أثر دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية
دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية

د/ فريد محرم فريد إبراهيم[1]

المستخلص

الهدف من الدراسة الحالية هو بحث أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية كمتغير مستقل – المقاسه بالدراسة الحالية باستخدام مقياس بديل يعبر عن استمرارية الأرباح مستقبلا كأحد السمات الرئيسية الهامة للتعبير عن جودة التقارير المالية، وتم قياس استمرارية الأرباح باستخدام نموذج (2005) Richardson– وبين تكلفة حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة والمقيدة أسهمها بمؤشر EGX–100، كمتغير تابع – مقاس بالدراسة الحالية بمعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين والذى تم قياسه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM –، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من 84 شركة من الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية والمتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX–100 خلال الفترة من 2006 وحتى 2018 وذلك بإجمالي عدد مشاهدات 1008 مشاهدة (شركة/ سنة).

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها؛ وجود علاقة ارتباط معنوية سالبة بين كلا من جودة التقارير المالية، ومرحلة النضوج كأحد مراحل دورة حياة الشركة، وحجم الشركة وبين ومعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، بينما توجد علاقة ارتباط معنوية موجبة بين كلا من مرحلة النمو كأحد مراحل دورة حياة الشركة، ودرجة الرافعة المالية، ودرجة المخاطر غير المنتظمة غير القابلة للتنويع للشركة، وفرص نمو الشركة ومعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين، وأخيرا؛ وجود تأثير معنوي لدخول المتغيرات المنظمة لعلاقة الانحدار والخاصة بمرحلة النضوج أو مرحلة النمو كمراحل لدورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية.

الكلمات المفتاحية

مراحل دورة حياة الشركة، جودة التقارير المالية، استمرارية الأرباح، معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين، تكلفة حقوق الملكية.

---

[1]. أستاذ مساعد بقسم المحاسبة والمراجعة – كلية التجارة – جامعة عين شمس.

E–mail: dr.fareedibrahim@commerce.asu.edu.eg.

1. المقدمة

بمراجعة الأدبيات المتعلقة بالأثار الاقتصادية لدورة حياة الشركة بشكل عام، والأثار المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة بشكل خاص. تبين أن الدراسات التي تقوم بفحص أثار دورة حياة الشركة المالية والمحاسبية تتميز بالندرة الشديدة بشكل عام (2016) ,.Al-Hadi, et al، إلا أن تلك الدراسات حظيت مؤخرا باهتمام الأكاديميين والمهنيين بشكل كبير وأصبحت هناك موجة من الدراسات التطبيقية المتعلقة بتلك الأثار، مما يدل على أن دورة حياة الشركات أصبح لها تأثير كبير، حيث تبين تلك الدراسات أن دورة حياة الشركة تُعد المحدد الرئيسي للميزة التنافسية بين الشركات وأنها ترتبط ارتباطًا وثيقًا بقرارات ونتائج حقيقية للشركات؛ منها؛ الاحتفاظ بالنقدية، والانفاق الاستثماري، وقرارات التمويل سواء بإصدار الديون أو بحقوق الملكية أو كليهما، وقرارات الاستحواذ وتنويع محافظ الاستثمارات، والإفصاح والشفافية، وتسعير الأصول الرأسمالية وتقييمها، وسياسات توزيع الأرباح، وجودة التقارير المالية، وجودة الأرباح المحاسبية، وآليات حوكمة الشركات، والتخطيط الضريبي Habib, and Monzur (2018).

وفقا لهذا السياق تهدف الدراسة الحالية إلى بحث أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة والمقيدة أسهمها بمؤشر EGX-100، ويتم ذلك بإجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من 84 شركة من الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية والمتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX-100 خلال الفترة من 2006 وحتى 2018.

تسهم الدراسة الحالية بمجموعة من الاسهامات التي من الممكن أن تضاف للأدب المحاسبي في مجال الدراسات المتعلقة بالآثار الاقتصادية لمراحل دورة حياة الشركة بشكل عام، وفي مجال فحص العلاقة بين دورة حياة الشركة، وجودة التقارير المالية، وتكلفة حقوق الملكية بشكل خاص، ويمكن للباحث عرض تلك الاسهامات في النقاط التالية:

أ. تعد الدراسة الحالية من الدراسات القليلة التي بحثت وبشكل تطبيقي ومباشر أثر الخصائص المختلفة لمراحل دورة حياة الشركة بشكل مباشر على تكلفة حقوق الملكية، بينما بحثت معظم الدراسات السابقة في دور دورة حياة الشركة في قرارات توزيع الأرباح وهيكل رأس المال، وتكلفة الديون ...الخ، ولم تهتم تلك الدراسات بدور دورة حياة الشركة في تحديد تكلفة حقوق الملكية، وذلك على الرغم من توقع معظم تلك الدراسات أن دورة حياة الشركة قد تؤثر على تكلفة حقوق الملكية ولكنها لم تحاول بشكل تطبيقي اثبات صحة التوقع. وتحاول الدراسة الحالية سد الفجوة البحثية في هذا المجال.

ب. تعد الدراسة الحالية من الدراسات القليلة التي بحثت وبشكل تطبيقي أثر الخصائص المختلفة لكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة على مستوى جودة التقارير المالية، فقد قامت العديد من الدراسات بفصح العلاقة بين خصائص الشركات خلال مرحلة النمو ومستوى جودة التقارير المالية، في حين تبحث الدراسة الحالية وبشكل تطبيقي أثر خصائص كل المراحل على جودة التقارير المالية وذلك بسبب أن مراحل دورة حياة الشركة تظهر نتيجة مجموعة من العوامل الداخلية (مثل الاختيارات الاستراتيجية والموارد والقدرة الإدارية....الخ) ومجموعة من العوامل الخارجية (مثل البيئة التنافسية وعوامل الاقتصاد الكلي...الخ) والتي لها جميعا تأثير مباشر على جودة التقارير المالية، وهذا ما دعا الباحث للقيام بالدراسة الحالية لسد الفجوة البحثية في هذا المجال.

ج. تعد الدراسة الحالية من الدراسات القليلة التي بحثت وبشكل تطبيقي – فيما أطلع عليه الباحث– الأثار المحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة بشكل عام وتأثيرها على جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية بشكل خاص، وما لذلك من أثر مباشر على القرارات التمويلية التي تتخذها الشركة لتمويل استثماراتها عبر مراحل دورة حياتها، وكذلك من الأثر على مستوى المخاطر غير المنتظمة وما لذلك كله من تأثير مبدئي على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية.

يقسم الجزء التالي من الدراسة إلى ما يلى؛ (2) الإطار النظري لممارسات إدارة الأرباح بالأنشطة الحقيقية، (3) الدراسات السابقة وبناء فروض الدراسة، (4) مشكلة الدراسة وتساؤلاتها البحثية، (5) أهداف الدراسة، (6) حدود الدراسة، (7) توصيف العينة وأساليب جمع البيانات، (8) نموذج ومتغيرات الدراسة، (9) التحليل الإحصائي للبيانات، (10) مناقشة نتائج الدراسة، (11) الملخص والتوصيات.

2. الإطار النظري لدورة حياة الشركة

طورت العديد من الدراسات مجموعة من النماذج لمراحل دورة حياة الشركة والذي يتناول كلا منها تلك المراحل من مرحلة البداية وحتى مرحلة التدهور، وقد قسمت دراسة Dickinson (2011) مراحل دورة حياة الشركة إلى خمس مراحل هي:

- مرحلة البداية أو التقديم Introduction والتي تتميز بالطلب المحدود على منتجات الشركة، وانخفاض هوامش ربح معظم المنتجات. حيث تؤدى تلك الخصائص إلى تحقيق الشركة لتدفقات نقدية سالبة لأنشطة التشغيل، وتعتمد الشركة إلى حد كبير على فرص النمو وبالتالي زيادة

مستوى الانفاق الاستثماري والنفقات الرأسمالية، ويؤدى ذلك إلى تحقيق الشركة لتدفقات نقدية سالبة لأنشطة الاستثمار، وتحتاج الشركة في هذه المرحلة إلى مزيد الأموال لتمويل النمو المتزايد في الانفاق الاستثماري وطالما أن الأنشطة التشغيلية للشركة لا تولد تدفقات نقدية موجبة فإن الشركة ستعتمد على التمويل بالديون وينتج عن ذلك تدفقات نقدية موجبة لأنشطة التمويل.

- مرحلة النمو **Growth** والتي تتميز بزيادة الطلب التدريجي على منتجات الشركة، وعدم ثبات الايرادات والتكاليف والأرباح، وتحسن مميزات المنتج يصاحبه انخفاض تدريجي في سعر المنتج، وتقلب في التدفقات النقدية لأنشطة التشغيل، مع استمرار النمو في التدفقات النقدية السالبة لأنشطة الاستثمار، واستمرار التدفقات النقدية الموجبة لأنشطة التمويل.
- مرحلة النضوج **Maturity** والتي تتميز بزيادة الطلب على منتجات الشركة حتى الوصول إلى نقطة التشبع **Saturation Point**، وثبات معدل النمو في الحصة السوقية بما يتناسب مع معدلات النمو في الصناعة، وزيادة معدلات التطور في استراتيجيات الأعمال بشكل مستمر، والسعي المستمر لريادة السوق، وزيادة النمو في الإيرادات وأرباح التشغيل، ونمو في التدفقات النقدية الموجبة لأنشطة التشغيل، وانخفاض فرص النمو مما ينتج عنه نقص التدفقات النقدية السالبة لأنشطة الاستثمار، مع انخفاض ملحوظ في التدفقات النقدية السالبة لأنشطة التمويل بسبب اعتماد الشركة على تمويل استثماراتها ذاتيا.
- مرحلة التذبذب **Shake-out** والتي تتميز بتذبذب الحصة السوقية والإيرادات بشكل غير طبيعي لعدم قدرة الشركة على النمو بنفس نسب نمو الصناعة، والتباطؤ في نمو الإيرادات وحجم الطلب على منتجات الشركة، وتذبذب النمو في أرباح التشغيل والتدفقات النقدية الموجبة لأنشطة التشغيل وتناقص معدلات النمو في التدفقات النقدية بوجه عام.
- مرحلة التدهور **Declining** والتي تتميز بالتدهور الشديد في الطلب على منتجات الشركة، والانخفاض الشديد في الحصة السوقية، وزيادة التكاليف الثابتة، والتركيز على المنتجات الأكثر ربحية، والتوقف عن انتاج بعض المنتجات، وتدهور معدلات النمو في الإيرادات والأرباح والتدفقات النقدية الناتجة من التشغيل، وزيادة التدفقات النقدية الموجبة من الاستثمار بسبب التخلص من بعض الأصول، وزيادة التدفقات النقدية السالبة لأنشطة التمويل بسبب سداد بعض الديون، وبشكل عام تتراجع مستويات الأسعار بشكل كبير وتزداد التهديدات الخارجية بالاستحواذ وتقل الابتكارات والبحوث وتتراجع فرص التمويل. وعندما تواجه الشركة خسائر فادحة ولا تعتقد أن هناك فرصاً للبقاء فإن تصفية الاستثمارات تكون الخيار الأمثل لها.

ويمكن للباحث عرض وتحليل الاطار النظري للآثار المالية والاقتصادية لمراحل دورة حياة الشركة في النقاط التالية:

2/1 المقاييس المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة

يُعد القياس المحاسبي لكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة عملية صعبة ومعقدة بسبب تعقد أنشطة الشركة وتنوعها، مما قد ينتج عنه ان كل نشاط قد يمر بمرحلة مختلفة من مراحل دورة الحياة داخل نفس الشركة. مما يصعب من عملية القياس الدقيق لمراحل دورة الحياة على مستوى الشركة ككل وعلى الرغم من ذلك، اقترحت بعض الدراسات بعض المقاييس المالية لمراحل دورة حياة الشركة يمكن أن يوجزها الباحث في النقاط التالية:

أ. عمر الشركة: حيث استخدمت بعض الدراسات عمر الشركة كمقياس مالي للتعبير عن مراحل دورة حياة الشركة عند دراسة الأثار المالية والمحاسبية لدورة حياة الشركة، Faff, R., Kwok, et al., (2018)، وعلى الرغم من ذلك فإن استخدام عمر الشركة كمقياس لمراحل دورة حياة الشركة يُعد مقياس غير صحيح للأسباب التالية؛ أولا: يختلف الوقت اللازم لتحول الشركة من مرحلة إلى أخرى على دورة الحياة باختلاف الصناعة، ثانيا: اختلاف الزمن المستنفذ في اكتساب الشركات لمهارات معينة يجعل بعضها يأخذ زمن أقل من غيرها عند التحول من مرحلة إلى أخرى بسبب اختلاف منحنى التعلم المرتبط بكل شركة، ثالثا: غالباً ما تستخدم الدراسات عدد سنوات قيد الشركة في البورصة كمؤشر عن عمر الشركة، على الرغم من أن العديد من الشركات قد تكون موجودة ومنذ زمن طويل وانتقلت من مرحلة لأخرى على مراحل دورة الحياة قبل القيد بالبوصة. وبالتالي فإن افتراض تطور الشركة على مراحل دورة الحياة يتحقق بمرور الزمن فقط افتراض خاطئ. كما أن استخدام متغيرات أخرى كحجم الشركة أو قيمة الأرباح السنوية بجانب عمر الشركة يفترض أن الشركة تمر بمراحل دورة الحياة بشكل زمنى ثابت ويُعد ذلك افتراض خاطئ أيضا Bae, G.S., Choi, et al., (2017).

ب. الأرباح المحتجزة: حيث اقترحت دراسة DeAngelo et al. (2006) استخدام النسبة بين رصيد الأرباح المحتجزة أخر الفترة إلى إجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية الفترة، أو استخدام النسبة بين رصيد الأرباح المحتجزة أخر الفترة إلى إجمالي القيمة لحقوق المساهمين كمقاييس مقترحة لقياس مراحل دورة حياة الشركة، حيث اقترحت الدراسة انه بزيادة النسبتين السابقتين أو احداهما تنتقل الشركة من مرحلة إلى أخرى على دورة حياة الشركة، وكلما اقتربت تلك النسب من المتوسط العام للصناعة دل ذلك على أن الشركة تمر بمرحلة النضوج الاقتصادي، وبالتالي فمن الممكن استخدام تلك النسب كمؤشر معقول لدورة حياة الشركة. وقد استخدم نموذج DeAngelo et al. (2006) بشكل واسع كمقاييس بديلة لدورة حياة الشركة

في العديد من الدراسات التطبيقية المتعلقة بدراسة الأثار المالية لدورة حياة الشركة مثل دراسة Habib and Hasan (2017). ويرى الباحث أنه على الرغم من أن تلك النسب تتغلب على افتراض النمو الخطي الثابت للشركة عند استخدام عمر الشركة أو حجمها كمقاييس لمراحل دورة الحياة، إلا أن هناك بعض الأسباب التي تُحد من استخدام تلك النسب كمقاييس عادلة لمراحل دورة الحياة منها على سبيل المثال؛ عوامل الاقتصاد الكلى في فترة معينة مثل ارتفاع أسعار المواد الخام وقرارات تغيير أسعار الفائدة، وعوامل مرتبطة بالصناعة مثل ظهور تكنولوجيا جديدة في الانتاج، وعوامل مرتبطة بالشركة مثل الانفاق على البحث والتطوير وسياسة توزيع الأرباح، كلها عوامل قد تغير من رصيد الأرباح المحتجزة أخر الفترة دون النظر إلى المرحلة التي تمر بها الشركة من مراحل دورة الحياة.

ج. معدلات النمو: وقد قدمت دراسة Anthony and Ramesh (1992) نموذج لقياس مراحل دورة حياة الشركة يعتمد علي معدلات النمو لكلا من حجم الشركة، المبيعات، أرباح التشغيل، والانفاق الرأسمالي، وتستخدم تلك المعدلات لتصنيف الشركات إلى مراحل متعددة من دورة الحياة المختلفة، وعلى الرغم من أن معدلات النمو تُعد مقياس مناسب للتعبير عن مراحل دورة حياة الشركة والتي يمكن من خلالها تتبع انتقال الشركة من مرحلة لأخرى. إلا أن هذا النموذج وفقاً لدراسة Dickinson (2011) تحده بعض المحددات مثل؛ يتطلب استخدام معدلات النمو كمقياس لمراحل دورة حياة الشركة بناء هذه المعدلات لمدة ست سنوات على الأقل مما يقلل من احتمال رصد الشركات خلال مرحلة التمهيد بشكل خاص. ثانياً: إن التصنيف على أساس معدلات النمو في حجم الشركة والمبيعات وأرباح التشغيل والانفاق الرأسمالي هو خطأ إلى حد كبير، لأن تلك المعدلات فشلت في التقاط سمات واضحة لمراحل دورة حياة الشركة عند استخدامها في بعض الدراسات وخاصة اذا ما اختلفت بيئة التطبيق عن البيئة الأساسية التي أُجريت عليها الدراسة وهى للشركات المساهمة المسجلة ببورصة نيويورك.

د. التدفقات النقدية: يُعد نموذج Dickinson (2011) لقياس مراحل دورة حياة الشركة بالاعتماد على البيانات المستخرجة سنوياً من بيانات قائمة التدفقات النقدية، هو الأشهر بين تلك النوعية من النماذج. حيث قدم Dickinson (2011) دليل تطبيقي أثبت به أن إشارة التدفقات النقدية للأنشطة المختلفة بالشركة تمثل فروق جوهرية بين المراحل المختلفة التي قد تمر بها الشركة خلال دورة حياتها، كما أنها تمثل بشكل عادل ربحية الشركة، ونموها، ومخاطرها، وبالتالي يمكن استخدام بيانات التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة التشغيل، والاستثمار، والتمويل لقياس مراحل دورة حياة الشركة بدأ من مرحلة البداية، وحتى مرحلة التدهور.

وعلى الرغم من أن العديد من الدراسات تؤكد على أن استخدام التدفقات النقدية الناتجة من الأنشطة المختلفة للشركة كمقياس لمراحل دورة حياة الشركة يتفوق على المقاييس المقترحة الأخرى إلا أن الاعتماد على نموذج Dickinson (2011) في قياس مراحل دورة حياة الشركة، يرتبط بالعديد من المحددات وفقاً لدراسة Habib, and Monzur (2018) والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية: (1) يعتمد النموذج على إشارة التدفقات النقدية (+/−) الناتجة من الأنشطة المختلفة بالشركة دون الأخذ في الاعتبار قيمة التدفق النقدي نفسه وبالتالي اهمال الاختلاف بين فروق قيم تلك التدفقات من سنة لأخرى، ومن شركة لأخرى، وبالتالي يؤدى ذلك في الكثير من الأحيان إلى استنتاجات مضللة عند استخدام إشارة التدفقات النقدية لقياس مراحل دورة حياة الشركة. (2) من المسلم به أن التدفقات النقدية للشركة سريعة الاستجابة للظروف المختلفة التي من الممكن أن تتعرض لها الشركة سنويا سواء بسبب حالة الاقتصاد الكلى، أو بسبب زيادة ممارسات إدارة الأرباح الحقيقية خلال السنة، وليس استجابة فقط للمرحلة التي تمر بها الشركة ذاتها، وبالتالي قد تعانى التدفقات النقدية للشركة خلال السنة الواحدة من عدة تقلبات وبالتالي لن تعبر في هذه الحالة عن مراحل دورة حياة الشركة أو التعبير العادل عن أداء الشركة. (3) قيام الشركة في بعض الأحيان بإعادة تبويب بعض بنود التدفقات النقدية من نشاط إلى أخر ومن سنة لأخرى مما قد ينتج عنه إعادة تبويب بعض بنود قائمة التدفقات النقدية، وبالتالي لن تعبر التدفقات النقدية في هذه الحالة عن مراحل دورة حياة الشركة او التعبير العادل عن أداء الشركة. وعلى الرغم من محددات استخدام نموذج Dickinson (2011) لقياس مراحل دورة حياة الشركة، فلا يزال النموذج هو الأكثر اهتماما به من جانب الأكاديميين والمهنيين، وكذلك استخدامه في العديد من الدراسات التطبيقية المتعلقة بالأثار المالية والمحاسبية لدورة حياة الشركة.

2/2 محددات مراحل دورة حياة الشركة

وفقاً لدراسة Hasan and Cheung (2018) هناك العديد من المحددات التي قد تؤثر وبشكل كبير في مراحل حياة الشركة، حيث قامت الدراسة بعمل مسح للدراسات التي تناولت بالشرح والتحليل تلك المحددات ويمكن ان يوجزها الباحث في النقاط التالية:

- يعتبر حجم الشركة مقاساً بإجمالي القيمة الدفترية لأصول الشركة في نهاية الفترة من المحددات الهامة للعديد من مراحل دورة حياة الشركة وخاصة فيما يتعلق بمرحلتي النمو والتدهور خاصة إذا ما قورن حجم الشركة مع متوسط الصناعة، حيث تم التحقق من أن حجم الشركة مرتبط باحتمال بقاء الشركة في الصناعة، وتم التوصل إلى أنه على الرغم من تضاؤل احتمال بقاء الشركات صغيرة الحجم في الصناعة التي تتميز شركاتها بمتوسط حجم كبير، إلا أن هذه العلاقة تظهر فقط بالشركات المستقرة وفي مرحلة التدهور فقط مما يعنى أن حجم

الشركة هو محدد فقط للشركة أثناء مرحلة التدهور دون غيرها من المراحل الأخرى على دورة حياة الشركة.

- جنسية الشركة محلية أو أجنبية قد تؤثر على مراحل دورة حياة الشركة، حيث اثبتت الدراسات أن معدل الخروج الشركات المحلية من الصناعة يتناقص بوصول تلك الشركات لمرحلة النضوج، أما الشركات متعددة الجنسيات لا تتبع هذا النمط مما يعنى أن جنسية الشركة من المحددات الهامة في تحديد مراحل دورة الحياة.
- معدل نمو أرباح الشركة من المحددات الهامة لمراحل دورة الحياة، وقد أظهرت الدراسات التي أجريت على مجموعة من الشركات المساهمة الخاصة والعامة بالمملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية أن معدل نمو الأرباح يمكن تمثيله بمنحنى يتصاعد ثم يستقر ثم يتناقص بمرور الزمن على الشركة، وأن معدلات الربحية تتزايد مع التقدم في العمر وتبقى مرتفعة لبعض السنوات ثم تنمو ببطء عندما تصل الشركة إلى مرحلة النضوج، ثم تأخذ في الهبوط مع وصول الشركة لمرحلة التدهور.
- الموارد الاقتصادية والبشرية للشركة **Organization Capital** حيث أشارت مجموعة من الدراسات إلى أن التغير في مستوى الموارد الاقتصادية والبشرية المتاحة للشركة من فترة لأخرى يؤثر على القدرة الإدارية والإنتاجية، وكفاءة التشغيل، وريادة الأعمال بالشركة، والتي تؤثر جميعها على تطور الشركة على مراحل دورة الحياة.
- ثقافة المنظمة، وآليات الحوكمة، وتكلفة دورات التشغيل كمجالات بحث مستقبلية يمكن أن تؤثر في مراحل دورة حياة الشركة.

2/3 أثر مراحل دورة حياة الشركة على جودة التقارير المالية

بمراجعة الأدبيات المحاسبية المتعلقة بالأثار المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة، تبين أن مراحل دورة حياة الشركة قد تؤثر بخصائصها المتعددة على العديد من الجوانب المالية والمحاسبية؛ ووفقاً للهدف من الدراسة الحالية يتم عرض وتحليل أثر مراحل دورة حياة الشركة على جودة التقارير المالية من خلال تأثيرها على الجوانب التالية:

وفقاً للاطار المفاهيمي لمعايير المحاسبة المالية **FASB** تكون للمعلومات المحاسبية قيمة ملائمة اذا صنعت الفرق عند استخدامها من قبل مستخدمي التقارير المالية، وعلى الرغم من أن الشركات في كل مراحل دورة حياتها مطالبة للامتثال لمتطلبات معايير المحاسبة المالية الإلزامية، إلا أن القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية المرتبطة بكل مرحلة من مراحل حياة الشركة سوف تختلف من مرحلة لأخرى. فعلى الرغم من أن الشركات في مراحلها المبكرة تنتج معلومات ترتبط بتحقيق معدلات نمو منخفضة بالتدفقات النقدية التشغيلية، وصافى الأرباح التشغيلية، إلا أن ذلك

يصاحبه في نفس الوقت معلومات عن كثافة الاستثمار في الأصول، والذى يؤدي بدوره إلى نمو ملحوظ في المبيعات. في حين تتميز مرحلة النمو بالشركات بوجود معلومات عن نمو سريع في التدفقات النقدية التشغيلية وأرباح التشغيل، ويصاحب ذلك في نفس الوقت معلومات متعلقة بالانخفاض التدريجي في كثافة الاستثمارات في الأصول، أما مرحلة النضوج فترتبط بمعلومات عن استقرار معدلات النمو في الاستثمار في الأصول والسيطرة على المخاطر وزيادة الانفاق على البحث والتطوير، بما يضمن للشركة في هذه المرحلة مقارنة بالمراحل الأخرى استقرار معدلات النمو في التدفقات النقدية التشغيلية وأرباح التشغيل. وبالنظر إلى التباين في قيمة المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية والأرباح خلال المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة فإنه من الخطأ القول أنه يمكن الاعتماد على معلومات متجانسة عن الشركة خلال فترة ثابتة من الزمن ثم محاولة قياس القيمة الملائمة لتلك المعلومات من خلال مقارنتها مع مثيلاتها من الشركات خلال نفس الفترة، لأنه وببساطة قد تمر تلك الشركات خلال فترة زمنية واحدة بمراحل مختلفة على دورة حياة الشركة مما يجعل تلك المعلومات غير قابلة للمقارنة من قبل المستثمرين وبالتالي انخفاض القيمة الملائمة للمعلومات الصادرة عن تلك الشركات خلال تلك الفترة، مما يؤدى إلى استنتاجات مضللة حول القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية بالاعتماد على قطاع عرضي من البيانات المرتبطة بعينة متجانسة من الشركات. ومن هنا كان لمراحل دورة حياة الشركة أثر بالغ الأهمية في تحديد القيمة الملائمة بالمعلومات المحاسبية Hasan and Cheung (2018).

