

أثر القياس والإفصاح عن التحفظ المحاسبي على تعزيز
كفاءة البورصة المصرية
" دراسة تطبيقية "
إعداد

أ.م.د/ محمد موسى على شحاتة
أستاذ المحاسبة المساعد
ورئيس قسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة – جامعة مدينة السادات

أ/ باسنت جابر محمد عبد العزيز

٢٠٢٤م – ١٤٤٦هـ

ملخص البحث:

يمثل الهدف الرئيس للبحث في بيان انعكاسات القياس والإفصاح عن التحفظ المحاسبي على تعزيز كفاءة البورصة المصرية. وقد تناول البحث المحاور النظرية بشأن بيان محددات التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية، وكذلك تحديد محددات كفاءة البورصة ومؤشرات قياسها في ضوء القوانين والمعايير الحاكمة. وقد تم تجميع بيانات الدراسة التطبيقية من واقع ٣٠ شركة مدرجة في مؤشر EGX100، خلال الفترة من عام ٢٠١٩ حتى عام ٢٠٢٣. وقد تم استخدام بعض الأساليب الإحصائية منها اختبار الانحدار المتعدد. وقد خلصت الدراسة إلى العديد من النتائج النظرية أهمها: أنه يمكن تفسير المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق المالية من خلال أربعة جوانب رئيسية تتمثل في: طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق، وكذلك مدى استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية، وأخيراً القدرة على تحقيق عوائد غير عادية. كما توجد العديد من الدوافع لتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي أهمها الدافع الضريبي وكذلك دافع التقاضي ودافع عقود الدين وأيضاً دافع المكافآت الإدارية، وأخيراً دافع التكاليف السياسية. كما توصلت النتائج التطبيقية لهذه الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي على كفاءة البورصة المصرية.

Abstract:

The main objective of the research is to clarify the implications of measuring and disclosing accounting conservatism on enhancing the efficiency of the Egyptian Stock Exchange. The research addressed the theoretical axes regarding clarifying the determinants of accounting conservatism in financial reports, as well as identifying the determinants of the efficiency of the stock exchange and its measurement indicators in light of the governing laws and standards. The data of the applied study were collected from 30 companies listed in the EGX100 index, during the period from 2019 to 2023. Some statistical methods were used, including the multiple regression test. The study concluded with many theoretical results, the most important of which are: that the different levels of financial market efficiency can be explained through four main aspects, which are: the nature of the information available in the market, as well as the extent of independence of successive changes in stock prices, in addition to the ability to predict future prices and returns, and finally the ability to achieve extraordinary returns. There are also many motives for applying accounting conservatism practices, the most important of which are the tax motive, as well as the litigation motive, the debt contracts motive, the administrative rewards motive, and finally the political costs motive. The applied results of this study also showed that there is a significant positive impact of applying accounting conservatism practices on the efficiency of the Egyptian Stock Exchange..

القسم الأول الإطار العام للبحث

١ - المقدمة:

تمارس سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في تحقيق التنمية الاقتصادية باعتبارها وسيلة لتمويل الأعمال التجارية والحصول على الأموال من المستثمرين من خلال تحويل مدخرات الأفراد والشركات إلى الاستثمارات المجدية في تلك الأسواق المالية (Khan, 2019)، حيث يسعى المستثمرون إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تؤدي إلى التوجيه الأمثل للموارد إلى الاستثمارات الناجحة، مما يؤدي إلى تعزيز الدور التنموي لتلك الأسواق المالية في الاقتصاد (الجوزي & العمري، ٢٠١٧؛ Machdar et al. 2017).

ويعتمد تحقيق تلك الأسواق المالية لأهدافها الاقتصادية على مستوى كفاءة تلك الأسواق، حيث تتوقف كفاءة الأسواق المالية على مدى قدرتها على توفير البيانات والمعلومات ذات المصداقية المتعلقة بالشركات المدرجة بالبورصة لجميع المستثمرين، وذلك من خلال سرعة توافرها وعدالة فرص الاستفادة منها، ومدى انعكاس تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية في تلك الأسواق المالية (Liukko, 2020).

ولا شك أن المستثمرين يعتمدون على المعلومات الهامة التي توفرها هذه الأسواق المالية في اتخاذ قرارات شراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، حيث تتأثر المعلومات الواردة في التقارير المالية التي تنشرها الشركات المدرجة في هذه الأسواق المالية بعوامل عديدة، يعتبر من أهمها التحفظ المحاسبي، حيث إن عدم قيام الشركات في هذه الأسواق المالية بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي قد يؤثر على كفاءة الأسواق المالية، ويرجع السبب في ذلك إلى أنه في ظل غياب تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات المدرجة في البورصة، فإنه قد تزداد دوافع الإدارة للتلاعب بسياسة التوزيعات الخاصة بها من خلال ممارسات إدارة الأرباح (Amira & Nuha, 2019; Haque et al., 2019; al., 2018; Kermani et al., 2020) وهو الأمر الذي يؤثر على كفاءة أسواق المال، كما قد تزداد الدوافع لدى الإدارة الداخلية لإخفاء الأخبار السلبية المتعلقة بالشركة اعتماداً على عدم تماثل المعلومات بينها وبين المساهمين في الأسواق المالية، وهو الأمر الذي قد يؤدي إلى تضليل المساهمين في الأسواق المالية وانهيار أسعار أسهم تلك الشركات في المستقبل وذلك بمجرد نشر الأخبار السلبية المتراكمة في الشركة، وهو ما يعتبر ظاهرة تثير اضطرابات في سوق المال (Wang et al. 2020)، كما قد تستغل إدارة الشركات ميزة المعلومات الخاصة المتعلقة بالشركة المتوفرة لديها في تحقيق المكاسب من خلال عمليات التداول في أسهم شركاتهم، وهو الأمر الذي قد يكون لها تأثيرات كبيرة على حجم وربحية أنشطة التداول الداخلي الخاصة بهم، بما يؤثر على كفاءة سوق الأوراق المالية (Tang & Xin, 2017).

ونتيجة لذلك، زاد الاهتمام بمفهوم التحفظ المحاسبي خاصة في ظل جائحة كورونا كوسيلة لزيادة ثقة المستثمرين في المعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية وضمان جودتها وخلوها من ممارسات إدارة الأرباح بما يؤثر على كفاءة الأسواق المالية (Amira & Nuha, 2019; Haque et al., 2019; Kermani et al., 2018).

٢- مشكلة البحث:

تعد الأسواق المالية الموجه الأساسي لحركة النشاط الاقتصادي لأي بلد، ويتوقف تحقيق تلك الأسواق المالية لأهدافها على مدى كفاءة هذه الأسواق، بحيث تعبر أسعار الأوراق المالية في تلك الأسواق التي تتمتع بالكفاءة عن القيمة الحقيقية والعادلة لها، والتي تعكس أداء الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية (مداني & مداح، ٢٠١٦).

وقد أشارت بعض الدراسات إلى أن السوق المالي المصري لا يتمتع بالكفاءة على المستوى الضعيف، ومن ثم يوجد إمكانية بالتنبؤ بالأسعار الحالية والمستقبلية لأسعار الأسهم بالاعتماد على بيانات الأسعار التاريخية (باغة، ٢٠١٧)، كما أن لجائحة كورونا العديد من الآثار السلبية على بورصة الأوراق المالية المصرية، حيث حقق المؤشر الرئيسي EGX 30 تراجعاً بنسبة ٢٢,٣٢٪ مع نهاية عام ٢٠٢٠ مقارنة بعام ٢٠١٩، على الرغم من تحقيق مؤشر EGX 30 ارتفاعاً قدره ٧,١٪ في نهاية عام ٢٠١٩ مقارنة بعام ٢٠١٨، كما انخفضت أحجام التداول في البورصة المصرية خلال جائحة كورونا حيث بلغت خلال عام ٢٠١٩ ما قيمته ٤٩,٧٩ مليار ورقة مالية مقارنة بنظيرتها التي تبلغ ٦٠,٧٧ مليار ورقة مالية في عام ٢٠١٨، وهو الأمر الذي يستوجب مزيداً من الاهتمام بكفاءة سوق الأوراق المالية المصرية (التقرير السنوي للبورصة المصرية، ٢٠١٩ / ٢٠٢٠)، حيث أشار بعض الدراسات السابقة في العديد من البلدان إلى أن هناك عدة عوامل قد تساهم في التأثير السلبي على كفاءة الأسواق المالية مثل: انخفاض كفاءة نظام المعلومات المالي في عدم توفير الإفصاح العام الذي يتيح القدر الكافي من المعلومات المالية وغير المالية الدقيقة للمستثمرين في الوقت المناسب، وكذلك غياب الشفافية، وهو ما يترتب عليه انخفاض ثقة كل من المستثمرين والمتعاملين في القوائم والتقارير المالية الخاصة بالشركات المدرجة في هذه الأسواق، وهو الأمر الذي يؤثر سلباً على نمو تلك الأسواق نتيجة لتلك العوامل المثبطة للمستثمرين (عبد الغني، ٢٠١٥؛ كلتوم & محمد، ٢٠١٧).

إن تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي قد يساعد على تحقيق كفاءة الأسواق المالية، حيث أن تطبيق ممارسات التحفظ المشروط قد يؤدي إلى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المساهمين وبين إدارة الشركة، وبالتالي زيادة مستوى الشفافية المالية من خلال النشر الأسرع للأخبار السيئة المتعلقة بالشركة، بما يؤدي إلى تخفيض مخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل نتيجة لتراكم الأخبار السيئة المتعلقة بالشركة غير المفصح عنها لديها، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تحسين كفاءة الأسواق المالية (Kousenidisa et al., 2014).

