

تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية

وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة

د. إيمان محمد سعد الدين*

ملخص الدراسة

يسهم التحفظ المحاسبي في زيادة مصداقية وموثوقية القوائم المالية، كما يساعد على حماية أصحاب المصالح في المنشأة، بالرغم مما يتعرض له من انتقادات حادة بدعوى تعارضه مع بعض الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، ويستهدف البحث اختبار 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، من خلال أربعة محاور تضمنت مفهوم التحفظ في الفكر والتطبيق المحاسبي، الإطار الفكري لتكلفة رأس المال، دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال، ثم تضمن البحث دراسة تطبيقية لاختبار الفروض لعينة مكونة من (٣٢) شركة مصرية مسجلة بالبورصة خلال الفترة من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠١٢، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط معنوية عكسية بين درجة التحفظ بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال، بينما توجد علاقة ارتباط طردية بين التحفظ وقيمة المنشأة، كما كشفت النتائج عن أن الشركات المتحفظة قد استطاعت المحافظة على قيمتها بعد عام ٢٠١١، وكان من أهم توصيات الدراسة عدم استبعاد التحفظ المحاسبي من الإطار المفاهيمي لإعداد التقارير المالية ضمن المشروع المشترك بين FASB & IASB، وتشجيع الشركات المصرية على تطبيق السياسات المتحفظة في إطار معايير المحاسبة المصرية للحد من عملية تعديل القوائم المالية

الكلمات المفتاحية: التحفظ المحاسبي - تكلفة رأس المال - قيمة المنشأة.

* استاذ مساعد بكلية التجارة - جامعة بني سويف
البريد الإلكتروني: emaneldeem2005@hotmail.com

Analyzing the relationship between accounting conservatism in financial reporting and cost of capital and its influence on firm value

Abstract:

Accounting conservatism contributes in increasing financial statements credibility and reliability, as well as, protecting stakeholders' rights, despite being severely opposed by many parties, appealing that it conflicts with qualitative characteristics of accounting information. The study investigates the relationship among accounting conservatism and cost of capital as one of the most economic effects resulting from applying conservatism in financial reporting and its influence on firm value in capital markets. The study incorporates four major sections, conservatism concept in both accounting thought and practice, the conceptual framework of cost of capital, the relationship between accounting conservatism and cost of capital. An empirical study to test research hypotheses are also conducted for a sample comprises (32) listed Egyptian companies during the period from 2008 to 2012. The main results reveal negative association between the degree of conservatism in financial reports and cost of capital, whereas significant positive association between conservatism and firm value exists. Moreover, conservative companies enjoy keeping their values after 2011, suggesting not to eliminate accounting conservatism from the conceptual framework for financial reporting included in the joint project by (FASB) and (IASB) and encouraging listed Egyptian companies to adopt conservative policies within Egyptian accounting standards to mitigate accounting restatements.

Keywords: accounting conservatism – cost of capital – firm value.

المقدمة:

لقد تزايدت مطالبات أصحاب المصالح في المنشأة Stakeholders منذ بدايات القرن الحالي باتجاه التمسك بتطبيق سياسة التحفظ المحاسبي Accounting conservatism عند إعداد التقارير المالية بسبب انتشار الفضائح والمخالفات المحاسبية - في الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء - والتي أدت إلى انهيار العديد من الشركات الأمريكية العملاقة عام ٢٠٠٢ وإفلاس العديد من المؤسسات المالية عام ٢٠٠٨ في أعقاب الأزمة المالية العالمية (Francis et al., 2013).

هذا وبالرغم من معارضة بعض الهيئات المهنية الدولية مثل مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) للمغالاه في التحفظ المحاسبي وقيامه بحذفه من الإطار المفاهيمي للتقارير المالية عام ٢٠١٠ بدعوى أنه يحدث تحيزاً في التقارير المالية ويتعارض مع خاصية الحياد Neutrality في المعلومات المحاسبية (FASB, 2010)، فقد أكدت العديد من الدراسات المعاصرة انتشار ممارسات التحفظ المحاسبي في العديد من دول العالم (For example: Bushman and Piotroski, 2006 ; Ball et al., 2008 ; Hui et al., 2009 ; Li, 2010).

بينما يؤيد مجلس معايير المحاسبة البريطاني التمسك بالتحفظ كخاصية مؤثرة للمعلومات المحاسبية تزيد من مصداقية وموثوقية القوائم المالية (Artiach and Clarkson, 2013). وقد وجدت دراسة (LaFond and Watts, 2008) أن التحفظ المحاسبي من أهم آليات الحوكمة حيث يخفض من قدرة المديرين على التلاعب في الأداء المالي أو تضخيمه ويزيد من قيمة المنشأة وتدفقاتها النقدية، كما يحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات ويساهم في حل مشاكل الوكالة، وأضافت دراسة (Chen and Zhu, 2013) أن التحفظ المحاسبي يزيد من جودة التقارير المالية مما يؤدي إلى خفض تكلفة الديون طويلة الأجل.

أولاً: مشكلة البحث

تعد ظاهرة انتشار وزيادة درجة التحفظ بالقوائم المالية من أهم القضايا الجدلية في الفكر المحاسبي المعاصر التي شكلت محوراً لاهتمام العديد من الأدبيات المحاسبية، حيث يساعد التحفظ على حماية حقوق المساهمين والدائنين وباقي أصحاب المصالح في المنشأة، وذلك بالرغم مما يتعرض له من انتقادات شديدة بسبب تعارضه مع بعض الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية مثل الحياد والتمثيل الصادق والملاءمة وبخاصة بعد ظهور مفاهيم القيمة العادلة.

وفي محاولة لاكتشاف منافع إضافية تضيف رصيذاً لتأييد التحفظ بالتقارير المحاسبية، أكدت العديد من الدراسات على وجود آثار اقتصادية Economic consequences إيجابية ناجمة عن تطبيق هذه السياسة، ومنها زيادة فاعلية الالتزامات التعاقدية للمنشأة، مثل عقود المديونية، وعقود الحوافز الإدارية، وخفض تكلفة رأس المال Cost of capital، مما ينعكس إيجابياً على زيادة قيمة المنشأة (For

example: Ahmed et al., 2002 ;Zhang, 2008; Francis and Martin, 2010 ; Ettredge et al., 2012 ; Artiach and Clarkson, 2013) وعلى النقيض، خلصت دراسات أخرى إلى عدم وجود علاقة عكسية بين زيادة درجة التحفظ المحاسبي بالتقارير المنشورة وتكلفة رأس المال، كما يؤدي اتباع هذه السياسة إلى سوء توزيع الموارد المحدودة وفي النهاية خفض قيمة المنشأة (For example: Francis et al., 2004 ; Beatty et al., 2008 ; Gigler et al., 2009 ; FASB, 2010).

كما أكدت دراسة (Beyer et al., 2010) على أن أثر سياسات الإفصاح والتقرير المالي على تكلفة رأس المال يعد من أهم القضايا البحثية المعاصرة في مجال أسواق المال، ويرى (Zhang, 2008) أنه بالرغم من أهمية الدور الذي يلعبه التحفظ المحاسبي في دعم كفاءة عقود المديونية، لم تقدم الأدبيات المحاسبية سوى عددًا قليلًا من الأدلة التطبيقية لتأكيد تأثيره على تكلفة رأس المال.

وتكمن مشكلة البحث في اختبار مدى ونوع العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال بشقيه، حق الملكية والديون، كأحد أهم الآثار الاقتصادية الناجمة عن تطبيق هذه السياسة وأثر هذه العلاقة على قيمة المنشأة، وذلك لعينة من الشركات المصرية المسجلة بالبورصة.

ويمكن صياغة مشكلة البحث من خلال التساؤلات البحثية التالية:

١- هل يختلف مفهوم التحفظ المحاسبي في الفكر المحاسبي المعاصر عن مبدأ الحيطة والحذر، وما هي منهجيات قياسه؟

٢- ما هي أهم مكونات تكلفة رأس المال، وما هي أهم النماذج والمقاييس لقياس تكلفة كل من حق الملكية والديون؟

٣- هل يؤدي تطبيق سياسة التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية إلى خفض تكلفة مصادر التمويل؟

٤- ما هو أثر العلاقة بين التحفظ وتكلفة رأس المال على قيمة المنشأة في أسواق المال؟

ثانياً: الدراسات السابقة في مجال البحث

قدمت الدراسات السابقة في مجال التحفظ المحاسبي والآثار الاقتصادية الناجمة عن تطبيقه، وبخاصة علاقته بتكلفة رأس المال وقيمة المنشأة، نتائج متباينة، توجزها الباحثة فيما يلي:

١- دراسة (Ahmed et al., 2002)

استهدفت الدراسة اختبار دور التحفظ المحاسبي في الحد من تعارض المصالح بين حاملي السندات والمساهمين حول كل من سياسة توزيع الأرباح Dividends policy وخفض تكلفة الديون، وذلك باستخدام مقياس القيمة السوقية ومقياس الاستحقاقات لقياس درجة التحفظ بالتقارير المالية، وقد شملت العينة (٧٠٤) شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٩٣ حتى ١٩٩٨، وقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تواجه تعارضاً شديداً بخصوص سياسة التوزيعات تتجه بشدة نحو استخدام التحفظ

المحاسبي، بالإضافة إلى وجود علاقة ارتباط بين التحفظ المحاسبي وخفض تكلفة الديون بعد الرقابة على المحددات الأخرى لتكلفة الديون.

٢- دراسة (مرعي، ٢٠٠٢)

استهدفت الدراسة تحليل وتقييم ما ورد بالفقه المحاسبي من تفسيرات ومعالجات لسياسة الحيطة والحذر وعلاقتها بتكلفة الديون والالتزامات التعاقدية، وقد قدمت الدراسة ثلاثة مقاييس لاختبار مدى الالتزام بهذه السياسة وتضم مقياس علاقة الأرباح بعائدات الأسهم، مقياس صافي الأصول، ومقياس الأرباح إلى المستحقات، وقد خلصت الدراسة إلى أن تطبيق سياسة الحيطة والحذر تتم بشكل تلقائي في حالات عقود الديون والتعويضات على أساس أنه الوضع الأمثل للعقود وما يتعلق بها من مقاييس للأداء.

٣- دراسة (Watts, 2003 a,b)

تعتبر هذه الدراسة من الدراسات الرائدة التي نادى بالعودة إلى التحفظ المحاسبي، وقد تضمنت جزأين، ناقش الجزء الأول مفسرات استخدام التحفظ في المحاسبة، بينما لخص الجزء الثاني بعض النتائج التطبيقية لاستخدام التحفظ وانتشاره، وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

- يزداد التحفظ المحاسبي في التقرير المالي بمرور الوقت.
- يميل المقرضون إلى تدنية المخاطر وبالتالي خفض الأرباح والتوزيعات.
- تمكين المقرضين من اتخاذ قرارات ائتمانية رشيدة ويزيد من فعالية الرقابة والمتابعة على الوفاء بعقود المديونية.
- أغفلت الجهات التي تعارض التحفظ المنافع الاقتصادية الناجمة عن تطبيقه.

٤- دراسة (Francis et al., 2004)

اختبرت الدراسة العلاقة بين تكلفة حق الملكية ومجموعة من خصائص الأرباح المحاسبية وهي: جودة المستحقات، الاستمرارية، القدرة التنبؤية، تمهيد الدخل، القيمة الملائمة، التوقيت المناسب والتحفظ المحاسبي وذلك لعينة منتقاة من (٣٩١٧) شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٧٥ وحتى ٢٠٠١، وقد استخدمت الدراسة أكثر من مقياس لتكلفة حق الملكية مثل التنبؤ بالتوزيعات، ومضاعف الربحية، وتقدير العائدات المحققة، وقد خلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- وجود علاقة ارتباط إحصائية بين كل خاصية للربح بصفة منفردة ومحور تكلفة حق الملكية باستثناء خاصيتين هما: القدرة التنبؤية والتحفظ المحاسبي.
- تعد جودة الأرباح المحاسبية من أكثر الخصائص المؤثرة على تكلفة حق الملكية.

٥ - دراسة (Qiang, 2007)

حاولت الدراسة اكتشاف العلاقة التبادلية بين كل من التحفظ المشروط وغير المشروط ، وقد انتهت الدراسة إلى أن الالتزامات التعاقدية للشركة تحفزها على اتباع التحفظ المشروط، بينما تؤدي تكاليف التقاضي إلى التمسك بكلا النوعين، كما تتبع الشركة التحفظ غير المشروط لتأجيل الأعباء الضريبية وتجنب التكاليف الخاصة بمخالفة القواعد المحاسبية.

٦ - دراسة (Zhang, 2008)

اختبرت الدراسة المنافع اللاحقة ex-post والمسبقة ex-ante للتحفظ المحاسبي لكل من المقرضين والمقرضين خلال عملية إبرام عقود المديونية لعينة قوامها (٣١٤) شركة أمريكية مسجلة بالبورصة خلال الفترة من عام ١٩٩٩ وحتى ٢٠٠٣، وقد خلصت الدراسة إلى نتيجة هامة مفادها أن التحفظ اللاحق يفيد المقرضين من خلال تقديم إشارات عن وقوع مخاطر الإخفاق Default risk في التوقيت الملائم والتي تظهر من خلال تعجيل مخالفات عقود الاقتراض Accelerated covenant violations، كما يقدم منافع مسبقة للمقرضين عبر خفض معدلات الفوائد.

٧ - دراسة (LaFond and Watts, 2008)

ناقشت الدراسة أثر ظاهرة عدم تماثل المعلومات Information asymmetry بين المديرين والملاك من خارج المنشأة Outside equity investors على انتشار التحفظ بالقوائم المالية، وقد شملت العينة (٢٠٣٨٩) مشاهدة (شركة/سنة) لشركات أمريكية خلال الفترة من ١٩٨٣ وحتى ٢٠٠١، وكانت من أهم نتائج الدراسة ما يلي:

- ارتفاع مطالبات المساهمين نحو زيادة التحفظ عند قياس الربح المحاسبي كوسيلة للحد من مشاكل الوكالة، كما تطالب به الفئات التي ترتبط مع المنشأة بعقود الديون والتعويضات ويعد من أهم آليات الحوكمة.
- معارضة اتجاه مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) لإلغاء التحفظ لأنه سوف يؤدي إلى توسيع فجوة عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين بدلاً من خفضها، كما أنه يخالف أهداف قانون Sarbanes-Oxley (SOX) الصادر عام ٢٠٠٢.
- يقلل تطبيق التحفظ المحاسبي من دوافع الإدارة على التلاعب في الأرباح المحاسبية ومن ثم تخفيض عدم تماثل المعلومات مما ينعكس إيجابياً على قيمة المنشأة وحقوق الملكية.