وقد قامت العديد من الدراسات ببحث العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة والقيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية، حيث قامت دراسة Anthony and Ramesh (1992) ببحث القيمة الملائمة للمعلومات المحاسبية الصادرة عن الشركة عن طريق مدى استجابة أسعار أسهم الشركة في السوق لتلك المعلومات، وتوصلت الدراسة إلى أن المعلومات المتعلقة بالأرباح غير العادية، ومعدلات النمو في الإيرادات والانفاق الرأسمالي هي الأكثر تأثيراً في سلوك المتعاملين في سوق الأسهم تجاه سهم الشركة، ومن ثم لها قيمة ملائمة وخاصة في مرحلة نمو الشركة، وتصبح هذه المعلومات ذات تأثير أقل أو محدود اذا ما انتقلت الشركة إلى مرحلة النضوج. أما دراسة Habib (2010) والتي أجريت على الشركات الاسترالية المسجلة في سوق الأسهم فقد توصلت إلى أن المعلومات المتعلقة بنمو الإيرادات والأرباح يكون لها تأثير مباشر في قرارات المتعاملين في سوق الأسهم خلال مرحلة نمو الشركة فقط. وفى سياق متصل توصلت دراسة Black (2003) إلى أن المعلومات المتعلقة بصافي الدخل، وصافى التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، ليست ذات أهمية للمتعاملين في سوق الأسهم خلال المراحل المبكرة بالشركة، إلا أنها ستكون ذات قيمة ملائمة للمتعاملين بسوق الأسهم خلال مراحل النمو، والنضوج، والتدهور. كما أكدت دراسة Dickinson

(2018) .et al على أن المستثمرين يعتمدون بشكل كبير على توقعات المحللين الماليين خلال مراحل نمو الشركة ونضجها، في حين تصبح المعلومات المحاسبية الصادرة عن الشركة نفسها ذات قيمة ملائمة أكبر لهم أثناء مراحل البدايات والتدهور.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة والقدرة التنبؤية Predictive Ability للمعلومات المحاسبية الصادرة عن التقارير المالية فقد قامت دراسة Hamers et al. (2016) ببحث العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة ودقة تقديرات المحليين الماليين بشأن التدفقات النقدية من التشغيل والأرباح التشغيلية وأسعار الأسهم للشركة والمقدمة من قبلهم للمتعاملين في أسواق الأسهم بالولايات المتحدة الأمريكية، حيث تلعب تلك التقديرات دوراً هاما في توفير معلومات عن الشركة. وقد توصلت الدراسة إلى زيادة مستوى دقة تقديرات المحللين الماليين بشأن التدفقات النقدية والأرباح خلال مراحل النمو والنضوج فقط، كما توصلت الدراسة أن تقديرات المحللين الماليين تتميز بمستوى دقة أعلى بشان استمرارية الشركة وقيمتها السوقية خلال مرحلة النضوج فقط، وأخيراً توصلت الدراسة أن هناك تشتت واضح في تقديرات المحللين الماليين بشأن أسعار الأسهم في معظم مراحل دورة حياة الشركة ولا يرتبط ذلك بمرحلة معينة.

وفي ما يخص أثر مراحل دورة حياة الشركة على خاصية التمثيل العادل Representational Faithfulness للمعلومات المالية الصادرة عن التقارير المالية المنشورة وكأحد خصائص الجودة المتعلقة بموثوقية المعلومات Reliability، فقد قامت دراسة Choi et al. (2016) بدراسة العلاقة بين دورة حياة الشركة وخاصية التمثيل العادل باستخدام ممارسات إدارة الأرباح، وقد تم ذلك باستخدام عينة من الشركات الأمريكية عن الفترة من 1988 بعد الزام الشركات الأمريكية بالتقرير عن التدفقات النقدية وفقاً لـ FASB 95 وحتى عام 2008، وبالاعتماد على نموذج Dickinson (2011)، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات في مرحلة النمو لديها المزيد من الدوافع لممارسات إدارة الأرباح لتحقيق هامش ربح يقترب من متوسط الصناعة ويرجع ذلك إلى؛ (1) أن المتعاملين بسوق المال يتوقعون من الشركة التي تمر بمرحلة النمو أن تصل وبسرعة لمستوى الربح المعياري بالصناعة، واذا تبين لهم أن الشركة لم تصل لهذا الربح سوف يتجنبوا على الفور التعامل على أسهم الشركة بالسوق كعقاب لها، وبالتالي قد تنخفض القيمة السوقية للشركة، مما يخلق الدافع لدى إدارة الشركة إلى زيادة ممارسة إدارة الأرباح. (2) تعتمد الشركة في مرحلة النمو بشكل كبير على تمويل توسعاتها المستمرة علي مصادر تمويل خارجية كإصدار أسهم جديدة أو إصدار عقود الدين طويلة الأجل، مما يجعل لديها الحافز إلى ارسال إشارات مستمرة لمقدمي التمويل بشأن سلامة أرباح الشركة ومدى قربها من متوسط الصناعة ومن هنا قد تلجأ إدارة الشركة إلى زيادة مستوى ممارسات إدارة الأرباح خلال تلك

المرحلة. وقد انتهت الدراسة إلى أن الشركات في مرحلة النمو قد تكون أكثر عُرضة لانخفاض جودة تقاريرها المالية بسبب زيادة ممارسات إدارة الأرباح.

وعن العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وخصائص جودة الأرباح المحاسبية Attributes of Earnings. فقد توصلت دراسة Suberi et al. (2014) والتي أجريت على عينة من الشركات الأمريكية أن الشركات تظهر أرباح تتميز بالاستمرارية خلال مرحلة النضوج، وتتسق هذه النتيجة مع خصائص مرحلة النضوج من حيث الحالة المستقرة للتشغيل والأرباح والتدفقات النقدية، كما توصلت الدراسة إلى أن الأرباح لها قدرة تنبؤية مرتفعة خلال مرحلة النمو، وبالتالي توصلت الدراسة إلى أن بعض سمات جودة الأرباح المحاسبية مثل الاستمرارية والقدرة التنبؤية مشروطة بمراحل دورة حياة الشركة وليس بالنتائج الاقتصادية التي تحققها الشركة. أما في دراسة Hansen et al. (2018) والتي أجريت عن العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة ومستوى التحفظ غير المشروط بالتقارير المالية كأحد سمات جودة الأرباح المحاسبية، فقد توصلت الدراسة إلى أن وجود تباين وتفاوت في قيمة المستحقات الاختيارية وكذلك ومؤشر القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية عبر مراحل دورة حياة الشركة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الشركات الأمريكية في مراحلها الأولية تبدأ في تطبيق متطلبات المبادئ المحاسبية الأمريكية المقبولة قبولا عاما بشكل حرفي، الأمر الذى قد يجعل مؤشرات التحفظ بها مختلفة ومتباينة عن غيرها من الشركات في مراحل أخرى مثل النمو والنضج.

أما عن أثر دورة مراحل دورة حياة الشركة على خصائص جودة الإفصاح، فقد اوضحت دراسة Hansen et al. (2018) أن المراحل المبكرة للشركة يتم التحكم فيها من قبل الملاك المؤسسين مما يجعل إدارة الشركة أكثر ميلا لحجب بعض المعلومات المالية المتعلقة بالخسائر المحتملة وكذلك الإعلان المباشر عن الأرباح المتوقعة، مما ينتج عنه عدم تماثل المعلومات بين الملاك المؤسسين وغيرهم من الأطراف الأخرى المتعاملة مع المعلومات المالية المفصح عنها، كما يزداد مستوى التحفظ المحاسبي بالشركة خلال تلك المرحلة. وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن المتعاملين في أسواق الأسهم والمساهمين سوف يطالبون إدارة الشركة في مرحلة النمو بالمزيد من الإفصاحات المتعلقة بالتدفقات النقدية التشغيلية وأرباح التشغيل، وكذلك مستوى الانفاق على البحث والتطوير، وذلك بسبب حالة عدم الاستقرار السائدة خلال تلك المرحلة فيما يتعلق بالأمور السابقة، مما يعنى أن كمية الإفصاح المحاسبي الاختياري ستكون هي العامل المؤثر في جودة الإفصاح المحاسبي خلال مرور الشركة بمرحلة النمو، أما عن خصائص جودة الإفصاح المحاسبي بالشركة خلال مرحلة النضج كأحد مراحل دورة حياة الشركة، فقد بينت الدراسة أن مشكلة الوكالة بشقيها تظهر بوضوح خلال تلك المرحلة سواء مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين، أو

المديرين والملاك المؤسسين من جهة وباقي المساهمين وأصحاب المصلحة من جهة أخرى، ومن هنا تسعى إدارة الشركة إلى تقديم مزيد من الإفصاحات الاختيارية للمساهمين والأطراف الأخرى ذات المصلحة بالشركة عن الأداء المالي والتشغيلي والحوكمة بهدف الحد من تكلفة الوكالة، وبالتالي فإن العامل المؤثر في جودة الإفصاح المحاسبي بتلك المرحلة هو مستوى التحليل والتفصيل بالمعلومات المفصح عنها بالتقارير المالية وغير المالية الصادرة عن الشركة. وأخيرا وفيما يتعلق بخصائص جودة الإفصاح المحاسبي خلال مرحلة التدهور، فقد بينت الدراسة أن الشركة خلال تلك المرحلة تجعل الإفصاحات الصادرة عنها أكثر سلبية وأقل تفاؤلا وأكثر تعقيدا وغموضا.

3. الدراسات السابقة وبناء فروض الدراسة

تسعى الدراسة الحالية إلى دراسة أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة، وتحقيقاً للهدف من الدراسة، يمكن للباحث تقسيم الدراسات السابقة المرتبطة بمتغيرات الدراسة إلى الأقسام التالية:

3/1 الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية

تكلفة حقوق الملكية (الأسهم) هي معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين ويتم استخدامه كمؤشر على نطاق واسع في التقييم والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية وتقدير علاوة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم. وبمراجعة محددات تكلفة حقوق الملكية وجد الباحث أن هناك مجموعة كبيرة العوامل المحددة لتكلفة حقوق الملكية مثل؛ حجم الشركة، ومستوى المخاطرة غير المنتظمة، وسيولة الأسهم، ودرجة الرافعة المالية (Hasan, et al., (2015. وقد قامت العديد من الدراسات ببحث مدى تأثير خصائص جودة التقارير المالية على تكلفة حقوق الملكية.

ووفقًا للاطار المفاهيمي لمعايير التقارير المالية الدولية (IFRS Foundation (2010 يتمثل الهدف الرئيسي للجنة في وضع وتطوير مجموعة واحدة من معايير المحاسبة المالية عالية الجودة والمفهومة والقابلة للتنفيذ والمقبولة عالمياً. ويتم تفسير مصطلح الجودة بأنها القدرة على توفير معلومات مفيدة بشأن اتخاذ القرار، ووفقاً للاطار المفاهيمي SFAC No.(1) لمعايير المحاسبة المالية الأمريكية FASB يمكن القول أن الشرط الأساسي لتحقق جودة الأرباح أن تكون تلك الأرباح ذات صلة بنتائج قرار محدد تم اتخاذه بواسطة صانع القرار بالشركة خلال فترة محددة. وبمراجعة مفهوم جودة التقارير المالية بالعديد من الدراسات يمكن للباحث القول أن مفهوم الجودة يتضمن ثلاث أبعاد رئيسية؛ (1) اقتران التقارير بمفهوم القيمة الملائمة للمعلومات عند اتخاذ قرار ما، (2) اقتران التقارير بالأداء المالي للشركة والناتج بدوره عن مجموعة القرارات الحقيقية التي

اتخذتها إدارة الشركة، (3) اقتران التقارير بقدرة النظام المحاسبي للشركة على قياس الأداء المالي للشركة Persakis (2018).

كما يمكن القول أن هناك ثلاث أسباب أيضاً لاختلاف مستوى جودة التقارير المالية لنفس الشركة من فترة لأخرى، حيث يرجع السبب الأول إلى أن الوضع الاقتصادي الكلي والوضع الاقتصادي للشركة من العوامل المؤثرة وبشكل كبير في أرباح الفترة، وهذه العوامل بطبيعتها عوامل متغيرة، بينما يرجع السبب الثاني إلى ما يعرف بظهور أخطاء التقدير الناتجة عن الاستخدام غير العادل لأساس الاستحقاق والذى يؤدى بدوره إلى عدم استمرارية الأرباح مستقبلا، وأخيرا يرجع السبب الثالث إلى وجود بعض الدوافع المتغيرة لدى إدارة الشركة والتي تدفعها لممارسة إدارة الأرباح، مثل الدوافع التعاقدية، والدوافع المتعلقة بقيمة الشركة بسوق المال، والدوافع التنظيمية. والتي قد ينشأ عنها تشوهات مقصودة بأرباح الفترة مما يقلل بدوره من قدرة الأرباح الحالية على التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية مما يؤثر في النهاية على جودة التقارير المالية(2011) Lee.

أما عن مداخل تفسير جودة التقارير المالية تبين للباحث ان تلك المداخل قد قسمت إلى ثلاث مداخل؛ حيث يتعلق المدخل الأول بقياس السمات المحاسبية للمعلومات المعلن عنها، والتي تتضمن استمرارية الأرباح، وجودة المستحقات، والقدرة التنبؤية، وتمهيد الدخل، وقدرة الأرباح الحالية على تجنب الخسارة في المستقبل، وعدم التماثل في توقيت الاعتراف بالأرباح والخسائر، وأخيرا قدرة المعلومات الحالية على الوصول للربح المستهدف مستقبلا. أما المدخل الثاني فيتعلق بقياس درجة استجابة قرارات المستثمرين في سوق الأسهم للمعلومات المتضمنة بالتقارير المعلن عنها، ويتم ذلك باستخدام معامل استجابة عوائد الأسهم للمعلومات المعلن عنها والذي يرتبط بعوامل أخرى مثل جودة المراجعة. أما المدخل الثالث يتعلق بقياس مؤشرات تحريف التقارير المالية المتضمنة، ويتضمن ذلك بيانات عن التدابير المحاسبية والقانونية التي تم اتخاذها من قبل الجهات الرقابية حيال الشركة تجاه تحريف التقارير المالية، وكذلك البيانات المتعلقة بإعادة اصدار التقارير المالية والإجراءات المتخذة تجاه تعديل نظم الرقابة الداخلية بالشركة Dechowa, et al. (2010).

وفقاً للهدف من الدراسة الحالية وحدودها تتبنى الدراسة المدخل الأول في قياس وتفسير جودة التقارير المالية – قياس السمات المحاسبية للأرباح المعلن عنها كمؤشر لجودة التقارير المالية – وبالتحديد استمرارية الأرباح Earnings Persistence كأحد السمات الرئيسية الهامة للتعبير عن جودة التقارير المالية. وبمراجعة مفهوم استمرارية الأرباح تبين للباحث أن معظم التعريفات لمفهوم استمرارية الأرباح تدور حول مدى إمكانية استمرار التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة التشغيل أكثر من استمرار الأرباح المحاسبية المبنية على أساس الاستحقاق، وبالتالي يصبح ذلك

مؤشر قوى على جودة الأرباح الحالية مما يجعل استخدامها له القدرة على التنبؤ باستمرار الأرباح في المستقبل ومؤشرا هاما لجودة التقارير المالية، علام محمد موسى، (2012). وتُعد بحث الأثار المالية والمحاسبية لاستمرارية الأرباح من الموضوعات التي نالت اهتمام العديد من الدراسات، حيث توصلت بعض الدراسات إلى أنه كلما ارتفع مستوى استمرار الأرباح بالشركات كلما ارتفعت قيمة تلك الشركات بسوق الأسهم. وقد بينت دراسات أخرى أن الشركات التي تتميز باستمرار الأرباح لعدة سنوات متتالية سوف ينخفض لديها تكلفة التمويل سواء كان ذلك بإصدار أسهم أو بإصدار عقود ديون طويلة الأجل. وقد قامت دراسات أخرى بالتأكيد على أن تكرار واستدامة الأرباح من أهم الأهداف التي يسعى المديرين الماليين للشركات الأمريكية إلى تحقيقها في الفترة الأخيرة Canina Gordon (2019). ووفقاً للهدف من الدراسة الحالية وحدودها يقوم الباحث في هذا الجزء من الدراسة بتحليل تأثير خاصية استمرارية الأرباح كأحد الخصائص المحددة لجودة التقارير المالية علي تكلفة حقوق الملكية.

بمراجعة طرق قياس استمرارية الأرباح، تبين أن هناك مجموعة النماذج التي قدمت بالعديد من الدراسات لوضع نماذج رياضية لقياس استمرارية الأرباح، ووفقا لدراسة Canina and Potter (2019) يمكن القول أن النماذج الأكثر شيوعا في قياس استمرارية الأرباح هي ثلاث نماذج؛ (1) نموذج Kormedi and Lipe (1987) لقياس استمرارية الأرباح بالتركيز على الأرباح الحالية للشركة كدالة تؤثر في الأرباح المستقبلية للشركة، ووفقاً للنموذج كلما أقترب معامل انحدار الأرباح الحالية للشركة (β) من القيمة (1) أو زاد عنها دل ذلك علي استمرارية عالية للأرباح في المستقبل، وكلما اقترب معامل انحدار الأرباح الحالية للشركة (β) من القيمة (صفر) أو قل عنها دل ذلك على عدم استمرارية الأرباح مستقبلا. (2) نموذج Sloan (1996) لقياس استمرارية الأرباح، بالتركيز على العلاقة بين التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، وإجمالي المستحقات كدوال للتنبؤ باستمرارية الأرباح التالية، ووفقاً للنموذج كلما زد معامل انحدار التدفقات النقدية الحالية الناتجة من أنشطة التشغيل (β_1) عن معامل انحدار معامل انحدار إجمالي المستحقات الحالية (β_2) الناتجان من معادلة التنبؤ بالأرباح المستقبلية كمتغير تابع، والتدفقات النقدية الحالية الناتجة من أنشطة التشغيل، وإجمالي المستحقات الحالية كمتغيرات مستقلة، دل ذلك علي استمرارية عالية للأرباح في المستقبل، وكلما كان العكس دل ذلك على عدم استمرارية الأرباح مستقبلا، (3) نموذج Richardson (2005) لقياس استمرارية الأرباح والذى يستند على صافى التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل ومقارنتها بالمستحقات، ويفترض النموذج أن جودة الأرباح تتحقق عندما تكون استمرارية صافى التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل أكثر من استمرارية

المستحقات، ووفقاً للنموذج كلما زد معامل الانحدار (β_1) عن معامل انحدار معامل الانحدار (β_2) دل ذلك علي استمرارية عالية للأرباح في المستقبل.

أشارت العديد من الدراسات إلى العوامل المؤثرة في جودة التقارير المالية بشكل عام واستمرارية الأرباح بشكل خاص، ويمكن للباحث تلخيص تلك العوامل في النقاط التالية: (1) جودة المعايير المحاسبية المحلية المتبعة من قبل الشركة وعدم وجود فروق كبيرة بينها وبين معايير التقارير المالية الدولية، من حيث تشدد تلك المعايير وانخفاض بدائل القياس المحاسبي المتاحة بها، الأمر الذى من شأنه أن يُحد من ممارسات إدارة الأرباح مما يرفع من جودة التقارير المالية، (2) خصائص مجلس الإدارة من حيث عدد الأعضاء ونسبة الأعضاء المستقلين إلى اجمالي الأعضاء، حيث أثبتت العديد من الدراسات أن مجالس إدارة الشركات التي تتمتع بعدد أكبر من أعضاء المجلس، وكذلك نسبة أعلى من الأعضاء المستقلين سوف ينخفض لديها مستوى ممارسات إدارة الأرباح ومن ثم زيادة جودة التقارير المالية. (3) هيكل الملكية من حيث نسبة الملكية المؤسسية، وكذلك نسبة ملكية الدولة، حيث أثبتت الدراسات أنه كلما زادت النسب السابقة كلما زادت جودة التقارير المالية (4) خصائص لجنة المراجعة من حيث عدد واستقلالية وخبرة الأعضاء، فكلما زادت الخصائص السابقة كلما ارتفعت جودة التقارير المالية الأرباح. حنان العواودة، وعبد الناصر ابراهيم، (2017).

وبالرغم من توثيق العديد من الدراسات المعنية باستمرارية الأرباح كأحد مؤشرات جودة التقارير المالية عددا من المحددات المؤثرة فيها، إلا أنه لا يوجد حتى الآن إطار متكامل يحدد تلك المحددات، على الرغم من أن الدراسة الحالية ليس ضمن أهدافها وضع هذا الاطار إلا أنه ووفقاً للهدف من الدراسة الحالية فإن الباحث يقوم بعرض وتحليل أهم محددات استمرارية الأرباح وهو جودة المستحقات الاختيارية بما يخدم الهدف من الدراسة الحالية، حيث تُعد المستحقات الاختيارية وفقاً لدراسة Dechaw, et al. (2010) أهم محددات استمرارية الأرباح حيث ترى الدراسة أن النظام المحاسبي المتبع من قبل الشركة في قياس الأداء الأساسي للشركة هو المفسر الرئيسي لتقلب استمرارية المستحقات بالشركة بين الزيادة والنقص من فترة لأخرى، وأن مشاكل القياس المرتبطة بالنظام المحاسبي والكيفية التي يعكس بها هذا النظام الأداء الأساسي، والبدائل والتقديرات المسموح بها بهذا النظام، تُعد جميعها محددات هاما جدا في إمكانية تقلب استمرارية المستحقات بالشركة زيادة أو نقصاً من فترة لأخرى. وعلى عكس الرأي السابق ترى Fairfield et al. (2003) أن تذبذب مستوى استمرارية المستحقات بالشركة بين الزيادة والنقص من فترة لأخرى يرتبط بقدرة الأداء الأساسي للشركة على تحقيق تدفقات نقدية تتصف بالاستمرار وليس بالنظام المحاسبي المتبع في قياس هذا الأداء، وأنه في ظل انخفاض هوامش الربح بالصناعة نتيجة عوامل

اقتصادية مثل الكساد أو بعض الظروف السياسية، تقوم الشركة بخفض مستوى انتاجها ومبيعاتها ومن ثُم تلجأ إلى خفض مستوى المخصصات خلال تلك الفترة لحماية نفسها من خطر التعرض لانخفاض الأرباح، أو تحقيق خسائر، وبمجرد انتهاء تلك الأزمة تقوم الشركات مرة أخرى بتعديل مستوى المخصصات، ومن هنا تستشهد الدراسة أن الأداء الأساسي للشركة هو العامل الحاكم في تقلب مستوى المستحقات من فترة لأخرى. وعلى عكس الرأيين السابقين ترى دراسة Zhang (2007) أن تذبذب استمرارية مستوى المستحقات بالشركة بين الزيادة والنقص قد يرجع إلى النظام المحاسبي المتبع من قبل الشركة في قياس الأداء الأساسي للشركة أو للأداء الأساسي للشركة، وقد توصلت الدراسة أنه كلما أقترن مستوى مخصصات رأس المال العامل بالشركة زيادة أو نقصاً بمستوى المبيعات زيادة أو نقصاً خلال فترات متتالية، دل ذلك أن الأداء الأساسي للشركة هو العامل الحاكم في تقلب مستوى المستحقات من فترة لأخرى، أما إذا لم يقترن مستوى مخصصات رأس المال العامل بالشركة زيادة أو نقصاً بمستوى المبيعات زيادة أو نقصاً خلال فترات متتالية بمعنى عدم وجود ارتباط بين مستوى المبيعات ومستوى المخصصات، دل ذلك على أن النظام المحاسبي والكيفية التي يعكس بها هذا النظام الأداء الأساسي والبدائل والتقديرات المسموح بها بهذا النظام هو العامل المؤثر في مستوى استمرارية الأرباح خلال تلك الفترات.

