Monetary and Economic Studies*, 31(3), pp.1-33. Available at: <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/13-E-11>.
91. Watts, L. (2003), 'Conservatism in Accounting Part I : Explanations and Implications', *Accounting Horizons*, 17(3), pp.207-221.
92. Wittenberg-Moerman, R. (2008), 'The Role of Information Asymmetry and Financial Reporting Quality in Debt Trading: Evidence from the Secondary Loan Market', *Journal of Accounting and Economics*, 46(2-3), pp.240-260.
93. Xiaodong, X., Xia, W., & Han, N. (2012), 'Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency', *China Finance Review International*, 2(1), pp.53-77
94. Zhang, J. (2008), 'The Contracting Benefits of Accounting Conservatism to Lenders and Borrowers', *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), pp.27-54.