٨ - دراسة (Gigler et al., 2009)

تناولت الدراسة تحليل أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة عقود الدين، كما قدمت بعض الخصائص الإحصائية والإخبارية للتقارير المحاسبية في ظل مستويات متفاوتة للتحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط، وقد وجدت الدراسة أن عقود الاقتراض المثلى ومعدلات الفوائد على الديون تساق من التوتر

الطبيعي بين أصحاب الديون ومطالبات الملاك، وأن المستويات المثلى للعقود تختلف وفقاً لدرجة التحفظ بالتقارير المالية، وخلصت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يقلل من كفاءة عقود الاقتراض.

٩- دراسة (Chan et al., 2009)

بحثت الدراسة في الآثار الاقتصادية لأبعاد التحفظ المحاسبي، والتي تضم التحفظ المسبق (غير المشروط أو الخاص بقائمة المركز المالي)، والتحفظ اللاحق (المشروط أو الخاص بالأرباح) لعينة منتقاة من (١٠١٢) شركة بريطانية، بخلاف المؤسسات المالية، خلال الفترة من ١٩٨٧ حتى ١٩٩٩، وتوصلت الدراسة إلى ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط معنوية بين التحفظ المسبق وارتفاع جودة المعلومات المحاسبية وانخفاض تكلفة رأس المال.

- يؤدي التحفظ اللاحق إلى انخفاض جودة المعلومات المحاسبية وزيادة تكلفة رأس المال. وفسرت الدراسة ذلك بسبب سوء استخدام المديرين للتحفظ اللاحق في الممارسات الانتهازية لإدارة الأرباح، مما يقلل من استمرارية Persistent الأرباح وقدرتها على التنبؤ.

١٠- دراسة (Garcia Lara et al., 2011)

اختبرت الدراسة مدى العلاقة بين التحفظ المشروط Conditional conservatism وتكلفة حق الملكية لعينة مكونة من (٥٤٣٨٩) مشاهدة (شركة/سنة) لشركات أمريكية خلال الفترة من ١٩٧٥ وحتى ٢٠٠٣، وباستخدام الاختبارات التالية:

- اختبار تسعير الأصول لتحديد ما إذا كانت الشركات الأكثر تحفظاً تحقق عائدات منخفضة.
 - اختبار التكلفة الضمنية لرأس المال لتحليل العلاقة بين التحفظ المشروط وتكلفة حق الملكية.
- وقد أشارت النتائج إلى وجود علاقة عكسية جوهرية بين التحفظ المشروط وتكلفة حق الملكية، وعللت الدراسة ذلك بسبب أن تباين التقرير عن الخسائر مقارنة بالأرباح قد أدى إلى خفض تكلفة حق الملكية نتيجة زيادة دقة التقرير عن الأخبار السيئة وخفض حالة عدم التأكد في المعلومات المحاسبية والحد من التقلبات المستقبلية في أسعار الأسهم.

١١- دراسة (Lee, 2011)

ركزت الدراسة على بحث العلاقة بين التحفظ في التقرير المالي والمرونة المالية للشركات، عند اتخاذ القرارات المالية، وذلك باستخدام عينة مكونة من (٤٣٥٩٨) مشاهدة (شركة/سنة) لشركات أمريكية مسجلة بالبورصة خلال الفترة من ١٩٧١ وحتى ٢٠٠٧ بعد استبعاد المؤسسات المالية وشركات المنافع العامة نظراً لطبيعتها الخاصة، وانتهت الدراسة إلى ما يلي:

- تعاني الشركات التي تستخدم مستويات مرتفعة من التحفظ من انخفاض المرونة المالية عند إدارة السيولة وعند اتخاذ القرارات الخاصة بإصدار حق الملكية أو الديون بالإضافة إلى حساسية اتخاذ قرارات الاستثمار بسبب قيود التمويل وسياسات السداد.
- بالرغم من تمتع الشركات المتحفظة بانخفاض في تكلفة عقود المديونية وتكلفة الوكالة، فإنها تفقد المرونة المالية المطلوبة للحصول على مصادر تمويل في المستقبل، مما يؤثر على جودة القرارات المالية.

١٢- دراسة (Saleh et al., 2012)

بحثت الدراسة في طبيعة العلاقة بين التحفظ وتكلفة رأس المال باستخدام عينة من (٥٠) شركة إيرانية مسجلة بالبورصة خلال الفترة من ٢٠٠٦ وحتى ٢٠٠٩، وباستخدام مقياس التوقيت المتباين للأرباح (AT) Asymetric timeliness profits الذي صاغه (Basu, 1997) ومقياس Market (MTB) To Book value، وقدمت الدراسة أدلة على وجود علاقة إحصائية عكسية قوية بين التحفظ وتكلفة الاستثمار في أسهم عادية وكشف معامل الارتباط عن قوة هذه العلاقة باستخدام مقياس (AT) مقارنة بتطبيق (MTB).

١٣- دراسة (Watts and Zuo, 2012)

ناقشت الدراسة آثار التحفظ المحاسبي على قيمة المنشأة خلال الأزمة المالية العالمية لعينة مكونة من (٢٩٨٣) شركة أمريكية - لا تشمل مؤسسات مالية - خلال الفترة من ٢٠٠٧ وحتى ٢٠٠٩. وقد أظهرت أهم نتائج الدراسة أن الشركات التي اتبعت سياسات متحفظة في التقرير المالي خلال الأزمة المالية العالمية حظيت بانخفاض ضئيل في عائدات الأسهم واستطاعت الإبقاء على حجم استثمارات مرتفعة، كما توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يحسن من المقدرة الائتمانية للشركة ويحد من ممارسات إدارة الأرباح الانتهازية ويعزز من قيمة المنشأة.

١٤- دراسة (Xu et al., 2012)

ناقشت الدراسة طبيعة الدور الذي يلعبه التحفظ المحاسبي لزيادة كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات الصينية، وشملت العينة (١٠٥٣) شركة مسجلة بالبورصة الصينية خلال الفترة من ٢٠٠٣ وحتى ٢٠٠٧. وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ارتباط موجبة بين التحفظ المحاسبي والنفقات الرأسمالية في حالة عدم كفاية رأس المال الداخلي لتحقيق الاستثمارات المرغوبة، كما يحد التحفظ من ظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمساهمين من خارج الشركة ويخفض تكلفة كل من رأس المال والوكالة.

١٥- دراسة (Francis et al., 2013)

سعت الدراسة إلى اختبار وتحديد مدى تأثير التحفظ المحاسبي على قيمة حق الملكية خلال فترة الأزمة المالية العالمية باختيار عينة من (٦٣٢٦) شركة أمريكية مسجلة بالبورصة خلال الفترة من ٢٠٠٧ وحتى ٢٠٠٩. وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة جوهريّة موجبة بين التحفظ وأداء أسهم الشركات خلال فترة الأزمة، كما تجلت قوة العلاقة بين التحفظ وقيمة المنشأة بالنسبة للشركات ضعيفة الالتزام بقواعد الحوكمة أو التي تعاني من ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات.

١٦- دراسة (Artiach and Clarkson, 2013)

اهتمت الدراسة بإبراز الآثار الاقتصادية للتحفظ المحاسبي باختبار العلاقة بين درجة التحفظ وتكلفة حق الملكية لعينة تشمل (٣١٣٨) مشاهدة (شركة/سنة) لشركات أمريكية مسجلة بالبورصة. وقد كشفت النتائج عن وجود علاقة عكسية بين التحفظ وتكلفة حق الملكية، وعن تحقيق الشركات للعديد من المنافع الاقتصادية نتيجة ممارسات التحفظ المحاسبي مما دفع الباحثين إلى خلاصة مفادها أن التحفظ يلعب دوراً محورياً ضمن المبادئ والسياسات المحاسبية بالرغم من الهجوم الشديد الذي يتعرض له من واضعي المعايير المحاسبية.

١٧- دراسة (Chan and Hsu, 2013)

حاولت الدراسة اختبار العلاقة بين الترتيب الهرمي للشركة Corporate pyramids مقاساً بعدد طبقات الملكية Ownership layers وتكلفة الديون، وكذلك تأثير تطبيق التحفظ المحاسبي على تكاليف الوكالة، وذلك لعينة من (٣٠٠٩) مشاهدة (شركة/سنة) لشركات تايوانية خلال الفترة من ٢٠٠١ وحتى ٢٠٠٨. وقد أوضحت نتائج الدراسة عن وجود علاقة طردية بين زيادة عدد طبقات الملكية وتكلفة المديونية، وأن التمسك بالتقرير المتحفظ يخفض من تكلفة رأس المال المقترض Debt capital، وتساعد هذه النتائج على إلقاء الضوء على العلاقة بين الهيكل التنظيمي وجودة التقرير المالي.

١٨- دراسة (Chen and Zhu, 2013)

اختبرت الدراسة أثر تعدد مصادر التمويل (مثل إصدار سندات أو قروض بنكية) بالإضافة إلى تاريخ استحقاق الديون وجودة التقرير المالي على تكلفة الديون لعينة من الشركات الصينية المسجلة و غير المسجلة بالبورصة خلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠٠٧. وتوصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي من أهم سمات التقرير المالي عالي الجودة الذي يخفض من تكلفة الديون طويلة الأجل حتى بالنسبة للشركات الحكومية.

وطبقاً لما انتهت إليه الدراسات السابقة فإنه يتضح للباحثة بعض الدلالات التالية:

- ١- أدت التطورات المتلاحقة في بيئة الأعمال ومتغيرات أسواق رأس المال وانتشار ممارسات إدارة الربحية إلى ظهور ما يعرف بالمفهوم المعاصر للتحفظ المحاسبي، حيث أكدت نتائج العديد من الدراسات على تجنب الشركات الأكثر تحفظاً في التقارير المالية للانهيarts المالية والآثار السلبية التي نتجت عن حدوث الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨.
 - ٢- وجود تباين في نتائج الدراسات السابقة حول الحوافز الاقتصادية الناجمة عن التحفظ المحاسبي ومن أهمها الوفاء بالالتزامات التعاقدية وخفض تكلفة رأس المال وزيادة قيمة المنشأة، كما اقتضرت هذه الدراسات على قياس أثر التحفظ على إما تكلفة الديون أو تكلفة حق الملكية كل على حده.
 - ٣- يفيد التحفظ المحاسبي في مجالات عديدة مثل خفض حالة عدم تماثل المعلومات بين فئات التعاقد المرتبطة بالمنشأة، والحد من إدارة الأرباح الانتهازية، كما يعد أحد آليات الحوكمة.
 - ٤- أجريت غالبية الدراسات في مجال تأثير التحفظ على تكلفة رأس المال في دول متقدمة وبخاصة الولايات المتحدة الأمريكية التي تختلف في سماتها وخصائصها عن البيئة المصرية.
- وتعد هذه الدراسة امتداداً واستكمالاً للأدبيات المحاسبية التي تتناول قضية العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال بشقيه حق الملكية وتكلفة الديون وانعكاسات ذلك على قيمة المنشأة، وتأمل الباحثة أن تساعد نتائج الدراسة على حسم الجدل والنقاش المثار حول المنافع الناجمة عن التمسك بالتحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية.

ثالثاً: هدف البحث

يهدف البحث بصفة أساسية إلى دراسة الاتجاهات المعاصرة بشأن التحفظ المحاسبي بالتقرير المالي، واستكشاف ما يقدمه من منافع إقتصادية مرتبطة بتكلفة رأس المال وتعزيز قيمة الشركة في أسواق المال. ولتحقيق الهدف الذي تصبو إليه الدراسة كان من المهم السعي نحو تحقيق مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

- ١- إلقاء الضوء على الدور الذي يلعبه التحفظ المحاسبي في تحسين جودة التقرير المالي والحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات.
- ٢- استعراض أهم النماذج والمنهجيات التي وردت بالفقه المحاسبي لقياس درجة التحفظ بالتقارير المالية المنشورة وتحديد تكلفة مصادر تمويل الشركات.
- ٣- تبيان مدى العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية لعينة من الشركات المقيمة بالبورصة المصرية وتكلفة رأس المال وانعكاس هذه العلاقة على دعم قيمة المنشأة.

رابعاً: أهمية البحث

تتجسد أهمية البحث في تناوله لقضية بحثية معاصرة على المستويين العلمي والعملي، فمن الناحية العلمية يحاول البحث مساعدة واضعي المعايير المحاسبية والمشرعين على حسم الجدل المثار حول حذف التحفظ المحاسبي من الإطار المفاهيمي لمعايير التقرير المالي، أما من الناحية العملية يسعى البحث إلى فهم ودراسة المنافع الاقتصادية الناجمة عن التحفظ وبالأخص تكلفة رأس المال وأثر هذه العلاقة على قيمة المنشأة في أسواق المال. كما يختبر البحث أثر التحفظ بالقوائم المالية على قيمة المنشأة بعد الأحداث السياسية والاقتصادية التي شهدتها البلاد عام ٢٠١١، وأدت إلى هبوط المؤشرات الرئيسية للبورصة المصرية وهو ما لم تتناوله الدراسات السابقة في مجال البحث.

خامساً: فروض البحث

تستهدف الدراسة اختبار مجموعة مترابطة من الفروض المتعلقة بمشكلة البحث واتساقاً مع أهدافه ومنهجه وقد تم صياغتها على النحو التالي:

الفرض الأول: يوجد علاقة ارتباط معنوية عكسية بين درجة التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال.

الفرض الثاني: يوجد علاقة ارتباط معنوية طردية بين درجة التحفظ المحاسبي وقيمة المنشأة.

الفرض الثالث: توجد فروق معنوية بين قيمة المنشآت الملتزمة بتطبيق التحفظ المحاسبي قبل وبعد عام ٢٠١١.

الفرض الرابع: توجد فروق معنوية بين درجة التحفظ المحاسبي في شركات القطاع الخاص مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام.

سادساً: حدود البحث

١- تم استبعاد المؤسسات المالية من شركات العينة بسبب اتباعها لقواعد وممارسات محاسبية خاصة بهذا القطاع، بالإضافة لمقررات لجنة بازل.

٢- تقتصر شركات العينة على الشركات المدرجة بالبورصة المصرية خلال الفترة التي تلت إصدار معايير المحاسبة المصرية وأضحت ملزمة للشركات المصرية خلال الأعوام من ٢٠٠٨ حتى ٢٠١٠، كما تشمل الفترة بعد الأحداث السياسية والاقتصادية التي تعرضت لها البلاد وأثرت سلبياً على أداء البورصة خلال عامي ٢٠١١-٢٠١٢.

٣- يخرج عن مجال البحث قياس بعض الآثار الاقتصادية نتيجة التحفظ مثل الحماية من مخاطر الإفلاس والمحافظة على السيولة وزيادة كفاءة القرارات الاستثمارية.