وبمراجعة الدراسات المتعلقة بالأثار المالية والاقتصادية لاستمرارية الأرباح تبين للباحث وجود الكثير من الدراسات الحديثة ;(2018) Kelly and Wayne ;(2018). Tarun et al Pagalung and Sudibdyo (2018) والتي بحثت العلاقة المباشرة بين استمرارية الأرباح كأحد مؤشرات جودة التقارير المالية على تكلفة حقوق الملكية، أو بشكل غير مباشر عن طريق تأثير استمرارية الأرباح على مجموعة من العوامل مثل؛ حجم الشركة، وعمر الشركة، ومستوى المخاطرة غير المنتظمة التي تتعرض لها الشركة، وسيولة الأسهم، ودرجة الرافعة المالية، وجودة الإفصاح والشفافية والتي تؤثر بدورها على تكلفة حقوق الملكية. حيث ترصد الدراسة الحالية وجهتي نظر في تفسير العلاقة بين استمرارية الأرباح وتكلفة حقوق الملكية.

حيث يرى أنصار <u>وجهة النظر الأولى</u> أن هناك علاقة عكسية بين استمرارية الأرباح وبين تكلفة حقوق الملكية وذلك عن طريق التأثير غير المباشر للتغير الحادث في أسعار الأسهم نتيجة التغير في مستوى استمرارية الأرباح وأثر ذلك على تكلفة حقوق الملكية. فقد قامت دراسة Ke et al. (2003) ببحث سلوك المديرين وأعضاء مجلس الإدارة المؤسسين تجاه عمليات بيع الأسهم من خلال اطلاعهم على معلومات عن انخفاض مستوى استمرارية الأرباح فيما يعرف بوقف تتابع الأرباح Earnings Length Break وأثر ذلك السلوك علي أسعار الأسهم ومن ثُم على تكلفة حقوق الملكية وقد تم ذلك على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1989 وحتى

1997. وتوصلت الدراسة إلى أن المديرين والملاك المؤسسين بما لديهم من معلومات داخلية عن توقيت توقف الأرباح عن الاستمرار بشكل أكثر تحديدا وفقاً لظروف معينة، فسوف يقوموا بالإعلان عن تلك المعلومات بهدف خفض أسعار الأسهم بالسوق ثم القيام بعد ذلك بإعادة شراء تلك الأسهم بأسعار متدنية، ومما يظهر أن المعلومات الصادرة عن توقف استمرار أرباح الشركة مستقبلا قد يصاحبها عمليات بيع غير عادية للأسهم مما يساهم في نقص أسعار تلك الأسهم، ويصاحبه أيضاً زيادة مستوى علاوة المخاطر المطلوبة من المتعاملين على هذه الأسهم مستقبلاً وذلك يساهم في النهاية في ارتفاع تكلفة حقوق الملكية بتلك الشركات. وفى نفس السياق قامت دراسة Ke and Petroni (2004) ببحث سلوك المتعاملين بسوق الأسهم تجاه بيع أسهم الشركات الأمريكية التي تزداد بها مرات توقف استمرار الأرباح خلال السنة، وتم ذلك على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من 1986 وحتى 2001. وقد توصلت الدراسة إلى أن المستثمرين المضاربين هم الفئة الأكثر مبيعا لأسهم الشركات التي صدرت عنها أخبار بشأن توقف استمرار الأرباح. وكلما زاد تكرار حدوث ذلك كلما زاد المضاربين من عمليات بيع أسهم تلك الشركات بشكل غير عادى. مما يعنى أن هناك علاقة طردية بين عدد مرات توقف الأرباح عن الاستمرار وبين مستوى مبيعات أسهم تلك الشركات مما يؤثر بدوره على زيادة حدة درجة تقلبات أسعار أسهم تلك الشركات ومن ثم زيادة درجة المخاطر المحيطة بالاستثمار في تلك الأسهم مما يساهم في ارتفاع تكلفة حقوق الملكية بتلك الشركات. وعن دور اعلان الشركات الأمريكية المسجلة ببورصة نيويورك عن استمرارية الأرباح ضمن تقاريرها الربع سنوية خلال عدة فترات مالية متعاقبة على أداء أسهم تلك الشركات قامت دراسة Myers, et al., (2007) ببحث هذا الدور بإجراء دراسة تطبيقية على 811 شركة أمريكية خلال الفترة من 1963 وحتى 2004. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة طردية موجبة قوية بين الزيادات المتتالية في ربحية السهم كمؤشر لاستمرارية الأرباح بالشركة من فترة لأخرى وبين الأداء السوقي لسهم الشركة، بمعنى أخر انه كلما تم الإعلان عن ارتفاع ربحية السهم من فترة ربع سنوية لأخرى كلما ارتفع سعر السهم في سوق الأسهم. كما توصلت الدراسة انه بتوقف استمرار الأرباح سوف يؤثر ذلك بالسلب وبشكل سريع على أداء سهم الشركة في السوق مما يعنى زيادة درجة المخاطرة بالاستثمار في هذا السهم مما يوثر بشكل طردي على تكلفة حقوق الملكية بتلك الشركات.

ويرى أصحاب وجهة النظر الثانية أنه لا توجد علاقة مباشرة بين استمرارية الأرباح وتكلفة حقوق الملكية. حيث قامت دراسة Chen (2012) ببحث ادراك المتعاملين في أسواق الأسهم للمعلومات الصادرة عن الشركة لأسواق الأسهم بشأن استمرارية الأرباح واسبابها المختلفة وأثر هذا الإدراك على سلوكهم تجاه شراء أو بيع أسهم الشركات المعلنة عن استمرارية، والتي أجريت على

التقارير الربع سنوية الصادرة من الشركات المساهمة الأمريكية المسجلة في كلا من سوق الأسهم الأمريكية (AMEX) وبورصة نيويورك (NYSE) وبورصة أسهم شركات التكنولوجيا ونظم المعلومات (NASDAQ) خلال الفترة من 1975 وحتى 2004. وتوصلت الدراسة إلى أنه بالرغم من إدراك المستثمرين بأسواق الأسهم للمعلومات الصادرة بالتقارير المالية عن استمرار الأرباح إلا هناك اختلاف كبير بينهم في مستوى هذا الادراك وتوقيته بسبب صعوبة تقدير المستثمرين لأسباب استمرارية الأرباح في الوقت المناسب، كما أن هناك اختلافات كبيرة بين المستثمرين في فهم وتحديد العوامل التي أدت إلى حدوث استمرار الأرباح المعلن عنها، ويؤدى ذلك إلى أن سلوك المستثمرين تجاه الأسهم سيكون متباين ما بين البيع والشراء وبالتالي لم تستطيع الدراسة رصد علاقة بين استمرارية الأرباح وتكلفة حقوق الملكية. وفى نفس السياق قامت دراسة Dey and Lim (2015) ببحث إدراك المتعاملين بأسواق الأسهم الأمريكية للعلاقة بين موثوقية المستحقات المحاسبية وبين استمرارية الأرباح وأثر تلك العلاقة على أسعار أسهم الشركات المساهمة الأمريكية، وقد توصلت الدراسة إلى أن المتعاملين لا يدركوا بسهولة انخفاض موثوقية المستحقات والذى يؤدى بدوره إلى استمرارية الأرباح، وبالتالي قد يرتفع مستوى الموثوقية في مستحقات الشركة الأمر الذي من شأنه أن يزيد من استمرارية الأرباح وبالرغم من ذلك ونتيجة لعدم ادراك المتعاملين بسوق الأسهم لتلك المعلومات بسبب عدم كفاءة السوق أو عدم تماثل المعلومات يكون سلوك المستثمرين تجاه الأسهم مغاير لاتجاه استمرارية الأرباح وبالتالي فمن الصعب إيجاد علاقة معنوية بين استمرارية الأرباح وبين تكلفة حقوق الملكية. وقد ايدت النتائج السابقة دراسة Artikis and Papanastasopoulos (2016) والتي قامت بتحليل أثر المعلومات الصادرة عن الشركة بشأن استمرارية التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل كمؤشر لاستمرارية الأرباح والمعلومات الصادرة عن الشركة بشأن التوزيعات النقدية على سلوك المتعاملين تجاه شراء الأسهم بعد الإعلان عن تلك المعلومات مباشرة. وقد أجريت الدراسة على الشركات المساهمة المسجلة ببورصة لندن عن الفترة من عام 1981 إلى عام 2013. وتوصلت الدراسة إلى أن سلوك المتعاملين بسوق الأسهم أكثر تأثراً بالإعلان عن التوزيعات النقدية من الإعلان عن استمرارية التدفقات النقدية ومن ثم وجدت الدراسة علاقة معنوية بين التوزيعات النقدية وبين أسعار الأسهم، ولم تجد الدراسة تأثير معنوي للإعلان عن استمرارية التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل على أسعار الأسهم وبالتالي لم تتوصل الدراسة إلى علاقة معنوية بين استمرارية الأرباح وتكلفة حقوق الملكية. وأخيرا قامت دراسة McMillan (2017) بدراسة العلاقة بين امكانية التنبؤ بعوائد الأسهم وبين استمرارية الأرباح المعلن عنها، وتم ذلك على عينة من الشركات التي تنتمى للأسواق الأمريكية والأوروبية والآسيوية، خلال الفترة من 1975 وحتى 2015. وقد توصلت الدراسة إلى نتيجتين رئيسيتين؛

(1) أنه مازالت العلاقة بين التنبؤ بعوائد الأسهم وبين استمرارية الأرباح غير محددة حيث تظهر العلاقة في بعض الأحيان طردية وفى أحيان أخرى لا تظهر أي علاقة معنوية بين عوائد السهم وبين استمرارية الأرباح وعليه هناك تذبذب في العلاقة بين استمرارية الأرباح وتكلفة حقوق الملكية، الثانية: أن خصائص أسواق الأسهم من حيث درجة الكفاءة هي العامل المؤثر والحاكم في إمكانية التنبؤ بعوائد الأسهم من خلال الإعلان عن استمرارية الأرباح.

من التحليل السابق للدراسات المتعلقة بدراسة العلاقة بين استمرارية الأرباح وتكلفة حقوق الملكية يمكن للباحث القول أن تلك الدراسات قد أوضحت وبأدلة تطبيقية أن أسواق الأسهم تستجيب للمعلومات الصادرة عن الشركات والمتعلقة باستمرارية الأرباح مما قد يؤثر بشكل في تكلفة حقوق الملكية ، ولكن لا يزال الجدل الأكاديمي مطروح بشأن ما إذا كان التأثير على أسعار الأسهم ومن ثُم تكلفة حقوق الملكية يرجع إلى ردود أفعال وسلوك المستثمرين بعد اطلاعهم على المعلومات المتعلقة باستمرارية الأرباح، أو يرجع إلى أسباب أخرى، وأن درجة كفاءة سوق الأسهم من العوامل الحاكمة جدا في تفسير تلك العلاقة. ومن ثم يمكن للباحث صياغة الفرض الأول للدراسة في العبارة التالية: توجد علاقة ارتباط عكسية بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.

3/2 الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وتكلفة حقوق الملكية

وفقاً للمنهج المتبع بالدراسة الحالية تتألف دورة حياة الشركة من خمس مراحل مختلفة وتنتج هذه المراحل مجموعة من العوامل الداخلية (الاختيارات الاستراتيجية والموارد والقدرة الإدارية....الخ) ومجموعة من العوامل الخارجية (البيئة التنافسية وعوامل الاقتصاد الكلي...الخ). وعلى الرغم من ندرة الدراسات المحاسبية المتعلقة بالأثار المحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة، إلا أن الموضوع حظي مؤخراً باهتمام كبير وبالتحديد بعد دراسة Dickinson (2011) ، وبمراجعة الدراسات المتعلقة بدراسة محددات تكلفة حقوق الملكية توصل الباحث أن تلك المحددات تتأثر وبشكل كبير بمراحل دورة حياة الشركة. وقد تبين أن قدرة الشركات على تمويل استثماراتها من خلال أسواق المال وخاصة أسواق الأسهم سوف تختلف باختلاف مراحل دورة الحياة، فعندما تكون الشركات في المراحل المبكرة من دورة حياتها ستكون شركات صغيرة نسبياً وغير معروفة مما يجعلها غير مستهدفة من قبل المحللين الماليين والمستثمرين للمتابعة المستمرة وبالتالي فسوف تعانى تلك الشركات من ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات بها، وقد ينتج عن ذلك مبالغة في قيمة علاوة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في تلك الأسهم مما يزيد وبشكل طردي من تكلفة حقوق الملكية بتلك الشركة وكذلك قد يتسبب ذلك في حدوث سوء تقدير لمعدل العائد المطلوب تحقيقه عند تسعير أسهم تلك الشركات Armstrong et al., (2011). ومن ناحية أخرى فقد أثبتت دراسة كلا

O'Hara (2004); Botosan (2006) أن الشركات التي تمر بمرحلة النضوج ستكون مستهدفة من قبل المحللين الماليين والمستثمرين للمتابعة المستمرة وبالتالي ينخفض مستوى عدم تماثل المعلومات بهذه الشركات وبالتبعية ينخفض مستوى المخاطر بها مما ينتج عنه في النهاية انخفض علاوة المخاطر المطلوبة من قبل المستثمرين عند شراء أسهم تلك الشركات ومن ثم انخفاض تكلفة رأس المال.

وقد أثبتت دراسة Lehavy et al., (2011) أن هناك زيادة في الطلب على شراء أسهم الشركات التي تمر بمحلة النضوج من جانب المستثمرين وذلك بسبب انخفاض مستوى عدم تماثل المعلومات، وانخفاض مستوى المخاطر غير المنظمة، ومن ثُم انخفاض علاوة المخاطر، وكذلك تمتع تلك الشركات بمجموعة من الموارد المالية، والمادية، والبشرية، والتكنولوجية، والتنظيمية. الأمر الذى يعزز في النهاية من سيولة أسهم تلك الشركات بأسواق الأموال. مما يؤثر في النهاية على انخفاض تكلفة حقوق الملكية بالشركات التي تمر بمرحلة النضوج. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي تمر بمرحلة النضوج تنخفض بها تكلفة حقوق الملكية عن تلك الشركات التي تمر بمرحلة أخرى غير النضوج بدورة حياة الشركة. وقد أشارت دراسة Bentley et al., (2012) إلى أنه على الرغم من أن الشركات في مرحلة النمو من دورة حياتها لديها موارد غير كافية، إلا أن هذه الشركات لديها إمكانات حوافز قوية للتطور. حيث أشارت الدراسة على أنه بالرغم من زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات بالشركة خلال مرحلة النمو إلى أن خصائص الشركات خلال تلك المرحلة – زيادة اهتمام المحللين الماليين بتغطية أخبار الشركات، وكثافة التغطية الصحفية لأخبار تلك الشركات، زيادة مستويات الإفصاح الاختياري من الشركة لجذب المستثمرين الاستراتيجيين الذين يعتزمون الاستثمار في شركات النمو للاستفادة من النجاح المستقبلي للشركة– تساهم وبشكل كبير في زيادة حجم المعلومات المتاحة عن الشركة للمتعاملين في أسواق الأسهم مما يساهم بدوره من تخفيض التقديرات المرتبطة بعلاوة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في أسهم تلك الشركات، ومن ثم تخفيض تكلفة حقوق الملكية المرتبطة بالاستثمار في الشركات التي تمر بمرحلة النمو.

وفى سياق متصل أشارت دراسة Dickinson (2011) إلى أن الشركات التي تمر بمراحل البداية أو التدهور قد لا تتمتع بالموارد المالية، والمادية، والبشرية، والتكنولوجية، والتنظيمية. كما تتمتع غيرها من الشركات في مرحلة النضوج، الأمر الذى يرتبط بعائد سلبي للسهم، وانخفاض العائد على صافي الأصول التشغيلية، وانخفاض هامش ربح المبيعات. ونظرًا لأن الاستثمارات في هذه الشركات أقل جاذبية نسبيًا، فإن المحللين الماليين لن يتابعوا عن قرب تغطية هذه الشركات. وبالتالي لا يمكن لهذه الشركات زيادة رأس المال ما لم يتم تعويض المستثمرين بشكل صحيح مما

يزيد وبشكل كبير من علاوة المخاطر المطلوبة من قبل المستثمرين في أسهم تلك الشركات مما ينعكس وبشكل فعال في زيادة معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين خلال هذه المراحل.

وفقاً لدراسة (Hasan, 2015) والتي قامت ببحث تأثير دورة حياة الشركة على تكلفة حقوق الملكية، والتي أجريت الدراسة على سوق أستراليا للأوراق المالية باستخدام عينة من الشركات المساهمة المدرجة بسوق الأسهم، خلال الفترة بين عامي 1990 و2012، وبالاعتماد على نموذج (Dickinson, 2011) لقياس دورة حياة الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أن تكلفة حقوق الملكية تختلف باختلاف مراحل دورة حياة الشركة. وأن تكلفة حقوق الملكية ترتفع في مراحل البداية، والتذبذب، والتدهور، بينما تنخفض تكلفة حقوق الملكية في مراحل النمو، والنضوج.

من التحليل السابق للدراسات المتعلقة بدراسة العلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وتكلفة حقوق الملكية يمكن للباحث القول أن تلك الدراسات قد أوضحت وبأدلة تطبيقية أن أسواق الأسهم تستجيب للمعلومات الصادرة عن الشركات في مراحل دورة حياتها المختلفة مما يؤثر بشكل كبير في تقديرات المتعاملين في أسواق الأسهم لعلاوة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في تلك الشركات والتي تختلف من مرحلة لأخرى على دورة الحياة وبالتالي اختلاف تكلفة حقوق الملكية من مرحلة لأخرى على دورة حياة الشركة. وفى رأى الباحث أن الجدل الأكاديمي ما زال مطروحا بشأن ما إذا كان التأثير على تكلفة حقوق الملكية يرجع إلى ردود أفعال وسلوك المستثمرين بعد اطلاعهم على المعلومات الصادرة عن الشركة خلال مراحلها المختلفة أو يرجع إلى أسباب أخرى، وأن درجة كفاءة سوق الأسهم من العوامل الحاكمة جدا في تفسير تلك العلاقة. وبالتالي يمكن للباحث صياغة فرض الدراسة الثاني على النحو التالي:

<u>توجد علاقة طردية بين مرور الشركات المساهمة المصرية بمراحل التقديم، أو النمو، أو التذبذب، أو التدهور وبين تكلفة حقوق الملكية، بينما توجد علاقة عكسية بين مرور الشركات المساهمة المصرية بمرحلة النضوج وبين تكلفة حقوق الملكية لتلك الشركات، مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.</u>

3/3 الدراسات المتعلقة بأثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية

بمراجعة الباحث للأثار المحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة بشكل عام وأثرها على جودة التقارير المالية بشكل خاص توصل الباحث إلى أنه من المتوقع أن تختلف جودة التقارير المالية باختلاف مراحل دورة حياة الشركة. كما أن لتلك المراحل أثر مباشر على القرارات التمويلية التي تتخذها الشركة لتمويل استثماراتها عبر مراحل دورة حياتها حيث تلجأ الشركة إلى تمويل استثماراتها

بالاعتماد على الديون خلال مرحلتي البداية والنمو، ويقل اعتماد الشركة على الديون خلال مرحلة النضوج وما بعدها وكذلك لها أثر معنوي على مستوى المخاطر غير المنتظمة حيث يرتفع مستوى المخاطر غير المنتظمة خلال مرحلتي البداية والتدهور مما يترتب عليه ارتفاع تكلفة التمويل سواء بحقوق الملكية أو بالديون، وذلك على عكس ما يحدث خلال مرحلتي النمو والنضوج حيث ينخفض مستوى المخاطر غير المنتظمة بالشركة مما يترتب عليه انخفاض تكلفة التمويل، وكذلك فإن مستوى التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية يقل بتقدم الشركة على مراحل دورة الحياة Hasan and Habib (2017).

وعلى صعيد أثر مرحلة التقديم على جودة التقارير المالية فهناك من يرى Nabar and Song (2017) أنه تتميز الشركات خلال مرحلة البداية بكونها صغيرة حجما وعمرا ولكنها في نفس الوقت تنمو بمعدلات سريعة، كما يتميز نظام الرقابة الداخلية للشركة بالضعف الشديد خلال والذى يؤدى بدوره إلى حدوث أخطاء في اعداد التقارير المالية بشكل متكرر. ومن ثُم فأنه من المتوقع أن تُعد الشركة خلال تلك المرحلة تقارير مالية منخفضة الجودة. وأن تزداد الحوافز لدى المديرين لممارسات إدارة الأرباح، ويرجع السبب في ذلك إلى نقص الموارد الذاتية لتمويل الاستثمارات، وعدم التأكد بشأن الأرباح المستقبلية والذى من شأنه تحفيز إدارة الشركة على ممارسات إدارة الأرباح من أجل إقناع المستثمرين بالتدفقات النقدية المستقبلية وفرص النمو من خلال إظهار تحسينات غير حقيقية في الأرباح مما يترتب عليه ارتفاع مستوى المستحقات الاختيارية بالشركة. وعلى الرغم من وجهة النظر السابقة هذه فإن هناك من يرى Hasan and Habib (2017) أن الشركة خلال تلك المرحلة ليست لديها ضغوط من قبل مستخدمي التقارير المالية وخاصة المستثمرين للتقرير عن أرباح وأن المستثمرين في هذه المرحلة سوف يركزون أكثر على الاستثمارات في أنشطة الابتكار والعلامات التجارية للسوق والنمو وسعى الشركة لخفض الأرباح تجنباً للعبء الضريبي وليس التركيز زيادة الأرباح وبالتالي فليس للشركة حافز قوى على ممارسات إدارة الأرباح مما يعنى انخفاض مستوى ممارسات إدارة الأرباح ويساهم ذلك في رفع جودة التقارير المالية. وعلى الرغم من التناقض السابق بين الرأيين فيما يتعلق بأثر مرحلة التقديم على جودة التقارير المالية، يرى الباحث أن الشركات التي تمر بمرحلة البداية تصدر تقارير مالية منخفضة الجودة ويرجع السبب في ذلك أن المراحل المبكرة للشركة يتم التحكم فيها من قبل الملاك المؤسسين مما يجعل إدارة الشركة أكثر ميلا لحجب بعض المعلومات المالية المتعلقة بالخسائر المحتملة وكذلك الإعلان المباشر عن الأرباح المتوقعة، مما ينتج عنه مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الملاك المؤسسين وغيرهم من الأطراف الأخرى المتعاملة مع المعلومات المالية المفصح عنها، كما يزداد مستوى التحفظ المحاسبي بالشركة خلال تلك المرحلة.

أما على صعيد أثر مرحلة النمو على جودة التقارير المالية فقد رأت دراسة Nabar and Song (2017) أن الشركة تتميز خلال تلك المرحلة بتحقيق تدفقات نقدية موجبة من أنشطة التشغيل وكذلك انخفاض مستوى عدم التأكد فيما يتعلق بفرص النمو المستقبلي، وعلى الرغم من ذلك تزداد درجة تعقيد الأنشطة المحاسبية والتشغيلية بسبب تنويع الأنشطة وإدخال منتجات جديدة خلال تلك المرحلة. وقد تواجه الشركة خلال تلك المرحلة صعوبات في مدى استجابة نظام الرقابة الداخلية للتطورات المتلاحقة التي تتم بتلك المرحلة نتيجة وتيرة النمو المتسارعة، ودائما سوف تظهر الحاجة إلى مزيد من الوقت لتطوير ووضع إجراءات جديدة بنظام الرقابة الداخلية لمواكبة تلك التطورات وبالتالي قد تكون الشركة خلال تلك المرحلة أكثر عرضة للأخطاء والتي قد تنعكس في انخفاض جودة تقاريرها المالية. ومن المتوقع ايضاً زيادة الحوافز لدى المديرين لممارسات إدارة الأرباح ويرجع السبب في ذلك إلى الافراط المستمر من جانب المستثمرين والمحللين الماليين فيما يتعلق بتحقيق معدلات نمو مرتفعة من الأرباح، ومن ثُم تستجيب أسعار الأسهم بشكل سريع جدا لأى أخبار تتعلق بالخسائر أكثر من استجابتها للأداء المالي المرتفع أو زيادة معدلات النمو التدفقات النقدية. وعلى عكس الرأي السابق ترى دراسة Charitou et al. (2011) أنه خلال تلك المرحلة تكون الشركات أكثر قدرة على إظهار الخسائر الحقيقية وذلك لأن طبيعة هذه المرحلة لا تجعل المستثمرين يبالغون في ردود أفعالهم تجاه أسعار أسهم الشركة بسوق الأسهم عند تحقيق خسائر، علاوة على ذلك فإن التدفقات النقدية من الأنشطة المختلفة تكون ذات صلة بقيمة الشركة السوقية وليس الأرباح. وعلى الرغم من التناقض بين الآراء السابقة حول تأثير خصائص مرحلة النمو على مستوى جودة التقارير المالية إلا أن الباحث يتوقع انخفاض جودة التقارير المالية بهذه المرحلة نتيجة الحاجة المتزايدة من جانب الشركة إلى التمويل الخارجي وزيادة مستوى المستحقات الاختيارية وصعوبة الحفاظ على كفاءة وفاعلية نظام الرقابة الداخلية، وزيادة الحوافز لدى المديرين لممارسات إدارة الأرباح.