فضلاً عن دور التحفظ المحاسبي في تخفيض ربحية تداول الأطراف الداخلية المطلعة على المعلومات الداخلية بالشركة بحكم مناصبهم داخلها، نتيجة استغلال تلك المعلومات الخاصة المتعلقة بالشركة لتحقيق عوائد غير عادية من استغلال الأخبار السلبية والإيجابية المتعلقة بالشركة (Khalilov&Osma,2020)، وذلك عن طريق تقليل ميزة المعلومات التي يمتلكها الأطراف الداخلية بالشركة المطلعون عليها بصورة أكثر مقارنة بالمساهمين الخارجيين بما يؤثر سلباً على حجم وربحية أنشطة تداول الأطراف الداخلية بالشركة، وهو الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تحسين كفاءة الأسواق المالية (Tang&Xin,2017).

كما أشارت بعض الدراسات أيضاً إلى قدرة تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي على تخفيض عوائد أسهم الشركات في تلك الأسواق المالية (Sugiyanto & Candra, 2019)، وهو الأمر الذي يؤثر على كفاءة الأسواق المالية.

وقد كان ذلك حافزا إلى قياس أثر التحفظ المحاسبي على المعلومات المحاسبية الواردة بالتقارير المالية، بما يضيف المصداقية والشفافية عليها ويجعلها ملائمة لاتخاذ القرارات ذات الصلة وهو الأمر الذي يؤثر إيجابيا على كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية. ومن هنا يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال مجموعة الأسئلة البحثية التالية:

- ١- ما هي طبيعة ودوافع التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية؟
- ٢- ما هي محددات كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية؟ وما هي مؤشرات قياسها في ضوء القوانين والمعايير الحاكمة؟
- ٣- إلى أي مدى يؤثر القياس والإفصاح عن التحفظ المحاسبي على كفاءة البورصة المصرية؟
- ٣- أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في بيان انعكاسات القياس والإفصاح عن التحفظ المحاسبي على سياسات توزيع الأرباح في ضوء متطلبات المعايير المحلية والدولية، وينبثق من الهدف الرئيسي مجموعة الأهداف الفرعية التالية:

١. بيان طبيعة ودوافع التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية.
٢. بيان محددات كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، وكذلك مؤشرات قياسها في ضوء القوانين والمعايير الحاكمة.
٣. قياس أثر القياس والإفصاح عن التحفظ المحاسبي على كفاءة البورصة المصرية.
- ٤- أهمية الدراسة:

يمكن تناول أهمية الدراسة من المنظورين العلمي والعملي على النحو التالي:

١. الأهمية العلمية:

- ١/١ - تزايد الاهتمام نحو معرفة الأسباب التي تؤدي إلى انخفاض كفاءة الأسواق المالية..
- ٢/١ - التعرف على أهمية ممارسات التحفظ المحاسبي في التأثير على قرارات المستثمرين في الاستثمار في الأسهم.
- ٣/١ - القضاء على أوجه الغموض حول مدى قدرة ممارسات التحفظ المحاسبي على زيادة كفاءة سوق المال المصري، وذلك بهدف حماية مصالح المساهمين والدائنين، وكذلك تقليل حدة صراعات الوكالة بينهم.

٢. الأهمية العملية:

- ١/٢ - تعظيم الاستفادة بشأن ترشيد القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية من خلال معرفة أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة البورصة المصرية، مما سيؤدي إلى زيادة مستوى ثقة المستثمرين في تلك الأسواق وكذلك زيادة قيمة الشركة.
- ٢/٢ - توفير معلومات عن الأسعار الحقيقية للأسهم الخاصة بالشركات المدرجة بالبورصة، وذلك بهدف مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم.

٥- فروض الدراسة:

يتمثل الفرض الرئيسي للدراسة التطبيقية كما يلي:

يوجد أثر ذو دلالة معنوية لممارسات التحفظ المحاسبي على كفاءة الأسواق المالية.

٦- حدود الدراسة:

تتمثل حدود الدراسة في المحاور الرئيسية الآتية:

- **حدود مكانية:** اقتصرَت الدراسة على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية، وذلك بعد استبعاد مجموعة الشركات التي تتميز بالخصائص التالية:

- ١- الشركات المصرية المقيدة بالبورصة والتي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية (شركات الخدمات المالية وشركات التأمين) وذلك لأن حسابات وتقارير هذه الشركات مختلفة عن حسابات الشركات غير المالية.
- ٢- الشركات المقيدة بالبورصة التي تنتهي قوائمها المالية في ٣٠ / ٦ من كل عام أو أي تاريخ آخر.
- **حدود زمنية:** تم دراسة وتحليل القوائم والتقارير المالية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية، والتي تدخل في نطاق مجتمع الدراسة، وذلك خلال سلسلة زمنية مكونة من ٥ سنوات تبدأ من عام ٢٠١٩ وحتى عام ٢٠٢٣ م.
- ٧- **منهجية الدراسة:**
ستركز الدراسة على المنهج العلمي المعاصر القائم على المزج بين المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي على النحو التالي:
(أ) المنهج الاستقرائي:
اعتمدت في دراسة وتحليل الجزء النظري واشتقاق فروضه العلمية، على تحليل واستقراء الدراسات التي تناولها الأدب المحاسبي والمرتبطة بموضوع الدراسة، والاستفادة من النتائج التي توصلت إليها، وكذلك من خلال عرض وتحليل الدراسة الميدانية والتطبيقية.
(ب) المنهج الاستنباطي:
باستخدام هذا المنهج يمكن اختبار الفروض وتحديد مدى قبولها من عدمه في البيئة المصرية، وقياس أثر ممارسات التحفظ المحاسبي على كفاءة البورصة المصرية، وذلك بهدف الخروج بمجموعة من التوصيات والنتائج الخاصة بالبحث والتي يمكن تعميمها.
- ٨- **تنظيم البحث:** في ضوء مشكلة البحث، وسعياً نحو تحقيق أهدافه، تم تقسيم هذا البحث، كما يلي:
 - **القسم الأول:** الإطار العام للدراسة، ويشمل كل من (المقدمة، المشكلة، الدراسات السابقة، الأهداف، الأهمية، الفرضيات، الحدود، خطة الدراسة).
 - **القسم الثاني:** محددات كفاءة البورصة ومؤشرات قياسها في ضوء القوانين والمعايير الحاكمة.
 - **القسم الثالث:** طبيعة ودوافع التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية.
 - **القسم الرابع:** دور القياس والإفصاح عن التحفظ المحاسبي في تعزيز كفاءة البورصة المصرية.
 - **القسم الخامس:** الدراسة التطبيقية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
 - **القسم السادس:** الخلاصة والنتائج والتوصيات.وفيما يلي عرض تفصيلي لباقي محاور البحث.

القسم الثاني

محددات كفاءة البورصة ومؤشرات قياسها في ضوء القوانين والمعايير الحاكمة.

تؤدي الأسواق المالية دوراً هاماً في أغلب المجالات الاقتصادية من خلال نقل الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، وتساعد كفاءة تلك الأسواق في رفع مستوى أداء سوق الأوراق المالية من خلال إتاحة المعلومات للجميع وانعكاسها الفوري والمباشر على الأسعار (البطاط & الجعفري، ٢٠٢٢ أ).

وتعتبر كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات الشائكة التي أثارت جدلاً واسعاً بين المهتمين بالأسواق المالية، فعلى الرغم من أنها ليست من الموضوعات المستحدثة إلا أنها قد تختلف من سوق لآخر بل وفي نفس السوق باختلاف الفترة الزمنية (سلام، ٢٠٢٠). بالإضافة إلى ذلك، تمت دراسة كفاءة الأسواق المالية المصرية على نطاق واسع في العقد الماضي، حيث قد أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن السوق المالي المصري لا يتمتع بالكفاءة على المستوى الضعيف، ومن ثم هناك إمكانية بالتنبؤ بالأسعار الحالية والمستقبلية لأسعار الأسهم بالاعتماد على بيانات الأسعار التاريخية (باغة، ٢٠١٧).

كما أشارت دراسة (Ansary&Hussien, 2017) إلى عدم كفاءة البورصة المصرية عند المستوى المتوسط حيث إن أسعار الأسهم في البورصة المصرية لا تعكس جميع المعلومات في تاريخ الإعلان عن التوزيعات وأنه توجد معلومات غير متماثلة في السوق المصري، مما يسمح لبعض المستثمرين بجني عوائد غير طبيعية كأرباح يتم اكتسابها من المعلومات الداخلية في البورصة، وقد أشارت دراسة (سلام، ٢٠٢٠) إلى أن السوق المصري للأوراق المالية يعتبر سوقاً كفوفاً على المستوى الضعيف، وهو الأمر الذي يزيد من أهمية دراسة كفاءة الأسواق المالية ومنها السوق المالي المصري في الآونة الأخيرة، وخاصة خلال أزمة كوفيد التي تميزت بحدوث انهيار في أسعار الأسهم لمعظم الشركات.

ومن ثم يستهدف هذا القسم تحديد مفهوم لكفاءة سوق الأوراق المالية، والصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، وأهميتها، وكذلك أسباب عدم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلبات تحقيقها، وأخيراً المؤشرات المختلفة لقياس كفاءة سوق الأوراق المالية في كل صيغة من الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

وتأسيساً على ما سبق، يمكن تقسيم هذا القسم إلى محورين أساسيين على النحو التالي:

أولاً: طبيعة كفاءة سوق الأوراق المالية والمستويات المختلفة لها ومؤشرات قياسها.

١- مفهوم كفاءة سوق رأس المال capital market efficiency

حازت العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المالية للشركة المصدرة لتلك الأوراق، على أهمية كبيرة من قبل الأطراف ذات العلاقة بالشركة كالمستثمرين الحاليين والمرتقبين، وكذلك المحللون، والمنافسون (عبد السلام & على، ٢٠٢٠). حيث إن توافر المعلومات الكافية لدى المستثمرين يساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الخاصة ببيع أو شراء الأوراق المالية وهو الأمر الذي يمكن أن يؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية، وبالتالي فإن المعلومات الواردة إلى السوق في أي وقت سوف تغير سعر الورقة المالية (على، ٢٠١٩)، وكذلك فإن أسعار الأوراق المالية سوف تؤثر على القيمة السوقية لثروة المستثمرين وكذلك على تكلفة مصادر التمويل المتاحة بالنسبة للشركة، وقد سميت هذه العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات بكفاءة أسواق المال (نعاس، ٢٠١٩).