سابعاً: منهج البحث

تحقيقاً لهدف البحث سوف تنتهج الباحثة المنهج الاستقرائي الذي يركز على استعراض وتقييم الأدبيات المحاسبية في مجال التحفظ المحاسبي، بهدف الاستفادة من المساهمات العلمية التي قدمتها وصياغة الإطار النظري للبحث، كما تستخدم الباحثة المنهج الاستنباطي لاستكشاف طبيعة العلاقة التي تربط بين التحفظ وتكلفة مصادر التمويل من جهة وقيمة المنشأة من جهة أخرى، والتأثيرات المتبادلة بينهم بهدف صياغة فروض البحث وتطوير النموذج المستخدم في الدراسة التطبيقية والتوصل إلى نتائج تحقق هدف البحث.

ثامناً: خطة البحث

لتحقيق هدف البحث والإجابة على التساؤلات البحثية تم تقسيم الجزء التالي من البحث إلى الأقسام التالية:

القسم الأول: مفهوم التحفظ في الفكر والتطبيق المحاسبي

القسم الثاني: الإطار الفكري لتكلفة رأس المال

القسم الثالث: دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال

القسم الرابع: الدراسة التطبيقية واختبارات الفروض

القسم الخامس: النتائج والتوصيات

القسم الأول: مفهوم التحفظ في الفكر والتطبيق المحاسبي**١/١ مفهوم التحفظ المحاسبي وأنواعه**

يمثل مصطلح التحفظ المحاسبي تطوراً لمبدأ الحيطة والحذر Prudence الذي نال قبولا واسعاً لدى المحاسبين لعدة قرون، وكان موجهاً نحو التأثير على قائمة الدخل، ويقضي بأخذ جميع الخسائر والأعباء المحتملة في الحسبان وتأجيل الاعتراف بالأرباح أو الإيرادات لحين تحققها بالفعل، ومازال هذا المبدأ مثيراً للجدل حتى الآن بسبب أثره المباشر وغير المباشر على صدق وشفافية القوائم المالية، هذا ولا يوجد تعريف متفق عليه في الفقه المحاسبي لمفهوم التحفظ بالرغم من الدور المحوري الذي يلعبه ضمن النظرية والتطبيق المحاسبي (Guay and Verrecchia, 2007).

وقد عرفه (Basu, 1997) بأنه ميل المحاسبين إلى المطالبة بدرجة عالية من التحقق Verification للاعتراف بالأخبار السارة مثل الأرباح مقارنة بالأخبار غير السارة مثل الخسائر بالقوائم المالية. كما أشار (Givoly and Hayn, 2000) للتحفظ بأنه اختيار المبادئ المحاسبية التي تخفض من قيمة صافي الدخل بتأخير الاعتراف بالإيرادات وتعجيل الاعتراف بالمصروفات.

بينما أوضح (Watts, 2003) أن مبدأ التحفظ المحاسبي يأخذ في الحسبان الانخفاض المتوقع في الدخل أو الأصول قبل تحققها، ويؤجل الاعتراف بحدوث الزيادة في هذين العنصرين لحين التأكد من تحققها. وأضاف (Beaver and Ryan, 2005) أن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى خفض القيمة الدفترية للأصول بالنسبة إلى قيمتها السوقية بسبب وجود شهرة غير معلنة للشركة. كما عرفه البعض (Ismail and Elbolok, 2011 ; Saleh et al., 2012) من خلال تسليط الضوء على نوعين رئيسيين هما:

- التحفظ المشروط Conditional conservatism: ويعني تطبيق الطرق والسياسات المحاسبية التي تعترف بأثر الأخبار السيئة على الأرباح بصفة دورية، لذلك سمي بالتحفظ اللاحق ex-post أو المعتمد على الأخبار News dependent مثل طريقة السوق أو التكلفة أيهما أقل لتقييم المخزون السلعي وطريقة معالجة الانخفاض في قيم الأصول الملموسة وغير الملموسة حال ظهور مؤشرات دالة على ذلك.

- التحفظ غير المشروط Unconditional conservatism: ويعني اختيار الإدارة لتطبيق الطرق والسياسات المحاسبية التي تخفض من الأرباح ومن القيمة الدفترية لصافي الأصول من البداية وبمعزل عن الأخبار الاقتصادية المتاحة، لذلك سمي بالتحفظ المسبق ex-ante مثل الاعتراف الفوري بنفقات البحوث والتطوير كمصروف إيرادي وعدم رسملتها، واستخدام طريقة الإهلاك المعجل بدلاً من القسط الثابت لإهلاك الأصول.

وترى الباحثة أن التحفظ المحاسبي يمثل اختيار الطرق والسياسات المحاسبية التي أتاحتها المعايير المحاسبية للتقرير عن القيم الأقل للأصول والإيرادات والقيم الأعلى للالتزامات والمصروفات مما ينتج عنه انخفاض صافي القيمة الدفترية لحق الملكية عن القيمة السوقية، وهذا لا يعني إظهار قيمة الأصول بأقل من قيمتها الفعلية ولكن تقديرها بأقل قيمة ممكنة. ويوجد اتجاه حديث نحو التعمق في الجانب التطبيقي للتحفظ المحاسبي وقياس أثره على أسواق المال وعائدات الأسهم ودراسة الآثار الاقتصادية الناجمة عن تطبيقه.

٢/١ مسببات التوجه نحو التحفظ المحاسبي

١/٢/١ التحفظ المحاسبي في إطار المعايير المحاسبية

تضمن المشروع المشترك بين (FASB) و (IASB) لتطوير معايير التقارير المالية معارضة صريحة للتحفظ المحاسبي (IASB, 2008)، مما حدا بمجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB, 2010) إلى حذفه من الإطار المفاهيمي لإعداد وعرض القوائم المالية بدعوى أنه خاصية غير مرغوب في توافرها بالمعلومات المدرجة بالقوائم المالية، نظرًا لتعارضه مع خاصية الحياد وما يحدثه من عدم تماثل المعلومات بين المستثمرين في المنشأة. وعلى صعيد آخر يرى (Hellman, 2008) أنه مازال هناك توجه لدى واضعي المعايير المحاسبية نحو التمسك بالتحفظ المحاسبي بالرغم

من التوسع في تطبيق محاسبة القيمة العادلة في القياس المحاسبي، باستثناء توجه المعالجات المحاسبية في بعض المعايير نحو التحفظ المؤقت الذي يسمح بتدنية قيمة صافي الأصول وتكون احتياطات سرية يمكن استرجاعها Reversed مستقبلاً بدلاً من التحفظ الدائم الذي يتيح الانخفاض المستمر في قيمة صافي الأصول، وذلك بهدف الحد من عملية ترحيل الربح بين الفترات المالية.

ويتجلى التمسك بالتحفظ المحاسبي في العديد من معايير المحاسبة الدولية مثل المعيار الدولي رقم (٣٨) والمعيار المصري رقم (٢٣) المتوافق معه بعنوان "الأصول غير الملموسة" (معايير المحاسبة المصرية، وزارة الاستثمار، ٢٠٠٦) والذي تضمن عدم الاعتراف بالشهرة المتولدة داخلياً لإنتاج منافع مستقبلية وتسجيلها كمصروف فور حدوثها (تحفظ دائم) أو رسملتها إذا نتجت عن صفقة استحواذ على منشأة أخرى، كما تضمن معيار التقرير الدولي (IFRS) رقم (٣) بعنوان "اندماج منشآت الأعمال" حذف إهلاك Amortization الشهرة، واستبدالها بالاعتراف بالاضمحلال في قيمتها Impairment عند ظهور مؤشرات دالة علي ارتفاع القيمة الدفترية للأصل (أو مجموعة الأصول) المسبب للشهرة عن قيمته القابلة للاسترداد (تحفظ مؤقت).

كما انتهت دراسة (عوض، ٢٠١٠) إلى عدم زيادة مستوى التحفظ في التقارير المالية للشركات المصرية بعد إصدار المعايير المصرية بسبب حداثة تطبيق هذه المعايير، وبعدم تأثير التحفظ على خض القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، وتتوقع الباحثة أن يؤدي تطبيق المعايير إلى زيادة التحفظ خلال السنوات القادمة.

٢/٢/١ التحفظ كأحد آليات الحوكمة

يزداد التوجه نحو التقرير المالي المتحفظ في الشركات ضعيفة الالتزام بقواعد الحوكمة (Francis et al., 2013) حيث يحد 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 وجدت دراسة (كساب، ٢٠١١) علاقة إيجابية طردية بين نسبة الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين ودرجة التحفظ المحاسبي بالتقرير المالي، وأكدت دراسات (عبيد، ٢٠١٠) (Ramalingegowda and Yu, 2012) أن زيادة نسبة الملكية المؤسسية في هيكل ملكية الشركات يؤدي إلى زيادة درجة التحفظ المحاسبي نظراً للدور الذي تؤديه هذه المؤسسات ضمن حوكمة الشركات وفي الرقابة على سلوك الإدارة التنفيذية.

وتعتقد الباحثة أن التحفظ المحاسبي يمثل أحد الآليات البديلة لحوكمة الشركات التي تسعى إلى حماية و ضمان حقوق المستثمرين والفئات ذات المصلحة.

٣/٢/١ ظاهرة عدم تماثل المعلومات

ناقش (LaFond and Watts, 2008) أن عدم تماثل المعلومات بين الفئات الداخلية والمستثمرين الخارجيين يزيد من حوافز وقدرات الإدارة على التلاعب بالأرقام المحاسبية Manipulate accounting numbers ويساعد التحفظ على التقليل من الفجوة المعلوماتية التي يحدثها تباين المعلومات المحاسبية. وفي نفس الاتجاه أكد (Kim et al., 2013) أن عدم تماثل المعلومات بين مصدري حق الملكية والمستثمرين المرتقبين في أسواق المال وقت الطرح الموسمي للأسهم Seasoned Equity Offerings (SEOs) ينعكس في صورة رد فعل سلبي ممتلئاً في تدهور دائم في سعر إصدار السهم. ويكمن الدافع وراء ذلك في تحوط المستثمرين الجدد ضد مخاطر إخفاء الإدارة لمعلومات متميزة Superior information لصالح المساهمين الحاليين على حسابهم. ويخفف التحفظ المحاسبي من التداعيات السلبية لعدم تماثل المعلومات بمساعدة المستثمرين على مراقبة الإدارة والحد من عملية حجب المعلومات.

ويؤدي عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك إلى زيادة تكلفة حق الملكية بسبب مطالبة المساهمين بتحقيق عائد مرتفع لتعويضهم عن المخاطر الناتجة عن نقص المعلومات المتاحة لهم، ويساعد التحفظ المحاسبي على خفض ظاهرة عدم التماثل وبالتالي تكلفة رأس المال مما يؤدي تبعاً إلى زيادة قيمة المنشأة. ويرى (Guay and Verrecchia, 2007) أن الإفصاح المحاسبي يزيد من حجم تداول الأسهم ودقة تنبؤات المحللين مما يؤثر على خفض تكلفة حق الملكية.

وترى الباحثة أن الاعتراف بالأخبار غير السارة في الوقت الملائم وعدم حجبها يرسل إشارات تحذيرية للمساهمين بما يمكنهم من زيادة الرقابة على الإدارة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية المناسبة أو تغيير الإدارة للمحافظة على قيمة المنشأة.

٤/٢/١ خفض المخاطر خلال الأزمة المالية العالمية

تمثل الديون Debts أهم مصادر التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية وقد أفرزت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، والتي سميت بأزمة الائتمان "Credit Crunch"، نموذجاً فريداً لأثر التحفظ المحاسبي على تقييم الشركات حيث أوضح (Campello et al., 2012) أن انهيار البنوك والمؤسسات المالية قد انعكس سلبياً على قدرة الشركات على الاقتراض أو تمويل الاستثمارات. وأكدت دراسات (Watts and Zuo, 2012 ; Francis et al., 2013) أن الشركات الأكثر تحفظاً عند إعداد التقارير المالية، خلال فترة الأزمة، قد حظيت بمقدرة ائتمانية مرتفعة وتمكنت من تنفيذ استثمارات جديدة ولم تعاني من انخفاض أي من عوائد الأسهم أو قيمة المنشأة.

وفي ضوء ما سبق ترى الباحثة أن أهم الاتجاهات المعاصرة التي دعت إلى تطوير مبدأ الحيطة والحذر تتمثل في سعي التحفظ المحاسبي إلى زيادة قيمة المنشأة بدلاً من التركيز على الوفاء

بالالتزامات التعاقدية، وتحقيق وفورات ضريبية، والتأثير على قائمتي الدخل والمركز المالي بدلاً من الاقتصاد على عناصر الربح المحاسبي، بالإضافة إلى ظهور مفهوم التحفظ المشروط بالمعايير المحاسبية الدولية والمصرية، والذي يؤجل الاعتراف باضمحلال قيمة الأصول لحين وصول أخبار دالة على ذلك، وفي توقيت إعداد القوائم المالية. علاوة على ذلك فقد ترتب على صدور قواعد حوكمة الشركات زيادة الاهتمام بالتقرير المالي المتحفظ للحد من قدرة الإدارة على ممارسة أساليب إدارة الربحية.

٣/١ نماذج قياس التحفظ المحاسبي في التقرير المالي

اعتمدت الدراسات المحاسبية المعاصرة في مجال أسواق المال على العديد من النماذج والمنهجيات لقياس التحفظ في القوائم المالية، وسوف نتعرض الباحثة للنماذج الأكثر شيوعاً واستخداماً في التطبيق المحاسبي مصنفة في ثلاث منهجيات كما يلي:

١- نماذج تركز على الأرباح وعائدات الأسهم

تستند هذه النماذج إلى العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعائدات الأسهم Earnings-to-stock returns وتتضمن مقياسين هما:

أ- نموذج التوقيت غير المتماثل لقياس مكونات الربح

يعد (Basu, 1997) أول من قدم هذا النموذج الذي يعتمد على سرعة استجابة الربح المحاسبي للأخبار غير السارة مقارنة بالأخبار السارة تجريبياً*، واختبار التوقيت المناسب والتوقيت غير المتماثل (التحفظ المحاسبي) من الأرباح تجريبياً. وقد صاغ (Basu) معادلة انحدار تتضمن الربح المحاسبي كمتغير تابع وعوائد الأسهم كمتغيرات مستقلة مع اعتبار العوائد الموجبة للأسهم كبديل للأخبار السارة والسالبة كبديل للأخبار غير السارة، وكلما زادت درجة التباين في الاعتراف، كلما تدنت Understatement قيمة صافي الأصول. وقد استخدمت العديد من الدراسات هذا النموذج مثل: (Ismail and Elbolok, 2011 ; Givoly et al., 2007 ; Watts and Zuo, 2012).