وعن أثر خصائص مرحلة النضوج على جودة التقارير المالية فقد قامت دراسة O'Connor and Byrne (2015) ببحث هذا الأثر وترى الدراسة أن الشركات تتميز خلال تلك المرحلة بانخفاض الأنشطة الاستثمارية، ونمو المبيعات، وثبات واستمرارية الأرباح والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، ووجود نظام رقابة داخلية فعال، وارتفاع مستوى جودة الحوكمة، وانخفاض مستوى الحوافز لدى إدارة الشركة لممارسات إدارة الأرباح، وأخيرا انخفاض مستوى المخاطر غير المنتظمة. ويؤدى كل ذلك في النهاية إلى وجود ضوابط كافية لضمان جودة التقارير المالية. أما دراسة Bakarich et al. (2018) فقد اضافت بعدا جديدا تتميز به الشركات خلال تلك المرحلة قد يؤثر على جودة التقارير المالية، حيث بينت الدراسة أن مشكلة الوكالة بشقيها تظهر بوضوح

بالشركات خلال تلك المرحلة سواء مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين، أو مشكلة الوكالة بين المديرين والملاك المؤسسين من جهة وباقي المساهمين وأصحاب المصلحة من جهة أخرى، ومن هنا سوف تسعى إدارة الشركة إلى تقديم مزيد من الإفصاحات الاختيارية السردية للمساهمين والأطراف الأخرى ذات المصلحة بالشركة عن الأداء المالي وغير المالي، والحوكمة بهدف الحد من تكلفة الوكالة بشقيها ومما يترتب عليه زيادة حجم المعلومات الصادرة عن الشركة وبالتالي قد تصبح التقارير المالية للشركة أقل تعقيدًا وأقل غموضاً مع تقدم الشركة من مرحلة إلى أخرى خلال دورة الحياة حتى تصل الشركة لمرحلة النضوج مما يساهم وبشكل فعال في زيادة جودة التقارير المالية. ويرى الباحث أن الشركات التي تمر بمرحلة النضوج سوف تصدر تقارير مالية عالية الجودة ويرجع السبب في ذلك أنه خلال تلك المرحلة تتميز الشركة بمجموعة من الخصائص مثل؛ استمرارية الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية، وقوة نظام الرقابة الداخلية، وارتفاع مستوى جودة الحوكمة، وانخفاض مستوى ممارسات إدارة الأرباح، وانخفاض مستوى المخاطر غير المنتظمة، وانخفاض مستوى التحفظ المحاسبي. ويؤدى كل ذلك في النهاية إلى زيادة مستوى جودة التقارير المالية.

وأخيراً فيما يتعلق بأثر مرحلتي التذبذب والتدهور على جودة التقارير المالية فقد بينت دراسة Al-Hadi et al. (2016) أن الشركات خلال تلك المرحلة تصبح تقاريرها المالية أكثر تعقيدا وغموضا، كما أن الشركات خلال تلك المراحل سوف تواجه انخفاض في التدفقات النقدية الناتجة من أنشطة التشغيل تدريجيا حتى تتحول إلى تدفقات نقدية سالبة وهناك شكوك حول استمرارية التدفقات النقدية المستقبلية والأرباح والاستثمارات والابتكارات، وضعف الأداء المالي بشكل عام، وقد لا تتمكن الشركات من الحفاظ على نظام رقابة داخلية فعال، وزيادة إدارة المستحقات الاختيارية لمحاولة تجنب انتهاك عقود الديون. والمحصلة النهائية زيادة مستوى ممارسات إدارة الأرباح لإقناع المستثمرين والمقرضين بأسواق المال بجدوى التعامل على أسهم أو سندات الشركة خلال تلك المرحلة، وبالتالي قد تنخرط إدارة الشركة في تقارير مالية احتيالية لإخفاء تعرضها لتعثر مالي قد يستتبعه فشل مالي ومن هنا فمن المتوقع انخفاض جودة التقارير المالية للشركات خلال تلك المراحل.

ومن خلال العرض السابق للدراسات المتعلقة بمتغيرات الدراسة الحالية (مراحل دورة حياة الشركة، وجودة التقارير المالية، وتكلفة حقوق الملكية) تبين للباحث أن العلاقة بين المتغيرات الثلاثة تتميز بالتعقد الشديد حيث ترتبط جودة التقارير المالية بمراحل دورة حياة الشركة كما تؤثر جودة التقارير المالية بدورها على تكلفة حقوق الملكية، كما تتأثر تكلفة حقوق الملكية هي الأخرى بمراحل دورة حياة الشركة، ومن هنا ومع اختلاف الخصائص المحاسبية وغير المحاسبية المرتبطة

بكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة قد يختلف مستوى جودة التقارير المالية مما ينتج عنه اختلاف في تكلفة حقوق الملكية ومن هنا يمكن للباحث طرح الفرض الثالث للدراسة في العبارة التالية: هناك تأثير معنوي لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية، وذلك مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.

4. مشكلة الدراسة:

تبنى فروض الدراسة الحالية على بحث أثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة المصرية. وقد توصل الباحث من خلال تحليل الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين المتغيرات الثلاثة إلى أن دورة حياة الشركة تؤثر وبشكل كبير على جودة التقارير المالية نظراً لما تتميز به كل مرحلة من مراحل دورة الحياة بخصائص محاسبية ومالية تؤثر بشكل مباشر على جودة التقارير المالية المصدرة من الشركة خلال كل مرحلة وبما يؤدى إلى حدوث تباين في مستويات جودة التقارير المالية للشركة خلال مراحلها المختلفة. وقد توصل الباحث أيضاً من خلال تحليل الدراسات المتعلقة بدورة حياة الشركة وتكلفة حقوق الملكية أنه من المحتمل أن تتأثر تكلفة حقوق الملكية بالشركة بالخصائص المحاسبية والمالية التي تتميز بها الشركة عند كل مرحلة من مراحل دورة حياتها، كما وجد الباحث علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية بالشركة. وتبين أن العلاقة بين المتغيرات الثلاثة شديدة التعقد والتشعب ومن هنا يمكن للباحث طرح التساؤل الرئيسي التالي؛ إلى أي مدى تؤثر مراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية؟ كما يمكن طرح التساؤلات البحثية الفرعية التالية:

أ. هل هناك علاقة بين الخصائص المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة وتكلفة حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة؟

ب. هل هناك علاقة بين مستوى جودة التقارير المالية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة وتكلفة حقوق الملكية بتلك الشركات؟

ج. هل هناك أثر للخصائص المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة وتكلفة حقوق الملكية بتلك الشركات؟

5. أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة الحالية إلى بحث أثر الخصائص المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية عن الفترة من 2006 وحتى 2018 على العلاقة بين جودة التقارير المالية بتلك الشركات وتكلفة حقوق الملكية وذلك بهدف دعم وترشيد قرارات المستثمرين

بالبورصة المصرية عند التعامل على شراء أسهم الشركات المساهمة المصرية خلال مراحلها الاقتصادية المختلفة.

6. حدود الدراسة:

ترتبط نتائج الدراسة الحالية بالحدود التالية:

أ. لن تتطرق الدراسة الحالية لمحددات دورة حياة الشركة مثل؛ حجم الشركة، وجنسية الشركة، ومعدلات النمو، واعتماد الشركات في تمويل مشروعاتها على رأس المال المشترك، واثر الموارد الاقتصادية والبشرية، وثقافة المنظمة، وآليات الحوكمة، وتكلفة دورات التشغيل.

ب. تقوم الدراسة الحالية بقياس مراحل دورة حياة الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية باستخدام بيانات التدفقات النقدية وفقاً لنموذج Dickinson (2011)، وبالتالي لن تستخدم الدراسة الحالية مقاييس أخرى لدورة حياة الشركة مثل عمر الشركة، أو الأرباح المحتجزة، أو معدلات النمو، فجميع تلك المقاييس خارج نطاق الدراسة الحالية.

ج. لن تتطرق الدراسة الحالية للأثار الاقتصادية والمالية والمحاسبية لدورة حياة الشركة مثل؛ التجنب الضريبي، والتخطيط الضريبي، ونظم وأدوات المحاسبة الإدارية، ونظم الرقابة الداخلية، وآليات الحوكمة، وسياسات الاستثمار، وسياسات التمويل، وسياسات توزيع الأرباح، وتكلفة التمويل، والهيكل الأمثل للتمويل، وسياسات تسعير الأصول الرأسمالية، فهي جميعاً خارج نطاق الدراسة الحالية.

7. توصيف عينة الدراسة وأسلوب جمع البيانات:

الهدف من الدراسة الحالية هو بحث أثر الخصائص المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية بتلك الشركات. وحتى يتم تحقيق هذا الهدف يقوم الباحث بإجراء دراسة تطبيقية باستخدام عينة من الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية، وذلك خلال الفترة من 2006 وحتى 2018. وقد خضع اختيار العينة للمعايير التالية:

أ. يجب أن تتضمن عينة الدراسة الشركات التي لا تقل عدد عوائد الأسهم بها عن (12) مشاهدة لكل سنة مالية، وحتى يتحقق ذلك بالبيئة المصرية، يجب أن تكون شركات العينة من الشركات المسجلة بالبورصة المصرية والأكثر تداولاً ونشاطاً خلال فترة الدراسة وتتوافر هذه الخاصية بشركات مؤشر EGX 100. والذى يقيس أداء (100) شركة الأكثر نشاطاً في السوق المصري متضمنة شركات مؤشر EGX 30، وشركات مؤشر EGX 70، حيث يقوم مؤشر EGX 100 بقياس التغير في أسعار إغلاق الشركات دون ترجيحها برأس المال السوقي وقد بدأ حسابه بأثر رجعى بداية من 2006/1/1.

ب. تم حذف الشركات التي لم يتوافر عنها جميع البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة أو أدمجت أو أُوقفت عن التداول خلال تلك الفترة. وقد تم استبعاد البيانات الخاصة بسنة 2011 من الدراسة لما شهدته من إغلاق متكرر للبورصة المصرية واحداث سياسية واقتصادية قد تؤثر على نتائج الدراسة.

ج. تم استبعاد الشركات المساهمة المنتمية للقطاع المالي لتجنب التأثير غير المرغوب فيه للقيم المتطرفة، حيث أن الممارسات المحاسبية، والمخاطر، وخصائص الشركات المالية تختلف اختلافًا كبيرًا عن تلك الخاصة بالشركات الأخرى.

وقد أسفر تطبيق المعايير السابقة عن اختيار 84 شركة مساهمة مسجلة بالبورصة المصرية ضمن مؤشر EGX-100 لتمثل العينة المبدئية للدراسة والجدول التالي يوضح ذلك.

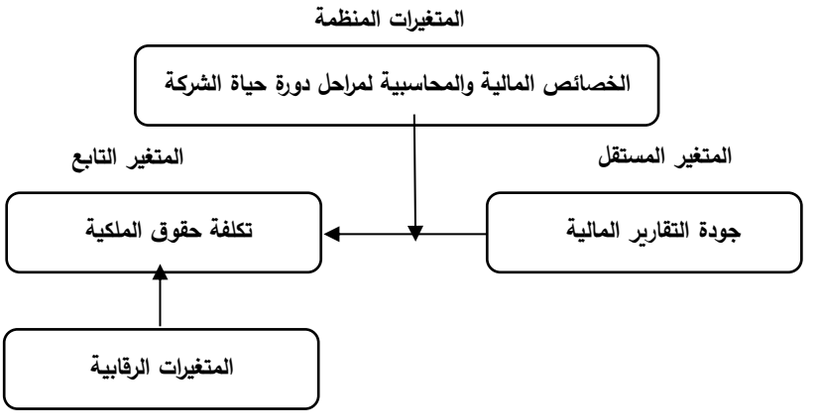
الجدول رقم (1): توصيف العينة المبدئية للدراسة

م	القطاع	عدد الشركات	عدد المشاهدات	النسبة
1	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	6	72	7%
2	أغذية ومشروبات	7	84	8%
3	مواد أساسية	7	84	8%
4	عقارات	6	72	7%
5	منتجات منزلية	6	72	7%
6	الكيماويات	5	60	6%
7	السياحة والترفيه	8	96	10%
8	التشييد والبناء	5	60	6%
9	رعاية طبية وصحية	6	72	7%
10	موزعون وتجارة تجزئة	8	96	10%
11	اعلام، تكنولوجيا	6	72	7%
12	اتصالات	7	84	8%
13	مرافق عامة	7	84	8%
	عدد الشركات / السنوات (مشاهدة)	84	1008	100%

وقد أمكن للباحث الحصول على بيانات الدراسة من قاعدة بيانات شركة مصر لنشر المعلومات EGID، ومن ثُم أمكن للباحث قياس متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة.

8. نموذج ومتغيرات الدراسة

وفقاً لفروض الدراسة، وما ارتبط بها من متغيرات، فقد أمكن للباحث بناء النموذج المقترح لاختبار فروض الدراسة كما يلى:



الشكل رقم (1)
النموذج المقترح لاختبار فروض الدراسة

في هذا الجزء من الدراسة يقوم الباحث بتعريف المتغيرات والنماذج المقترحة لقياسها:

8/1 المتغير التابع – تكلفة حقوق الملكية

تكلفة حقوق الملكية هي معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين على استثماراتهم في الشركة، ويستخدم هذا المعدل على نطاق واسع في تقييم المشروعات الاستثمارية وتقدير علاوة المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأسهم. وهناك مجموعة من المحددات الداخلية التي قد تؤثر في تقدير معدل العائد المطلوب مثل حجم الشركة، وعمر الشركة، ومستوى المخاطر غير المنتظمة، وسيولة الأسهم، ودرجة الرافعة المالية، وجودة الإفصاح. علاوة على ذلك، هناك محددات أخرى خارجية قد تؤثر في تقدير معدل العائد المطلوب أهمها كفاءة أسواق المال وحالة الاقتصاد بشكل عام (2012) .Naser et al.

وبمراجعة مداخل قياس تكلفة حقوق الملكية تبين أن هناك مدخلين يمكن اتباع احداهما لقياس تكلفة حقوق الملكية (2014) ,.Hasan et al، حيث يعرف المدخل الأول بالمدخل الضمني لتقدير معدل العائد المطلوب تحقيقه والذى يعتمد على توزيعات الأرباح النقدية. بينما يعرف المدخل الثاني بالمدخل الفعلي والذى يعتمد على تقدير معدل العائد المتوقع باستخدام معدلات العائد الفعلية المحققة لسهم الشركة خلال السنوات السابقة. وبالرغم لما يعانيه المدخل الفعلي لتقدير معدل العائد المتوقع للسهم من مشكلات تتعلق بأخطاء التقدير إلا أن عدم توافر البيانات

الخاصة باستخدام نماذج المدخل الأول وأهمها البيانات المتعلقة بتوزيعات الأرباح النقدية، فقد فرض نطاق تطبيق الدراسة الحالية وأهدافها استخدم أحد النماذج المبنية على المدخل الفعلي وهو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لتقدير معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين على استثماراتهم في الشركة وكمقياس بديل لقياس تكلفة حقوق الملكية بالشركة.

ويربط نموذج تسعير الأصول الرأسمالية مخاطر الشركة بالعوائد المتوقعة لسهم الشركة، وبالرغم النقاش الحاد بشأن مدى ملاءمة نموذج تسعير الاصول الرأسمالية في تحديد تكلفة حقوق الملكية إلا أنه قد تم اعتماده كمقياس لتكلفة حقوق الملكية بالعديد من الدراسات في مجال الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين دورة حياة الشركة وتكلفة حقوق الملكية مثل دراسة كلا من Easton (2004); Ohlson and Nauroth (2005); Hasan and Habib (2017); Nabar and Song (2017).

ويأخذ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الصيغة التالية لتقدير معدل العائد المطلوب تحقيقه كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية الرياضية التالية:

$$\boldsymbol{COE}_{jt} = \boldsymbol{Rf}_{t} + \boldsymbol{Beta}_{jt}(\boldsymbol{RM}_{t} - \boldsymbol{Rf}_{t}) \dots\dots (1)$$

حيث: COE_{jt}: معدل العائد المطلوب تحقيقه من مستثمرين الشركة (j) خلال السنة (t) كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية للشركة (j) خلال السنة (t). Rf_{t}: معدل العائد السنوي على أذون الخزانة المصرية خلال السنة (t)، $Beta_{jt}$: مقياس هو مقياس نسبي للمخاطر غير القابلة للتنويع ويعبر عن درجة حساسية عوائد الشركة (j) للتغير كنتيجة التغير في عوائد السوق خلال السنة (t) ويتم احتسابها باستخدام العوائد الشهرية للشركة ومقارنتها بالعوائد الشهرية للسوق خلال السنة، RM_{t}: عائد السوق السنوي المجمع خلال السنة (t) وقد تم احتسابه بالفرق بين سعر الاغلاق الشهري لمؤشر EGX−100، وسعر الافتتاح الشهري للمؤشر مقسوما على سعر الافتتاح الشهري للمؤشر ثم تجميع العوائد الشهرية للحصول على العائد السنوي المجمع.

ومن الجدير بالذكر هنا أن معامل $Beta$ للسوق بأكمله يساوي (1) وقد تقع غالبية معاملات Betas للشركات بين القيمة (0.5 و2) سواء قيمة موجبة أو سالبة، فاذا ما كان معامل بيتا لشركة ما(0.5) فهذا يعنى أن كل تغير في عائد السوق بنسبة (1%) يؤدى إلى تغير عائد الشركة بنسبة (0.5%) في نفس اتجاه التغير في عائد السوق.

8/2 المتغير المستقل – جودة التقارير المالية

وفقاً للهدف من الدراسة الحالية تتبنى الدراسة قياس وتفسير جودة التقارير المالية باستخدام مقياس بديل يقيس استمرارية الأرباح Earnings Persistence كأحد السمات الرئيسية الهامة للتعبير عن جودة التقارير المالية. ويتم قياس استمرارية الأرباح باستخدام نموذج Richardson et al. (2005) والذى يُعد من النماذج الأكثر شيوعا في قياس استمرارية الأرباح، حيث يستند النموذج على صافى التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل ومقارنتها بالمستحقات، ويفترض النموذج أن جودة الأرباح تتحقق عندما تكون استمرارية صافى التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل أكثر من استمرارية المستحقات، ووفقاً للنموذج كلما زاد معامل الانحدار (β_1) عن معامل انحدار معامل

الانحدار (β_2) دل ذلك علي استمرارية عالية للأرباح في السنوات القادمة أكثر من استمرارية المستحقات وهو ما يشير إليه بجودة الأرباح؛ وللتركيز على استمرارية المستحقات في جودة الأرباح؛ ويمكن التعبير رياضياً عن النموذج عن بالمعادلة التالية:

$$\mathbf{ROA}_{jt+1} = \alpha + \beta_1 (\mathbf{ROA}_{jt} - \mathbf{TACC}_{jt}) + \beta_2 \mathbf{TACC}_{jt} + \varepsilon_{jt} \dots\dots (2)$$

حيث: ROA_{jt+1} : معدل العائد على الأصول للسنة القادمة، ROA_{jt}: معدل العائد على الأصول للسنة الحالية، $TACC_{jt}$: المستحقات الكلية للشركة (j) للسنة الحالية (t) ويتم قياس المستحقات الكلية بالفرق بين صافى ربح التشغيل وصافى التدفق النقدي من أنشطة التشغيل،β_1: معامل انحدار استمرارية التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، β_2: معامل انحدار استمرارية المستحقات. ε_{jt} : الخطأ المعياري للنموذج.

8/3 المتغيرات المنظمة – الخصائص المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة

بتحليل الدراسات المتعلقة بالعلاقة بين مراحل دورة حياة الشركة وجودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية، تبين للباحث أن العلاقة بين المتغيرات الثلاثة تتميز بالتعقد الشديد حيث ترتبط جودة التقارير المالية بمراحل دورة حياة الشركة كما تؤثر جودة التقارير المالية بدورها على تكلفة حقوق الملكية، كما تتأثر تكلفة حقوق الملكية هي الأخرى بمراحل دورة حياة الشركة، ومن هنا ومع اختلاف الخصائص المالية المحاسبية المرتبطة بكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة فقد يختلف مستوى جودة التقارير المالية مما ينتج عنه اختلاف في تكلفة حقوق الملكية ومن هنا يمكن للباحث ادخال مراحل دورة حياة الشركة كمتغير منظم لعلاقة الانحدار بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية.

تقوم الدراسة الحالية باستخدام نموذج Dickinson (2011) لقياس مراحل دورة حياة الشركة بالاعتماد على البيانات المستخرجة سنوياً من بيانات قائمة التدفقات النقدية، حيث يُعد هذا النموذج هو النموذج الأكثر استخداماً بين نماذج قياس دورة حياة الشركة حيث قدم Dickinson (2011) دليل تطبيقي أثبت به أن إشارة التدفقات النقدية للأنشطة المختلفة بالشركة تمثل فروق جوهرية بين المراحل المختلفة التي قد تمر بها الشركة خلال دورة حياتها، كما أنها تمثل بشكل عادل ربحية الشركة، نموها، ومخاطرها، وبالتالي يمكن استخدام بيانات التدفقات النقدية الناتجة عن أنشطة التشغيل، الاستثمار، والتمويل لقياس مراحل دورة حياة الشركة بدأ من مرحلة البداية، وحتى مرحلة التدهور. كما يُعد نموذج Dickinson (2011) لقياس مراحل دورة حياة الشركة بمفرده هو الأكثر اهتماما به من جانب الأكاديميين والمهنيين، والذى تم استخدامه في العديد من الدراسات التطبيقية المتعلقة بالأثار المالية والمحاسبية لدورة حياة الشركة مثل دراسة كلا من Gordon et al. (2017); Habib, and Monzur (2018); Krishnan, et al. (2018). ووفقاً لنموذج Dickinson (2011) يتم تصنيف الشركات إلى مراحل مختلفة من دورة الحياة استناداً

إلى مزيج من صافي التدفق النقدي من أنشطة التشغيل (CFO)، وصافي التدفق النقدي من أنشطة الاستثمار(CFI)، وصافي التدفق النقدي من أنشطة التمويل (CFF)، واستناداً إلى أنماط التدفق النقدي للشركات يتم تصنيف مراحل دورة حياة الشركة إلى خمس مراحل كما يلى:

(1) مرحلة التقديم: وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

INTRO: CFO<0, and CFI<0, and CFF>0.

(2) مرحلة النمو: وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

GRO: CFO>0, and CFI<0, and CFF>0.

(3) مرحلة النضوج: وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

MAT: CFO>0, and CFI<0, and CFF<0.

(4) مرحلة التدهور: وتتحقق هذه المرحلة عند تحقق الشرط التالي:

DEC: CFO<0, and CFI>0, and CFF<or>0.

(5) مرحلة التذبذب: إذا لم تكن الشركة في أي من المراحل الأخرى من دورة حياة الشركة.

ويوضح الجدول التالي اشارات صافى التدفق النقدي بكل مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة تبعاً لنموذج Dickinson (2011)

الجدول رقم (2)

تصنيف الشركات وفقا لمراحل دورة حياة الشركة تبعاً لنموذج Dickinson (2011)

بيان / المرحلة	(1) البداية	(2) النمو	(3) النضوج	(4) التذبذب	(5) التذبذب	(6) التذبذب	(7) التدهور	(8) التدهور
إشارة صافى التدفق النقدي التشغيلي (CFO)	-	+	+	-	+	+	-	-
إشارة صافى التدفق النقدي الاستثماري(CFI)	-	-	-	-	+	+	+	+
إشارة صافى التدفق النقدي التمويلي (CFF)	+	+	-	-	+	-	+	-

المصدر: Classification methodology is developed by Dickinson (2011, p. 1974) based on cash operating, investing, and financing activities. flow patterns from

وبالاعتماد على مراحل دورة حياة الشركة المستخرجة من نموذج Dickinson (2011) يتم التعبير عن دورة حياة الشركة بهذه الدراسة باستخدام خمس متغيرات وهمية (Dummy) كما يلى:

- مرحلة البداية أو التقديم: تتحقق عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق عند مرحلة التقديم (INTRO) تعطى القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.