ويعتبر الاقتصادي Eugene Fama أول من وضع مصطلح كفاءة السوق في عام ١٩٧٠، وذلك بهدف الإشارة إلى دور المعلومات في تشكيل أسعار الأوراق المالية، حيث وضع الإطار النظري لفرضية كفاءة السوق المالي (سمير & بداوي، ٢٠٢٢)، حيث أشار فاما كما هو وارد في دراسة (Hyyryläinen, 2021; Almos & Demmler, 2021; Chu Lekhal & El Oubani, 2020; Chhatwani, 2019; Ayunku & Apiri, 2020; et al., 2019) إلى السوق الكفاء بأنه السوق الذي تعكس فيه الأسعار في جميع الأوقات وبشكل كامل جميع المعلومات المتاحة ذات العلاقة بتقييمها والمرتبطة بالأحداث الماضية، والجارية، وكذلك التوقعات المستقبلية، وأن حركة الأسعار في ذلك السوق الكفاء تتصف بالتغيرات العشوائية، مما يعني أن أسعار الأسهم في أي وقت تمثل أفضل قيمة عادلة لها، وعدم إمكانية تحقيق عوائد غير عادية كبيرة.

ولقد واجه هذا المفهوم العديد من الانتقادات، حيث أشارت دراسة (مزوزي & بخالد، ٢٠١٧) إلى أن تعريف Fama يعتبر غامضاً ويحتاج لبلورة لمفاهيمه، ويرجع السبب في ذلك إلى أن التعريف أشار إلى كلمة "بشكل كامل" والتي تعني أنه لا يوجد أي شيء يعرقل عمليات تداول الأوراق المالية عند بيع وشراء الأوراق المالية، سواء كانت رسوم للوساطة أو الضرائب، فلو وجدت مثل هذه الرسوم فإن الأسعار تعكس "المعلومات المهمة" لتقييم الأوراق المالية "وبشكل ناقص"، كما أن التعريف أشار إلى جملة "جميع المعلومات المتاحة"، والتي تحتاج إلى توضيح من حيث هل المقصود بها كل المعلومات الداخلية أو فقط المعلنة (المنشورة)، نظراً لهذه النقائص، تم انتقاد التعريف الذي قدمه Fama من طرف الكثير من الباحثين، وذلك لعدم إمكانية تطبيق فرضياته في الممارسة العملية، لأن المعلومات تعتبر غير مجانية، كما أن المعاملات تتطلب دفع ضرائب ورسوم.

كما تناولت العديد من الدراسات السابقة مفهوم كفاءة الأسواق المالية، وترى الباحثة أنه على الرغم من تعددها، إلا أن تلك المفاهيم لم تختلف في جوهرها، حيث ركزت معظم هذه الدراسات في تعريف كفاءة الأسواق المالية على العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المتاحة، ومدى وجود فرص لبعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية، ومدى اقتراب أسعار الأسهم من القيمة الحقيقية لها، حيث تم تعريف كفاءة الأسواق المالية بأنها التسعير العادل للأوراق المالية من خلال توفير المعلومات لجميع المستثمرين، والتي تتصف بدرجة من المصادقية والشفافية، مما يضمن سرعة استجابة الأسعار للمعلومات المتعلقة بكل من القوائم المالية الخاصة بالشركة والظروف الداخلية للمنشأة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للورقة المالية، والظروف الاقتصادية والسياسية على المستوى الوطني، مما يؤدي إلى تساوى القيم السوقية مع القيم الحقيقية للأوراق المالية المتداولة، وكذلك إتاحة فرص استثمار متكافئة بين المستثمرين، دون احتكار القلة منهم للعوائد الرأسمالية، وأخيراً اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تؤدي إلى التوجيه الأمثل للموارد نحو الاستثمارات الناجحة، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تعزيز الدور التنموي للسوق في الاقتصاد (مداني، ٢٠١٦؛ الجوزي & العمري، ٢٠١٧؛ على، ٢٠١٧؛ على، ٢٠١٩؛ الجعفري، ٢٠٢٠؛ عبد السلام & على، ٢٠٢٠؛ سمير & بداوي، ٢٠٢٢؛ Ogiemudia & Isibor, 2021; Zhang & Zou, 2022; Chikhi & Claude, 2022).

٢- مستويات الكفاءة لسوق رأس المال Efficiency levels for the capital market

صنف فاما Fama كفاءة سوق الأسواق المالية إلى ثلاثة مستويات اعتماداً على نوعية ومصدر المعلومات التي تنعكس على أسعار الأوراق المالية، وتتمثل تلك المستويات الثلاثة

في نموذج الكفاءة الضعيفة ونموذج الكفاءة شبه القوية ونموذج الكفاءة القوية (على ٢٠١٩؛ سلام ٢٠٢٠؛ حفيظ & عبد الرحمان، ٢٠٢٢؛ سمير & بداوي ٢٠٢٢؛ عيساوي، ٢٠٢٢؛ Ayunku & Apiri, 2020 ; Lekhal & El Oubani, 2020; Chu et al., 2019؛ ٢٠٢٢؛ (Hyyryläinen, 2021; Khoa & Huynh, 2021).

وترى الباحثة من استقراء الدراسات السابقة أنه يمكن تفسير المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق المالية من خلال أربعة جوانب رئيسية تتمثل في:

- **الجانب الأول:** يتمثل في طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق، وذلك من حيث نوعية المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم، سواء تاريخية أو عامة أو خاصة.
 - **الجانب الثاني:** يتمثل في مدى استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم عن بعضها البعض، من حيث هل تتبع فرضية السلوك العشوائي أم مرتبطة ببعضها البعض.
 - **الجانب الثالث:** القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية، من حيث إمكانية التنبؤ أو عدم التنبؤ بحركة الأسعار المستقبلية.
 - **الجانب الرابع:** يتمثل في القدرة على تحقيق عوائد غير عادية تفوق باقي المستثمرين في سوق الأوراق المالية من خلال تحليل المعلومات سواء التاريخية أو العامة أو الخاصة.
- وفيما يلي عرض للصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:

١/٢ - نموذج الكفاءة الضعيفة (The Weak Form Efficiency (W-F EMH ١/١/٢ - تعريف نموذج الكفاءة الضعيفة:

وفقا لنموذج الكفاءة الضعيفة للأسواق المالية، يمكن توضيح النقاط التالية (باغة ٢٠١٧؛ ٢٠١٩؛ نعاس، ٢٠١٩؛ عبد السلام & على ٢٠٢٠؛ البطاط & الجعفري، ٢٠٢٢؛ سمير & بداوي ٢٠٢٢؛ حفيظ & عبد الرحمان ٢٠٢٢؛ ٢٠٢٢؛ Liukko 2020 ; Lekhal & El Oubani, 2020 ; Carosiaa et al. 2020 ; Ayunku & Apiri, 2020 ; Zhang & Zou, 2022 ; Ogiemudia & Isibor, 2021):

- **الجانب الأول:** يتمثل في طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق.
- أسعار الأسهم تعتمد على المعلومات السابقة (التاريخية) المتوفرة بالسوق، والمتعلقة بالأسعار السابقة للأسهم أو أحجام التداول السابقة، وبالتالي فمن المستحيل تحقيق مكاسب في السوق باستخدام تلك المعلومات السابقة.

- **الجانب الثاني:** يتمثل في مدى استقلالية التغيرات في أسعار الأسهم.
- جميع تحركات الأسعار تكون عشوائية، حيث تكون التغيرات المتتالية في أسعار الأوراق المالية مستقلة عن بعضها البعض حسب فرضية سلوك السوق العشوائي، وبالتالي عدم إمكانية قيام المستثمرين باستخدام معرفتهم بالسلوك السابق لسلسلة تغيرات الأسعار الخاصة بالأوراق المالية، وذلك في زيادة المكاسب المتوقعة التي يمكنهم الحصول عليها، حيث ترتبط التغيرات في الأسعار بورود معلومات جديدة، وليس بوجود معلومات تاريخية.

- **الجانب الثالث:** القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية.
- لا يمكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية من خلال تحليل الأسعار السابقة (التاريخية)، مما يعني عدم وجود مسار محدد لقيم الأسعار، وأن حركة الأسعار المستقبلية يتم تحديدها بالكامل من خلال المعلومات غير الواردة في سلسلة الأسعار، وفي ظل هذا الفرض فإن محاولة التنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة، كما أن هذه المعلومات التاريخية متوفرة لدى أغلب المتعاملين في سوق الأوراق المالية وبتكلفة منخفضة

جداً، وكذلك فإن أرقام الدخل السنوي للفترات المتعاقبة لا تسير في اتجاه معين، وإن سلوكها بصفة عامة يعتبر سلوكاً عشوائياً، ولذلك لا يمكن الاعتماد عليها لأغراض التنبؤ .

• الجانب الرابع: يتمثل في القدرة على تحقيق عوائد غير عادية.

لا يمكن تحقيق عوائد إضافية على المدى الطويل باستخدام استراتيجيات الاستثمار القائمة على أسعار الأسهم التاريخية أو غيرها من البيانات التاريخية ، حيث إن أسعار السوق تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بالأسهم كالأسعار وحجم التعاملات السابقة ، ولا يستطيع المستثمر أن يحقق أية عوائد غير عادية من تحليله لتلك المعلومات لأن الأسعار تسلك سلوكاً عشوائياً، ولا يتمكن مع وجود ذلك السلوك أن يتنبأ بالأسعار وتكون الأسعار المستقبلية مستقلة عن الأسعار التاريخية، وبالتالي لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار، وتكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة.