ب- نموذج درجة التحفظ C-score

اقترحت دراسة (Khan and Watts, 2009) تعديل نموذج Basu بإضافة بعض خصائص الشركات مثل الحجم، سعر السوق إلى التكلفة (MTB) والرافعة المالية ليتمكن استخدامه عند قياس التحفظ على مستوى المشاهدة (لشركة/سنة)، كما يسعى C-score إلى التغلب على مشكلة تباين النتائج عند قياس التحفظ الشرطي للشركات لسلسلة زمنية طويلة وفي التحليل

* في إطار التحفظ المحاسبي ستكون الأرباح لديها حساسية أعلى للأخبار السيئة مقارنة بالأخبار السارة، ونتيجة لذلك فمن المتوقع أن تكون الأرباح أكثر ارتباطاً مع تحركات أسعار الأسهم في الفترات التي تتسم بالأخبار السيئة عنها في الفترات التي تتسم بالأخبار السارة.

القطاعي Cross-sectional، وقد طبقت بعض الدراسات هذا النموذج مثل (Chan and Hsu, 2013 ; Francis et al., 2013; Kim et al., 2013).

٢- نموذج يستند إلى القيمة السوقية لحق الملكية

يستند هذا النموذج إلى أن الأثر المتجمع للتحفظ المحاسبي يتضح عند زيادة نسبة القيمة السوقية لحق الملكية إلى قيمته الدفترية (MTB) عن الواحد الصحيح، وتعتبر دراسة (Beaver and Ryan, 2000) أول من استخدم هذه النسبة، كما فسر هذه النتيجة بسبب عدم الاعتراف ببعض الأصول أو تقييمها بأقل من قيمتها الفعلية نتيجة تطبيق السياسات المتحفظة، بالإضافة إلى تحيز الاعتراف المحاسبي بالمكاسب وتأخره فيما يخص الخسائر. ويعد اتجاه نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية نحو الارتفاع مؤشراً على زيادة درجة التحفظ، بينما يدل انخفاض هذه النسبة إلى تدني درجة التحفظ بالقوائم المالية، وقد استخدمت العديد من الدراسات هذا النموذج ومنها على سبيل المثال (Roychowdhury and Watts, 2007 ; Beatty et al., 2008 ; Artiach and Clarkson, 2013).

٣- نموذج يعتمد على الاستحقاقات

قدمت دراسة (Givoly and Hayn, 2000) مقياساً للتحفظ يعتمد على الاستحقاقات Accrual-based حيث يؤدي التحفظ إلى انخفاض الربح المحاسبي على أساس الاستحقاق عن صافي التدفقات الناتجة عن العمليات التشغيلية بفائضة التدفقات النقدية بسبب خفض التحفظ المحاسبي للأرباح المتراكمة عبر السنوات المالية. ويشير استمرار ظهور الاستحقاقات السالبة Negative accruals لفترة زمنية طويلة إلى اتباع سياسات متحفظة تؤدي إلى خفض الأرباح المعلنة، بينما تظل التدفقات النقدية مستمرة بسبب وجود أرباح جيدة غير معترف بها، وقد استخدم هذا النموذج بعض الدراسات مثل (Ahmed et al., 2002 ; Xu et al., 2012; Gao, 2013).

هذا وتفضل الباحثة استخدام نموذج القيمة السوقية لحق الملكية عند قياس درجة التحفظ

المحاسبي لشيوع استخدامه في العديد من الدراسات السابقة، بالإضافة إلى الأسباب التالية:

- قابلية النموذج للتطبيق العملي وتوافر البيانات الخاصة بكل من القيمة الدفترية لحق الملكية بالقوائم المالية المنشورة (وتتضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحجوزة بعد استبعاد أسهم الخزينة) والقيمة السوقية (عدد الأسهم المتداولة مضروباً في سعر إقبال السهم في نهاية العام).
- تعكس مكونات النموذج التحيز المحاسبي عند الاعتراف بالمكاسب والخسائر ومدى الاستمرارية Persistently في انخفاض القيمة الدفترية عن القيمة السوقية.
- يستند نموذج Basu على فرضية كفاءة سوق المال، حيث يفترض أن تجسد أسعار الأسهم الأخبار السارة وغير السارة، الأمر الذي قد لا يتوافر في الأسواق المالية الناشئة مثل السوق المصرية.

- سوف تستفيد الباحثة أيضاً من المتغيرات الرقابية الواردة في نموذج التحفظ C-score عند صياغة النموذج المستخدم في الدراسة التطبيقية.

القسم الثاني: الإطار الفكري لتكلفة رأس المال

يحظى مفهوم تكلفة رأس المال بأهمية كبيرة في الأدب المحاسبي والممارسة العملية باعتباره من العناصر الرئيسية لنجاح الشركة واستمرارها بالسوق ولتقييم جودة القرارات الاستثمارية في ظل كثرة متغيرات أسواق المال وحدوث تطورات سريعة في بيئة الأعمال، ويضم هيكل التمويل مصادر داخلية مثل رأس المال والاحتياطات والأرباح المحجوزة، ومصادر خارجية تعتمد على الديون والقروض طويلة الأجل، ويعرف الحد الأدنى للعائد الذي يقبله كل من المساهمين والمقرضين بتكلفة رأس المال وهو ما سوف تتم مناقشته في هذا القسم من الدراسة.

١/٢ مفهوم وأهمية تكلفة رأس المال

عرف (Apergis et al., 2012) تكلفة رأس المال بأنها المعدل الذي ينبغي تحقيقه من استخدام الأصول المملوكة للمنشأة والممولة عن طريق المساهمين أو الدائنين، وفي نفس الاتجاه وضح (Saleh et al., 2012) تكلفة رأس المال بأنها الحد الأدنى المرغوب تحقيقه من استثمار الأموال المتاحة للمنشأة حتى لا تتخفف قيمتها. كما عرفها (Gray et al., 2009) من زاوية منهجية قياسها بأنها متوسط تكلفة جميع مصادر التمويل المستخدمة بالمنشأة مرجحة بنسبة كل مصدر في إجمالي هيكل التمويل، بينما أضاف (Brealey et al., 2014) بعداً اقتصادياً لهذه التكلفة عندما وضح أنها العائد المتوقع على محفظة الأوراق المالية للشركة Portfolio of securities، أو تكلفة الفرصة المضاعة على رأس المال بسبب الاستثمار في أصول الشركة.

مما سبق ترى الباحثة أهمية التمييز بين تكلفة رأس المال من وجهة نظر المستثمر المرتقب وتمثل الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول لكل من المساهمين والدائنين لاستثمار أموالهم في المنشأة، وعادة ما يتأثر بسعر الفائدة السائد في السوق ويختلف من شركة لأخرى، وتتبع أهميته من كونه يمثل أساس المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة، ووجهة نظر الشركة التي تستخدمها لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بالمشروعات المستقبلية، بحيث أنه إذا تولد عن المشروع عائد يقل عن تكلفة الأموال المستثمرة فيه فإنه لابد من رفضه حتى لا يؤثر سلباً على ثروة المساهمين ويؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة، كما تمثل تكلفة رأس المال مؤشراً هاماً لقياس وتقييم قدرة المنشأة على تخصيص الموارد المحدودة بين الاستثمارات المتاحة.

٢/٢ مكونات تكلفة رأس المال

ترجع أهمية تكلفة رأس المال إلى تأثيرها المباشر على تعظيم قيمة المنشأة كما يترتب عليها العديد من القرارات المالية التي تتخذها الإدارة مثل استخدامها عند حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية كأساس للمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية المتاحة. ويضم هيكل مصادر التمويل المستخدمة بالمنشأة مزيجاً من حقوق الملكية مثل الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحجوزة بالإضافة إلى الاقتراض طويل المدى، وتتأثر تكلفة رأس المال بمزيج الهيكل من الأموال المملوكة والمقترضة ونسبة كل عنصر منها (Lumby and Jones, 2003)، ولكل مصدر تكلفته ومخاطره الخاصة، ويشير هيكل التمويل الأمثل إلى خفض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى وتشمل شقين أساسيين هما:

١/٢/٢ تكلفة حق الملكية Cost of equity capital

يمكن التعبير عنها بمعدل العائد الذي يرغب المساهمين في الحصول عليه جراء استثماراتهم بالشركة، ويضم عائد توزيعات الأرباح على الأسهم العادية بينما تحصل الأسهم الممتازة على نسبة ثابتة من التوزيعات dividends تدفع بصفة دورية ووفقاً لنوع السهم مجمع الأرباح Cumulative أو غير المجمع Non-cumulative، وتحسب تكلفة السهم الممتاز بالمعادلة التالية (Ross et al., 2014):

$$R_p = D / P_0$$

حيث:

 R_p تكلفة الأسهم الممتازة D التوزيعات الثابتة للأرباح P_0 السعر السوقي للسهم الممتاز

كما يرى (Li, 2010) أفضلية لتحديد تكلفة حق الملكية على أساس العائد المتوقع Expected return على الاستثمارات في ضوء مستوى المخاطر الحالية وباستخدام نماذج القياس شائعة الاستخدام كما سوف يرد لاحقاً بالدراسة.

٢/٢/٢ تكلفة الأموال المقترضة Cost of debts

عرفها معيار المحاسبة المصري رقم (١٤) بعنوان "تكلفة الاقتراض" الصادر عام ٢٠٠٦ بأنها "الفوائد والتكاليف الأخرى التي تتكبدها المنشأة نتيجة لاقتراض الأموال"، ويقصد بالتكاليف الأخرى استهلاك الخصم أو العالوة الخاصة بالاقتراض وأي رسوم أخرى، وكذلك فروق العملة عند الاقتراض بالعملة الأجنبية، وقد أتاح المعيار تحميل تكلفة الاقتراض على الفترة المالية التي حدثت فيها التكلفة، أو رسملتها إذا ارتبطت بحيازة أو إنشاء الأصول. بينما يرى (Gray et al., 2009) أن تكلفة الاقتراض

طويل الأجل (سندات أو قروض) هي معدل الفائدة الفعلي الذي تدفعه المنشأة للمستثمر أو المقرض بعد تعديله بمقدار الوفورات الضريبية.

ويزداد الإفصاح المحاسبي في الشركات التي ترتفع فيها نسبة الديون ضمن الهيكل التمويلي ووفقاً لعقود الديون Debt covenant التي تفرض قيوداً معينة على الشركة لحماية أموال المقرضين، مثل وضع حدود لسياسات توزيع الأرباح، الحفاظ على حد أدنى لرأس المال العامل ووضع حدود عليا لبعض المؤشرات المالية مثل نسبة المديونية، وذلك بهدف حماية مصالح المقرضين وعدم تخفيض قيمة صافي الأصول، بالإضافة إلى استمرار قدرة المنشأة على تحقيق تدفقات نقدية موجبة (Ross et al., 2014).

٣/٢ تحليل نماذج قياس تكلفة رأس المال

لقد قدم الفقه المحاسبي العديد من المقاييس والمنهجيات الخاصة بقياس وتقييم تكلفة مصادر التمويل من حق الملكية والديون، حيث تختلف سمات ومخاطر كل مصدر منها، وسوف تستعرض الباحثة في الجزء التالي من البحث النماذج الأكثر شيوعاً في الاستخدام بالأدبيات المحاسبية السابقة.

١/٣/٢ نماذج تحديد تكلفة حق الملكية

تعتمد هذه النماذج على منهجين رئيسيين لقياس التكلفة حيث يستند المنهج الأول إلى التقدير المسبق ex-ante لهذه التكلفة استناداً إلى توقعات المحللين الماليين للأرباح، بينما يركز المنهج الثاني على عوائد الأسهم Stock returns، وتتمثل أهم هذه النماذج فيما يلي:

١ - نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) Capital Asset Pricing Model

يعتمد هذا النموذج على توازن العلاقة بين العائد والمخاطرة ويهدف لحساب الحد الأدنى للعائد المتوقع تحقيقه على الأموال المستثمرة لتعويض المساهم عن المخاطر المنتظمة Systematic risks وهي المخاطر العامة التي قد يتعرض لها العائد المتوقع (Francis et al., 2004) وتقاس بمعامل بيتا Beta ويعني مدى حساسية التقلبات في عائد الأسهم منسوباً إلى عائد محفظة السوق (أي الرقم القياسي لأسعار الأسهم). ويتم قياس العائد باستخدام معادلة الانحدار التالية (Lumby and Jones, 2003):

$$R_E = R_F + \beta_E (R_m - R_F)$$

حيث:

R_E العائد المتوقع على أسهم الشركة

R_F معدل الفائدة خالي المخاطر Risk free rate ويعني استثمار الأموال في مجال لا يتعرض للمخاطر مثل عائد الأوراق المالية الحكومية محددة تاريخ الاستحقاق مثل أدون وسندات الخزنة.

β_E معامل بيتا لأسهم الشركة E (وهي علاوة المخاطر Risk premium التي تقاس بالفرق بين عائد السوق والعائد خالي المخاطر)

R_m العوائد السوقية المتوقعة للأسهم

ويعاب على هذا النموذج أنه يقصر الاختلافات في تكلفة حق الملكية بين الشركات على الاختلاف في معامل بيتا، ويتجاهل تأثير باقي عناصر المخاطرة مثل مخاطر التقدير مما يقلل من ملائمته لقياس التكلفة.

٢- نموذج Fama-French (F&F)

يفترض هذا النموذج أن معدل العائد المتوقع يعتمد على ثلاثة عناصر للمخاطرة هي العائد السوقي وحجم الشركة ومعدل القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، ويتم التعبير عن مضمون هذا النموذج بالمعادلة التالية (Fama and French, 1996):

$$r_t = R_{Ft} + \beta_1 (R_m - R_F)_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t$$

حيث تمثل r_t العائد المتوقع على الأسهم في الفترة t ، $(R_m - R_F)_t$ تعبر عن العائد السوقي للفترة t ، أما SMB فتدل على حجم الشركة في الفترة t ، HML القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية في الفترة t . وقد استخدم هذا النموذج العديد من الدراسات التطبيقية كما هو أو بعد تعديله بإضافة بعض المتغيرات الممثلة للمخاطر السوقية المؤثرة على عوائد الأسهم (For example: Botosan et al., 2011; Armstrong et al., 2011).

٣- نماذج تعتمد على الأرباح المحاسبية Earning-based Models

أ- نموذج السعر إلى الربحية (P/E) Price-to-Earnings

يعد (Easton, 2004) أول من قدم هذا المقياس، ويربط بين سعر الإقبال للسهم وإجمالي ربحية السهم Earning Per Share (EPS) المتوقعة، باعتبار أن ارتفاع هذا المعدل يشير إلى انخفاض تكلفة رأس المال، حيث يرغب المستثمر في دفع المزيد من الأموال مقابل الجنيه من الأرباح، ويمكن تمثيل هذه العلاقة بالنموذج التالي:

$$rPEG = \sqrt{\frac{(E(eps_2) - (eps_1))}{P_0}}$$

حيث:

$rPEG$ نموذج نمو السعر إلى الربحية

$E(eps_t)$ تنبؤات المحلل المالي لنصيب السهم من الربح للفترة t

P_0 السعر الحالي للسهم

ب- نموذج معدل العائد المحقق Realized Rate Of Return Model

يهتم هذا النموذج بالعوائد المحققة لاحقاً ex-post باعتبارها مؤشراً غير متحيز لتكلفة حق الملكية، بفرض توافر سوق مالية كفاء، ولو بصورة متوسطة (وتعني أن القيمة السوقية للسهم تساوي قيمته العادلة) ويتم حسابه كمتوسط للعوائد الشهرية ولمدة عام مالي حيث يكون معبراً عن العائد السوقي المطلوب وبخاصة لو تم حسابه لعينة كبيرة من الشركات، مع استبعاد المشاهدات الخاصة بقيم سلبية للعائد (Gebhardt et al., 2001).