- **مرحلة النمو: تتحقق عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق عند مرحلة النمو (GRO) تعطى القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.**
- **مرحلة التذبذب: عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق عند مرحلة التذبذب (SHAKE) تعطى القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.**
- **مرحلة التدهور: عندما تتطابق المشاهدة (سنة/شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق عند مرحلة التدهور (DEC) تعطى القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تعطى القيمة صفر.**
- **مرحلة النضوج: تتحقق عندما تتطابق المشاهدة (سنة/ شركة) مع إشارات التدفقات النقدية الواردة بالجدول السابق عند مرحلة النضوج (Mat) تعطى القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تعطى صفر.**

8/4 المتغيرات الرقابية

تبحث الدراسة الحالية أثر ادخال الخصائص المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية، ولبيان هذا التأثير يجب أن يتضمن نموذج الانحدار المقدر لاختبار تلك العلاقة مجموعة المتغيرات الأخرى التي قد تؤثر في تكلفة حقوق الملكية كمتغير تابع بعلاقة الانحدار ولا تتضمنها الدراسة الحالية بالتحليل، فيما تعرف بالمتغيرات الرقابية، ويمكن للباحث عرضها في النقاط التالية:

أ. حجم الشركة: من المتوقع وجود علاقة معنوية سالبة بين حجم الشركة ومعدل العائد المطلوب تحقيقه كمقياس لتكلفة حقوق الملكية. لأن الشركات كبيرة الحجم لديها احتمال أقل للتخلف عن السداد وبالتالي تتعرض لمخاطر أقل فينخفض معدل العائد المطلوب تحقيقه. ويتم قياس حجم الشركة بأخذ اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية السنة. Ahsan and Monzur (2017).

ب. الرافعة المالية: من المتوقع وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة بين اعتماد الشركة على الديون ومعدل العائد المطلوب تحقيقه كمقياس لتكلفة حقوق الملكية، حيث تعتبر الرافعة المالية مقياس بديل عن مخاطرة الشركة. وكلما ارتفع مستوى الرافعة المالية كلما زادت المخاطرة وبالتالي زاد معدل العائد المطلوب تحقيقه، ويتم قياس درجة الرافعة المالية بالنسبة بين إجمالي القيمة الدفترية للديون وبين القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين في نهاية السنة. Habib and Hasan, (2018).

ج. درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع: والتي يتم التعبير عنها بـ Beta والتي تعبر عن درجة حساسية عوائد الشركة للتغير كنتيجة التغير في عوائد السوق خلال السنة، ومن المتوقع أن ترتبط Beta ارتباطاً موجباً مع معدل العائد المطلوب تحقيقه كمقياس لتكلفة حقوق الملكية، ويتم احتساب Beta باستخدام العوائد الشهرية للشركة ومقارنتها بالعوائد الشهرية للسوق خلال السنة، حيث يحسب عائد السوق بالفرق بين سعر الاغلاق الشهري وسعر الافتتاح الشهري لمؤشر السوق مقسوما على سعر الافتتاح الشهري لمؤشر السوق. Krishnan et al., (2018).

د. فرص النمو: والتي قد تعبر عن زيادة حالة عدم التأكد والمخاطرة المحيطة بقرارات الشركة، من المتوقع وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة بين فرص النمو ومعدل العائد المطلوب تحقيقه كمقياس لتكلفة حقوق الملكية، ويتم قياس فرص النمو بنسبة القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية (2018) ,.Berger et al.

هـ. خسائر العام السابق: حيث أنه من المتوقع أن تؤثر الخسائر المحققة في العام السابق على قرارات المستثمرين عند اتخاذ قرار بشراء سهم الشركة في العام الحالي، ومن المتوقع وجود علاقة ارتباط موجبة بين تحقيق الشركة لخسائر في العام الماضي وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه. ويتم التعبير عن هذا المتغير بمتغير وهى يأخذ القيمة (1) في حالة تحقيق الشركة خسائر في العام السابق ويأخذ القيمة (صفر) في غير ذلك.2017) Ahsan and Monzur.

و. التقلبات الحالية في عوائد الأسهم، قد يكون لها تأثير معنوي موجب على معدل العائد المطلوب تحقيقه كمقياس لتكلفة حقوق الملكية. ويتم قياسها باستخدام معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (j) خلال الفترة (t).(2018) ,.Krishnan et al .

والجدول التالي يوضح متغيرات الدراسة وطرق قياسها والرموز المستخدمة لها:

الجدول رقم (3) متغيرات الدراسة

المتغير	طريقة القياس	الرمز
المتغير التابع تكلفة حقوق الملكية	تم استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM لتقدير معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين.	COE_{jt}
المتغير المستقل جودة التقارير المالية	تم قياس جودة التقارير المالية باستخدام مقياس بديل يعبر عن استمرارية الأرباح باستخدام نموذج Richardson et al. (2005).	ROA_{jt+1}
المتغيرات المنظمة مراحل دورة حياة الشركة	مرحلة التقديم: عند تحقق الشرط CFO<0, and CFI<0, and CFF>0، وتأخذ القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تأخذ صفر.	$Intro_{jt}$

المتغير	طريقة القياس	الرمز
	مرحلة النمو: عند تحقق الشرط CFO>0, and CFI<0, and CFF>0، وتأخذ القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تأخذ صفر.	Gro_{jt}
	مرحلة النضوج عند تحقق الشرط CFO>0, and CFI<0, and CFF<0، وتأخذ القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تأخذ صفر.	Mat_{jt}
	مرحلة التدهور عند تحقق الشرط CFO<0, and CFI>0, and CFF<or>0، وتأخذ القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تأخذ صفر.	Dec_{jt}
	مرحلة التذبذب: إذا لم تكن الشركة في أي من المراحل السابقة وتأخذ القيمة (1) واذا حدث خلاف ذلك تأخذ صفر.	$Shake_{jt}$
المتغيرات الرقابية	حجم الشركة: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي القيمة الدفترية للأصول في نهاية السنة.	$Size_{jt}$
	الرافعة المالية: تم قياسها بالنسبة بين إجمالي القيمة الدفترية للديون وبين القيمة الدفترية لإجمالي حقوق المساهمين في نهاية السنة.	Lev_{jt}
	درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع: والتي يتم التعبير عنها بـ Beta للشركة ويتم حسابها باستخدام العوائد الشهرية للشركة ومقارنتها بالعوائد الشهرية للسوق خلال السنة.	$Beta_{jt}$
	فرص النمو: ويتم قياسها بنسبة القيمة الدفترية لحقوق الملكية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية (B/M).	BM_{jt}
	خسائر العام السابق: يتم التعبير عنها بمتغير وهمى يأخذ القيمة (1) في حالة تحقيق الشركة خسائر في العام السابق ويأخذ (صفر) في غير ذلك.	$Loss_{jt-1}$
	درجة المخاطر غير المنتظمة: ويتم التعبير عنها بالتقلبات الحالية في عوائد الأسهم، ويتم قياسها باستخدام معامل الالتواء السالب للعوائد غير العادية الأسبوعية لسهم الشركة (j) خلال الفترة (t).	$Ncskew_{jt}$

9. التحليل الإحصائي لبيانات الدراسة:

يركز هذا الجزء من الدراسة على تحليل بيانات الدراسة باستخدام بعض الأساليب الإحصائية لاختبار الفروض الدراسة الثلاث، وفيما يلي توضيح لتلك الاختبارات:

9/1 اختبارات صلاحية البيانات للتحليلات الاحصائية

الهدف من الاختبارات التالية هو التحقق من توافر شروط تطبيق النماذج الإحصائية للتحليل الإحصائي كما يلى:

9/1/1 الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم (4)

نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

المتغيرات	عدد المشاهدات	المتوسط	الانحراف المعياري	الوسيط
COE_{jt}	1028	0.356	0.258	0.280
ROA_{jt+1}	1028	0.076	0.676	0.178
$Intro_{jt}$	1028	0.356	0.258	0.280
Gro_{jt}	1028	0.582	0.422	0.434
Mat_{jt}	1028	0.348	0.234	0.280
Dec_{jt}	1028	0.308	0.19	0.258
$Shake_{jt}$	1028	0.398	0.286	0.308
$Size_{jt}$	1028	39.806	3.360	39.550
Lev_{jt}	1028	1.610	1.810	1.132
$Beta_{jt}$	1028	1.908	1.558	1.714
BM_{jt}	1028	0.210	0.614	0.000
$Loss_{jt-1}$	1028	1.088	1.176	0.840
$Ncskew_{jt}$	1028	-7.786	-8.142	-5.670

حيث يوضح الجدول السابق أن متوسط تكلفة حقوق الملكية لشركات عينة الدراسة قد بلغ هو 35.6% وبعد استبعاد القيم الشاذة بلغت قيمة وسيط تكلفة حقوق الملكية 28% مع انحراف معياري قدره 25.8% ونظرًا لمحدودية عدد الشركات المضمنة بالدراسة الحالية ونظراً للظروف الاقتصادية التي يمر بها السوق المصري وبشكل خاص 2011 مما جعل زيادة مستوى المخاطر أحد أهم خصائص السوق المصري ويعتقد الباحث أن هذا هو السبب في ارتفاع متوسط معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، كما يرى الباحث أنه من الصعب إجراء مقارنة موثوقة لهذه التقديرات مع دراسات أخرى أجريت على أسواق مال متقدمة في ظل ظروف مختلفة اذا ما قورنت بالدراسة الحالية مثل دراسة كلا من Koh et al. (2015); Faff et al. (2016); Gordon et al. (2017); Habib, and Monzur (2018); Krishnan, et al. (2018) حيث يتراوح متوسط معدل العائد المطلوب للشركات المضمنة في الدراسات السابقة ما بين 15% وحتى 20%.

ويتضح من الجدول السابق ايضاً وجود تشتت كبير بين شركات العينة من حيث قيم متوسطات المتغيرات الرقابية، ويشير هذا التشتت إلى تنوع كبير في شركات العينة بما يجعل نتائج التحليل الإحصائي بعد ذلك قابلة للتعميم.

9/1/2 اختبار اعتدالية المتغيرات

يستخدم اختبار اعتدالية المتغيرات للتحقق مما إذا كانت المتغيرات محل الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا، فإذا كانت المتغيرات تتبع التوزيع الطبيعي يتم استخدام الاختبارات الإحصائية المعلمية Parametric Tests، وإذا كانت المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي يتم استخدام الاختبارات الإحصائية اللامعلمية Non–Parametric tests.

والجدير بالذكر أنه توجد مجموعة من الطرق والاختبارات الاحصائية التي تُستخدم في معرفة ذلك، ومن أهمها اختبار Jarque–Bera. والجدول التالي يوضح نتيجة اختبار Jarque–Bera على مستوى متغيرات الدراسة بعد استبعاد القيم المتطرفة، بالإضافة إلى قيمة كل من الالتواء Skewness والتفلطح Kurtosis.

الجدول رقم (5)

نتائج اختبار اعتدالية المتغيرات

المتغيرات	Skewness	Jarque-Bera test		Normality
		P-value	JB	
COE_{jt}	10.323	0.000	27.378	N. Normal
ROA_{jt+1}	8.424	0.000	64.324	N. Normal
$Intro_{jt}$	5.682	0.000	31.356	N. Normal
Gro_{jt}	6.447	0.000	31.545	N. Normal
Mat_{jt}	21.594	0.000	15.087	N. Normal
Dec_{jt}	14.613	0.000	31.207	N. Normal
$Shake_{jt}$	7.644	0.000	14.378	N. Normal
$Size_{jt}$	2.656	0.000	7.228	Normal
Lev_{jt}	11.361	0.000	31.486	N. Normal
$Beta_{jt}$	12.897	0.000	62.829	N. Normal
BM_{jt}	18.408	0.000	30.628	N. Normal
$Loss_{jt-1}$	2.651	0.000	10.413	Normal
$Ncskew_{jt}$	2.564	0.000	2.743	Normal

يتضح من الجدول السابق أن معنوية اختبار Jarque–Bera تقل عن قيمة مستوى المعنوية المعياري (5%)، وأن قيمة معامل الالتواء تبتعد عن (الصفر) وقيمة معامل التفلطح Skewness تزيد عن (3) بجميع المتغيرات فيما عدا (Size)، (Loss)، (Ncskew). مما يُعطي مؤشراً على أن تلك المتغيرات لا تتبع التوزيع الطبيعي.

9/1/3 اختبار علاقة الارتباط بين متغيرات الدراسة

بناء على اختبار اعتدالية المتغيرات يقوم الباحث بإجراء اختبار العلاقة الارتباطية بين المتغيرات (Correlation Matrix) وحساب معاملات الارتباط Correlation Coefficients بين متغيرات الدراسة، بهدف معرفة درجة ارتباط المتغيرات المستقلة ببعضها البعض لاكتشاف ما إذا كان هناك ازدواج خطي Multi–Collinearity بين المتغيرات المستقلة أم لا. هذا بالإضافة إلى معرفة درجة ارتباط المتغيرات المستقلة بالمتغير التابع محل الدراسة كما يتضح من الجدول التالي:

الجدول رقم (6)

نتائج اختبار علاقات الارتباط بين متغيرات الدراسة باستخدام معاملات Spearman

المتغيرات	COE_{jt}	$Intro_{jt}$	Gro_{jt}	Mat_{jt}	Dec_{jt}	$Shake_{jt}$	ROA_{jt+1}	$Size_{jt}$	Lev_{jt}	$Beta_{jt}$	BM_{jt}	$Loss_{jt-1}$	$Ncskew_{jt}$
COE_{jt}	1.00												
$Intro_{jt}$	0.239 ***	1.00											
Gro_{jt}	-0.02	-0.200 ***	1.00										
Mat_{jt}	-0.178 ***	-0.258 ***	-0.690 ***	1.00									
Dec_{jt}	0.053 ***	-0.089 ***	-0.238 ***	-0.307 ***	1.00								
$Shake_{jt}$	0.182 ***	-0.034 **	-0.091 ***	-0.117 ***	-0.040 **	1.00							
ROA_{jt+1}	-0.416 ***	-0.258 ***	0.02	0.181 ***	-0.040 **	-0.191 ***	1.00						
$Size_{jt}$	-0.319 ***	-0.166 ***	0.057 ***	0.043 ***	0.01	-0.067 ***	0.239 ***	1.00					
Lev_{jt}	0.271 ***	-0.01	-0.02	-0.02	0.071 ***	0.02	-0.02	0.02	1.00				
$Beta_{jt}$	0.196 ***	0.07 ***	0.02	-0.071 ***	-0.01	0.075 ***	-0.169 ***	-0.040 **	-0.01	1.00			
BM_{jt}	0.327 ***	0.272 ***	-0.02	-0.182 ***	0.054 ***	0.122 ***	-0.430 ***	-0.207 ***	0.01	0.157 ***	1.00		
$Loss_{jt-1}$	0.01	0.065 ***	0.114 ***	-0.119 ***	-0.04 **	0.00	-0.100 ***	0.254 ***	-0.02	-0.097 ***	-0.02	1.00	
$Ncskew_{jt}$	0.145 ***	0.028*	0.102 ***	0.116 ***	-0.01	0.00	0.191 ***	-0.255 ***	-0.213 ***	0.02	-0.01	-0.331 ***	1.00

The values in the matrix are Spearman correlation coefficients and ***, **, and * denote significance at 1%, 5%, and 10% levels respectively (two-tailed tests).

يوضح الجدول السابق النتائج التالية:

أ. يرتبط المتغير التابع معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين (COE_{jt}) بشكل عكسي مع كلا من المتغير المستقل جودة التقارير المالية (ROA_{jt+1}) والمقاس بالدراسة الحالية باستمرارية الأرباح وفقاً لنموذج Richardson (2005)، والمتغير المنظم لعلاقة الانحدار مرحلة النضوج (Mat_{jt}) كأحد مراحل دورة حياة الشركة ، والمتغير الرقابي حجم الشركة ($Size_{jt}$) وجميعها عند مستوى معنوية أقل من 1%.

ب. بينما يرتبط المتغير التابع معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين (COE_{jt}) بشكل طردي مع المتغيرات المنظمة لعلاقة الانحدار مراحل التقديم ($Intro_{jt}$) والتذبذب

(Shake $_{jt}$)، والتدهور (Dec $_{jt}$) كمراحل لدورة حياة الشركة، والمتغيرات الرقابية درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع (Beta $_{jt}$)، فرص النمو (BM $_{jt}$)، درجة المخاطر غير المنتظمة (Ncskew $_{jt}$)، الرافعة المالية (Lev $_{jt}$) وجميعها عند مستوى معنوية أقل من 1% .

ج. يرتبط المتغير التابع جودة التقارير المالية (ROA_{jt+1}) والمقاسة باستمرارية الأرباح وفقاً لنموذج Richardson (2005)، بشكل عكسي مع كلا من المتغيرات المفسرة مراحل التقديم (Intro $_{jt}$) والتذبذب (Shake $_{jt}$)، والتدهور (Dec $_{jt}$) كمراحل لدورة حياة الشركة عند مستوى معنوية أقل من 1% .

د. يرتبط المتغير التابع جودة التقارير المالية (ROA_{jt+1}) والمقاسة باستمرارية الأرباح وفقاً لنموذج Richardson (2005)، بشكل طردي مع المتغير المفسر مرحلة النمو(Mat_{jt}) كأحد مراحل دورة حياة الشركة عند مستوى معنوية أقل من 1% .

هـ. جميع قيم معاملات الارتباط بين المتغيرات المفسرة منخفضة، مما يعنى عدم ظهور مشكلة الازدواج الخطي Multi-Collinearity بين المتغيرات المفسرة عند تطبيق نماذج الانحدار المتعدد.

ويمكن للباحث القول أن هناك مؤشرات مبدئية على إمكانية ظهور علاقات بين متغيرات الدراسة الرئيسية وهى مراحل دورة حياة الشركة، جودة التقارير المالية، وتكلفة حقوق الملكية.

9/1/4 اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

الجدول رقم (7)

نتائج اختبارات استقرار السلاسل الزمنية

المتغيرات	المستوى	PP - Fisher (Chi-square)		Im, Pearson &Shin (W-stat)		Levin, Lin &Chu (t)	
		P-value / Value					
COE $_{jt}$	F. Level	0.0	208.01	0.0	-16.5	0.0	-66.3
	F.Difference	0.0	243.87	-----	------	0.0	-60.32
Intro $_{jt}$	F. Level	0.0	186.67	0.0	-4.84	0.0	-25.87
	F.Difference	0.0	270.93	-----	------	0.0	-69.29
Gro $_{jt}$	F. Level	0.0	133.76	0.0	-4.51	0.0	-26.52
	F.Difference	0.0	248.82	-----	------	0.0	-203.45
Mat $_{jt}$	F. Level	0.0	197.34	0.0	-2.42	0.0	-5.72
	F.Difference	0.0	222.97	-----	------	0.0	-109.98
Dec $_{jt}$	F. Level	0.0	152.57	0.0	-2.86	0.0	-23.66
	F.Difference	0.0	155.76	-----	------	0.0	-34.84
Shake $_{jt}$	F. Level	0.0	375.54	0.0	-93.61	0.0	-625.17
	F.Difference	0.0	337.92	-----	------	0.0	-529.88
ROA $_{jt+1}$	F. Level	0.0	208.01	0.0	-15.18	0.0	-76.57
	F.Difference	0.0	243.87	-----	------	0.0	-60.32
Size $_{jt}$	F. Level	0.0	186.67	0.0	-4.84	0.0	-25.87
	F.Difference	0.0	270.93	-----	------	0.0	-69.29
Lev $_{jt}$	F. Level	0.0	133.76	0.0	5.94	0.0	-26.52

المتغيرات	المستوى	PP - Fisher (Chi-square)		Im, Pearson &Shin (W-stat)		Levin, Lin &Chu (t)	
		P-value / Value					
	F.Difference	0.0	248.82	-----	------	0.0	-203.45
Beta $_{jt}$	F. Level	0.0	197.34	0.0	-2.42	0.0	-5.72
	F.Difference	0.0	222.97	-----	------	0.0	-109.98
BM $_{jt}$	F. Level	0.0	152.57	0.0	-2.86	0.0	-23.66
	F.Difference	0.0	155.76	-----	------	0.0	-34.84
Loss $_{jt-1}$	F. Level	0.0	375.54	0.0	-105.49	0.0	-625.17
	F.Difference	0.0	337.92	-----	------	0.0	-529.88
Ncskew $_{jt}$	F. Level	0.0	208.01	0.0	-16.5	0.0	-76.57
	F.Difference	0.0	243.87	-----	------	0.0	-60.32

الجدير بالذكر أن يطبق اختبارات جذور الوحدة Unit Root Tests لمعرفة مدى استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات عبر الزمن حيث تكون السلسلة الزمنية مستقرة Stationary إذا كان هناك ثبات في قيمة الوسط الحسابي وقيمة التباين عبر الزمن. وإذا احتوت السلاسل الزمنية للمتغيرات على جذر الوحدة ينتج عنه مشاكل في التحليل والاستدلال وبالتالي يؤدى ذلك إلى وجود انحدار زائف، ولحل تلك المشكلة فإذا كانت المتغيرات غير مستقرة في صورتها الأصلية أي عند F. Level يتم أخذ F. Difference، وإذا اتضح بعد أخذ الفرق الأول أن السلسلة الزمنية لتلك المتغيرات ما تزال غير مستقر يتم أخذ الفرق الثاني S. Difference وهكذا حتى تستقر السلسلة الزمنية للمتغيرات.

وتوضح النتائج بالجدول السابق استقرار السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات عند المستوى الأول F. Level، لأن قيمة معنوية جميع اختبارات جذر الوحدة لتلك المتغيرات تقل عن قيمة مستوى المعنوية المعياري (5%)، وبالتالي فجميع المتغيرات قد أصبحت مستقرة عند المستوى الأول وبالتالي تصبح السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة متكاملة من نفس الدرجة، أي أنها سلاسل متكاملة من الدرجة الأولى، وبالتالي يمكن تطبيق نموذج الانحدار المتعدد لتقدير العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع.

9/2 التحليلات الإحصائية لاختبار فروض الدراسة

باستخدام أسلوب Panel Data يقوم الباحث باختبارات الفروض وفقاً للترتيب التالي:

9/2/1 نتائج اختبار الفرض الأول

حيث ينص فرض الأول على "وجود علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وبين تكلفة حقوق الملكية مع ثبات العوامل الأخرى على حالها".

ويمكن تمثيل الفرض احصائياً كما يلي:

$$COE_{jt} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{jt+1} + \beta_2 Size_{jt} + \beta_3 Lev_{jt} + \beta_4 Beta_{jt} + \beta_5 BM_{jt} + \beta_6 Loss_{jt-1} + \beta_7 Ncskew_{jt} + \varepsilon_{i,t} \quad .....(3)$$

حيث: COE_{jt}: معدل العائد المطلوب تحقيقه من مستثمرين الشركة (j) خلال السنة (t) كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، ROA_{jt+1}: معدل العائد على الأصول الشركة (j) للسنة القادمة (t+1) كمقياس بديل لجودة التقارير المالية ويعبر عن استمرارية الأرباح، $Size_{jt}$: حجم الشركة (j) خلال السنة (t)، Lev_{jt}: الرافعة المالية للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، $Beta_{jt}$: درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، BM_{jt}: فرص النمو للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، $Loss_{jt-1}$: خسائر العام السابق للشركة (j) خلال

السنة خلال السنة السابقة $(t-1)$، $Ncskew_{jt}$: درجة المخاطر غير المنتظمة للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t).