٢/١/٢ - اختبارات الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية

اختبار فرضية السوق ذات الكفاءة الضعيفة يختص بشكل أساسي بما إذا كان هناك ارتباط إحصائي بين تغيرات الأسعار. حيث إذا كانت تغيرات الأسعار عشوائية، فإن السوق يعتبر ذا كفاءة ضعيفة الشكل، ومن الأساليب الشائعة المتبعة لاختبار هذا المستوى من الكفاءة، تتمثل في اختبار الارتباط التسلسلي Serial Correlations، اختبار الأنماط الطارئة Run Test، اختبار قواعد التصفية Filter Test، وذلك على النحو التالي (خالد، ٢٠١٦؛ يوسف، ٢٠١٦؛ العمري، ٢٠١٧؛ باغة، ٢٠١٧؛ بسبع & تشيكو، ٢٠١٩؛ الجوزي & العمري، ٢٠١٧؛ سلام، ٢٠٢٠؛ Khoa & Huynh, 2021):

❖ اختبار سلسلة الارتباط: يعد هذا الاختبار أحد الاختبارات الممكنة لدراسة كفاءة السوق على المستوى الضعيف، حيث يهدف هذا الاختبار لإظهار العلاقة بين المشاهدات الحالية والمشاهدات السابقة لها، فإذا كانت عوائد الأسهم غير مرتبطة ذاتياً فيمكن الاستنتاج بأن سلسلة العوائد تتبع السير العشوائي، كما تساعد الاختبارات الإحصائية لتغيرات الأسعار في دراسة سلوك أسعار الأسهم ، وذلك من خلال اختبار فرضية السير العشوائي لكل من درجة التوزيع الطبيعي والاستقلالية للتغيرات اليومية في أسعار الأسهم خلال فترة الدراسة ، باستخدام كل من اختبار كولموجوروف سميرونوف وتحليل الارتباط المتسلسل وتحليل الارتباط المتكرر ، وذلك كما هو وارد في دراسة FAMA ، وذلك لتحديد مدى كفاءة سوق المال عند المستوى الضعيف وفقاً لنموذج السير العشوائي (Random Walk) ، حيث إن السوق يعتبر كفناً عند المستوى الضعيف ، عندما تكون التغيرات في أسعار الأسهم موزعة توزيعاً طبيعياً ومستقلة عن بعضها البعض ، وبالتالي لا يمكن لأي من المتداولين في السوق استخدام المعلومات التاريخية في التنبؤ بأسعار الأسهم في المستقبل .

❖ قواعد التصفية: يستخدم المساهمين أسلوب قواعد التصفية Filter Rules في اكتشاف الأنماط والاتجاهات المعقدة في تغيرات الأسعار، بهدف الاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية لهم تفوق الأرباح التي يحققها المستثمرون الآخرون الذين يقومون بشراء الأسهم والاحتفاظ بها دون تحليل المعلومات ، حيث تنقسم تلك القواعد إلى أربع مجموعات : وفقاً للمجموعة الأولى يعتمد المستثمر عند اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية على أن الارتفاع في السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً يعتمد عليه في اتخاذ قرارات الشراء وأن انخفاض السعر بنسبة معينة يعد مؤشراً سليماً لاتخاذ قرار البيع، أما المجموعة الثانية فهي تعتمد على قواعد الدورات الموسمية ، والتي تقضي بأن فصل الصيف هو موسم

ارتفاع الأسعار وفصل الشتاء هو موسم انخفاض الأسعار، وبالنسبة للمجموعة الثالثة والرابعة فهي تعتمد على استخدام المتوسط الحسابي للأسعار وكذلك القوة النسبية لسعر الورقة المالية في اتخاذ قرارات بيع وشراء الأوراق المالية.

❖ **اختبار الأنماط الطارئة:** وقد وجهت انتقادات إلى كل من سلسلة الارتباط وقواعد التصنيفية نتيجة لفشل هذين الاختبارين في اكتشاف الأنماط الطارئة في التغيرات السعرية التي قد تكون عشوائية لمعظم الوقت غير أنها قد تنتهج نمطا معينا من حين لآخر، ولذلك جاء هذا الاختبار الذي يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، والذي يهدف إلى معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغير في اتجاه الأسعار ومدى الفترة في كل مرة وذلك بوضع إشارة لكل نوع من التغيرات وتظهر كما يلي: (الإشارة الموجبة: تعني حركة سعرية بالزيادة، أما الإشارة السالبة: تعني حركة سعرية بالانخفاض، أما الصفر: يعني عدم وجود حركة).

٢/٢- نموذج الكفاءة شبه القوية EMH (Semi Strong Form Efficiency) (شبه القوية) ١/٢/٢- تعريف نموذج الكفاءة المتوسطة (شبه القوية)

وفقا للنموذج شبه القوي للكفاءة يمكن توضيح النقاط التالية (نعاس، ٢٠١٩؛ بسيع & تشيكو، ٢٠١٩؛ سلام، ٢٠٢٠؛ عبد السلام & على، ٢٠٢٠؛ البطاط & الجعفري، ٢٠٢٢؛ عيساوي، ٢٠٢٢؛ سمير & بداوي، ٢٠٢٢؛ حفيظ & عبد الرحمان، ٢٠٢٢؛ Yaya et Rahman et al., 2021 ; Ogiemudia & Isibor, 2021 ; Liukko, 2020 ; al., 2019 ; Khoa & Huynh, 2021 ;

• الجانب الأول: يتمثل في طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق.

أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات التاريخية مثل سعر السهم ومعلومات حجم التداول وكذلك المعلومات المتاحة المنشورة للجمهور، والمقصود بالمعلومات المتاحة للجمهور وفقا لهذه الصيغة كافة المعلومات التي يمكن الإفصاح عنها رسميا سواء كانت هذه المعلومات محاسبية أو غير محاسبية، مالية أو غير مالية، فعلية أو تقديرية، مثل المعلومات العامة التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو معلومات عن المؤسسة نفسها، مثل القوائم المالية والتقارير السنوية والربع سنوية وإعلانات توزيعات الأرباح وإعلانات الأرباح ونشرة الاكتتاب الخاصة بالجهة المصدرة والتوقعات السابقة للشركة، والأداء، وممارسات إعداد التقارير المالية، والمركز المالي، وتوقعات الأرباح، وخط إنتاج الشركة، وكفاءة الإدارة، ونسبة السعر إلى العائد P/E ratio، ونسبة التوزيعات إلى السعر D / P، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية P/B ratio، وتجزئة الأسهم stock splits.

• الجانب الثاني: يتمثل في مدى استقلالية التغيرات في أسعار الأسهم.

أسعار الأسهم تتبع السلوك العشوائي، حيث تكون التغيرات المتتالية في أسعار الأوراق المالية مستقلة عن بعضها البعض.

• الجانب الثالث: القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية.

لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد إضافية عن طريق استغلال تلك المعلومات التاريخية أو المعلومات المتاحة المنشورة للجمهور، لأنها لا تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية، وبالتالي لن تكون أساليب التحليل الأساسي ولا أساليب التحليل الفني كذلك قادرة على إنتاج عوائد إضافية.

- الجانب الرابع: يتمثل في القدرة على تحقيق عوائد غير عادية. وفي إطار هذا الشكل للسوق يمكن للمستثمر تحقيق أرباح غير عادية بطريقتين وذلك إذا أمكنه الحصول على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة لبقية المستثمرين، وذلك من داخل الشركة أو عن طريق قيام المحللين وأصحاب الخبرة بتحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم، والسبب في ذلك هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد عكست أولاً بأول أسعار الأسهم، إذ لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير اعتيادية في هذا المستوى من استغلال تلك المعلومات لأن المعلومات العامة الجديدة تكون متاحة للجميع في الوقت نفسه ولأن المعلومات قد انعكست فعلاً في الأسعار.
- ٢/٢/٢ - اختبارات الصيغة المتوسطة (شبه القوية) لكفاءة أسواق الأوراق المالية. يمكن تصنيف الدراسات التي تفحص النموذج شبه القوى لفرضية كفاءة السوق EMH إلى نوعين (Khoa & Huynh, 2021):

- الدراسات التي بحثت إمكانية التنبؤ بالمعدلات المستقبلية للعائد باستخدام المعلومات المتاحة للجمهور، تشمل هذه الدراسات تحليل السلاسل الزمنية للعوائد، ويتفق مؤيدو نظام فرضية كفاءة السوق EMH على فكرة أنه من المستحيل استخدام المعلومات المتاحة للجمهور في التنبؤ بالعوائد المستقبلية باستخدام العوائد السابقة.
 - الدراسات التي استخدمت أسلوب دراسة الأحداث التي تبحث في مدى سرعة التغير في أسعار الأسهم استجابة لأحداث اقتصادية رئيسية محددة مثل عمليات دمج الأسهم وتجزئة الأسهم والمعلومات الاقتصادية الرئيسية.. إلخ. ويتوقع مؤيدي فرضية كفاءة السوق EMH في هذا المستوى، أن تتعدل أسعار الأسهم بسرعة بعد الإعلانات العامة للشركات، وبالتالي لا يتمكن المستثمرون من تحقيق عوائد مرتفعة عن طريق الشراء بعد تلك الأحداث المهمة المتعلقة بتلك الإعلانات.
- وهناك العديد من الدراسات التي اختبرت كفاءة السوق عند المستوى المتوسط باستخدام أساليب دراسة الحدث، والتي تقيس مدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات المتاحة مثل إعلانات توزيعات الأرباح والقوائم المالية، من خلال قياس سعر سهم الشركة قبل وبعد الحدث، وذلك بهدف معرفة التغير في أسعار الأسهم الناتجة عن ذلك الحدث (Liukko, 2020).