وقد طبقت العديد من الدراسات التطبيقية نماذج الأرباح المحاسبية لقياس تكلفة حق الملكية (Francis et al., 2004 ; Artiach and Clarkson, 2013)، وعادة ما يستبعد المعدل (P/E) السالب (شركة/سنة) لصعوبة تفسيره، مما يؤدي إلى نقصان في المعدل لبعض الشركات غير الربحية.

٢/٣/٢ قياس تكلفة الديون

يعتمد قياس تكلفة الديون على تحديد معدل الفائدة المطلوب في الأسواق المالية مقابل الاقتراض طويل الأجل مثل القروض من البنوك وغيرها، والتي تعد من الديون غير المتداولة بالبورصة Unquoted، أو إصدار قرض السندات Bonds وهو من الديون القابلة للتداول quoted وقليل الاستخدام في سوق المال المصري. كما استخدمت دراسة (Ahmed et al., 2002) معدل فائدة الاقتراض Debt rating المحدد من قبل مؤسسة Standard and Poor's (S&P) العالمية كبديل Proxy لتقييم تكلفة الديون، حيث يوجد علاقة بين المدفوعات النهائية لالتزام الدين والفوائد مع المعدلات المنشورة من قبل هذه المؤسسة، كما تستخدم القيمة السوقية لقرض السندات عند حساب الفوائد والتي عادة ما تزيد عن القيمة الدفترية.

وعادة ما يعلن البنك المركزي عن سعر محدد للفائدة على الأموال المقترضة من البنوك، وكذلك الديون طويلة الأجل الخاصة بالدائنين، كما يمكن قياسها بمعلومية تكلفة الديون المتداولة ذات المخاطر المماثلة (Lumby and Jones, 2003) باعتبار أن الأوراق المالية المتشابهة من حيث المخاطر تدر عوائد مماثلة، وقد قامت بعض الدراسات السابقة بقياس تكلفة الديون كمتوسط لمعدل (مصرف) الفوائد المدفوعة منسوبة إلى الالتزامات طويلة الأجل (المتداولة وغير المتداولة بالبورصة) (For example: Zhang, 2008 ; Beatty et al., 2008 ; Chan and Hsu, 2013).

٣/٣/٢ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

يتمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال Weighted Average Cost of Capital (WACC) في معدل العائد الذي يجب أن تحققه الشركة على الأموال المستثمرة في الأصول للحفاظ على قيمة الأسهم، كما يستخدم لتقييم قدرة الشركة على استثمار أموالها (Apergis et al., 2012). ويتم حسابه بقياس تكلفة كل عنصر من مكونات رأس المال على حدة ثم ترجيح هذه التكلفة بنسبة العنصر في هيكل

تمويل الشركة (Ross et al., 2014) مع مراعاة خصم الوفورات الضريبية نتيجة خصم تكاليف الاقتراض من الوعاء الضريبي وفقاً لقانون الضرائب على الدخل المصري رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ (قانون الضرائب رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥).

في ضوء ما سبق يمكن القول بأن الأدبيات المحاسبية قدمت العديد من النماذج والمنهجيات التي يمكن استخدامها لقياس تكلفة مكونات رأس المال مما يؤدي إلى اختلاف النتائج التي تحققها، إلا أنها اتفقت على أنها تمثل الحد الأدنى للعائد المقبول للمستثمرين في المنشأة وأهمية تضمينها لتكلفة عناصر رأس المال المرجحة بنسبة كل عنصر في هيكل تمويل الشركة، وسوف تتناول الباحثة في الجزء التالي من البحث تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال وتأثيرها على قيمة المنشأة.

القسم الثالث: دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال

تعتمد قدرة المنشأة على خفض تكلفة رأس المال وزيادة ثروة المساهمين على تقليل مخاطر الاستثمار Investment risk، والتي تعد مخاطر المعلومات من أهم مكوناتها، وتمثل القوائم المالية التي تحتوي على معلومات محاسبية منخفضة الجودة أحد المصادر الرئيسية لهذه المخاطر (Saleh et al., 2012)، ويساعد زيادة مستوى التحفظ وتقديم معلومات محاسبية عالية الجودة إلى المستثمرين على تقليل المخاطر المعلوماتية مما يخفض من تكلفة الأموال المستثمرة.

١/٣ دور التحفظ المحاسبي في خفض تكلفة رأس المال:

يلعب التحفظ دوراً محورياً في خفض تكلفة رأس المال مما يسهل من الحصول على مصادر خارجية للتمويل، ويزيد من التدفقات النقدية عن العمليات التمويلية، ويحد من سوء استثمار الأموال، كما يعزز من قدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية من العمليات التشغيلية (Garcia Lara et al., 2011)، وقد قدمت دراسة (Li, 2010) أدلة على أن التحفظ المحاسبي يخفض من تكلفة كل من حق الملكية والديون من خلال دراسة مقارنة للمنافع التعاقدية للتحفظ المحاسبي في بعض أسواق المال الدولية.

ويعد التحفظ أحد المؤشرات الهامة لجودة الأرباح المحاسبية التي تؤثر على العائدات السوقية للأسهم من منظور أسواق المال، كما يزيد من موثوقية المعلومات المحاسبية. وقد كشفت دراسة (Kim et al., 2013) عن مداومة الشركات على تطبيق التحفظ المحاسبي بعد طرح المسمى للأسهم حيث يفيد من قدرة الإدارة على تضخيم بنود القوائم المالية ويخفض من تكاليف التمويل*.

* تم التركيز على دور التحفظ خلال طرح المسمى للأسهم Seasoned Equity Offerings (SEOs) لعدم وجود مقاييس مقبولة لكل من التحفظ وعدم تماثل المعلومات خلال طرح الأولي للأسهم Initial Public Offerings (IOPs)

وفي نفس السياق أكدت دراسة (Biddle et al., 2011) أن التحفظ يخفض من حالة عدم تماثل المعلومات من خلال التقرير عن الأخبار غير السارة المتعلقة بالربح المحاسبي والأصول في التوقيت الملائم، ويعزز هذا الدور الإخباري للتحفظ من التدفقات النقدية كما يخفض من مخاطر الإفلاس حيث يوافق كل من المستثمرين والمقرضين ذوي المعلومات الأكثر* على تقديم التمويل مقابل تكلفة منخفضة عندما تتوافر لديهم المعلومات والدراسة الكافية. وأضافت دراسة (Hughes et al., 2007) ارتباط عدم تماثل المعلومات طرديًا بتكلفة رأس المال بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون بشأن تقدير العوائد المتوقعة على استثماراتهم لعدم كفاية المعلومات المتاحة لهم مما يدفعهم للمطالبة بعائد إضافي يعوضهم عن تحمل تلك المخاطر.

يضاف لما سبق أن التحفظ غير المشروط Unconditional يوفر معلومات موثوق بها للمساهمين تقيدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث تتخفف حالة عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية المستقبلية (بسبب تأجيل الأرباح الحالية لصالح الأرباح المستقبلية)، مما يمكن المستثمرين من تحليل وتقييم تأثيرها على الربحية الحالية والمستقبلية للشركة، ويؤدي تبعًا إلى خفض تكلفة حق الملكية (Chan et al., 2009).

ويلعب التحفظ دورًا أساسيًا في تقليل تكاليف الوكالة Agency costs لكل من المساهمين والدائنين كما يلي:

- يرتبط المساهمون بعقود مكافآت وحوافز Compensation contracts مع الإدارة، ويقلل الاعتراف المبكر بالأخبار السيئة مقارنة بالأخبار السارة من حوافز الإدارة نحو توجيه الموارد المتاحة بما ينعكس سلبًا على تعظيم ثروة الملاك، مما يحد من مشاكل الوكالة بين الطرفين، وفي المقابل يتوقع المساهمون انخفاض معدل العائد على رأس المال نتيجة التقرير المالي المتحفظ (Kothari et al., 2009).

- يرتبط المقرضون وأصحاب السندات بعقود مديونية مع الشركة، وعادة ما يتخذ الملاك المسيطرون Blockholders الإجراءات التي تمكنهم من مصادر الثروة لصالحهم، ويؤدي تخفيض الربح المحاسبي نتيجة اتباع السياسات المتحفظة إلى تقييد سياسات توزيع الأرباح وفقًا لعقود المديونية، مما يحد من تعارض المصالح بين المساهمين والدائنين، ويقلل من مخاطر التعثر أو الفشل المالي Financial distress، وفي المقابل يقبل الدائنون الحصول على معدلات فائدة منخفضة مما يقلل من تكلفة الديون (Chan and Hsu, 2013).

* ويطلق عليهم More informed investors ويتوافر لديهم معلومات غير متاحة لباقي المستثمرين بالسوق Uniformed investors

مما سبق يتضح للباحثة ما يلي:

- يساهم التحفظ في خفض تكلفة رأس المال بطريقتين، طريقة مباشرة من خلال تحسين جودة الأرباح المحاسبية التي تؤثر على عوائد الأسهم* في أسواق المال، وطريقة غير مباشرة تتضمن الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين مما يخفض من تكلفة مصادر التمويل.
- يقلل التقرير المالي المتحفظ من تكاليف الوكالة لحق الملكية والديون عن طريق التخفيف من مشاكل الوكالة نتيجة تعارض المصالح بين المساهمين والإدارة من ناحية وبين المساهمين والدائنين من ناحية أخرى.

٢/٣ أثر تكلفة مصادر التمويل على قيمة المنشأة:

يؤثر الهيكل التمويلي للمنشأة على قيمتها، ويقصد بالهيكل التمويلي المزيج الأمثل من مصادر الأموال المقترضة والمملوكة، حيث تتوقف قيمة المنشأة على مستوى التدفقات النقدية المستقبلية المتولدة عن الأصول والتي تم رسميتها باستخدام معدل يمثل تكلفة رأس المال. وهنا يجب الموازنة بين المصادر الداخلية والخارجية للتمويل، حيث توفر مصادر التمويل الذاتي الأمان المالي للشركة ولكنها تحقق مستوى محدوداً من الربحية، بينما يزيد التمويل بالديون من مستوى الربحية نظراً للوفورات الضريبية، ولكنه يرفع من درجة المخاطرة المالية (هندي، ٢٠١٤) ويفترض أن يؤدي هيكل التمويل الأمثل إلى تدنية المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال مما يؤدي تبعاً إلى تعظيم قيمة المنشأة (Lumby and Jones, 2003).

هذا ويوجد العديد من المداخل والمؤشرات التي تستخدم لقياس قيمة المنشأة، ومن أهمها القيمة السوقية للمنشأة حيث يتميز هذا المدخل بتوافر المدخلات من المعلومات المستخدمة في التقييم، كما يطبق مقياس توبينزكيو Tobin's Q ويعتمد على نسبة القيمة السوقية لحق الملكية مضافاً لها القيمة الدفترية للديون إلى القيمة الدفترية لإجمالي قيمة الأصول (Pham et al., 2012) فإذا قلت قيمة الأصول عن القيمة السوقية، كان ذلك مؤشراً على ارتفاع العائد على استثمارات المنشأة.

٣/٣ التحفظ المحاسبي وعلاقته بقيمة المنشأة

يعد التحفظ المحاسبي من أهم السمات المستمرة في التقرير المالي نظراً لارتباطه إيجابياً بتعظيم قيمة المنشأة وفقاً للعديد من الأدبيات المحاسبية مثل (Kim et al., 2013 ; Ettredge et al., 2012). وتتجلى قوة تأثير التحفظ بالقوائم المالية على قيمة المنشأة من خلال العديد من المسارات التي نورد أهمها فيما يلي:

* وتقاس بالفرق بين السعر السوقي للأسهم في نهاية الفترة عن بدايتها بالإضافة إلى توزيعات الأرباح

١ - الحد من ممارسات إدارة الربحية

عادة ما تؤدي محدودية فترة الاستمرارية الوظيفية Tenure للمديرين ورغبتهم في تعظيم مكافآتهم والتأثير على أسعار الأسهم إلى قيامهم بالمغالاة في تقييم الأصول والأرباح، ويقيد التحفظ بالتقرير المالي من قدرة المديرين على التلاعب في الأداء المالي بما يفرضه من درجة عالية من التحقق المحاسبي للاعتراف بالمكاسب مقابل الخسائر ، كما يؤثر إيجابيًا على التدفقات النقدية وقيمة المنشأة (LaFond and Watts, 2008 ; Francis and Martin, 2010).

٢ - تحسين كفاءة عقود المديونية

يساعد الالتزام بالسياسات المتحفظة عند إعداد التقارير المالية على خفض المخاطر التي يتعرض لها المقرضين عن طريق فرض قيود على توزيعات الأرباح وتجنب الإفصاح عن أرباح مغالي فيها وعدم تضخيم الأصول، كما يوصل التحفظ إشارات للمستثمرين نحو توقعات عن الأداء المالي والمستقبلي للشركة (Chan et al., 2009). وقد ناقشت دراسة (Chen and Zhu, 2013) انخفاض معدلات فوائد الديون التي يطلبها المقرضين من الشركات المتحفظة وسهولة الحصول على تمويل خارجي ما يدعم من قيمة المنشأة. كما انتهت دراسة (Watts and Zuo, 2012) إلى أن الشركات الأكثر تحفظاً تحظى بمقدرة مرتفعة على الاقتراض وتخفض القيود المالية المفروضة عليها، مما يمكنها من تنفيذ المشروعات الحدية Marginal Projects التي تولد صافي قيمة حالية موجبة مما يزيد من قيمة حقوق الملكية.

٣ - خفض مخاطر الإفلاس

يجسد التحفظ المحاسبي أحد أدوات إدارة مخاطر الشركة حيث وجدت دراسة (Biddle et al., 2011) علاقة سلبية بين التحفظ الشرطي وغير الشرطي بالتقرير المالي وحدوث مخاطر في التدفقات النقدية عن العمليات التشغيلية مما يحد من مخاطر الإفلاس Bankruptcy التي قد تتعرض لها الشركة بسبب انخفاض قيمتها. كما يحافظ التقرير المالي المتحفظ على قيمة حق الملكية وبخاصة في الشركات ضعيفة الالتزام بقواعد الحوكمة وعند انخفاض دقة تنبؤات المحللين الماليين أو اتساع الفجوة بين سعر البيع وسعر الشراء للأسهم Bid-ask spread وهو ما يعرف بمدى السعر (Francis et al., 2013).