وأمكن الحصول على نماذج الانحدار التالية بعد اجراء تشغيل البيانات بأسلوب Panel Data:

الجدول رقم (8)

نتائج اختبارات الفرض الأول وفقاً لنموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.019	0.013	1.883	0.123		
ROA $_{jt+1}$	-0.187	0.035	-3.064	0.000		
Size $_{jt}$	-0.293	0.107	-2.191	0.000	R^2	0.47
Lev $_{jt}$	0.034	0.023	1.180	0.000	*Adjusted* R^2	0.43
Beta $_{jt}$	0.018	0.005	1.561	0.000	*Std. Error*	0.15
BM $_{jt}$	0.004	0.013	1.180	0.000	*F-test*	12.24
Loss $_{jt-1}$	0.028	0.001	0.940	0.131	*p-value*	0.00
Ncskew $_{jt}$	0.096	0.043	0.281	0.122	*Durbin-Watson*	1.83

الجدول رقم (9)

نتائج اختبارات الفرض الأول وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.023	0.016	2.259	0.148		
ROA $_{jt+1}$	-0.225	0.042	-3.676	0.000		
Size $_{jt}$	-0.351	0.128	-2.629	0.000	R^2	0.52
Lev $_{jt}$	0.040	0.027	1.416	0.000	*Adjusted* R^2	0.47
Beta $_{jt}$	0.022	0.006	1.873	0.000	*Std. Error*	0.16
BM $_{jt}$	0.004	0.016	1.416	0.000	*F-test*	13.46
Loss $_{jt-1}$	0.033	0.001	1.128	0.157	*p-value*	0.00
Ncskew $_{jt}$	0.115	0.052	0.337	0.146	*Durbin-Watson*	2.01

الجدول رقم (10)

نتائج اختبارات الفرض الأول وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.021	0.014	2.033	0.133		
ROA $_{jt+1}$	-0.202	0.038	-3.309	0.000		
Size $_{jt}$	-0.316	0.115	-2.366	0.000	R^2	0.49
Lev $_{jt}$	0.036	0.025	1.247	0.000	*Adjusted* R^2	0.45
Beta $_{jt}$	0.019	0.005	1.686	0.000	*Std. Error*	0.15
BM $_{jt}$	0.004	0.014	1.274	0.000	*F-test*	12.79
Loss $_{jt-1}$	0.030	0.001	1.015	0.141	*p-value*	0.00
Ncskew $_{jt}$	0.104	0.047	0.303	0.132	*Durbin-Watson*	1.91

ولتحديد النموذج الأفضل من النماذج الثلاثة الموضحة بالجداول السابقة لتمثيل بيانات الفرض الأول احصائياً يتم اجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية التالية:

- **اختبار F الناتجة من اختبار Wald test للمقارنة بين النموذج التجميعي Pooled Regression Model ونموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model،**
- **اختبار Breusch–Pagan الناتجة من اختبار Lagrange Multiplier للمقارنة بين النموذج التجميعي Pooled Regression ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effect،**
- **اختبار χ^2 الناتجة من اختبار Hausman test للمقارنة بين نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect ونموذج التأثيرات العشوائية Random Effect.**

الجدول رقم (11)

نتائج اختبارات المفاضلة بين Pooled Regression, Fixed Effect, Random effect Models

Wald test		Lagrange Multiplier		Hausman test	
F	p-value	Breusch-Pagan	p-value	χ^2	p-value
15.86	0.00	9.12	0.00	127.07	0.00

ويتضح من النتائج الواردة بالجدول السابق أن:

- **قيمة معنوية اختبار F تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Fixed Effect أفضل من نموذج Pooled Regression.**
- **قيمة معنوية اختبار Breusch–Pagan تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Random Effect أفضل من نموذج Pooled Regression.**
- **قيمة معنوية اختبار χ^2 تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Fixed Effect أفضل من نموذج Random Effect.**

وبالتالي يمكن الاعتماد على نموذج Fixed Effect Model لتمثيل بيانات الفرض الأول احصائياً لتفسير العلاقات بين المتغيرات بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية ليصبح النموذج كما يلى:

الجدول رقم (12)

نتائج اختبارات الفرض الأول احصائياً وفقاً لنموذج Fixed Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.021	0.014	2.033	0.133	R^2	0.52
ROA $_{jt+1}$	-0.202	0.038	-3.309	0.000	*Adjusted* R^2	0.47
Size $_{jt}$	-0.316	0.115	-2.366	0.000	*Std. Error*	0.16
Lev $_{jt}$	0.036	0.025	1.247	0.000	*F-test*	13.46
Beta $_{jt}$	0.019	0.005	1.686	0.000	*p-value*	0.00
BM $_{jt}$	0.004	0.014	1.274	0.000	*Durbin-Watson*	2.01

ويتضح من الجدول السابق أن:

- **نموذج الانحدار الذي تم بناءه معنوي ككل ويمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، حيث أن معنوية اختبار(F) تقل عن قيمة مستوى المعنوية 5%، وقد تبين أن جودة التقارير المالية المقاسة باستمرارية الأرباح (ROA** $_{jt+1}$**)**

وكذلك حجم الشركة ($Size_{jt}$)، تُعتبر متغيرات ذات تأثير إحصائي معنوي سالب على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين. كما تبين أن درجة الرافعة المالية (Lev_{jt})، درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع للشركة ($Beta_{jt}$)، فرص النمو للشركة (BM_{jt}) تُعتبر متغيرات ذات تأثير إحصائي معنوي موجب على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، ومعنوية اختبار(t) لكل المتغيرات السابقة تقل عن مستوى المعنويـة المعيـاري 5%.

- **قيمة *Adjusted* R^2 بلغت (0.470) وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة تستطيع أن تُفسر ما يقرب من 47% من التغيرات التي تطرأ على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين.**

وكإجراء أخير للتحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي والتأكد من صلاحية وقدرة نموذج الانحدار في التنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، يقوم الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات هي:

- **اختبار اعتدالية البواقي Test of Normality باستخدام اختبار Jarque-Bera لمعرفة ما إذا كان الخطأ العشوائي للنموذج يتبع أو يقترب من التوزيع الطبيعي،**
- **اختبار Durbin Watson للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي Auto Correlation بين البواقي.**
- **اختبار التكامل المشترك Co-integration لدراسة مدى تكامل متغيرات الدراسة المكونة للنموذج في الاجل الطويل باستخدام اختبار Kao.**

وقد كانت نتائج الاختبارات السابقة كما يلى:

الجدول رقم (13)

نتائج اختبارات التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي

(Jarque-Bera test)		Auto Correlation test	Kao test	
Statistic	*p-value*	Durbin Watson	t	*p*-value
41.152	0.000	1.889	-4.462	0.000

ويتضح من الجدول السابق أن:

- **بواقي نموذج الانحدار لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن قيمة معنوية اختبار Jarque-Bera تقل عن قيمة مستوى المعنوية المعياري 5%.**
- **عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي، حيث أن قيمة اختبار Durbin Watson البالغة 1.889 تقترب من القيمة المعيارية (2).**
- **يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة المكونة للنموذج في الاجل الطويل، حيث أن قيمة معنوية اختبار Kao تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%. وبهذا يتأكد توازن النموذج في الأجل الطويل.**

وبالتالي يمكن قبول الفرض الأول احصائيا، كما يمكن الاعتماد على نموذج الانحدار بالمعادلة التالية كنموذج رياضي للتنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين.

$$COE_{jt} = 0.023 - 0.225\ ROA_{jt+1} - 0.351\ Size_{jt} + 0.040\ Lev_{jt} + 0.022\ Beta_{jt} + 0.004\ BM_{jt} \quad .....(4)$$

9/2/2 نتائج اختبار الفرض الثاني

حيث ينص الفرض الثاني على " وجود علاقة طردية بين مرور الشركات المساهمة المصرية بمرحلة البدء بالتشغيل، أو مرحلة النمو، أو مرحلة التذبذب، أو مرحلة التدهور وبين تكلفة حقوق الملكية لتلك الشركات، بينما وجود علاقة عكسية بين مرور الشركات المساهمة المصرية بمرحلة النضوج وبين تكلفة حقوق الملكية لتلك الشركات، مع ثبات العوامل الأخرى على حالها.

ويمكن تمثيل الفرض احصائياً كما يلي:

$$COE_{jt} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{jt+1} \beta_2 Intro_{jt} + \beta_3 Gro_{jt} + \beta_4 Mat_{jt} + \beta_5 Shake_{jt} + \beta_6 Dec_{jt} + \beta_7 Size_{jt} + \beta_8 Lev_{jt} + \beta_9 Beta_{jt} + \beta_{10} BM_{jt} + \beta_{11} Loss_{jt-1} + \beta_{12} Ncskew_{jt} + \varepsilon_{i,t} \quad \ldots..(5)$$

حيث: COE_{jt}: معدل العائد المطلوب تحقيقه من مستثمرين الشركة (j) خلال السنة (t) كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، ROA_{jt+1}: معدل العائد على الأصول الشركة (j) للسنة القادمة (t+1) كمقياس بديل لجودة التقارير المالية ويعبر عن استمرارية الأرباح، $Intro_{jt}$: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة التقديم، Gro_{jt}: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة النمو، Mat_{jt}: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة النضوج، $Shake_{jt}$: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة التذبذب، Dec_{jt}: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة التدهور، $Size_{jt}$: حجم الشركة (j) خلال السنة (t)، Lev_{jt}: الرافعة المالية للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، $Beta_{jt}$: درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، BM_{jt}: فرص النمو للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، $Loss_{jt-1}$: خسائر العام السابق للشركة (j) خلال السنة خلال السنة السابقة (t-1)، $Ncskew_{jt}$: درجة المخاطر غير المنتظمة للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t).

وأمكن الحصول على نماذج الانحدار التالية بعد اجراء تشغيل البيانات بأسلوب Panel Data:

الجدول رقم (14)

نتائج اختبارات الفرض الثاني وفقاً لنموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.018	0.012	1.789	0.117		
ROA_{jt+1}	-0.175	0.033	-3.124	0.000		
$Intro_{jt}$	0.032	0.022	1.121	0.124		
Gro_{jt}	0.117	0.005	1.483	0.000		
Mat_{jt}	-0.125	0.033	-2.356	0.000		
Dec_{jt}	0.027	0.001	0.893	0.124		
$Shake_{jt}$	0.091	0.041	0.267	0.116		
$Size_{jt}$	-0.233	0.102	-2.314	0.000	R^2	0.313
Lev_{jt}	0.032	0.022	1.121	0.000	*Adjusted* R^2	0.287
$Beta_{jt}$	0.017	0.005	1.483	0.000	*Std. Error*	0.100
BM_{jt}	0.004	0.012	1.121	0.000	*F-test*	8.160
$Loss_{jt-1}$	0.027	0.001	0.893	0.124	*p-value*	0.000
$Ncskew_{jt}$	0.091	0.041	0.267	0.116	*Durbin-Watson*	1.220

الجدول رقم (15)

نتائج اختبارات الفرض الثاني وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.023	0.016	2.326	0.152		
ROA $_{jt+1}$	-0.228	0.043	-4.061	0.000		
Intro $_{jt}$	0.042	0.028	1.457	0.162		
Gro $_{jt}$	0.122	0.006	1.928	0.000		
Mat $_{jt}$	-0.163	0.043	-3.063	0.000		
Dec $_{jt}$	0.035	0.001	1.161	0.162		
Shake $_{jt}$	0.119	0.053	0.347	0.151		
Size $_{jt}$	-0.290	0.132	-3.060	0.000	R^2	0.376
Lev $_{jt}$	0.042	0.028	1.457	0.000	*Adjusted* R^2	0.344
Beta $_{jt}$	0.022	0.006	1.928	0.000	*Std. Error*	0.120
BM $_{jt}$	0.005	0.016	1.457	0.000	*F-test*	9.792
Loss $_{jt-1}$	0.035	0.001	1.161	0.162	*p-value*	0.000
Ncskew $_{jt}$	0.119	0.053	0.347	0.151	*Durbin-Watson*	1.464

الجدول رقم (16)

نتائج اختبارات الفرض الثاني وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.021	0.014	2.093	0.137		
ROA $_{jt+1}$	-0.205	0.039	-3.655	0.000		
Intro $_{jt}$	0.038	0.026	1.312	0.146		
Gro $_{jt}$	0.120	0.006	1.735	0.000		
Mat $_{jt}$	-0.146	0.039	-2.757	0.000		
Dec $_{jt}$	0.031	0.001	1.045	0.146		
Shake $_{jt}$	0.107	0.048	0.312	0.136		
Size $_{jt}$	-0.261	0.119	-2.754	0.000	R^2	0.338
Lev $_{jt}$	0.038	0.026	1.312	0.000	*Adjusted* R^2	0.310
Beta $_{jt}$	0.020	0.006	1.735	0.000	*Std. Error*	0.108
BM $_{jt}$	0.004	0.014	1.312	0.000	*F-test*	8.813
Loss $_{jt-1}$	0.031	0.001	1.045	0.146	*p-value*	0.000
Ncskew $_{jt}$	0.107	0.048	0.312	0.136	*Durbin-Watson*	1.318

ولتحديد النموذج الأفضل من النماذج الثلاثة الموضحة بالجداول السابقة لتمثيل البيانات يتم اجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية – كما سبق ذكره هند اختبار الفرض الأول من هذه الدراسة– ويوضح الجدول التالي نتائج تلك الاختبارات:

الجدول رقم (17)

نتائج اختبارات المفاضلة بين Pooled Regression, Fixed Effect, Random effect Models

Wald test		Lagrange Multiplier		Hausman test	
F	p-value	Breusch-Pagan	p-value	χ^2	p-value
14.274	0.000	8.208	0.000	114.363	0.000

يتضح من النتائج الواردة بالجدول السابق أن

- **قيمة معنوية اختبار F تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Fixed Effect أفضل من نموذج Pooled Regression.**
- **وأن قيمة معنوية اختبار Breusch–Pagan تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Random Effect أفضل من نموذج Pooled Regression.**
- **كما أن قيمة معنوية اختبار χ^2 تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Fixed Effect أفضل من نموذج Random Effect.**

وبالتالي يمكن الاعتماد على نموذج Fixed Effect Model لتمثيل بيانات الفرض الثاني احصائياً لتفسير العلاقات بين المتغيرات بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية ليصبح النموذج كما يلى:

الجدول رقم (18)

نتائج اختبارات الفرض الثاني احصائياً وفقاً لنموذج Fixed Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.023	0.016	2.326	0.152		
ROA_{jt+1}	-0.228	0.043	-4.061	0.000		
Gro_{jt}	0.122	0.006	1.735	0.000	R^2	0.376
Mat_{jt}	-0.146	0.039	-2.757	0.000	*Adjusted* R^2	0.344
$Size_{jt}$	-0.261	0.119	-2.754	0.000	*Std. Error*	0.120
Lev_{jt}	0.038	0.026	1.312	0.000	*F-test*	9.792
$Beta_{jt}$	0.020	0.006	1.735	0.000	*p-value*	0.000
BM_{jt}	0.004	0.014	1.312	0.000	*Durbin-Watson*	1.464

ويتضح من الجدول السابق أن:

- **يعتبر نموذج الانحدار الذي تم بناءه معنوي ككل ويمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، حيث أن معنوية اختبار(F) تقل عن قيمة مستوى المعنوية 5%، وقد تبين أن جودة التقارير المالية المقاسة باستمرارية الأرباح (ROA_{jt+1})، ومرحلة النضوج (Mat_{jt}) كأحد مراحل دورة حياة الشركة، وكذلك حجم الشركة ($Size_{jt}$)، تُعتبر كلها متغيرات ذات تأثير إحصائي معنوي سالب على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين. كما تبين أن مرحلة النمو ($Intro_{jt}$) كأحد مراحل دورة حياة الشركة، ودرجة الرافعة المالية (Lev_{jt})، ودرجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع ($Beta_{jt}$)، وفرص النمو للشركة (BM_{jt}) تُعتبر جميعها متغيرات ذات تأثير إحصائي معنوي موجب على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، حيث أن معنوية اختبار(t) لكل المتغيرات السابقة تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%.**

- **قيمة *Adjusted R^2* بلغت (0.334) وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة تستطيع أن تُفسر ما يقرب من 33.4% من التغيرات التي تطرأ على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين.**

وكإجراء أخير للتحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي والتأكد من صلاحية وقدرة نموذج الانحدار في التنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين يقوم الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات هي – كما سبق ذكره عند اختبار الفرض الأول – ونتائج تلك الاختبارات موضحة بالجدول التالي:

الجدول رقم (19)

نتائج اختبارات التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي

(Jarque-Bera test)		Auto Correlation test	Kao test	
Statistic	***p-value***	**Durbin Watson**	**t**	***p*-value**
37.037	0.000	1.778	-4.016	0.000

يتضح من الجدول السابق أن:

- **بواقي نموذج الانحدار لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن قيمة معنوية اختبار Jarque–Bera تقل عن قيمة مستوى المعنوية المعياري 5%.**
- **وأنه لا وجود لمشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي، حيث أن قيمة اختبار Durbin Watson البالغة 1.778 تقترب من القيمة المعيارية (2)،**
- **كما يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة المكونة للنموذج في الاجل الطويل، حيث أن قيمة معنوية اختبار Kao تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%.**

وبهذا يتأكد توازن النموذج في الأجل الطويل. وبالتالي يمكن قبول الفرض الثاني للدراسة، كما يمكن الاعتماد على نموذج الانحدار بالمعادلة التالية كنموذج رياضي للتنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين.

$$COE_{jt} = 0.023 - 0.228\ ROA_{jt+1} + 0.020\ Gro_{jt} - 0.146\ Mat_{jt} - 0.261\ Size_{jt} + 0.038\ Lev_{jt} + 0.020\ Beta_{jt} + 0.004\ BM_{jt} \quad \ldots..(6)$$

9/2/3 نتائج اختبار الفرض الثالث

حيث ينص الفرض الثالث علي" وجود تأثير معنوي لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمقياس لتكلفة حقوق الملكية، وذلك مع ثبات العوامل الأخرى على حالها. ويمكن تمثيل الفرض احصائياً كما يلي:

$$COE_{jt} = \beta_0 + \beta_1\ ROA_{jt+1} + \beta_2\ Intro_{jt} + \beta_3\ (ROA_{i,t+1} * Intro_{i,t}) + \beta_4 Gro_{jt} + \beta_5(ROA_{i,t+1} * Gro_{jt}) + \beta_6\ Mat_{jt} + \beta_7\ (ROA_{i,t+1} * Mat_{jt}) + \beta_8\ Shake_{jt} + \beta_9\ (ROA_{i,t+1} * Shake_{jt}) + \beta_{10}\ Dec_{jt} + \beta_{11}\ (ROA_{i,t+1} * Dec_{jt}) + \beta_{12}\ Size_{jt} + \beta_{13}\ Lev_{jt} + \beta_{14}\ Beta_{jt} + \beta_{15}\ BM_{jt} + \beta_{16}\ Loss_{jt-1} + \beta_{17}\ Ncskew_{jt} + \varepsilon_{i,t} \quad \ldots..(7)$$

حيث: COE_{jt}: معدل العائد المطلوب تحقيقه من مستثمرين الشركة (j) خلال السنة (t) كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، ROA_{jt+1}: معدل العائد على الأصول الشركة (j) للسنة القادمة (t+1) كمقياس بديل لجودة التقارير المالية ويعبر عن استمرارية الأرباح، $Intro_{jt}$: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة التقديم، Gro_{jt}: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة النمو، Mat_{jt}: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة النضوج، $Shake_{jt}$: ظهور الشركة

(j) أخر السنة (t) بمرحلة التذبذب، Dec jt: ظهور الشركة (j) أخر السنة (t) بمرحلة التدهور، Size jt: حجم الشركة (j) خلال السنة (t)، ($ROA_{i,t+1}$ * Intro i,t) متغير منظم يعبر عن دخول مرحلة التقديم كأحد مراحل دورة حياة الشركة على علاقة الانحدار بين جودة التقارير المالية ومعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، ($ROA_{i,t+1}$ * Gro i,t): متغير منظم يعبر عن دخول مرحلة النمو كأحد مراحل دورة حياة الشركة على علاقة الانحدار بين جودة التقارير المالية ومعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، ($ROA_{i,t+1}$ * Mat i,t): متغير منظم يعبر عن دخول مرحلة النضوج كأحد مراحل دورة حياة الشركة على علاقة الانحدار بين جودة التقارير المالية ومعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، ($ROA_{i,t+1}$ * Shake i,t): متغير منظم يعبر عن دخول مرحلة التذبذب كأحد مراحل دورة حياة الشركة على علاقة الانحدار بين جودة التقارير المالية ومعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، ($ROA_{i,t+1}$ * Dec i,t): متغير منظم يعبر عن دخول مرحلة التدهور كأحد مراحل دورة حياة الشركة على علاقة الانحدار بين جودة التقارير المالية ومعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، Lev jt: الرافعة المالية للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، Beta jt : درجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، BM jt: فرص النمو للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t)، Loss jt−1: خسائر العام السابق للشركة (j) خلال السنة خلال السنة السابقة (t−1)، Ncskew jt : درجة المخاطر غير المنتظمة للشركة (j) خلال السنة خلال السنة (t).

وأمكن الحصول على نماذج الانحدار التالية بعد اجراء تشغيل البيانات بأسلوب Panel Data:

الجدول رقم (20): نتائج اختبارات الفرض الثالث وفقاً لنموذج الانحدار التجميعي Pooled Regression Model

المتغيرات التفسيرية	Unstand. Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.027	0.018	2.684	0.176		
ROA jt+1	-0.263	0.050	-4.686	0.000		
Intro jt	0.048	0.033	1.682	0.186		
ROA i,t+1 * Intro i,t	0.053	0.036	1.850	0.205		
Gro jt	0.026	0.008	2.225	0.000		
ROA i,t+1 * Gro i,t	0.031	0.009	2.669	0.000		
Mat jt	-0.188	0.050	-3.534	0.000		
ROA i,t+1 * Mat i,t	-0.225	0.059	-4.241	0.000		
Dec jt	0.041	0.002	1.340	0.186		
ROA i,t+1 * Dec i,t	0.045	0.002	1.473	0.205		
Shake jt	0.137	0.062	0.401	0.174		
ROA i,t+1 * Shake i,t	0.164	0.074	0.481	0.209		
Size jt	-0.350	0.153	-3.471	0.000	R^2	0.470
Lev jt	0.048	0.033	1.682	0.000	*Adjusted* R^2	0.431
Beta jt	0.026	0.008	2.225	0.000	*Std. Error*	0.150
BM jt	0.006	0.018	1.682	0.000	*F-test*	12.240
Loss jt-1	0.041	0.002	1.340	0.186	*p-value*	0.000
Ncskew jt	0.137	0.062	0.401	0.174	*Durbin-Watson*	1.830

الجدول رقم (21): نتائج اختبارات الفرض الثالث وفقاً لنموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstand. Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value	

المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.032	0.022	3.220	0.211		
ROA $_{jt+1}$	-0.315	0.059	-5.623	0.000		
Intro $_{jt}$	0.058	0.040	2.018	0.223		
ROA$_{i,t+1}$ *** Intro** $_{i,t}$	0.063	0.044	2.220	0.246		
Gro $_{jt}$	0.031	0.009	2.669	0.000		
ROA$_{i,t+1}$ *** Gro** $_{i,t}$	0.037	0.011	3.203	0.000		
Mat $_{jt}$	-0.225	0.059	-4.241	0.000		
ROA$_{i,t+1}$ *** Mat** $_{i,t}$	-0.270-	0.071	-5.089	0.000		
Dec $_{jt}$	0.049	0.002	1.607	0.223		
ROA$_{i,t+1}$ *** Dec** $_{i,t}$	0.053	0.002	1.768	0.246		
Shake $_{jt}$	0.164	0.074	0.481	0.209		
ROA$_{i,t+1}$ *** Shake** $_{i,t}$	0.197	0.089	0.577	0.251		
Size $_{jt}$	-0.419	0.184	-4.165	0.000	R^2	0.563
Lev $_{jt}$	0.058	0.040	2.018	0.000	*Adjusted* R^2	0.517
Beta $_{jt}$	0.031	0.009	2.669	0.000	*Std. Error*	0.180
BM $_{jt}$	0.007	0.022	2.018	0.000	*F-test*	14.688
Loss $_{jt-1}$	0.049	0.002	1.607	0.223	*p-value*	0.000
Ncskew $_{jt}$	0.164	0.074	0.481	0.209	*Durbin-Watson*	2.196