وفي هذا الصدد، فقد أشارت دراسة (البطاط & الجعفري، ٢٠٢٢ب) إلى أن القيمة السوقية لأسهم الشركة في الأسواق المالية، تتأثر بالعديد من العوامل، ومن أهم هذه العوامل ما يأتي:

- الإعلان عن المعلومات المحاسبية (خصوصاً ما يتعلق بالأرباح) الواردة في القوائم المالية، حيث كلما زادت أرباح الشركة زاد الطلب على أسهمها في السوق مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم هذه الشركة في السوق المالي.
- توزيعات الأرباح المعلنة للشركة في نهاية العام، حيث إن انخفاض الأرباح الموزعة لحاملي الأسهم قد يؤدي إلى ابتعاد المستثمرين عن شراء أسهم الشركة مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية والعكس صحيح.
- العرض والطلب على الورقة المالية في السوق، حيث تزداد قيمتها السوقية عند زيادة الطلب عليها وتنخفض قيمتها السوقية عند زيادة العرض عليها.
- الظروف الاقتصادية العامة في البلد والظروف الخاصة بالشركات، حيث في أوقات الركود الاقتصادي تقل النشاطات الاقتصادية وينخفض الطلب على الأوراق المالية، مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية، بينما في أوقات الانتعاش الاقتصادي تزداد الأنشطة

الاقتصادية والنمو الاقتصادي فيزداد الطلب على الأوراق المالية مما يؤدي إلى زيادة قيمتها السوقية.

لذلك يمكن اختبار هذا المستوى المتوسط لكفاءة السوق، من خلال قياس رد فعل السوق بالنسبة لتلك المعلومات المختلفة، وتحديد مدى انعكاس أي معلومات أو أخبار متعلقة بالإعلان عن توقعات الأرباح بصورة مباشرة وبسرعة على الأسعار، وبالتالي ليس هناك أي تغيرات سعرية يمكن التنبؤ بها بعد نشر هذه المعلومات (عبد السلام & على، ٢٠٢٠) وفي هذا السياق يمكن تقسيم الدراسات السابقة التي تناولت مدى كفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى المتوسط (شبه القوى) باستخدام أسلوب دراسة الحدث كما يلي:

- الدراسات السابقة التي فسرت مدى استجابة السوق شبه القوى إلى التغيرات في سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالشركة (Anusha & ; Konstantin & Tristan, 2021 ; Murugan, 2020 ; Shetty & Rao, 2020 ; Hashim & Shahrumsaki, 2020 ; Tee & Tessema, 2019 ; Khan, 2019 ; Humaira & Susanto, 2020 ; Ulla & Shah, 2018 ; Yaseen & Trifan, 2019).
- الدراسات السابقة التي فسرت مدى استجابة السوق شبه القوى إلى التغيرات في معلومات الأرباح الواردة في القوائم المالية (وما يؤثر عليها من ممارسات لإعداد التقارير المالية ومنها التحفظ المحاسبي) (Cui et al., 2021 ; Krismiaji & Sururi, 2021 ; Sugiyanto et al., 2021 ; Wang et al., 2020 ; Candra, 2019 ; Machdar).

- الدراسات السابقة التي فسرت مدى استجابة السوق شبه القوى إلى التغيرات في الظروف الاقتصادية الناتجة عن جائحة كورونا (Evangelos, 2021).

٣/٢- نموذج الكفاءة القوية EMH (SF) Strong Form Efficiency. ١/٣/٢- تعريف نموذج الكفاءة القوية.

في النموذج القوي للكفاءة، نجد أن فرضية السوق الكفاء ذات الشكل القوي تجمع بين فرضية كفاءة السوق ذات الشكل الضعيفة وفرضية كفاءة السوق ذات الشكل شبه القوى. غالباً ما يتم بحث الأسواق الكفوة ذات الشكل القوي في البلدان المتقدمة، أما بالنسبة للأسواق الناشئة، فإن معظم الدراسات تركز على كل من فرضية كفاءة السوق المالية الضعيفة وشبه القوية. وفقاً للنموذج القوي للكفاءة يمكن توضيح النقاط التالية (على، ٢٠١٩؛ نعاس، ٢٠١٩؛ سلام، ٢٠٢٠؛ حفيظ & عبد الرحمان، ٢٠٢٢؛ سمير & بداوي، ٢٠٢٢؛ عيساوي، ٢٠٢٢؛ Khoa ; Rahman et al., 2021 ; Liukko, 2020 ; Ayunku & Apiri, 2020 ; Ogiemudia & Isibor, 2021 ; Huynh, 2021).

- الجانب الأول: يتمثل في طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق. سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات في سوق الأوراق المالية سواء كانت المعلومات التاريخية أو المعلومات العامة المعلنة أو المعلومات الداخلية غير المعلنة، وتعتبر المعلومات الداخلية بمثابة معلومات خاصة تكون متاحة لفئة معينة مثل إدارة الشركة المصدرة للأسهم وكذلك كبار المتعاملين فيها، وأيضاً تلك المعلومات التي يمكن أن يصل إليها المحليين من خلال ما يمتلكون من أدوات تحليل تدعمها خبرة ومهارة عاليتان.
- الجانب الثاني: يتمثل في مدى استقلالية التغيرات في أسعار الأسهم. أسعار الأسهم تتبع السلوك العشوائي، وترتبط بأن المعلومات الجديدة تكون مفاجئة، وبالتالي فإن أسعار الأسهم لا تسير في اتجاه معين.

- الجانب الثالث: القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية.
أسعار الأسهم لا يمكن التنبؤ بها وتعتبر متقلبة، وكذلك تتبع السلوك العشوائي، لأن المعلومات الجديدة تكون غير متوقعة أو مفاجئة.
- الجانب الرابع: يتمثل في القدرة على تحقيق عوائد غير عادية.
ولا يمكن لأي نوع من المستثمرين أن يحقق عوائد إضافية، ويرجع ذلك للأسباب التالية:

١. أسعار الأسهم لا يمكن التنبؤ بها وتعتبر متقلبة.
 ٢. وكذلك أسعار الأسهم تتبع السلوك العشوائي.
 ٣. السعر السوقي السائد للورقة المالية سيتطابق أو على الأقل يقترب إلى حد كبير من قيمته الحقيقية.
- دراسة الكفاءة ذات الشكل القوي لا تزال قضية مثيرة للجدل وللمناقشة بين العلماء، حيث واجه نموذج الكفاءة القوى العديد من الانتقادات، فمن المعروف على نطاق واسع أن المستويات القوية لكفاءة السوق لا تكون سارية في العالم الحقيقي وأن الأسواق تعتبر غير ذات كفاءة في الواقع العملي، لأنها تتوقف على افتراضات مثالية لا تتوافر في الواقع العملي، وذلك على النحو التالي (الجوزي، ٢٠١٧؛ Liukko, 2020 ; Khoa & Huynh, 2021):
١. المشاركون في السوق لديهم معلومات متاحة مختلفة.
 ٢. عدم إمكانية نشر المعلومات بصورة فورية أو دون تكلفة.
 ٣. عادة ما يتم النظر إلى المستثمرين باعتبارهم عقلانيون، وهم ليسوا كذلك في الواقع.
 ٤. وجود تكاليف وضرائب على التعاملات في أسواق الأوراق المالية.
 ٥. احتكار بعض المتعاملين للمعلومات بما يؤثر على قراراتهم الاستثمارية، ويسمح لهم بتحقيق عوائد غير عادية على حساب بقية المتعاملين.
 ٦. صعوبة الوصول إلى كل المعلومات داخل السوق، سواء المعلومات عن الشركة أو القطاع الذي تنتمي إليه أو الاقتصاد بشكل عام، فضلا عن المعلومات التي يحصل عليها بعض المستثمرين بشكل خاص.

٢/٣/٢- اختبارات الصيغة القوية لكفاءة أسواق الأوراق المالية.

في الواقع العملي، فإن هذا المستوى من الكفاءة يعتبر نظري وقد لا يكون موجودة في الحياة العملية، فالكثير من الدراسات التي تم إجرائها كانت تهدف إلى اختبار مدى قدرة متخذي القرار في الشركات على تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين العاديين بسبب معرفتهم للمعلومات الخاصة، ولذلك يمكن اختبار فرض السوق القوي من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منهما على تحليل المعلومات الخاصة (على ٢٠١٩؛ سلام، ٢٠٢٠؛ Evangelos, 2021 ; Khalilov & Osma, 2020) وهما:

- اختبار مدى قدرة العاملين بالشركة على تحقيق أرباح غير عادية، وذلك نتيجة لتمكنهم من معرفة المعلومات بصورة أسرع بالمقارنة مع باقي المستثمرين.
 - اختبار مدى قدرة المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية على تحقيق أرباح غير عادية، وذلك نتيجة لتمييز هذه المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار ومؤسسات التحليل المالي، في قدرتها على الوصول إلى المعلومات بسرعة، وكذلك ارتفاع قدرتها على استخدام أدوات التحليل المالي.
- وبالتالي يمكن قياس كفاءة الأسواق المالية من خلال من خلال قدرتها على الحد من ربحية الأطراف الداخلية المطلعة على المعلومات الداخلية للشركات، أو ما يطلق عليها ربحية التداول الداخلي، والتي يقصد بها قيام الأطراف الداخلية بتداول اسهم الشركة التي يعملون بها

والتربح من ذلك اعتمادا على المعلومات الداخلية حول الحالة المالية للشركة ، والتي يحصلون عليها بحكم مناصبهم داخل الشركة ، وفي ذات الوقت تكون تلك المعلومات غير متاحة للمساهمين الخارجيين ، ويترتب على ذلك إمكانية تحقيق الأطراف الداخلية لمكاسب رأسمالية ناجمة عن عمليات شراء الأسهم بالإضافة إلى أي إمكانية قيام تلك الأطراف بتجنب الخسائر الرأسمالية من خلال عمليات بيع الأسهم ، وهو الأمر الذي يؤثر في النهاية على ثقة المستثمرين في عدالة الأسواق المالية (Xin & Tang , 2017)

وبالتالي يمكن القول بأنه كلما ارتفع مستوى كفاءة السوق المالي، فإنه سوف تقل فرص الحصول على أرباح غير عادية، لأن السعر السوقي السائد للورقة المالية سيتطابق أو على الأقل يقترب إلى حد كبير من قيمته الحقيقية (بسبع & تشيكو، ٢٠١٩).