مما سبق يمكن القول أن التحفظ المحاسبي يؤثر بصورة جوهرية على خفض تكلفة مصادر التمويل مما يقلل من مخاطر الاستثمار وينعكس إيجابيًا على دعم وزيادة قيمة المنشأة في أسواق المال.

القسم الرابع: الدراسة التطبيقية واختبارات الفروض

يتناول هذا الجزء من البحث إجراء دراسة تطبيقية لاختبار الفروض باستخدام البيانات المنشورة للشركات المسجلة بالبورصة المصرية وذلك لتحديد طبيعة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال وانعكاسها على قيمة المنشأة، وذلك في ضوء ما تم التوصل إليه في الإطار النظري للبحث.

١/٤ عينة الدراسة ومصادر البيانات

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٨ وحتى عام ٢٠١٢، وقد تم تحديد العينة وفقاً للمحددات التالية:

- ١- أن تكون من الشركات النشطة بالبورصة خلال فترة الدراسة ضمن مؤشر السوق (EGX 50).
- ٢- تستبعد البنوك وشركات التأمين والخدمات المالية لما لها من طبيعة خاصة للتقرير المالي.
- ٣- أن تتوفر القوائم المالية والبيانات المطلوبة لمدة خمس سنوات متتالية خلال الفترة من ٢٠٠٨ وحتى ٢٠١٢.
- ٤- ألا تكون الشركة قد اندمجت مع شركة أخرى.
- ٥- تستبعد الشركات التي تعرض قوائمها المالية بالدولار الأمريكي.
- ٦- تتضمن الشركات محل الدراسة كل من شركات قطاع الأعمال العام والشركات التابعة للقطاع الخاص.

وبعد تطبيق الشروط السابق ذكرها آنفاً، تم استبعاد عدد (١٨) شركة ليصبح عدد شركات العينة (٣٢) شركة موزعة على سبعة قطاعات كما يوضحها الجدول رقم (١)

جدول (١) توزيع شركات العينة وفقاً لطبيعة القطاع

نوع القطاع	عدد الشركات	%
١ - الأغذية والمشروبات	٥	١٦
٢ - منتجات شخصية ومنزلية	٣	٩
٣ - الكيماويات	٢	٦
٤ - خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	٤	١٣
٥ - التشييد ومواد البناء	٧	٢٢
٦ - العقارات	٨	٢٥
٧ - الاتصالات والتكنولوجيا	٣	٩
الإجمالي	٣٢	١٠٠

وقد قامت الباحثة بتجميع البيانات المطلوبة عن شركات العينة باستخدام المصادر التالية:

- المواقع الإلكترونية لشركات العينة.
- دليل Compass Egypt Finance من عام ٢٠٠٨ وحتى عام ٢٠١٢.
- كتاب الإفصاح السنوي الصادر عن بورصتي القاهرة والإسكندرية خلال فترة الدراسة
- شركة مصر لنشر المعلومات وموقعها <http://www.egidegypt.com>

٢/٤ متغيرات ونموذج الدراسة

في ضوء النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة وهدف البحث، فإنه سوف يتم صياغة نموذجين للانحدار لبيان العلاقة بين تكلفة رأس المال كمتغير تابع ودرجة التحفظ المحاسبي كمتغير مستقل، بالإضافة إلى نموذج يوضح أثر التحفظ المحاسبي على قيمة المنشأة.

أولاً: المتغيرات التابعة

١- **تكلفة رأس المال (WACC):** سوف يستخدم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لقياس تكلفة رأس المال وفقاً للنموذج التالي (Brealey et al., 2014):

$$WACC = \frac{D}{V} \times R_D \times (1 - T_C) + \frac{E}{V} \times R_E$$

حيث أن:

WACC	المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال
D/V	نسبة قيمة ديون الشركة D إلى إجمالي مكونات رأس المال V
E + D = V	
R _D	تكلفة الديون
R _E	تكلفة حق الملكية
T _C	معدل الضريبة على الدخل
E/V	نسبة قيمة حق الملكية E إلى إجمالي مكونات رأس المال V

حيث سوف تستخدم الباحثة نموذج السعر إلى الربحية (P/EG) لقياس تكلفة حق الملكية (R_E) الذي قدمه (Easton, 2004) لشيوع استخدامه في الدراسات التالية: (Francis et al., 2005 ; Artiach and Clarkson, 2013 ; Gray et al., 2009). كما أكدت دراسة (Reverte, 2012) تتميز هذا النموذج بتقديم تقديرات قابلة للتوافق والتنبؤ بالمخاطر، وأضافت دراسة (Botosan et al., 2011) موثوقية هذا القياس كبديل proxy لتكلفة حق الملكية لاتساقه مع عوائد الأسهم المحققة والمخاطر المحيطة بالشركة.

وتتوه الباحثة إلى أنه نظراً لعدم توافر تنبؤات المحللين الماليين بالبيئة المصرية، سوف تستخدم القيم المحققة Realized values لتقدير مكونات النموذج وتعرف بالنسبة اللاحقة للسعر

إلى الربحية ex-post مثلما استخدمتها دراسة (Chen et al., 2011) لنقص هذه التنبؤات بالبيئة الصينية.

ولقياس تكلفة الديون (R_D) سوف تعتمد الدراسة على متوسط معدل الفائدة المدفوعة مقسوماً على متوسط الديون طويلة الأجل إتساقاً مع الدراسات السابقة ومنها (Zhang, 2008 ; Beatty et al., 2008 ; Gray et al., 2009 ; Aldaman and Duncan, 2012).

٢- **قيمة المنشأة (FV):** سوف يستخدم مقياس Q لتونين's لتحديد قيمة المنشأة، ويمثل القيمة السوقية لحق الملكية بالإضافة إلى القيمة الدفترية للديون منسوباً إلى إجمالي قيمة الأصول (Pham et al., 2012).

ثانياً: المتغير المستقل

يعبر هذا المتغير عن التحفظ المحاسبي (CONS) مقياساً باستخدام نموذج نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحق الملكية (MTB) الذي قدمته دراسة (Beaver and Ryan, 2000) والذي يعد من أكثر المقاييس استخداماً في الدراسات المحاسبية لقياس التحفظ، فضلاً عن توافر المدخلات المطلوبة لتطبيق النموذج. وتقاس القيمة السوقية لحق الملكية للشركة بعدد الأسهم المتداولة مضروباً في السعر السوقي للسهم وهو سعر الإقفال في نهاية الفترة المحاسبية، ويدل ارتفاع هذه النسبة خلال سنوات الدراسة على زيادة درجة التحفظ المحاسبي.

ثالثاً: المتغيرات الرقابية

تؤثر بعض خصائص الشركات على كل من تكلفة رأس المال وقيمة الشركة ، لذلك سوف تستخدم الدراسة هذه الخصائص كمتغيرات رقابية ضمن نموذج الانحدار. ومن أهمها:

١- **حجم الشركة Size:** حيث وثقت بعض الدراسات انخفاض تكلفة رأس المال في الشركات كبيرة الحجم وارتفاع قيمتها السوقية مقارنة بالشركات الصغيرة (Ahmed et al., 2002 ; Chen et al., 2011 ; Francis et al., 2013).

٢- **نوع مكتب المراجعة (Audit):** وجدت بعض الدراسات أن قيام مكاتب المراجعة الكبيرة (الدولية) بمراجعة القوائم المالية للشركة يعد من العوامل المؤثرة على انخفاض تكلفة رأس المال (Fernando et al., 2010 ; Chen et al., 2011).

وفي ضوء هدف البحث والمنهجيات المقترحة لقياس متغيرات الدراسة، قامت الباحثة بصياغة نموذجين للانحدار كما يلي:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUDIT_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$FV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AUDIT_{it} + e_{it} \quad (2)$$

حيث أن:

β_0	ثابت الانحدار
$WACC_{it}$	المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة i في خلال الفترة t
$CONS_{it}$	مستوى التحفظ المحاسبي للشركة i في خلال الفترة t
$SIZE_{it}$	حجم الشركة ويقاس باللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لحق الملكية Market Capitalization للشركة i في نهاية الفترة المالية t
$AUDIT_{it}$	متغير وهمي يعطي (١) لمكاتب المراجعة الكبيرة أو (صفر) بخلاف ذلك
FV_{it}	قيمة الشركة i في خلال الفترة t
e_{it}	الخطأ العشوائي
٣/٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة	

١ - معامل ارتباط بيرسون Pearson Correlation Coefficient:

يتم استخدام معامل ارتباط بيرسون لمعرفة نوع ودرجة العلاقة بين متغيرين، بمعنى ميل قيم أحد المتغيرين لكي يتغير بانتظام مع التبديلات في قيم المتغير الثاني، وسوف يتم استخدام معامل الارتباط لدراسة نوع وقوة علاقة الارتباط بين تكلفة رأس المال ودرجة التحفظ المحاسبي من جهة، وبين قيمة المنشأة ودرجة التحفظ المحاسبي من جهة أخرى، وبناءً على وجود ارتباط معنوي بين هذه المتغيرات يتم إجراء تحليل الانحدار المتعدد لدراسة مدى تأثير تلك العلاقات من عدمه.

٢ - تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis:

سوف يتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لمعرفة اتجاه العلاقة ومدى التأثير بين تكلفة رأس المال كمتغير تابع، والمتغير المستقل درجة التحفظ المحاسبي، ومتغيرين مستقلين رقائبين هما حجم المنشأة ونوع مكتب المراجعة، وذلك لمعرفة تأثير كل متغير من عدمه على المتغير التابع وحجم هذا التأثير.

٣ - الاختبار القبلي والبعدي Befor/After Test:

يستخدم هذا الاختبار لمقارنة متوسطي متغير واحد قبل وبعد حدث معين أو تاريخ محدد، لمعرفة ما إذا كان هناك بينهما فرق حقيقي أم غير حقيقي، ويتم ذلك باستخدام اختبار t لعينتين مترابطتين، ويتم تطبيق هذا الاختبار لدراسة ما إذا كان هناك فروق معنوية بين متوسط قيمة المنشآت التي تلتزم بتطبيق التحفظ المحاسبي خلال الأعوام (٢٠٠٨-٢٠٠٩-٢٠١٠) وبعد ذلك خلال الأعوام (٢٠١١-٢٠١٢).

٤ - اختبار t لعينتين مستقلتين: t-test for Independent Samples

يستخدم هذا الاختبار لمقارنة متوسطي مجموعتين من البيانات المستقلة، لمعرفة ما إذا كان الفرق بينهما فرقاً حقيقياً أم غير حقيقي، ويتم تطبيق هذا الاختبار لدراسة ما إذا كان هناك فروق معنوية بين متوسط درجة التحفظ المحاسبي في شركات القطاع الخاص مقارنة بشركات القطاع العام.

٤/٤ الإحصاءات الوصفية وتحليل البيانات

فيما يلي جدول يوضح أهم الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة (التابعة والمستقلة)، حيث يتضمن المتوسط الحسابي والانحراف المعياري وعدد المشاهدات لكل متغير.

جدول (٢) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics			
	Mean	Std. Deviation	N
WACC	.024	.043	160
FV	0.95	0.82	160
Cons	2.24	1.81	160
Size	15.16	1.35	160
Audit	.55	.50	160

يتبين من الجدول السابق أن عدد المشاهدات لجميع المتغيرات كان ١٦٠ مشاهدة، وهو ما يعبر عن ٣٢ شركة خلال خمس سنوات. بينما بلغ المتوسط الحسابي للمتغير التابع الأول تكلفة رأس المال WACC كان 0.024 والانحراف المعياري بلغت قيمته 0.043، وكذلك المتغير التابع الثاني قيمة المنشأة FV بلغ المتوسط الحسابي 0.95 بينما كان الانحراف المعياري 0.82. أما عن المتغيرات المستقلة فبلغ المتوسط الحسابي للمتغير المستقل الأساسي التحفظ المحاسبي CONS 2.24 والانحراف المعياري 1.81، وبالنسبة للمتغيرين الرقابيين المستقلين حجم المنشأة فتم أخذ اللوغاريتم الطبيعي لجميع قيم المتغير وبلغ متوسط لوغاريتم حجم المنشأة 15.16، والانحراف المعياري 1.35، وأخيراً تبين أن المتوسط الحسابي لمكاتب المراجعة AUDIT بلغ ٠,٥٥، والانحراف المعياري 0.5، مما يعبر عن أن تقريباً نصف شركات العينة يتم مراجعتها من قبل مكاتب مراجعة كبيرة تمثل فروع من (big 4) بينما النصف الآخر يتم مراجعته من قبل مكاتب محلية والجهاز المركزي للمحاسبات، وهو ما يؤكد تنوع أنواع بيانات العينة بشكل متناسق.

٥/٤ تحليل البيانات واختبارات الفروض والنتائج

الفرض الأول: يوجد علاقة ارتباط معنوية عكسية بين درجة التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال. ولاختبار صحة هذا الفرض يتم إجراء تحليل الارتباط وتحليل الانحدار المتعدد للعلاقة بين المتغير التابع تكلفة رأس المال WACC، والمتغيرات المستقلة (التحفظ المحاسبي CONS، حجم المنشأة SIZE، نوع مكتب المراجعة AUDIT وذلك باستخدام حزمة البرامج الإحصائية SPSS، على النحو التالي:

(١) معامل ارتباط بيرسون Person Correlation Coefficient:

يوضح جدول (٣) قيم معامل ارتباط بيرسون للعلاقة بين المتغير التابع تكلفة رأس المال WACC، والمتغيرات المستقلة.

جدول (٣) معامل ارتباط بيرسون

Correlations			
		Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)
Pearson Correlation	WACC	1.000	.
	Cons	-.274	.003
	In_size	-.105	.149
	Audit	.402	.060

يتبين من نتائج الجدول السابق ما يلي:

١- وجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين المتغير التابع تكلفة رأس المال، والمتغير المستقل التحفظ المحاسبي CONS، حيث بلغت قيمة معامل ارتباط بيرسون -0.274 بمستوى معنوية أقل من 0.05.

٢- عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير التابع تكلفة رأس المال، والمتغيرين المستقلين الرقابيين حجم المنشأة Size ونوع مكتب المراجعة Audit، حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية لكل من المتغيرين أكبر من 0.05.

(٢) معامل التحديد المصحح (Adjusted Coefficient of determination (R²):

يتضمن الجدول التالي حساب قيمة معامل التحديد R²

جدول (٤) معامل التحديد

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.482 ^a	.232	.208	.0382
a. Predictors: (Constant), Audit, LINT(Cons_1), In_size				

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المصحح تساوي 20.8% وهي تمثل قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير وشرح التغير الكلي في قيم المتغير التابع تكلفة رأس المال، ويرجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في التقدير Std. Error of the Estimate، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج.