الجدول رقم (22) : نتائج اختبارات الفرض الثالث وفقاً لنموذج التأثيرات العشوائية Random Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstand. Coefficients		t-test			
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.029	0.019	2.898	0.190		
ROA $_{jt+1}$	-0.284	0.053	-5.061	0.000		
Intro $_{jt}$	0.052	0.036	1.816	0.201		
ROA$_{i,t+1}$ *** Intro** $_{i,t}$	0.057	0.039	1.998	0.221		
Gro $_{jt}$	0.028	0.008	2.402	0.000		
ROA$_{i,t+1}$ *** Gro** $_{i,t}$	0.033	0.010	2.883	0.000		
Mat $_{jt}$	-0.203	0.053	-3.817	0.000		
ROA$_{i,t+1}$ *** Mat** $_{i,t}$	-0.243	0.064	-4.580	0.000		
Dec $_{jt}$	0.044	0.002	1.447	0.201		
ROA$_{i,t+1}$ *** Dec** $_{i,t}$	0.048	0.002	1.591	0.221		
Shake $_{jt}$	0.147	0.066	0.433	0.188		
ROA$_{i,t+1}$ *** Shake** $_{i,t}$	0.177	0.080	0.519	0.226		
Size $_{jt}$	-0.377	0.165	-3.749	0.000	R^2	0.507
Lev $_{jt}$	0.052	0.036	1.816	0.000	*Adjusted* R^2	0.465
Beta $_{jt}$	0.028	0.008	2.402	0.000	*Std. Error*	0.162
BM $_{jt}$	0.006	0.019	1.816	0.000	*F-test*	13.219
Loss $_{jt-1}$	0.044	0.002	1.447	0.201	*p-value*	0.000
Ncskew $_{jt}$	0.147	0.066	0.433	0.188	*Durbin-Watson*	1.976

ملخص نتائج نموذج الانحدار
Model Summary

ولتحديد النموذج الأفضل من النماذج الثلاثة الموضحة بالجداول السابقة لتمثيل البيانات يتم اجراء مجموعة من الاختبارات الإحصائية – كما سبق ذكره هند اختبار الفرض الأول من هذه الدراسة– ويوضح الجدول التالي نتائج تلك الاختبارات:

الجدول رقم (23):

نتائج اختبارات المفاضلة بين Pooled Regression, Fixed Effect, Random effect Models

Wald test		Lagrange Multiplier		Hausman test	
F	p-value	Breusch-Pagan	p-value	χ^2	p-value
14.274	0.000	8.208	0.000	114.363	0.000

يتضح من النتائج الواردة بالجدول السابق أن:

- **قيمة معنوية اختبار F تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Fixed Effect أفضل من نموذج Pooled Regression.**
- **وأن قيمة معنوية اختبار Breusch–Pagan تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Random Effect أفضل من نموذج Pooled Regression.**
- **كما أن قيمة معنوية اختبار χ^2 تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%، مما يُشير إلى أن نموذج Fixed Effect أفضل من نموذج Random Effect.**

وبالتالي يمكن الاعتماد على نموذج Fixed Effect Model لتمثيل بيانات الفرض الثالث احصائياً لتفسير العلاقات بين المتغيرات بعد استبعاد المتغيرات غير المعنوية ليصبح النموذج كما يلى:

الجدول رقم (24)

نتائج اختبارات الفرض الثالث احصائياً وفقاً لنموذج Fixed Effect Model

المتغيرات التفسيرية	Unstandardized Coefficients		t-test		ملخص نتائج نموذج الانحدار Model Summary	
	(r)	Std. dev.	t-Statistic	*p*-value		
المتغير التابع: معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين COE_{jt}						
Constant	0.032	0.022	3.220	0.211		
ROA $_{jt+1}$	-0.315	0.059	-5.623	0.000		
Gro $_{jt}$	0.031	0.009	2.669	0.000		
ROA$_{i,t+1}$ * Gro $_{i,t}$	0.037	0.011	3.203	0.000		
Mat $_{jt}$	-0.225	0.059	-4.241	0.000	R^2	0.563
ROA$_{i,t+1}$ * Mat $_{i,t}$	-0.270	0.071	-5.089	0.000	*Adjusted* R^2	0.517
Size $_{jt}$	-0.419	0.184	-4.165	0.000	*Std. Error*	0.180
Lev $_{jt}$	0.058	0.040	2.018	0.000	*F-test*	14.688
Beta $_{jt}$	0.031	0.009	2.669	0.000	*p-value*	0.000
BM $_{jt}$	0.007	0.022	2.018	0.000	*Durbin-Watson*	2.196

ويتضح من الجدول السابق أن:

- **يعتبر نموذج الانحدار الذي تم بناءه معنوي ككل ويمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، حيث أن معنوية اختبار(F) تقل عن قيمة مستوى المعنوية 5%، وقد تبين أن جودة التقارير المالية المقاسة باستمرارية الأرباح (ROA $_{jt+1}$)، ومرحلة النضوج (Mat_{jt}) كأحد مراحل دورة حياة الشركة، ومعدل العائد على الأصول للسنة القادمة مضروباً في مرحلة النضوج (ROA$_{i,t+1}$ * Mat $_{i,t}$) والذى يعبر عن أثر دخول المتغير مرحلة النضوج على علاقة الانحدار بين جودة التقارير**

المالية وتكلفة حقوق الملكية، وكذلك حجم الشركة ($Size_{jt}$)، تُعتبر كلها متغيرات ذات تأثير إحصائي معنوي سالب على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين. كما تبين أن المتغير مرحلة النضوج ($Intro_{jt}$) كأحد مراحل دورة حياة الشركة، وكذلك معدل العائد على الأصول للسنة القادمة مضروباً في مرحلة النمو ($ROA_{i,t+1}$ * Gro $_{i,t}$) والذى يعبر عن أثر دخول المتغير مرحلة النمو على علاقة الانحدار بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية، وكذلك درجة الرافعة المالية (Lev_{jt})، ودرجة المخاطر المنتظمة غير القابلة للتنويع للشركة ($Beta_{jt}$)، وفرص النمو للشركة (BM_{jt}) تُعتبر جميعها متغيرات ذات تأثير إحصائي معنوي موجب على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين، و معنوية اختبار(t) لكل المتغيرات السابقة تقل عن مستوى المعنويـة المعيـاري 5%.

- قيمة $Adjusted\ R^2$ بلغت (0.517) وهذا يعني أن المتغيرات المفسرة تستطيع أن تُفسر ما يقرب من 51.7% من التغيرات التي تطرأ على معدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين.

وكإجراء أخير للتحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي والتأكد من صلاحية وقدرة نموذج الانحدار في التنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين يقوم الباحث بإجراء مجموعة من الاختبارات هي – كما سبق ذكره عند اختبار الفرض الأول– وكانت نتائج تلك الاختبارات كما يلى:

الجدول رقم (25)

نتائج اختبارات التحقق من توافر افتراضات نموذج الانحدار الخطي

(Jarque-Bera test)		Auto Correlation test	Kao test	
Statistic	*p-value*	Durbin Watson	t	*p*-value
44.44	0.00	1.989	-4.82	0.00

يتضح من الجدول السابق أن:

- بواقي نموذج الانحدار لا تتبع التوزيع الطبيعي، حيث أن قيمة معنوية اختبار Jarque–Bera تقل عن قيمة مستوى المعنوية المعياري 5%.
- وأنه لا وجود لمشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي، حيث أن قيمة اختبار Durbin Watson البالغة 1.778 تقترب من القيمة المعيارية (2)،
- كما يوجد تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة المكونة للنموذج في الاجل الطويل، حيث أن قيمة معنوية اختبار Kao تقل عن مستوى المعنوية المعياري 5%.

وبهذا يتأكد توازن النموذج في الأجل الطويل. وبالتالي يمكن قبول الفرض الثالث للدراسة، كما يمكن الاعتماد على نموذج الانحدار بالمعادلة التالية كنموذج رياضي للتنبؤ بمعدل العائد المطلوب على حقوق المساهمين.

$$COE_{jt} = 0.032 - 0.315ROA_{jt+1} + 0.031Gro_{jt} + 0.037\ (ROA_{i,t+1} * Gro_{jt}) - 0.225\ Mat_{jt} - 0.270\ (ROA_{i,t+1} * Mat_{jt}) - 0.419\ Size_{jt} + 0.058\ Lev_{jt} + 0.031\ Beta_{jt} + 007.\ BM_{jt} \quad .....(7)$$

10. مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

هدفت الدراسة الحالية لبحث أثر الخصائص المالية والمحاسبية تأثير لمراحل دورة حياة الشركة والمقاسة بالدراسة الحالية وفقاً لنموذج Dickinson (2011) على العلاقة بين جودة التقارير المالية والمقاسة بالدراسة الحالية باستمرارية الأرباح كأحد السمات الرئيسية الهامة للتعبير عن جودة التقارير المالية والتي تم قياسها وفقاً نموذج Richardson (2005)، وبين تكلفة حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة والمقيدة أسهمها بمؤشر EGX-100، كمتغير تابع والتي تم قياسها الدراسة الحالية بمعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين والذى تم قياسه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

أ. وجود علاقة عكسية معنوية بين استمرارية الأرباح كمقياس بديل لجودة التقارير المالية وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمقياس بديل لتكلفة حقوق الملكية، وقد تبين أن جودة التقارير المالية يمكن أن تفسر التغيرات التي قد تحدث في معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين بنسبة تتراوح بين 17.5% وبين 20.2 % وفقاً لمعاملات التفسير المستخلصة من نماذج الانحدار التي تم قبولها احصائياً، وقد أمكن قبول الفرض الأول للدراسة احصائياً. ويعزو الباحث السبب في تلك النتيجة إلى أن استمرارية الأرباح كمقياس بديل لجودة التقارير المالية قد تؤثر بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر على تكلفة حقوق الملكية عن طريق مجموعة من العوامل مثل؛ حجم الشركة، وعمر الشركة، ومستوى المخاطرة غير المنتظمة، وسيولة الأسهم، ودرجة الرافعة المالية، وجودة الإفصاح والشفافية والتي تؤثر كلا منها بدورها على تكلفة حقوق الملكية. وتتفق تلك النتيجة مع النتائج التي توصل إليها كلا من Baginski and Rakow, (2012); Chen, Dhaliwal, Lu, and Steele, (2014); Ng and Rezaee, (2015); Cao, Myers, Tsang, and Yang, (2017)، والتي أكدت على وجود علاقة عكسية بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية. بينما اختلفت نتائج الدراسة الحالية مع نتائج كلا من ;Dey and Lim (2015) Artikis and Papanastasopoulos (2016); McMillan (2017)، والتي اثبتت أنه لا توجد علاقة مباشرة بين جودة التقارير المالية وتكلفة حقوق الملكية.

ب. وجود علاقة عكسية معنوية بين مرحلة النضوج كأحد مراحل دورة حياة الشركة وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمقياس بديل لحقوق الملكية، وتبين أن مرحلة النضوج كأحد مراحل دورة حياة الشركة يمكن أن تفسر التغيرات التي قد تحدث في معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين بنسبة تتراوح بين 12.5% وبين 16.5 % وفقاً

لمعاملات التفسير المستخلصة من نماذج الانحدار التي تم قبولها احصائياً عند الاختبار الاحصائي للفرض الثاني. ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى أن الشركات التي تمر بمرحلة النضوج ستكون مستهدفة من قبل المحللين الماليين والمستثمرين للمتابعة المستمرة وبالتالي ينخفض مستوى عدم تماثل المعلومات بهذه الشركات وبالتبعية ينخفض مستوى المخاطر غير المنتظمة بها مما ينتج عنه في النهاية انخفض علاوة المخاطر المطلوبة من قبل المستثمرين عند شراء أسهم تلك الشركات ومن ثم انخفاض تكلفة حقوق الملكية، وقد اتفقت تلك النتيجة مع كلا من O'Hara, (2003); O'Hara (2004); Botosan, (2006); Lehavy et al., (2011).

ج. وجود علاقة طردية معنوية بين مرحلة النمو كأحد مراحل دورة حياة الشركة وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمقياس بديل لحقوق الملكية، حيث تبين أن مرحلة النمو يمكن أن تفسر التغيرات التي قد تحدث في معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين بنسبة تتراوح بين 11.7% وبين 12.2 % وفقاً لمعاملات التفسير المستخلصة من نماذج الانحدار التي تم قبولها احصائياً عند الاختبار الاحصائي للفرض الثاني. ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى أن الشركات التي تمر بمرحلة النمو من دورة حياتها لديها موارد غير كافية وكذا زيادة مستوى عدم تماثل المعلومات بالشركة يؤدى بالتبعية إلى ارتفاع مستوى المخاطر بها مما ينتج عنه في النهاية زيادة علاوة المخاطر المطلوبة من قبل المستثمرين عند شراء أسهم تلك الشركات ومن ثم ارتفاع تكلفة حقوق الملكية. والجدير بالذكر تعارض تلك النتيجة مع النتائج التي توصلت اليها دراسة كلا من Dickinson, (2011); Bentley et al., (2012); (Hasan, 2015)، والتي توصلت كلا منها إلى وجود علاقة عكسية بين ظهور الشركة ضمن مرحلة النمو وبين تكلفة حقوق الملكية وعزو الباحث الاختلاف في نتيجة الدراسة الحالية مع نتائج تلك الدراسات إلى اختلاف خصائص التطبيق حيث طبقت الدراسة الحالية بالسوق المصري والذى يُعد أحد الأسواق الناشئة في حين طبقت تلك الدراسات في أسواق مال متقدمة.

د. وجود تأثير معنوي لدخول المتغيرات المنظمة لعلاقة الانحدار والخاصة مرحلة النضوج أو مرحلة النمو كمراحل لدورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين، وقد أدى ذلك التأثير إلى زيادة معامل الارتباط العكسي بين جودة التقارير المالية وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين من (0.202) إلى (0.315). ومن الجدير بالذكر حدوث زيادة واضحة للقوة التفسيرية للنموذج الممثل لعلاقة الانحدار حيث كانت نسبة $Adjusted\ R^2$ نسبة 47% قبل ادخال

المتغيرات المنظمة للعلاقة على نموذج الانحدار الممثل للفرض الأول بالدراسة، بينما بلغت *Adjusted R^2* نسبة 51.7% بعد ادخال المتغيرات المنظمة للعلاقة على نموذج الانحدار الممثل للفرض الثالث للدراسة. ويعزو الباحث تلك النتيجة إلى الأسباب الأتية:

(1) تتميز الشركات خلال مرحلة النضوج بانخفاض الأنشطة الاستثمارية، ونمو المبيعات، وثبات واستمرارية الأرباح والتدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، ووجود نظام رقابة داخلية فعال، وارتفاع مستوى جودة تطبيق الحوكمة، وانخفض مستوى الحوافز لدى إدارة الشركة لممارسات إدارة الأرباح، وأخيرا انخفاض مستوى المخاطر غير المنتظمة. كل ذلك يؤدى في النهاية إلى وجود ضوابط كافية لضمان جودة التقارير المالية. كما أن ظهور مشكلة الوكالة بشقيها بوضوح خلال تلك المرحلة يدفع إدارة الشركة إلى تقديم مزيد من الإفصاحات الاختيارية السردية للمساهمين والأطراف الأخرى ذات المصلحة بالشركة عن الأداء المالي وغير المالي، والحوكمة بهدف الحد من تكلفة الوكالة بشقيها. مما يترتب عليه زيادة حجم الإفصاح الصادر عن الشركة وبالتالي قد تصبح التقارير المالية للشركة أقل تعقيدًا وأقل غموضاً مع تقدم الشركة من مرحلة إلى أخرى خلال دورة الحياة حتى تصل الشركة لمرحلة النضوج مما يساهم وبشكل فعال في زيادة جودة التقارير المالية مما ينعكس بدوره على قوة العلاقة بين جودة التقارير وتكلفة حقوق الملكية. وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كلا من O'Connor and Byrne (2015); Bakarich et al. (2018).

(2) تتميز الشركة خلال مرحلة النمو بتحقيق تدفقات نقدية موجبة من أنشطة التشغيل، وانخفاض مستوى عدم التأكد فيما يتعلق بفرص النمو المستقبلي، وعلى الرغم من ذلك تزداد درجة تعقيد الأنشطة المحاسبية والتشغيلية بسبب تنويع الأنشطة وإدخال منتجات جديدة خلال تلك المرحلة. وقد تواجه الشركة خلال تلك المرحلة صعوبات في مدى استجابة نظام الرقابة الداخلية للتطورات المتلاحقة التي تتم بتلك المرحلة نتيجة وتيرة النمو المتسارعة، ودائما سوف تظهر الحاجة إلى مزيد من الوقت لتطوير ووضع إجراءات جديدة بنظام الرقابة الداخلية لمواكبة تلك التطورات وبالتالي قد تكون الشركة خلال تلك المرحلة أكثر عرضة للأخطاء والتي قد تنعكس في انخفاض جودة تقاريرها المالية. كما أنه من المتوقع خلال تلك المرحلة زيادة الحوافز لدى المديرين لممارسات إدارة الأرباح ويرجع السبب في ذلك إلى الافراط المستمر من جانب المستثمرين والمحللين الماليين فيما يتعلق بتحقيق معدلات نمو مرتفعة من الأرباح، ومن ثُم تستجيب أسعار الأسهم بشكل سريع جدا لأى أخبار تتعلق بالخسائر أكثر من استجابتها للأداء المالي المرتفع أو زيادة معدلات النمو التدفقات النقدية. وتتفق تلك النتيجة مع دراسة Nabar and Song (2017).

هـ. عدم ظهور أي تأثير معنوي للمتغيرات المتعلقة بظهور مراحل البداية أو التذبذب أو التدهور سواء كانت تلك المتغيرات متغيرات مستقلة أو متغيرات منظمة للعلاقة بين جودة التقارير المالية ومعدل العائد على حقوق المساهمين. وتختلف تلك النتيجة مع النتائج التي توصلت إليها دراسة كلا من Al-Hadi et al. (2016); Hasan et al. (2017); Gopal V. Krishnan, et al.,(2018) ويعزو الباحث ذلك الاختلاف في النتائج إلى اختلاف نطاق التطبيق حيث طبقت الدراسة الحالية بسوق الأسهم المصري والذى يُعد أحد السواق الناشئة والذى تختلف خصائصه عن خصائص السواق المتقدمة التي تنتمى اليها الدراسات السابقة.

11. الخلاصة والتوصيات

بحثت الدراسة الحالية أثر الخصائص المالية والمحاسبية لمراحل دورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية – المقاسة باستخدام مقياس بديل يعبر عن استمرارية الأرباح مستقبلا كأحد السمات الرئيسية الهامة للتعبير عن جودة التقارير المالية، وتم قياس استمرارية الأرباح باستخدام نموذج Richardson (2005)– وبين تكلفة حقوق الملكية بالشركات المساهمة المصرية المسجلة بالبورصة والمقيدة أسهمها بمؤشر EGX-100، كمتغير تابع – والمقاسة بمعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين والذى تم قياسه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM–، وقد أجريت الدراسة على عينة مكونة من 84 شركة من الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية والمتداول أسهمها ضمن مؤشر EGX-100 خلال الفترة من 2006 وحتى 2018 وذلك بإجمالي عدد مشاهدات 1008 مشاهدة (شركة/ سنة).

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها؛ (1) وجود علاقة ارتباط معنوية سالبة بين كلا من: (أ) جودة التقارير المالية، (ب) ظهور الشركة ضمن مرحلة النضوج كأحد مراحل دورة حياة الشركة، (ج) حجم الشركة كمتغيرات مفسرة ومعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمتغير تابع. (2) وجود علاقة ارتباط معنوية موجبة بين كلا من (أ) ظهور الشركة ضمن مرحلة النمو والنضوج كأحد مراحل دورة حياة الشركة، (ب) درجة الرافعة المالية، (ج) درجة المخاطر غير المنتظمة غير القابلة للتنويع للشركة، وفرص نمو الشركة كمتغيرات مفسرة ومعدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين كمتغير تابع. (3) وأخيرا؛ وجود تأثير معنوي لدخول المتغيرات المنظمة لعلاقة الانحدار والخاصة بظهور الشركة خلال فترة الدراسة ضمن مرحلة النضوج أو مرحلة النمو كمراحل لدورة حياة الشركة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين، وقد أدى ذلك التأثير إلى زيادة معامل

الارتباط العكسي بين جودة التقارير المالية وبين معدل العائد المطلوب تحقيقه على حقوق المساهمين. كما أدى إلى حدوث زيادة واضحة للقوة التفسيرية للنموذج الممثل لعلاقة الانحدار.

وأخيرا يقترح الباحث كدراسات مستقبلية دراسة أثر الخصائص المالية والمحاسبية على كلا من؛ اتفاقيات عقود الدين، وآليات الحوكمة، وخصائص جودة المعلومات المحاسبية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

علاَّم محمد موسى، 2012، العوامل المؤثرة في جودة الأرباح: دليل من الشركات الصناعية الأردنية ، *مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية* ، المجلد العشرين العدد الأول، ص: 265 –ص301.

2017

حنان العواودة وعبد الناصر ابراهيم نور، 2017، إدارة الأرباح وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية: دراسة اختبارية على الشركات الصناعية الأردنية المساهمة العامة، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، العدد 13، 13المجلد 2، ص: 161-179

ثانيا: المراجع باللغة الإنجليزية:

Abarbanell, J. S., & Bushee, B. J. 1998. Abnormal returns to a fundamental analysis strategy. The Accounting Review 73(1): 19–45.

Adams, R., Hermalin, B., & Weisbach, M. 2010. The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. Journal of Economic Literature 48: 58–107.

Agarwal, R., & Audretsch, D. B. 2001. Does entry size matter? The impact of the life cycle and technology on firm survival. The Journal of Industrial Economics 49(1): 21-43.

Ahmed Al-Hadi, Mostafa Monzur Hasan and Ahsan Habib. 2016. Risk Committee, Firm Life Cycle, and Market Risk Disclosures. Corporate Governance: An International Review 24(2): 145–170.

Ajinkya, B., & Gift, M.J. 1984. Corporate managers earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations. Journal of Accounting Research 22: 425–44.

Alan Gregory, Julie Whittaker and Xiaojuan Yan. 2016. Corporate Social Performance, Competitive Advantage, Earnings Persistence and Firm Value. Journal of Business Finance & Accounting 43(1&2): 3–30.

Al-Hadi, A. Hasan, M, & Habib, A. 2016. Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. Corporate Governance: An International Review 24(2): 145-170.

Al-Hadi, A., Chatterjee, B., Yaftian, A., Taylor, G., & Hasan, M.M. 2017. Corporate social responsibility performance, financial distress and firm life cycle: evidence from Australia. Accounting & Finance, forthcoming.

Allen, A., Lewis-Western, M.F., & Valentine, K. 2018. The innovation consequences of financial regulation for young life-cycle firms. Working paper, Brigham Young University and University of Texas.

Anandarajan, A., Chiang, S., & Lee, P. 2010. R&D tax credit and operating performance: implications for managers. Management Decision 48(8): 1198-1211.

Anderson, M., Hyun, S., & Yu, D. 2017. Fundamental analysis conditioned on firm life cycle. Working paper, University of Calgary.

Anderson, M.C., Banker, R.D., & Janakiraman, S.N. 2003. Are selling, general, and administrative costs "sticky"?. Journal of Accounting Research 41 (1): 47-63.

Anthony, J.H., & Ramesh, K. 1992. Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. Journal of Accounting and Economics 15: 203-227.

Arikan, A. M., & Stulz, R. M. 2016. Corporate acquisitions, diversification, and the firm's life cycle. Journal of Finance 71(1): 139-194.

Artikis, P. G., & Papanastasopoulos, G. A. 2016. Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns. The British Accounting Review, 48(2): 117–133.

Auzair, S. Md., & Langfield-Smith, K. 2005. The effect of service process type, business strategy and life-cycle stage on bureaucratic MCS in service organizations. Management Accounting Research 16: 399−421.

Bae, G.S., Choi, S.U, Dhaliwal, D.S., & Lamoreaux, P.T. 2017. Auditors and client investment efficiency. The Accounting Review 92(2): 19-40.

Bakarich, K.M., Hossain, M., Hossain, M., & Weintrop, J. 2018. Different time, different tone: Company life cycle. Working paper, Hofstra University; American University of Sharjah, UAE; King Fahd University of Petroleum & Minerals, Saudi Arabia, and Baruch College.

Balsam, S., Krishnan, J., & Yang, J. S. 2003. Auditor industry specialization and earnings quality. Auditing: A Journal of Practice & Theory 22(2): 71–97.

Banker, R.D., & Byzalov, D. 2014. Asymmetric cost behavior. Journal of Management Accounting Research 26 (2): 43-79.

Banyi, M. L., and Kahle, K. M. 2014. Declining propensity to pay? A re-examination of the lifecycle theory. Journal of Corporate Finance 27: 345-366.

Barry, C.B., & Jennings, R.H. 1992. Information and diversity of analyst opinion. Journal of Financial and Quantitative Analysis 27(2): 169-183.

Beatriz Cuadrado-Ballesteros Isabel-Maria Garcia-Sanchez Jennifer Martinez Ferrero. 2016. How are corporate disclosures related to the cost of capital? The fundamental role of information asymmetry. Management Decision 54.

Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. 1998. The effect of audit quality on earnings management. Contemporary Accounting Research 15(1): 1–24

Bhattacharya, N., Black, E., Christensen, T., Mergenthaler, R., 2004. Empirical evidence on recent trends in pro forma reporting. Accounting Horizons 18: 27–44.