وترى الباحثة من استقراء الدراسات السابقة أنه يمكن تفسير المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق المالية من خلال أربعة جوانب رئيسية تتمثل في: الجانب الأول الذي يتمثل في طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق، وكذلك الجانب الثاني الذي يتعلق بالتغيرات في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى الجانب الثالث الخاص بالقدرة على تحقيق عوائد غير عادية، وأخيرا الجانب الرابع المتمثل في القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية.

وفيما يلي عرض للصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي:
جدول يوضح المقارنة بين المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

جدول رقم (١) أوجه المقارنة بين المستويات المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

وجه المقارنة	المستوى الضعيف	المستوى شبه القوي	المستوى القوي
١ - طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق	تعكس الأسعار جميع المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم	تعكس الأسعار جميع المعلومات التاريخية والمتاحة العامة.	تعكس الأسعار جميع المعلومات التاريخية والمعلومات العامة والخاصة.
٢ - التغيرات في أسعار الأسهم	التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة	التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة	التغيرات في الأسعار تأخذ شكلا عشوائيا يرتبط بورود معلومات جديدة
٣ - القدرة على تحقيق عوائد غير عادية	لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد إضافية عن طريق استغلال تلك المعلومات التاريخية يمكن للمستثمر تحقيق أرباح غير عادية على المدى القصير باستغلال معلومات غير منشورة أو بتحليل القوائم المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيرهم.	لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد إضافية عن طريق استغلال تلك المعلومات التاريخية والمتاحة يمكن للمستثمر تحقيق أرباح غير عادية من خلال الحصول على معلومات خاصة من داخل الشركة.	ولا يمكن لأي نوع من المستثمرين أن يحقق عوائد إضافية
٤ - القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية	لا يمكن التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية من خلال تحليل الأسعار السابقة (التاريخية)	المعلومات التاريخية والمتاحة لا تساعد على التنبؤ بالأسعار المستقبلية	أسعار الأسهم لا يمكن التنبؤ بها وتعتبر متقلبة، وكذلك تتبع السلوك العشوائي.

المصدر: اعداد الباحثة.

ثانياً: أهمية كفاءة الأسواق المالية ومحددات تدعيمها بالأسواق المصرية.

١ - أهمية كفاءة الأسواق المالية:

لطالما كانت كفاءة السوق مفهوماً مهماً لكل من المستثمرين الأفراد والمؤسسات ومنظمي السوق، وبالتالي فإنه يمكن أن تسهم جميع هذه الأطراف في التحسين الشامل لحالة كفاءة سوق المال، وتوضح أهمية كفاءة الأسواق المالية على النحو التالي (Rahman et al., 2021 ; Khoa & Huynh, 2021):

- ضرورة فهم للمشاركين في السوق لموضوع كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يعد مفهوم كفاءة السوق أمراً بالغ الأهمية بالنسبة للمستثمرين الأفراد الذين يتعاملون مع سوق المال، لأنه يتيح لهم اتخاذ قرارات أكثر دقة ومنطقية.
- سوق رأس المال الكفاء يضمن التسعير العادل لكل من الأسهم والأوراق المالية الخاصة بالمؤسسات.
- كفاءة سوق المال تعتبر ذات أهمية كبيرة، لأن قدرة سوق المال على أداء دوره الحيوي وكذلك قدرته على طمأنة المساهمين وأيضاً ضمان حصولهم على العوائد العادلة، سوف تعتمد على المدى الذي يمكن اعتبار السوق كفاءاً فيه.
- إن استراتيجية الاستثمار للمستثمر تتأثر بشكل كبير بكفاءة السوق.
- إن المعلومات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية سوف تساعد منظمي الأسواق المالية على تحديد الإجراءات التنظيمية التي تضمن كل من التطوير المنظم لأسواق المال وكذلك التخطيط للتطورات المالية طويلة الأجل للبلدان المختلفة.
- اتخاذ قرارات الاستثمار في الأسهم يعد موضوعاً أساسياً للمستثمرين، خاصة في إطار جائحة Covid-19، وبالتالي قد تصبح هذه المشكلة أسهل إذا كان السوق كفاء، حيث تعكس أسعار الأسهم بالكامل المخاطر المحتملة في تلك الأسواق.
- ضمان أن جميع المعلومات سواء العامة أو الخاصة سوف تنعكس في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- عدم قدرة المستثمرين على استغلال عدم الكفاءة في الأسواق المالية لتحقيق أرباح غير عادية.

٢ - توصيات زيادة كفاءة الأسواق المالية.

نظراً لأهمية كفاءة الأسواق لكل من المستثمرين الأفراد والمؤسسات ومنظمي السوق، فإن هناك العديد من التوصيات المهمة واللازمة لتحقيق تلك الكفاءة، وكذلك لتسهم في النهاية في التحسين الشامل لحالة كفاءة سوق رأس المال وذلك على النحو التالي (نعاس، ٢٠١٩؛ Rahman et al., 2021 ; Ogiemudia & Isibor, 2021):

- فتح المجال لمنظمي السوق للشروع في الإجراءات التي تضمن كفاءة السوق.
- لتحسين عمل سوق الأوراق المالية، فإنه يجب على الهيئة العامة لسوق المال التركيز على سياسة الإفصاح في الوقت المناسب ونشر المعلومات المالية وغير المالية لكل من المساهمين والمستثمرين، والمتعلقة بأداء الشركات المدرجة بالبورصة، وذلك لزيادة الشفافية مما قد يسهم في كفاءة السوق.
- إجراء المبادرات السياسية التي تهدف إلى جذب كل من الشركات المحلية والشركات متعددة الجنسيات ذات السمعة الطيبة، وذلك بهدف طرح أسهمها وسندات في سوق الأوراق المالية.

- إجراء المبادرات السياسية التي يمكنها جذب كل من المستثمرين المؤسسين والمستثمرين الأجانب، وذلك إلى الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مما يمكن أن تسهم في النهاية في التحسين الشامل لحالة كفاءة سوق المال.
- ضرورة فهم المستثمرين المتعاملين في الأسواق لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية لضمان اتخاذ قرارات أكثر دقة ومنطقية.
- اتخاذ الإجراءات التنظيمية التي تساعد على ضمان كل من التطوير المنظم لأسواق المال وكذلك التخطيط للتطورات المالية طويلة الأجل لتلك الدول.
- ضرورة تدريب العاملين في مجال الأسواق المالية وكذلك تحسين مهاراتهم وتطوير مستوى أدائهم، وذلك بهدف رفع مستوى الأداء
- تنمية الوعي الاستثماري لدى صغار المدخرين وتشجيعهم على الادخار طويل الأجل؛ وذلك من خلال تعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عليها.
- ميكنة أنظمة التداول وذلك من أجل رفع سرعة وكفاءة التعاملات في الأوراق المالية وزيادة كل من الشفافية والأمان لدى المتعاملين.
- تكثيف الجهود للربط بين البورصات العربية، وأيضاً تعزيز التعاون مع البورصات الدولية، وذلك بغرض الاستفادة من الخبرات العالمية.
- الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات مما يساهم في رفع كفاءة البورصات.
- يجب على المنظمين في البورصة إتاحة المعلومات للمستثمرين بتكلفة مجانية وكذلك استخدام نظام أكثر تطوراً لنشر المعلومات، مما سيؤدي إلى إيقاف وتقليل استخدام المعلومات الداخلية من جانب المستثمرين بهدف تحقيق أرباح غير عادية.
- زيادة أنشطة السوق لتعزيز تخصيص الموارد وتطوير التكنولوجيا التي من شأنها تنمية وتحسين كل من كفاءة السوق وتخصيص الموارد المالية بفعالية.
- قيام صانعي السياسات بزيادة اتساع وشمولية مجالات البورصة من خلال توعية المستثمرين المحتملين بفرص الثروة المتاحة في البورصة، وذلك بهدف إغراء واجتذاب أنواع مختلفة من المستثمرين للمشاركة في تطوير سوق الأوراق المالية.
- تكثيف الجهود السياسية من قبل البورصات واللائمة لزيادة السيولة في البورصة، مما سيؤدي بدوره إلى زيادة الكفاءة.
- يجب مراعاة كل من الظروف البيئية وأيضاً سلوك المشاركين في السوق وأخيراً مدى استمرارية حركة أسعار الأسهم بنفس الاتجاه، وذلك عند اتخاذ قرارات الاستثمار في البورصة.
- يجب مراعاة أن درجة كفاءة السوق تتغير بمرور الوقت وأن إمكانية التنبؤ بالعائد في السوق قد تكون قابلة للتنفيذ بسهولة في الأسواق المالية.
- ضرورة إنشاء رؤية أكثر شمولية للسوق والتي تجمع بين كفاءة السوق وبين دراسة السلوك في الأسواق المالية، ومن ثم يتم إضافة معلومات جديدة تتعلق بجانب الجنس البشري في الاقتصاد، بهدف التوسع في دراسة سلوك الأسواق المالية، حيث إن بعض المستثمرين قد يتصرفون بشكل غير عقلاني نتيجة لعوامل سلوكية أو نفسية، وبالإضافة إلى ذلك، فإن مقدار المعلومات عن الأسعار الظاهرة في السوق قد تكون دالة للأوضاع البيئية السائدة.

٣- أسباب عدم كفاءة الأسواق المالية.