(٣) اختبار تحليل التباين ANOVA:

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار تحليل التباين لمعادلة الانحدار:

جدول (٥) اختبار تحليل التباين

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.043	3	.014	9.672	.000 ^b
	Residual	.141	96	.001		
	Total	.183	99			
a. Dependent Variable: WACC						
b. Predictors: (Constant), Audit, Cons, ln_size						

يتبين من الجدول السابق أن قيمة اختبار $F = 9.672$ بمستوى معنوية أقل من 0.01 مما يدل على معنوية النموذج الإحصائي المستخدم ، و يؤكد على تأثير المتغير المستقل درجة التحفظ المحاسبي على المتغير التابع تكلفة رأس المال، بمعنى أن درجة التحفظ المحاسبي تؤثر تأثيراً جوهرياً على تكلفة رأس المال وذلك بمستوى معنوية أقل من 0.01.

(٤) معادلة الانحدار: يمثل الجدول التالي معاملات معادلة الانحدار:

جدول (٦) معاملات نموذج الانحدار

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.091	.044		2.063	.042
	ln_size	-.005	.003	-.157	-1.663	.100
	LINT(Cons_1)	-.004	.002	-.183	-1.959	.049
	Audit	.035	.008	.411	4.395	.051
a. Dependent Variable: T4253H(WACC)						

يتضح من الجدول السابق معنوية المتغير المستقل درجة التحفظ المحاسبي وذلك باستخدام اختبار t بمستوى معنوية أقل من 0.05، بينما لا يوجد معنوية لقيم معاملات المتغيران المستقلان حجم الشركة، ونوع مكتب المراجعة حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية لاختبار t أكبر من 0.05، وهو ما يتوافق مع نتائج تحليل الارتباط السابق.

ومن الجدول السابق يمكن استنتاج قيم معاملات معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$WACC = 0.091 - 0.005 \text{ Cons}$$

مما سبق يتضح صحة الفرض الأول القائل بوجود علاقة ارتباط معنوية عكسية بين درجة التحفظ المحاسبي وتكلفة رأس المال.

الفرض الثاني: يوجد علاقة ارتباط معنوية طردية بين درجة التحفظ المحاسبي وقيمة المنشأة.

ولاختبار صحة هذا الفرض يتم إجراء تحليل الارتباط وتحليل الانحدار للعلاقة بين المتغير التابع قيمة المنشأة FV، والمتغيرات المستقلة التحفظ المحاسبي CONS، حجم المنشأة SIZE، نوع مكتب المراجعة AUDIT وذلك باستخدام حزمة البرامج الإحصائية SPSS، كما يلي:

(١) معامل ارتباط بيرسون Person Correlation Coefficient:

يوضح جدول (٧) قيم معامل ارتباط بيرسون للعلاقة بين المتغير التابع قيمة المنشأة، والمتغيرات المستقلة.

جدول (٧) معامل ارتباط بيرسون

Correlations			
		Pearson Correlation	Sig. (1-tailed)
Pearson Correlation	FV	1.000	.
	Cons	.539	.000
	In_size	.027	.393
	Audit	.075	.229

تظهر نتائج الجدول السابق ما يلي:

١- وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين المتغير التابع قيمة المنشأة، والمتغير المستقل التحفظ المحاسبي CONS، حيث بلغت قيمة معامل ارتباط بيرسون 0.539 بمستوى معنوية أقل من 0.05.

٢- عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين المتغير التابع قيمة المنشأة، والمتغيرين المستقلين الرقابيين حجم المنشأة Size ونوع مكتب المراجعة Audit، حيث بلغت قيمة مستوى المعنوية لكل من المتغيرين أكبر من 0.05.

(٢) معامل التحديد المصحح (R²) Adjusted Coefficient of determination:

سوف يتم حساب قيمة معامل التحديد R² من خلال الجدول التالي:

جدول (8) معامل التحديد

Model Summary				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.575 ^a	.331	.310	.681
a. Predictors: (Constant), Audit, LINT(Cons_1), In_size				

يتضح من الجدول السابق أن قيمة معامل التحديد المصحح 31% وهي تمثل قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير وشرح التغير الكلي في قيم المتغير التابع قيمة المنشأة، ويرجع باقي النسبة إلى الخطأ العشوائي في التقدير Std. Error of the Estimate، أو لعدم إدراج متغيرات مستقلة أخرى كان من الممكن إدراجها ضمن النموذج.

(٣) اختبار تحليل التباين ANOVA:

يوضح الجدول التالي نتائج اختبار تحليل التباين لمعادلة الانحدار:

جدول (٩) اختبار تحليل التباين

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	22.042	3	7.347	15.837	.000 ^b
	Residual	44.539	96	.464		
	Total	66.582	99			
a. Dependent Variable FV						
b. Predictors: (Constant), Audit, Cons, In_size						

يظهر الجدول السابق أن قيمة اختبار $F = 15.837$ بمستوى معنوية أقل من 0.01 مما يدل على معنوية النموذج، ويؤكد على وجود تأثير للمتغير المستقل درجة التحفظ المحاسبي على المتغير التابع قيمة المنشأة، كما يؤكد معنوية النموذج الإحصائي المستخدم، بمعنى أن درجة التحفظ المحاسبي تؤثر تأثيراً جوهرياً على قيمة المنشأة وذلك بمستوى معنوية أقل من 0.01.

(٤) معادلة الانحدار: يمثل الجدول التالي معاملات معادلة الانحدار:

جدول (١٠) معاملات نموذج الانحدار

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1.458	.783		1.863	.066
	Cons	.268	.039	.595	6.832	.000
	In_size	-.085	.054	-.140	-1.578	.118
	Audit	.312	.143	.191	2.182	.032
a. Dependent Variable: FV						

يتبين من الجدول السابق معنوية المتغيرين المستقلين درجة التحفظ المحاسبي ونوع مكتب المراجعة وذلك باستخدام اختبار t بمستوى معنوية أقل من 0.05، بينما لا يوجد معنوية لقيم المتغير المستقل حجم الشركة بلغت قيمة مستوى المعنوية لاختبار t أكبر من 0.05.

ومن الجدول السابق يمكن استنتاج قيم معاملات معادلة الانحدار على النحو التالي:

$$FV = 1.458 + 0.268 \text{ Cons} + 0.312 \text{ Audit}$$

مما سبق يتضح صحة الفرض الثاني القائل بوجود علاقة ارتباط معنوية طردية بين درجة التحفظ المحاسبي وقيمة المنشأة.

وقد تبين من نتيجة الفرض الأول أن هناك علاقة معنوية عكسية بين تكلفة رأس المال ودرجة التحفظ المحاسبي، وكذلك اتضح من نتيجة الفرض الثاني وجود علاقة معنوية طردية بين قيمة المنشأة ودرجة التحفظ المحاسبي، مما يدل على وجود علاقة ارتباط عكسية بين تكلفة رأس المال وقيمة المنشأة وهو ما يتفق مع بعض الدراسات السابقة.

الفرض الثالث: توجد فروق معنوية بين قيمة المنشآت الملتزمة بتطبيق التحفظ المحاسبي قبل وبعد عام ٢٠١١.

لقياس معنوية الفروق بين قيمة المنشآت التي تلتزم بتطبيق التحفظ المحاسبي قبل الأحداث السياسية والاقتصادية التي تعرضت لها البلاد (أعوام ٢٠٠٨-٢٠٠٩-٢٠١٠) وبعدها (أعوام ٢٠١١-٢٠١٢)، تم استخدام الاختبار القلبي والبعدي وذلك بتطبيق اختبار t-test لعينتين مرتبطتين، حيث يتم حساب معنوية اختبار t على أساس مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥) للدلالة على معنوية الفروق بين الفترتين قبل وبعد عام ٢٠١١، وكانت نتائج اختبار t على النحو التالي:

جدول رقم (١١) قياس قيمة المتوسط والانحراف المعياري لقيمة المنشآت قبل وبعد عام ٢٠١١

Paired Samples Statistics					
		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	FV_Befor	1.03216	30	.82895	.15134
	FV_After	1.0688	30	.91168	.16645

يتضح من الجدول السابق أن قيمة المنشآت المتحفظة قبل عام ٢٠١١ كانت 1.032 بانحراف معياري 0.829، بينما بلغت قيمة نفس المنشآت بعد عام ٢٠١١ نحو 1.069 بانحراف معياري 0.912، وهو مؤشر على التقارب الشديد للمتوسطين وكذلك قيمة الانحراف المعياري قبل وبعد عام ٢٠١١ بمعنى عدم وجود فروق جوهرية بين المتوسطين.

جدول (١٢) اختبار t لقياس معنوية الفروق بين قيمة المنشآت المتحفظة قبل وبعد عام ٢٠١١

Paired Samples Test									
		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Pair 1	FV_Befor - FV_After	-.03660	1.162799	.21229	-.47080	.3975	-1.172	29	.864

يتضح من الجدول السابق عدم وجود فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين قيمة المنشآت قبل وبعد عام ٢٠١١ عند مستوى معنوية أقل من (٠,٠٥).

يتضح مما سبق عدم صحة الفرض الثالث حيث لا توجد فروق معنوية بين قيمة المنشآت قبل وبعد عام ٢٠١١ بمستوى معنوية أقل من ٥%، مما يؤكد على أن تطبيق التحفظ المحاسبي ساعد بشكل كبير هذه الشركات على المحافظة على قيمتها رغم تدهور الاقتصاد المصري بشكل كبير وتعرض البورصة المصرية لبعض الهزات العنيفة التي أدت إلى هبوط متكرر في المؤشرات الرئيسية، وتزايد حالات الاندماج منذ بداية عام ٢٠١١.

الفرض الرابع: توجد فروق معنوية بين درجة التحفظ المحاسبي في شركات القطاع الخاص مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام.

لقياس معنوية الفروق بين درجة التحفظ المحاسبي في شركات القطاع الخاص مقارنة بشركات قطاع الأعمال العام، تم استخدام اختبار t-test لعينتين مستقلتين، حيث تم حساب مستوى معنوية اختبار t على أساس مستوى معنوية أقل من (0,05) للدلالة على معنوية الفروق بين نوعي الشركات حسب نوع القطاع، وكانت نتائج اختبار t على النحو التالي:

جدول رقم (١٣) قياس قيمة المتوسط والانحراف المعياري لدرجة التحفظ المحاسبي حسب نوع الشركة

Group Statistics					
	Kind	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
Cons	0	75	1.85250	1.32377	.15285
	1	25	3.43424	2.50886	.50177

يتبين من الجدول السابق أن درجة التحفظ المحاسبي لشركات القطاع الخاص 1.85250 بانحراف معياري 1.32377، بينما بلغ المتوسط الحسابي لدرجة التحفظ المحاسبي لشركات قطاع الأعمال العام 3.43424 بانحراف معياري 2.50886، وهو مؤشر قوي على زيادة درجة التحفظ المحاسبي في شركات قطاع الأعمال العام عن شركات القطاع الخاص.

جدول (١٤) اختبار t لقياس معنوية الفروق بين درجة التحفظ المحاسبي بين شركات القطاع الخاص وشركات قطاع الأعمال العام

Independent Samples Test								
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
		F	Sig.	T	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference
Cons	Equal variances assumed	14.441	.000	-4.04	98	.000	-1.581738	.390876
	Equal variances not assumed			-3.0	28.581	.005	-1.581731	.5245382

يتضح من الجدول السابق وجود فروق معنوية ذات دلالة إحصائية بين درجة التحفظ المحاسبي في شركات القطاع الخاص وشركات قطاع الأعمال العام عند مستوى معنوية أقل من 0.05

يتضح مما سبق صحة الفرض الرابع بوجود فروق معنوية بين درجة التحفظ المحاسبي بين شركات القطاع الخاص و قطاع الأعمال العام بمستوى معنوية أقل من ٥%، ويؤكد جدول رقم (١٣) زيادة درجة التحفظ المحاسبي لشركات قطاع الأعمال العام وأنها أكثر تمسكاً والتزاماً بتطبيق سياسات التحفظ المحاسبي مقارنة بشركات القطاع الخاص.

القسم الخامس: النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج

في ضوء ما سبق توصلت الباحثة إلى النتائج التالية:

- ١- يمثل التحفظ المحاسبي أحد سمات المعلومات المحاسبية التي تضيف مزيداً من المصداقية والموثوقية على التقرير المالي بالرغم مما يلقاه من معارضة من بعض الهيئات المهنية بدعوى مخالفته لخاصيتي الحياد والتمثيل الصادق وبخاصة بعد ظهور مفاهيم القيمة العادلة.
- ٢- ازدادت درجة التحفظ المحاسبي بالقوائم المالية عقب وقوع الأزمة المالية العالمية نظراً لما تمتعت به الشركات الأكثر تحفظاً بالتقارير المالية من مقدرة ائتمانية مرتفعة والحد من التقلبات في عوائد الأسهم خلال فترة الأزمة.
- ٣- يمثل التحفظ المحاسبي أحد الآليات البديلة لحوكمة الشركات حيث يحد من الممارسات الانتهازية للإدارة ويزيد من الإفصاح والشفافية في التقرير المالي.
- ٤- ينجم عن تطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة بالقوائم المالية العديد من المنافع الاقتصادية مثل تحسين كفاءة عقود المديونية وخفض تكلفة رأس المال مما ينعكس إيجابياً على قيمة المنشأة.
- ٥- يوجد نوعان من العلاقات الخاصة بدور التحفظ في خفض تكلفة رأس المال، الأولى علاقة مباشرة من خلال تحسين جودة الأرباح المحاسبية والثانية غير مباشرة من خلال الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين.
- ٦- قدم الفقه المحاسبي العديد من النماذج والمنهجيات لقياس درجة التحفظ بالتقارير المالية، ولتقدير تكلفة مصادر التمويل من حق الملكية والديون مما يؤدي لاختلاف النتائج وفقاً للنموذج المستخدم في التقويم.
- ٧- تمثلت نتائج الدراسة التطبيقية فيما يلي:

- يوجد علاقة ارتباط معنوية عكسية بين درجة التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال بمعنى أن درجة التحفظ تؤثر تأثيراً جوهرياً على انخفاض تكلفة رأس المال، وتتفق هذه النتيجة مع دراسات (Artiach and Clarkson, 2013) ، بينما تختلف مع دراسات (Gigler et al., 2008 ; Beatty et al., 2009) ; Chan et al., 2009 وتفسرها الباحثة بأن زيادة التقرير عن الأخبار غير السارة يخفض من حالة عدم التأكد عن التدفقات النقدية المستقبلية ويزيد من استمرارية الأرباح

وقدرتها على التنبؤ مما يحفز كل من المساهمين والمقرضين على قبول معدلات منخفضة للعائد على أموالهم.