Bhattacharya, N., Ecker, F., Olsson, P. M., & Schipper, K. 2012. Direct and mediated associations among earnings quality, information asymmetry, and the cost of equity. The Accounting Review 87(2): 449-482.

Black, E.L. 1998. Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. Journal of Financial Statement Analysis 4: 40-56.

Bowen, R., Chen, X., & Cheng, Q. 2008. Analyst coverage and the cost of raising equity capital: Evidence from underpricing of seasoned equity offerings. Contemporary Accounting Research 25: 657-699.

Brauer, M. 2006. What have we acquired and what should we acquire in divestiture research? A review and research agenda. Journal of Management 32: 751–785.

Brav A, Graham, J.R, Harvey, C.R, & Michaely, R. 2005. Payout policy in the 21st century. Journal of Financial Economics 77: 483–527.

Brockman, P., & Unlu, E. 2011. Earned/contributed capital, dividend policy, and disclosure quality: An international study. Journal of Banking & Finance 35(7): 1610-1625.

Brown, G., & Kapadia, N. 2007. Firm-specific risk and equity market development. Journal of Financial Economics 84(2): 358-388.

Bulan, L., & Yan, Z. 2010. Firm maturity and the pecking order theory. Working paper, Brandeis University and New Jersey Institute of Technology.

Bulan, L., Subramanian, N., & Tanlu, L. 2007. On the timing of dividend initiations. Financial Management 36(4): 31-65.

Câmara, A., San-Lin, C., Yaw-Huei, W. 2009. Option implied cost of equity and its properties. J. Futures Markets 29 (7): 599-629.

Cazier, Richard A. Rego, Sonja O. Tian, Xiaoli and Wilson, Ryan J., 2016, The Consistency of Mandatory and Voluntary Management Earnings Forecasts and Implications for Analyst and Investor Information Processing, Kelley School of Business Research Paper No. 16-42. https://ssrn.com/abstract=2779712.

Chan, K., & Hameed, A. 2006. Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. Journal of Financial Economics 80(1): 115-147.

Chandler, A. D. 1962. Strategy and structure: Chapters in the history of American enterprise. Cambridge: The MIT Press.

Chang, X., Gygax, A., Oon, A., & Zhang, H. 2008. Audit quality, auditor compensation and initial public offering underpricing. Accounting and Finance 48 (3): 391-416.

Charitou, A., Clubb, C. & Andreou, A. 2001. The effect of earnings permanence, growth and firm size on the usefulness of cash flows in explaining security returns: Empirical evidence for the UK. Journal of Business Finance & Accounting 28(5&6): 563-594.

Chen, C. 2012. Time-Varying Earnings Persistence and the Delayed Stock Return Reaction to Earnings Announcements. Contemporary Accounting Research, 30(2): 549–578.

Chi-Hsiou D.Hung, Yuxiang Jianga, Frank Hong, and Liub Hong Tuc. 2018. Competition or manipulation? An empirical evidence of determinants of the earnings persistence of the U.S. banks. Journal of Banking & Finance, 88: 442-454

Chincarini, L. B., Kim, D., & Moneta, F. 2016. The life cycle of beta. Working paper, University of San Francisco, Konkuk University and Queen's University.
Choi, J., Choi, W., & Lee, E. 2016. Corporate life cycle and earnings benchmarks. Australian Accounting Review 26: 415-428.
Chordia, Tarun and Miao, Bin. 2018. Market Efficiency in Real Time: Evidence from low latency activity around earnings announcements. https://ssrn.com/abstract=3211046 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3211046.
Chuang, K. S. 2017. Corporate life cycle, investment banks and shareholder wealth in M&As. The Quarterly Review of Economics and Finance 63: 122-134.
Coad, A., Segarra, A., & Teruel, M. 2016. Innovation and firm growth: Does firm age play a role?. Research Policy 45(2): 387-400.
Cohen, D., Mashruwala, R., & Zach, T. 2010. The use of advertising activities to meet earnings benchmarks: evidence from monthly data. Review of Accounting Studies 15: 808–832.
Collins, D. W., Hribar, P., & Tian, X. 2014. Cash flow asymmetry: Causes and implication for conditional conservatism research. Journal of Accounting and Economics 58(2–3): 173–200.
Cooper, R., & Kaplan, R.S. 1998. The promise and peril of integrated cost systems. Harvard Business Review 76 (4): 109-119.
Corwin, S. 2003. The determinants of underpricing for seasoned equity offers. Journal of Finance 58: 2249-2279.
Coulton, J. J., & Ruddock, C. 2011. Corporate payout policy in Australia and a test of the life‐cycle theory. Accounting & Finance 51(2): 381-407.
Cremers, M., Lauterbach, B., & Pajuste, A. 2018. The life-cycle of dual class firms. European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 550/2018.
Da, Z., Jagannathan, R., & Shen, J. 2013. Investor optimism, sales fixation and firm life cycle. Working paper, University of Notre Dame, Northwestern University, and University of New Sourth Wales.
Dana Hollie, Curtis Nicholls, and Qiuhong Zhaoc. 2011. Effects of cash flow statement reclassifications pursuant to the SEC's one-time allowance. Journal of Accounting and Public Policy. 30(6): 570-588
Das, S., & Pandit, S. 2010. Audit quality, life-cycle stage and the investment efficiency of the firm. Working paper, University of Illinois.
DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. Journal of Financial Economics 81 (2): 227-254.
DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. 2010. Seasoned equity offerings, market timing, and the corporate lifecycle. Journal of Financial Economics 95(3): 275-295.
Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. Journal of Accounting and Economics 50: 344–401.
Dechow, P.M. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of Accounting & Economics 18: 3–42.

DeFond, M., & Zhang, J. 2014. A review of archival auditing research. Journal of Accounting and Economics 58(2-3): 275–326.
De-jun, WU. 2009. What are affecting earnings quality: A summarization. Journal of Modern Accounting and Auditing 5(5): 53-58.
Deli, D. N., & Santhanakrishnan, M. 2010. Syndication in venture capital financing. Financial Review 45(3): 557-578.
Dey, R. M., & Lim, L. 2015. Accrual reliability, earnings persistence, and stock prices: revisited. American Journal of Business, 30(1): 22–48.
Diamond, D. 1989. Reputation acquisition in debt markets. Journal of Political Economy 97(4): 828–862.
Dickinson, V. 2011. Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. The Accounting Review 86 (6): 1969-1994.
Diebecker, J., Rose, C., & Sommer, F. 2017. Corporate sustainability performance over the firm life cycle: levels, determinants, and the impact on accounting performance, Working paper, SSRN: https://ssrn.com/abstract=3084601.
Drake, K.D., Martin, M. 2018. Implementing relative performance evaluation: the role of life cycle peers. Working paper, SSRN: https://ssrn.com/abstract=2822388.
Drobetz, W., Halling, M., & Schröder, H. 2016. Corporate life-cycle dynamics of cash holdings. Swedish House of Finance Research Paper No. 15-07, available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2578315.
Easley, D., & O'hara, M. 2004. Information and the cost of capital. Journal of Finance 59(4): 1553-1583.
Elizabeth A. Gordon, Elaine Henry, Bjorn N. Jorgensen, and Cheryl L. Linthicum. 2017. Flexibility in cash-flow classification under IFRS: determinants and consequences. Review of Accounting Studies 22(2): 839–872.
Elsayed, K., & Paton, D. 2009. The impact of financial performance on environmental policy: does firm life cycle matter?. Business Strategy and the Environment 18: 397–413.
Eng, L. L., & Mak, Y. T. 2003. Corporate governance and voluntary disclosure. Journal of Accounting and Public Policy 22(4): 325-345.
Evenson, R. E., and L. E.Westphal,'Technological change and technological strategy', in J. Behrman and T. N. Srinivasan (eds), *Handbook of Development Economics*, North-Holland,Vol. 3, Part 1, 1995.
Faff, R., Kwok, W.C., Podolski, E.J., & Wong, G. 2018. Do corporate policies follow a life-cycle? Journal of Banking & Finance 69: 95–107
Fama, E. F., & French, K. R. 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? Journal of Financial Economics 60 (1): 3-43.
Farre-Mensa, J., Michaely, R., & Schmalz, M. 2014. Payout policy. Annual Review of Financial Economics 6: 75–134
Ferdinand A. Gul, Simon Yu Kit Fung, and Bikki Jaggiab. 2009. Earnings quality: Some evidence on the role of auditor tenure and auditors' industry expertise. Journal of Accounting and Economics 47(3): 265-287.

Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. 2006. The firm's strategic dynamics and corporate governance lifecycle. International Journal of Managerial Finance 2: 256–279.
Flavin, T., & O'Connor, T. 2017. Reputation building and the lifecycle model of dividends. Pacific-Basin Finance Journal 46: 177-190.
Gagaring Pagalung, and Bambang Sudibdyo. 2018. The determinant factors of earnings quality and economic consequences. Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Akreditasi 110: 106-122.
Gort, M., & Klepper, S. 1982. Time paths in the diffusion of product innovations. Economic Journal 92 (367): 630-653.
Granlund, M., & Taipaleenmäki, J. 2005. Management control and controllership in new economy firms- A life-cycle perspective. Management Accounting Research 16(1): 21−57.
Gray, B. & Ariss, S.S. 1985. Politics and strategic change across organizational life cycles. Academy of Management Review 10(4): 707-723.
Greiner, L. E. 1972. Evolution and revolution as organizations grow. Harvard Business Review 50(4): 37-46.
Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. 2002. Are dividend changes a sign of firm maturity? The Journal of Business 75(3): 387-424.
Ha, Kelly and Thomas, Wayne B., 2018. Classification Shifting and Earnings Predictability. https://ssrn.com/abstract=3299152 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3299152
Habib, A. 2010. Value relevance of alternative accounting performance measures: Australian evidence. Accounting Research Journal 23(2): 190-212.
Habib, A., & Hasan, M. 2017. Firm life cycle, corporate risk-taking, and investor sentiment. Accounting & Finance 57(2): 465-497.
Habib, A., Bhuiyan, B., & Hasan, M. 2018. Advisory boards and firm life cycle. Australian Journal of Management 43(4): 575-592.
Haleblian, J., Devers, C.E., McNamara, G., Carpenter, M.A., & Davison, R.B. 2009. Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda. Journal of Management 35: 469–502.
Hamers, L., Renders, A., & Vorst, P. 2016a. Firm life cycle and analyst forecast behavior. https://papers.ssrn.com/sol3/papers2.cfm?abstract_id=2874845
Hamers, L., Renders, A., & Vorst, P. 2016b. Firm life cycle and stock price crash risk. Working paper, Maastricht University.
Hansen, J.C., Hong, K.P., & Park, S.H. 2018. Accounting conservatism: A life cycle perspective. Advances in Accounting 40: 76-88.
Hasan, M., & Habib, A. 2017a. Firm life cycle and idiosyncratic volatility. International Review of Financial Analysis 50(1): 164-175.
Hasan, M., & Habib, A. 2017b. Corporate life cycle, organizational financial resources and corporate social responsibility. Journal of Contemporary Accounting & Economics 13: 20-36.
Hasan, M., Hossain, M., Cheung, A., & Habib, A. 2015. Firm life cycle and cost of equity capital. Journal of Contemporary Accounting & Economics 11: 46-60.
Hasan, M.M., & Cheung, W.K. 2018. Organization capital and firm life cycle. Journal of Corporate Finance 48: 556-578.

Hasan, M.M., Al-Hadi, A., Taylor, G., & Richardson, G. 2017. Does a firm's life cycle explain its propensity to engage in corporate tax avoidance? European Accounting Review 26(3): 469-501.
Hasan, M.M., Cheung, W.K., & Tunas, L. 2018. Firm life cycle and trade credit. Working paper, Curtin University.
Helfat, C. E., & Peteraf, M. A. 2003. The dynamic resource-based view: capability lifecycles. Strategic Management Journal 24 (10): 997-1010.
Helfaya A, Whittington M. 2019, Does designing environmental sustainability disclosure quality measures make a difference? Business Strategy Environment: 1–16. https:// doi.org/10.1002/bse.2262.
Hellmann, T., & Puri, M. 2000. The interaction between product market and financing strategy: The role of venture capital. The Review of Financial Studies 13(4): 959-984.
Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. 1998. Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. American Economic Review 88: 96-118.
Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. Economic Policy Review 9: 7-26.
Hirsch, J., & Walz, U. 2011. Financing decisions along a firm's lifecycle: debt as a commitment device. European Financial Management 17(5): 898-927.
Holder-Webb, L., & Cohen, J. R. 2007. The association between disclosure, distress, and failure. Journal of Business Ethics 75(3): 301-314.
Hribar, P., & Nichols, D. 2007. The use of unsigned earnings quality measures in tests of earnings management. Journal of Accounting Research 44 (5): 1017–53.
Hribar, P., & Yehuda, N. 2015. The mispricing of cash flows and accruals at different life‐cycle stages. Contemporary Accounting Research 32 (3): 1053-1072.
Hubbard, G.R. 1998. Capital-market imperfections and investment. Journal of Economic Literature 36(1): 193-225.
Irvine, P. J., & Pontiff, J. 2009. Idiosyncratic return volatility, cash flows, and product market competition. Review of Financial Studies 22(3): 1149–1177.
Israelsen, R. D., & Yonker, S. E. 2017. Key human capital. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 52(1): 175-214.
Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. 2004. The impact of the corporate life-cycle on the value-relevance of disaggregated earnings components. Review of Accounting and Finance 3(4): 5-20.
Jennifer Francis, Per Olsson and Katherine Schipper. 2008. "Earnings Quality", Foundations and Trends® in Accounting 1(4): 259-340.
Jensen, M.C., & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: management behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics 3: 305–360.
Johnson, W. C., Karpoff, J. M., & Yi, S. 2018. The lifecycle effects of firm takeover defenses. Working paper, Suffolk University and University of Washington.
Kahn, R., & Whited, T. M. 2018. Identification is not causality, and vice versa. Review of Corporate Finance Studies 7(1): 1-21.
Kallunki, J.P., & Silvola, H. 2008. The effect of organizational life cycle stage on the use of activity-based costing. Management Accounting Research 19: 62–79

Kanagaretnam, K., Lobo, G., & Mohammad, E. 2009. Are stock options grants to CEOs of stagnant firms fair and justified? Journal of Business Ethics 90: 137–155.
Kazanjian, R. K., & Drazin, R. 1990. A stage-contingent model of design and growth for technology based new ventures. Journal of Business Venturing 5(3): 137-150.
Ke, B., Huddart, S., & Petroni, K. 2003. What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. Journal of Accounting and Economics 35(3): 315–346.
Keasey, K., Martinez, B., & Pindado, J. 2015. Young family firms: Financing decisions and the willingness to dilute control. Journal of Corporate Finance 34: 47-63.
Khurana, I. K., Pereira, R., & Martin, X. 2006. Firm growth and disclosure: An empirical analysis. Journal of Financial and Quantitative Analysis 41(2): 357-380.
Kieschnick, R., & Moussawi, R. 2018. Firm age, corporate governance, and capital structure choices. Journal of Corporate Finance 48: 597-614.
Kim, J.B., Lee, J.J., & Park, J.C. 2015. Audit quality and the market value of cash holdings: The case of office-level auditor industry specialization. AUDITING: A Journal of Practice & Theory 34(2): 27-57.
Koh, S., Durand, R. B., Dai, L., & Chang, M. 2015. Financial distress: Lifecycle and corporate restructuring. Journal of Corporate Finance 33: 19-33.
Kross, W., Ro, B., & Schroeder, D. 1990. Earnings expectations: The analysts' information advantage. The Accounting Review 65(2): 461-476.
Kueng, L., Yang, M. J., & Hong, B. 2014. Sources of firm life-cycle dynamics: differentiating size vs. age effects (No. w20621). National Bureau of Economic Research.
Kwang J. Lee, 2018, Purchase Obligations, Earnings Persistence and Stock Returns, http://www.business.kaist.ac.kr/_prog/paper/?site_dvs_cd=kr&menu_dvs_cd=040202&resource=3
La Rocca, M., La Rocca, T., & Cariola, A. (2011). Capital structure decisions during a firm's life cycle. Small Business Economics 37(1): 107-130.
Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. 2011. Information asymmetry, information precision, and the cost of capital. Review of Finance 16(1): 1-29.
Lang, M., & Lundholm, R. 1993. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate disclosures. Journal of Accounting Research 31: 246–271.
Langberg, N. 2008. Optimal financing for growth firms. Journal of Financial Intermediation 17 (3): 379–406.
Lee, E. M., Park, S. Y., & Lee, H. J. 2013. Employee perception of CSR activities: Its antecedents and consequences. Journal of Business Research 66: 1716-1724.
Lee, L.F. 2012. Incentives to inflate reported cash from operations using classification and timing. The Accounting Review 87(1): 1-33.
Lev, B., Radhakrishnan, S., & Zhang, W. 2009. Organization capital. ABACUS 45 (3): 275-298.
Li, Y., & Zhang, X.T. 2018. How does firm life cycle affect board structure? Evidence from China’s listed privately owned enterprises. Management and Organization Review 14(2): 305–341.

Linda Canina and Gordon Potter. 2019. Determinants of Earnings Persistence and Predictability for Lodging Properties. Cornell Hospitality Quarterly 2019 60(1): 40–51

Lobo, G., Hasan, M. M., Amin, A., & Trisl, J. 2018. Firm life cycle and loan contract terms. Working paper.

Loderer, C., Stulz, R., & Waelchli, U. 2016. Firm rigidities and the decline in growth opportunities. Management Science 63(9): 3000-3020.

Lu, M., Shan, Y., Wright, S., & Yu, Y. 2018. Operating cash flow asymmetric timeliness in Australia. Accounting & Finance, forthcoming.

Mary E, Barth, William H. Beaver, Wayne R. Landsman. 2001. The Relevance of the Value Relevance Literature For Financial Accounting Standard Setting: Another View. Journal of Accounting and Economics. 31 (1–3): 77-104

Mary E. Barth, Ken Li, and Charles McClure. 2017. Evolution in Value Relevance of Accounting Information. Stanford University Graduate School of Business Research paper :17-24. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2933197

Massaro, M., Dumay, J. & Guthrie, J. 2016. On the shoulders of the giants: undertaking a structured literature review. Accounting, Auditing and Accountability Journal 29: 767–801.

Mata, J., & Freitas, E. 2012. Foreignness and exit over the life cycle of firms. Journal of International Business Studies 43(7): 615-630.

McMillan, D. G. 2017. Where Does Returns and Cash-Flow Predictability Occur? Evidence from Stock Prices, Earnings, Dividends and Co-integration. Predicting Stock Returns: 9–26.

Miller, D., & Friesen, P. H. 1983. Successful and unsuccessful phases of the corporate life-cycle. Organizational Studies 4(3): 339−356.

Miller, D., Friesen, P. H. 1980. Archetypes of organizational transition. Administrative Science Quarterly 25: 268−299.

Miller, D., Friesen, P. H. 1984. A longitudinal study of the corporate life-cycle. Management Science 30: 1161−1183.

Moores, K., & Yuen, S. 2001. Management accounting systems and organizational configuration: A lifecycle perspective. Accounting, Organizations and Society 26: 351−389.

Mostafa Monzur Hasan, Mahmud Hossain, Adrian (Wai-Kong) Cheung, Ahsan Habib. 2015. Corporate life cycle and cost of equity capital. Journal of Contemporary Accounting & Economics 11(1): 46-60.

Mostafa Monzur Hasana, Adrian (Wai-Kong)Cheungb. 2018. Organization capital and firm life cycle. Journal of Corporate Finance 48: 556-578.

Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. 2007. Earnings momentum and earnings management. Journal of Accounting, Auditing & Finance 22(2): 249–284.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics 13(2): 187-221.

O'Connor, T., & Byrne, J. 2015. Governance and the corporate life-cycle. International Journal of Managerial Finance 11: 23–43.

Owens, E.L., Wu, J.S., & Zimmerman, J. 2017. Idiosyncratic shocks to firm underlying economics and abnormal accruals. The Accounting Review 92 (2): 183–219.
Patricia Dechowa, Weili Geb, and Catherine Schrandc. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. Journal of Accounting and Economics. 50 (2–3): 344-401.
Pei-Hui Hsu1 and Xuesong Hu. 2016. Advisory Board and Earnings Persistence. Journal of Accounting, Auditing & Finance 31(1): 134–157.
Pérez, A., & del Bosque, I. R. 2015. An integrative framework to understand how CSR affects customer loyalty through identification, emotions and satisfaction. Journal of Business Ethics 129: 571-584.
Peters, R. H., & Taylor, L. A. 2017. Intangible capital and the investment-q relation. Journal of Financial Economics, 123(2): 251-272.
Pindado, J., Requejo, I., & De La Torre, C. 2011. Family control and investment–cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone. Journal of Corporate Finance 17(5): 1389-1409.
Piotroski, J.D., & Roulstone, D.T. 2004. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. The Accounting Review 79(4): 1119-1151.
Puri, M., & Zarutskie, R. 2012. On the life cycle dynamics of venture -capital-and non-venture-capital financed firms. The Journal of Finance 67(6): 2247-2293.
Quinn, R.E., & Cameron, K. 1983. Organizational life cycles and shifting criteria of effectiveness: Some preliminary evidence. Management Science 29: 33-51.
Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. 2011. Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. Journal of Accounting and Economics 51(1): 1–20.
Renê coppe pimentel and andson braga de. 2016. The role of earnings persistence in valuation accuracy and the time horizon 56 (1): 71-86.
Richard Frankel and Lubomir Litov.2009. Earnings persistence. Journal of Accounting and Economics 47 (1–2): 182-190.
S. P. Kothari. 2001. Capital markets research in accounting. Journal of Accounting and Economics. 31(1–3): 105-231.
Sakai, K., Uesugi, I., & Watanabe, T. 2010. Firm age and the evolution of borrowing costs: Evidence from Japanese small firms. Journal of Banking & Finance 34: 1970-1981.
Savvas Papadopoulos . 2018. Essays on behavioral determinants of earnings quality. https://gupea.ub.gu.se/bitstream/2077/58231/2/gupea_2077_58231_2.pdf
Schweizer, L., & Nienhaus, A. 2017. Corporate distress and turnaround: integrating the literature and directing future research. Business Research 10: 3-47.
Scott A.Richardsona, Richard G.Sloanb, Mark T.Solimanc, and İremTunaa. 2005. Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. Journal of Accounting and Economics 39(3): 437-485.
Seifert, B., & Gonenc, H. 2012. Issuing and repurchasing: The influence of mispricing, corporate life cycle and financing waves. Journal of Multinational Financial Management 22(3): 66-81.
Selling, T., & Stickney, C. 1989. The effects of business environment and strategy on a firm's rate of return on assets. Financial Analysts Journal 45 (1): 43–52.

Shao, L., Kwok, C. C., & Guedhami, O. 2013. Dividend policy: Balancing shareholders' and creditors' interests. Journal of Financial Research 36(1): 43-66.
Silvola, H. 2008. Do organizational life-cycle and venture capital investors affect the management control systems used by the firm? Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 24: 128–138.
Singhvi, S., & Desai, H. 1971. An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure. The Accounting Review 46(1): 129-138.
Skinner, D., & Sloan, R. 2002. Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. Review of Accounting Studies 7 (2–3): 289–312.
Sloan, R. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? The Accounting Review 71 (3): 289–315.
Stam, E., & Verbeeten, F. 2017. Tax compliance over the firm life course. International Small Business Journal 35(1): 99-115.
Subramanyam, K.R.. 1996. The pricing of discretionary accruals. Journal of Accounting and Economics 22: 249–281.
Suwarno. *(*2019*)*. The Effect of Earnings Management and Earnings Persistence on Earnings Response Coefficient: Evidence from Indonesia. Journal of Social Science Studies 6(1): 59-67.
Vorst, P., & Yohn, T. 2017. Life cycle models and forecasting growth and profitability. The Accounting Review, forthcoming.
Wang, G., & Sing, P. 2014. The evolution of CEO compensation over the organizational life cycle: A contingency explanation. Human Resource Management Review 24:144-159.
Warusawitharana, M. 2016. Profitability and the lifecycle of firms. The BE Journal of Macroeconomics, 18(2): 1-30.
Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. 1983. Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence. Journal of Law and Economics 26(3): 613–633.
Xu, B. 2007. Life cycle effect on the value relevance of common risk factors. Review of Accounting and Finance 6(2): 162-175.
Ylhäinen, I. 2017. Life-cycle effects in small business finance. Journal of Banking & Finance 77: 176- 196.
Zang, A. Y. 2012. Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. The Accounting Review 87(2): 675–703.
Zimmerman, J.L. 2013. Myth: External financial reporting quality has a first-order effect on firm value. Accounting Horizons 27(4): 887-894.