أوضحت العديد من الدراسات السابقة أن هناك العديد من الأسباب تقف وراء عدم كفاءة الأسواق المالية، وذلك على النحو التالي (نعاس، ٢٠١٩؛ Almos& Demmler, 2021):

- أن السوق لا يستجيب للمعلومات الجديدة على الفور وكذلك يستوعب المعلومات المتاحة للجمهور ببطء شديد، وقد يكون ذلك بسبب التأخير في نشر المعلومات الجديدة المؤثرة على السعر ، وذلك بالنسبة إلى المشاركين في السوق.
 - أن جميع المستثمرين لا يتمتعون بالعقلانية والرشد المطلوب.
 - إن المستثمرين لا يمتلكون نفس المعلومات في وقت واحد.
 - أن المستثمرين غالباً ما يتصرفون بعقلانية، ولكن في أوقات أخرى قد يتصرفون بطريقة غير عقلانية عند تسعير الأصول وشرائها وبيعها.
 - أثبتت العديد من الدراسات أن العوامل النفسية تؤثر في سلوك الاستثمار في سوق الأوراق المالية، مثل تأثير سلوك القطيع (تأثير اتباع سلوك العامة)، وكذلك سلوك البيع للمستثمر الأكثر غباء، وأخيراً الثقة الزائدة في النفس بالنسبة للمستثمرين، وذلك عند اتخاذ قرارات الاستثمار.
 - أن هناك العديد من العوامل الأخرى المؤثرة على عدم كفاءة السوق، والتي تشمل إمكانية التنبؤ بأسعار الأصول المستقبلية، وكذلك ردود الفعل المبالغ فيها وردود الفعل الأقل على الإعلانات العامة المتعلقة بالشركة المصدرة .
 - انخفاض السيولة في أسواق المال العربية، ويظهر ذلك من خلال انخفاض عدد عمليات التداول بها سواء كانت التعاملات اليومية أو الأسبوعية أو السنوية، وكذلك انخفاض عدد أيام التداول في السنة الواحدة في تلك الأسواق.
 - تتسم البورصات العربية بعدم وجود تنوع كاف في الأوراق المالية المطروحة بها، وهو ما يحد من قدرة المستثمرين على تنويع محافظهم المالية، ويزيد من درجة المخاطر.
 - تتميز بعض البورصات العربية بالنقص الشديد في العرض نتيجة انخفاض عدد الشركات المدرجة بها، وكذلك انخفاض الطلب نتيجة لانخفاض عدد وحجم أوامر الشراء من قبل المستثمرين، وذلك بالمقارنة مع أسواق المال المتقدمة.
 - بعض الدول العربية تتسم بغياب التشريعات التي تلزم الشركات المدرجة في أسواقها بالنقد بمعايير المحاسبة والمراجعة الدولية، ومن ثم فإن المعلومات المنشورة في تقارير المالية لا تحتوي على درجة كافية من الإفصاح.
 - الاختلافات بين الأسواق المالية في الدول العربية من حيث طبيعتها وخصائصها وآلياتها، مما يجعل من الصعب الربط بينها، وخاصة في ظل العولمة.
- ومما سبق، يمكن التأكيد على أنه بالرغم من تعدد مفاهيم كفاءة الأسواق المالية، إلا أن تلك المفاهيم لم تختلف في جوهرها، حيث ركزت معظم هذه الدراسات في تعريف كفاءة الأسواق المالية على العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وبين المعلومات المتاحة، كما ركزت بعض الدراسات على مدى وجود فرص لبعض المستثمرين لتحقيق أرباح غير عادية، وكذلك ركزت بعضاً منها على مدى اقتراب أسعار الأسهم من القيمة الحقيقية لها. كما انتهت الباحثة من استقراء الدراسات السابقة التي تناولت الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية إلى أنه يمكن تفسير المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق المالية من خلال أربعة جوانب رئيسية تتمثل في: طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق، وكذلك مدى استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار

الأسهم، بالإضافة إلى القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية، وأخيراً القدرة على تحقيق عوائد غير عادية. كما توصلت الباحثة إلى تحديد أهم المتطلبات والتوصيات اللازمة لزيادة كفاءة سوق الأوراق المالية، وأيضاً تحديد أسباب عدم كفاءة سوق الأوراق المالية.

القسم الثالث

طبيعة ودوافع التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية.

١- مفهوم التحفظ المحاسبي:

كما يعد التحفظ المحاسبي أحد أبرز الاعتبارات الأساسية التي قامت عليها نظرية المحاسبة منذ نشأة نظرية المحاسبة كقيد جوهري على اختيار السياسات المحاسبية عند إعداد القوائم المالية في ضوء حالة عدم التأكد المرتبطة بمخاطر الأعمال، وهذا المفهوم بوجه عام يستلزم ضرورة تبني نظرة تشاؤمية عند تحديد صافي الأصول وقياس صافي الدخل (مساعد، ٢٠٢٠).

وقد تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم التحفظ المحاسبي سواء من قبل الباحثين في المجال المحاسبي أو من قبل الجهات المحاسبية الدولية والمحلية المعنية بتنظيم مهنة المحاسبة، ووجدت الباحثة عند تحليل الدراسات السابقة المتعلقة بمفهوم التحفظ المحاسبي، أنه لا يوجد تعريف متفق عليه للتحفظ المحاسبي وهو ما أدى لصعوبة قياسه، لذلك سوف تتناول الباحثة التحفظ المحاسبي من منظورين، وهما منظور الباحثين وكذلك منظور الجهات واضعة المعايير.

ومن منظور الدراسات الأكاديمية، فإن عدم وجود تعريف موحد للتحفظ المحاسبي، قد فتح باب الاجتهاد أمام الباحثين في محاولة وضع تعريف شامل لهذا المفهوم، فعلى سبيل المثال فقد عرفه العالم Basu على أنه التوقيت غير المتماثل لانعكاس أثر كل من الاخبار الجيدة والسيئة في الارباح المحاسبية المنشورة في القوائم المالية، بحيث تنعكس الأنباء غير السارة بصورة أسرع من الأنباء السارة (zedeh et al.,2022)، وأيضاً عرفه (Beaver & Rayn) بأنه الانخفاض المستمر في القيمة الدفترية لحق الملكية عن القيمة السوقية من فترة إلى أخرى، كما يرى (watts) التحفظ المحاسبي أنه اتباع سياسات إعداد التقارير المالية التي تتطلب درجة أعلى من التحقق للاعتراف بالمكاسب مقارنة بتلك الدرجة المطلوبة للاعتراف بالخسائر (الكردي، ٢٠١٧؛ idil&akbulut,2020).

فضلاً عما سبق، فقد عرفت بعض الدراسات الأكاديمية السابقة التحفظ المحاسبي على أنه محاولة لاختيار الأساليب المحاسبية المقبولة بشكل عام والتي ستؤدي إلى تأخير الاعتراف بالإيرادات المحتملة، وكذلك الاعتراف بالمصروفات في أسرع وقت ممكن، والتقدير الأقل للأصول، والتقدير الأعلى للالتزامات (عثمان، ٢٠٢٢؛ Sitepu et Novari et al.,2021؛ Ma & Jeong, 2022 ; al.,2022).

كما أن بعض الدراسات الأكاديمية السابقة عرفت التحفظ المحاسبي بأنه الاختيار بين الأساليب والإجراءات المحاسبية المتعارف عليه ما يؤدي إلى تدنيه الأرباح المعلن عنها، من خلال الاعتراف البطيء بالأرباح المتوقعة والاعتراف السريع بالخسائر المتوقعة وتقييم الأصول بقيمة منخفضة وتقييم الالتزامات بقيمة مرتفعة، وذلك بهدف عكس احتمالات عدم التأكد المحيطة بأنشطة المنشأة، ونتيجة لتطبيق مبدأ التحفظ، فإنه يجب على الشركات اختيار الطريقة أو الأسلوب المحاسبي التي تجعل كل من أرباح الشركة وأصولها المسجلة أقل مما

ينبغي، والتزامات الشركة تكون أعلى مما ينبغي (سليمان، ٢٠١٨؛ الصياد، ٢٠٢٠؛ مرقص & محمد، ٢٠٢٠; Ardillah & Halim, 2022).

أما من وجهة نظر الإصدارات المهنية الدولية، فقد تم التمييز بين ثلاث فترات زمنية عند تحديد مفهوم التحفظ المحاسبي، وقد بدأت الفترة الزمنية الأولى قبل عام ٢٠١٠، والتي فيها أشار مجلس معايير المحاسبة المالية في بيان مفاهيم المحاسبة المالية رقم ٢ في عام ١٩٨٠، إلى تعريف التحفظ بأنه "رد فعل حذر من أجل ضمان أن كافة المخاطر وظروف عدم التأكد الملازمة للتعاملات التجارية التي تقوم بها المنشأة قد تم أخذها في الاعتبار بشكل كافٍ" (Liu, 2019; Sulistiyanti & Saputra, 2020; Sitepu et al., 2022; Nasir et al., 2023; Qorynilova et al., 2023; Yahya et al., 2023).

في حين أن الفترة الزمنية الثانية اقترنت بعام ٢٠١٠، فإن الإطار المفاهيمي المعدل الصادر عن مجلس معايير المحاسبة الدولي لعام ٢٠١٠ قام باستبعاد مفهوم التحفظ نهائياً من الإطار المفاهيمي الدولي للمحاسبة المالية. وذلك لتخوف المجلس من أن ذلك المفهوم سوف يتعارض مع الحيادية، نتيجة أن وجوده يؤدي إلى نوع من التحيز وهو ما يتعارض مع بعض الخصائص الأساسية الأخرى لجودة تلك المعلومات وأهمها الحيادية والقابلية للمقارنة والتمثيل الصادق والعاقل فضلاً عن انخفاض قيمة ملائمة المعلومات (العمور، ٢٠٢١؛ Amira & Duong et al., 2018; Nuha, 2019).