- اتضح للباحثة عدم وجود علاقة ارتباط معنوية بين حجم المنشأة ونوع مكتب المراجعة وتكلفة رأس المال، وتختلف هذه النتيجة مع دراسات (Ahmed et al., 2002 ; Fernado, 2010 ; Chen et al., 2011) وترجعها الباحثة إلى ضعف البيئة القانونية والتشريعية فيما يتعلق بحق المساهمين في مقاضاة المراجع الخارجي في حالة تقصيره في أداء المهام الرقابية الموكلة إليه للحد من مخاطر المعلومات والمحافظة على ثرواتهم.
- يوجد علاقة ارتباط طردية بين التحفظ المحاسبي وقيمة المنشأة، بما يعني وجود تأثير قوي لدرجة التحفظ على زيادة قيمة المنشأة، وتتفق هذه النتيجة مع دراسات (LaFond and Watts, 2008 ; Francis et al., 2013) وتفسرها الباحثة بأن التمسك بدرجة عالية من التحفظ يحد من قدرة الإدارة على ممارسة إدارة الأرباح الانتهازية مما يحافظ على أسعار الأسهم من التقلبات ويخفض من مخاطر الإفلاس مما يعزز بالتبعية من قيمة المنشأة.
- كما يوجد تأثير معنوي لنوع مكتب المراجعة على قيمة المنشأة، بينما لا يوجد تأثير لحجم الشركة، وقد يعود ذلك من وجهة نظر الباحثة إلى أن المراجعة الخارجية من آليات الحوكمة وتتميز مكاتب المراجعة الكبيرة بارتفاع مستوى الخبرة والكفاءة للمراجعين العاملين بها وارتفاع جودة عملية المراجعة، كما تتمسك بمستوى عالي من التحفظ بالتقارير المالية لمنع التلاعب في الأرباح وللحفاظ على سمعتها وعدم استبعادها.
- عدم وجود فروق معنوية بين قيمة المنشآت المتحفظة قبل وبعد عام ٢٠١١، بمعنى أن الشركات المتحفظة استطاعت الحفاظ على قيمتها برغم الأحداث السياسية والاقتصادية التي مرت بها البلاد وأثرت على أداء المؤشرات الرئيسية للبورصة، مما يضيف رصيذاً إضافياً للمنافع الاقتصادية الناجمة عن التحفظ المحاسبي في مواجهة المخاطر التي تواجهها الشركات.
- يزداد التحفظ المحاسبي في شركات قطاع الأعمال العام بالمقارنة مع شركات القطاع الخاص، وتتسق هذه النتيجة مع دراسة (Chen and Zhu, 2013) ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحثة إلى كثرة الأنظمة والتشريعات المحاسبية التي تفرض على شركات قطاع الأعمال العام ولا تسمح بالمرونة في الاختيار بين عدة بدائل للقياس المحاسبي لنفس البند، بالإضافة إلى خضوع العديد منها إلى رقابة كل من الجهاز المركزي للمحاسبات وإحدى مكاتب المراجعة الكبيرة مما يجعلها أكثر تمسكاً بالتحفظ المحاسبي.

ثانياً: التوصيات

- ١- توصي الباحثة المنظمات المهنية بإعادة النظر قبل استبعاد التحفظ المحاسبي من الإطار المفاهيمي لإعداد التقارير المالية من خلال المشروع المشترك بين (FASB) و (IASB) نظراً لما يقدمه من منافع اقتصادية عديدة وللحفاظ على ثروة كل من المساهمين والدائنين.
 - ٢- تشجيع إدارات الشركات المساهمة على تطبيق الطرق والسياسات المتحفظة في إطار معايير المحاسبة المصرية للمحافظة على قيمتها وبخاصة في ظل الهزات المتكررة التي تمر بها البورصة المصرية.
 - ٣- تأكد مراجعي الحسابات من التزام إدارات الشركات التي يقومون بمراجعة قوائمها المالية بسياسات التحفظ المحاسبي قبل إصدار التقارير للحد من عملية تعديل القوائم المالية Restatement التي قد تؤدي إلى استبعاد المراجع وزيادة مخاطر التقاضي.
- مجالات بحثية مقترحة
- ١- دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي والحد من مخاطر الإفلاس وترشيد القرارات الاستثمارية.
 - ٢- دور آليات الحوكمة في زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المالية المنشورة للشركات المساهمة المصرية.
 - ٣- أثر التحفظ المحاسبي على خفض عدم تماثل المعلومات المحاسبية لترشيد قرارات المستثمرين (دراسة تطبيقية).
 - ٤- دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وجودة الأرباح المحاسبية وأثرها على تكلفة رأس المال للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

المراجع:

أولاً: المراجع العربية

- ١- 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، ص ص: ١-٣٧.
- ٢- عوض، آمال 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، ص ص ٩١-١٤٥.
- ٣- قانون الضريبة على الدخل رقم (٩١) لسنة ٢٠٠٥ ولائحته التنفيذية.

- ٤- كساب، ياسر السيد، ٢٠١١، العوامل المؤثرة في التحفظ المحاسبي (دراسة ميدانية على الشركات المساهمة السعودية)، *المجلة العلمية التجارة والتمويل*، كلية التجارة، جامعة طنطا، عدد (٢)، ص ٢٩٧-٣٣٠.
- ٥- مرعي، ليلي محمد لطفي حسن، ٢٠٠٢، سياسة الحيطه والحذر في المحاسبة - دراسة تحليلية، *مجلة الدراسات المالية والتجارية*، جامعة بني سويف، العدد الثالث، المجلد الثالث، ديسمبر، ص ٧٤٦-٧٧٩.
- ٦- هندي، منير إبراهيم، ٢٠١٤، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة التاسعة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية.
- ٧- وزارة الاستثمار، ٢٠١٣، معايير المحاسبة المصرية، قرار وزير الاستثمار رقم ٢٤٣ لسنة ٢٠٠٦، الطبعة الخامسة، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، القاهرة.

ثانياً: المراجع الأجنبية

- 1- Ahmed, A., B. Billings, R. Morton and M. Stanford-Harris. 2002. The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs, **The Accounting Review**, 77(4): 867-890.
- 2- Aldamen, H. and K. Duncan. 2012. Does adopting good corporate governance impact the cost of intermediated and non-intermediated debt? **Accounting and Finance**, 52: 49-76.
- 3- Apergis, N., G. Artakis, S. Eleftheriou and J. Sorros. 2012. Accounting information and excess stock returns: The role of the cost of capital-new evidence form US firm-level data, **Applied Financial Economic**, 22: 321-329.
- 4- Armstrong, C. J. Core, D. Taylor and R. Verrecchia. 2011. When does information asymmetry affect the cost of capital, **Journal of Accounting Research**, 49(1): 1-41.
- 5- Artiach, T., and P. Clarkson. 2013. Conservatism, disclosure and cost of equity capital, **Australian Journal of Management**, Available at: <http://ssrn.com/abstract-1673516>.
- 6- Ball, R., A. Robin and G. Sadka. 2008. Is financial reporting shaped by debt markets or by equity markets? An international study of timeliness and conservatism, **Review of Accounting Studies**, 13: 168-205.
- 7- Basu, S. 1997. The conservatism principle and the asymmetric timelines of earnings, **Journal of Accounting and Economics**, 24: 3-37.
- 8- Beatty, A., J. Weber and J. Yu. 2008. Conservatism and Debt, **Journal of Accounting and Economics**, 45: 154-174.
- 9- Beaver, W. and S. Ryan. 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: 127-148.

- 10- Beaver, W. and S. Ryan. 2005. Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling, **Review of Accounting Studies**, 10: 269-309.
- 11- Beyer, A. 2012. Conservatism and Aggregation: the effect on cost of equity capital and the efficiency of debt contracts, available at: <http://ssrn.com/abstract=2028159>.
- 12- Biddle, G., M. Ma and F. Song. 2011. Accounting Conservatism and Bankruptcy, **Working Paper**, The University of Hong Kong.
- 13- Botosan, C., M. Plumlee and H. Wen. 2011. The relation between expected returns, realized returns and firm risk characteristics. **Contemporary Accounting Research**, 28(4): 1085-1122.
- 14- Brealey, R., S. Myers and F. Allen. 2014. **Principles of Corporate Finance**, 11ed. McGraw Hill Education.
- 15- Bushman, M. and J. Piotroski. 2006. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. **Journal of Accounting and Economics**, 42: 107-148.
- 16- Campello, M., M. Graham and C. Harvey. 2010. The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis, **Journal of Financial Economics**, 97: 470-487.
- 17- Chan, A. and W. Hsu. 2013. Corporate pyramids, conservatism and cost of debt: Evidence from Taiwan, **The International Journal of Accounting**, 48: 390-413.
- 18- Chan, A., S. Lin and N. Strong. 2009. Accounting Conservatism and the Cost of equity capital: UK evidence, **Managerial Finance**, 35(4): 325-345.
- 19- Chen, C. and S. Zhu. 2013. Financial reporting quality, debt maturity, and the cost of debt: Evidence from China, **Emerging Markets Finance & Trade**, Sept.-Oct., 49(4): 236-253.
- 20- Chen, H., J. Chen, G. Lobo and Y. Wang. 2011. Effects of audit quality one earnings management and cost of equity capital: Evidence form China, **Contemporary Accounting Research**, 28(3): 892-925.
- 21- Easton, P. 2004. PE ratios, PEG ratios and estimating the implied expected rate of return on equity capital, **The Accounting Review**, 79(1): 73-95.
- 22- Ettredge, M., Y. Huang and W. Zhang. 2012. Earnings restatements and differential timeliness of accounting conservatism, **Journal of Accounting and Economics**, 53: 489-503.
- 23- Fama, E. and K. French. 1996. Multifactor explanations of asset pricing anomalies, **Journal of Finance**, 51: 55-84.
- 24- Fernando, G., A. Abdel-Meguid and R. Elder. 2010. Audit quality attributes, client size and cost of equity capital, **Review of Accounting and Finance**, 9(4): 363-381.
- 25- Financial Accounting Standards Broad (FASB). 2010. Conceptual framework for financial reporting. **Statement of Financial Accounting**, Concept No. 8. Norwalk. CT: FASB.

- 26-Francis, B., I. Hassan and W. Wu. 2013. The benefits of conservative accounting to shareholders: evidence from the financial crisis, **Accounting Horizons**, 27(2): 319-345.
- 27-Francis, J. and X. Martin. 2010. Acquisition profitability and timely loss recognition, **Journal of Accounting and Economics**, 49: 161-178.
- 28-Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings attributes, **The Accounting Review**, 79(4): 967-1010.
- 29- Gao, P. 2013. A measurement approach to conservatism and earning management, **Journal of Accounting and Economics**, 55: 251-268.
- 30- Garcia Lara, J., B. Osma and F. Penalva. 2011. Conditional conservatism and cost of capital, **Review of Accounting Studies**, 16: 247-271.
- 31- Gebhardt, W., C. Lee and B. Swaminathan. 2001. Toward an implied cost of capital, **Journal of Accounting Research**, 39: 135-176.
- 32- Gigler, F., C. Kanodia, H. Sapra and R. Venugopalan. 2009. Accounting Conservatism and the efficiency of debt contracts, **Journal of Accounting Research**, 47(3): 767-797.
- 33- Givoly, D. and C. Hayn. 2000. The changing time – series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative, **Journal of Accounting and Economics**, 29: 287-320.
- 34- Gray P., P. Koh and Y. Tong. 2009. Accruals quality, information risk and cost of capital: Evidence from Australia, **Journal of Business Finance & Accounting**, 36(1) & (2): 51-72.
- 35- Guay, W. and R. Verrecchia. 2007. Conservative Disclosure, **Working Paper**, University of Pennsylvania.
- 36- Hellman, N. 2008. Accounting conservatism under IFRS, **Accounting in Europe**, 5(2): 71-100.
- 37- Hughes, J., J. Liu and J. Liu. 2007. Information asymmetry diversification and cost of capital, **The Accounting Review**, 82(3): 705-729.
- 38- Hui, K., S. Matsunaga and D. Morse. 2009. The impact of conservatism on management earnings forecasts, **Journal of Accounting and Economics**, 47(3): 192-207.
- 39- International Accounting Standards Board (IASB). 2008. An improved conceptual framework for financial reporting, London.
- 40- Ismail, T. and R. Elbolok. 2011. Do conditional and unconditional conservatism impact earnings quality and stock prices in Egypt? **Research Journal of Finance and Accounting**, 2(12): 7-21.
- 41- Khan, M. and R. Watts. 2009. Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism, **Journal of Accounting and Economics**, 48: 132-150.
- 42- Kim, Y., S. Li, C. Pan and L. Zuo. 2013. The role of accounting conservatism in the equity market: evidence from seasoned equity offerings, **The Accounting Review**, 88(4): 1327-1356.

- 43- Kothari, S., S. Shu and P. Wysocki. 2009. Do managers withhold bad news? **Journal of Accounting Research**, 47: 241-276.
- 44- LaFond, R., and R. Watts. 2008. The information role of conservatism, **The accounting Review**, 83(2): 447-478.
- 45- Lee, J. 2011. The role of accounting conservatism in firm's financial decisions, available at: <http://ssrn.com/abstract=1718494>.
- 46- Li, X. 2010. Accounting conservatism and the cost of capital: International analysing. **Working Paper**, London Business School.
- 47- Lumby, S. and C. Jones. 2003. **Corporate Finance Theory and Practice**, 7th ed. Thomson, London.
- 48- Pham, P., J. Suchard and J. Zein. 2012. Corporate governance and the cost of capital: Evidence from Australian companies, **Journal of Applied Corporate Finance**, 24(3): 84-93.
- 49- 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): 759-796.
- 50- Ramalingegowda, S. and Y. Yu. 2012. Institutional ownership and conservatism, **Journal of Accounting and Economics**, 53: 98-114.
- 51- Reverte, C. 2012. The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital, **Corporate & Social Responsibility and Environmental Management**, 19: 253-272.
- 52- Ross, S., R. Westerfield, B. Jordan and J. Bley. 2014. **Essentials of Corporate Finance**, First Middle East edition, McGraw Hill Education.
- 53- Roychowdhury, S. and R. Watts. 2007. Asymmetric timeliness of earnings, market to book and conservatism in financial reporting, **Journal of Accounting and Economics**, 44: 2-31.
- 54- Saleh, M., M. Hematfar and P. Khazaei. 2012. A study of the relationship between conservatism and capital cost of listed companies. Some Iranian evidences, **Australian Journal of Basic and Applied Sciences**, 6(2): 1-8.
- 55- Watts, R. 2003a. Conservatism in Accounting part I: Explanations and implications, **Accounting Horizons**, Sept. 17(3): 207-221.
- 56- Watts, R. 2003b. Conservatism in Accounting part II: Evidence and research opportunities, **Accounting Horizons**, Sept. 17(4): 287-301.
- 57- Watts, R. and L. Zuo. 2012. Accounting conservatism and firm value: Evidence from the global financial crisis, available at: <http://SSRN.com/abstract=1952722>.
- 58- Xu, X., X. Wang and N. Han. 2012. Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency, **China Finance Review International**, 2(1): 53-77.
- 59- Zhang, J. 2008. The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers, **Journal of Accounting and Economics**, 45: 27-54.