والفترة الزمنية الثالثة بعد عام ٢٠١٠، ونظراً للضغوط التي تعرض لها مجلس معايير المحاسبة الدولي فقد تم إعادة مفهوم التحفظ مرة أخرى إلى الإطار المفاهيمي اعتباراً من مارس ٢٠١٨، حيث لاحظ المجلس أن استبعاد التحفظ في عام ٢٠١٠ أدى إلى التشويش، حيث يرى المجلس أن ليس كل عدم تماثل يتعارض مع الحيادية، ومن ثم فقد تتضمن المعايير المحاسبية بعض متطلبات عدم التماثل وذلك في حالة إذا ترتب عليها معلومات أكثر نفعية، وبالتالي فإن التحفظ قد يعتبر أمراً مرغوباً فيه عند تحديد الأحكام والتقييمات المطلوبة في ظل ظروف عدم التأكد، وذلك عند إعداد التقييمات والاعتراف بالعناصر غير المؤكدة الحدوث سواء تعلقت بأنباء غير جيدة أم أنباء جيدة (كعموش، ٢٠١٨).

ومن خلال عرض وتحليل المفاهيم السابقة، يمكن استخلاص النقاط التالية:

- يؤدي التحفظ إلى تسجيل الأرقام الواردة في القوائم المالية بقيم أقل أو أعلى من القيم الفعلية الحقيقية، بحيث ينتج عن تطبيقه قيم للأرباح والأصول تتجه نحو الانخفاض، كما أن قيم التكلفة والالتزامات تتجه نحو الارتفاع، وبالتالي فإن تطبيق التحفظ المحاسبي لا يؤثر فقط على الميزانية العمومية للشركة بل يؤثر أيضاً على الأرقام الواردة في قائمة الدخل (Thomas, et al., 2020).
- يؤدي التحفظ المحاسبي إلى تسجيل الخسائر المتوقعة قبل المكاسب المتوقعة (Nasir et al., 2023)، حيث من خلال التحفظ المحاسبي يتم تسجيل الخسائر في القوائم المالية حتى وإن كان السند المؤيد لها متوسطاً أو ضعيفاً وذلك على عكس الأرباح (مساعدة، ٢٠٢٠).
- يميل التحفظ المحاسبي إلى تقليل قيمة صافي الأصول الدفترية بالنسبة إلى قيمة صافي الأصول الاقتصادية (İdil & Akbulut, 2020).
- التحفظ باعتباره عدم التماثل في متطلبات التحقق فيما يتعلق بكل من الأرباح والخسائر، قد يشير إلى أن هناك اختلافاً في متطلبات الاعتراف بالمكاسب والخسائر، وأنه كلما زاد الاختلاف في درجة التحقق اللازمة للاعتراف بالربح مقارنة بالخسارة، كلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي (Sugiyanto et al. 2021).

- علي الرغم من عدم وجود تعريف موحد المفهوم التحفظ المحاسبي متفق عليه سواء صادر عن الجهات المهنية أو الأكاديمية، إلا أن الآراء اجتمعت على الدور الجوهرى للتحفظ في الممارسة المحاسبية، حيث إن التخفيض لا يتم إلا في ظروف محددة وهي ظروف عدم التأكد بشأن أعمال المنشأة في المستقبل (الطراح، ٢٠٢٢).
- تم استخدام مصطلحين مختلفين، حيث استخدم البعض مصطلح الحيطة والحذر، والبعض الآخر استخدم مصطلح التحفظ المحاسبي، حيث بعض المفاهيم ركزت فقط على الاحتياط من الخسائر المحتملة في المستقبل والاعتراف بها سواء حدثت فعلاً أو لا، وكذلك الحذر من الاعتراف بأي مكاسب محتملة في المستقبل بحيث لا يتم الاعتراف بها إلا عند تحققها (سليمان، ٢٠١٨).
- توافقت معظم الدراسات على أن التحفظ المحاسبي يشير إلى تقييم الأصول والإيرادات بأقل من قيمتها، وتقييم الالتزامات بأعلى من قيمتها، مما يؤثر على الربحية الحالية لصالح الربحية في السنوات المستقبلية (عثمان، ٢٠٢٢؛ Ma & ; Novari et al., 2021؛ Sitepu et al., 2022؛ Jeong, 2022)، بينما بعض تعريفات التحفظ المحاسبي اجتمعت على تقييم الأصول والمكاسب بأقل من قيمتها وتقييم الخسائر والالتزامات بأعلى من قيمتها (سليمان، ٢٠١٨؛ الصياد، ٢٠٢٠؛ مرقص & محمد، ٢٠٢٠؛ Ardillah & Halim, 2022).

وتأسيساً على ما سبق، ترى الباحثة أنه يمكن تعريف التحفظ المحاسبي بأنه مجموعة من الإرشادات التي تساعد على تسجيل العمليات المحاسبية، وذلك للتعامل بصورة ملائمة وكافية مع مخاطر عدم التأكد المصاحبة لممارسة المنشأة لنشاطها الاقتصادي، والتي تقوم على اختيار الاساليب المحاسبية التي تؤدي الى تعجيل الاعتراف بالأخبار السيئة (الخسائر المتوقعة) وعدم الاعتراف بالأخبار الجيدة (المكاسب المتوقعة)، وإتباع السياسات المحاسبية التي تقوم على عدم تسجيل قيم متضخمة للأصول أو قيم متدنية للالتزامات.

ثانياً: تحليل الدراسات السابقة التي تناولت دوافع تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي

هناك العديد من العوامل أو الدوافع التي يمكن أن تؤثر على مدى استخدام الإدارة لممارسات التحفظ المحاسبي في إعداد القوائم المالية، تنقسم تلك العوامل إلى عوامل داخلية وعوامل خارجية. العوامل الخارجية تتضمن كل من مخاطر التقاضي والمخاطر الضريبية، بينما العوامل الداخلية تتضمن كل من عقود الديون وهيكمل الملكية. وتتبع هذه الدوافع تتبع من حقيقة أن إدارة الشركة تميل إلى التلاعب بالمعلومات المقدمة في القوائم المالية لجعلها تبدو جيدة، من خلال زيادة الأرباح أو الأصول، وذلك بهدف إخفاء الأداء الضعيف (Sitepu et al., 2022).

١ - الدافع الضريبي:

تعتبر الضرائب أمراً حيوياً لأي بلد، بسبب أنها تمارس دوراً مهماً في ضمان تحصيل الإيرادات الحكومية بالإضافة إلى المساهمة في النمو الاقتصادي للدولة. وفي ذات الوقت، تعتبر الضرائب أيضاً تكلفة كبيرة تتحملها الشركات باعتبارها مساهمة في المجتمع، وذلك من خلال مساهمتها في إجمالي الإيرادات الضريبية التي يتم استخدامها في تمويل الاحتياجات الاجتماعية، ومن ثم فإن غالبية الشركات تطبق العديد من الاستراتيجيات المحاسبية من أجل تقليل التزاماتها الضريبية (Nasir et al., 2023).

وقد أثير جدل حول تأثير الدوافع الضريبية على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، حيث ترى بعض الدراسات السابقة أن الدوافع الضريبية لها تأثير إيجابي على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، وأرجعت ذلك للعوامل التالية (Novari et al.,2021; Nasir et al.,2023; Le & Moore,2022 ; Sitepu et al.,2022):

- يعتبر تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي أحد اهم استراتيجيات التجنب الضريبي المستخدمة لتقليل الالتزامات الضريبية، حيث يساعد الشركات على زيادة مصروفاتها من خلال تعجيل الاعتراف بالخسائر، بهدف تقليل إيراداتها الخاضعة للضريبة وبالتالي تقليل التزاماتها الضريبية.
- تمارس الحوافز الضريبية دوراً مهماً في التأثير على زيادة ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات، سواء من خلال استخدام التحفظ المحاسبي لتقليل الأرباح المحاسبية في اتجاه تقليل الوعاء الضريبي من ناحية أو الاستفادة من الإعفاءات الضريبية من ناحية أخرى.
- إن المخاطر الضريبية التي تواجه الشركات تعتبر من العوامل الخارجية التي تحفز إدارتها على استخدام مبدأ التحفظ المحاسبي في إعداد وعرض القوائم المالية الخاصة بالشركة، بهدف تقليل الإنفاق المفرط لأرباحها على الحكومة، وذلك باعتبار الضرائب تعتبر مساهمة من قبل دافعي الضرائب (الممولين) إلى الحكومة يتم دفعها سنوياً وفقاً للقانون، وذلك بهدف استخدامها في تمويل الأنشطة الحكومية.
- أن التغيرات الضريبية الناتجة عن تخفيض معدلات الضرائب قد تؤثر على مدى ممارسات التحفظ المحاسبي، حيث إن الشركات تزيد من تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في العام السابق مباشرة للسنة التي يصبح فيها تخفيض معدل الضريبة ساري المفعول، وذلك لترحيل (تحويل) الدخل الخاضع للضريبة إلى العام التالي باعتباره السنة الأولى لتخفيض معدل الضرائب.
- أن ملكية الدولة قد تساعد على تخفيض تأثير التغيرات الضريبية على مدى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات، حيث إن الشركات المملوكة للدولة تتبنى ممارسات محاسبية متحفظة بصورة أقل مقارنة بالشركات غير المملوكة للدولة، ويرجع السبب في ذلك إلى وجود تضارب كبير وصراع في الشركات المملوكة للدولة، وذلك باعتبار الحكومة تعتبر أحد دافعي الضرائب نتيجة لامتلاكها لحصتها المسيطرة في الشركة (أي تمتلك ٥٠٪ أو أكثر من أسهم الشركة) وبالتالي تستهدف زيادة قيمة الشركة المملوكة لها من خلال تحقيق الوفورات الضريبية عن طريق زيادة التحفظ المحاسبي من ناحية، وكذلك باعتبارها في نفس الوقت تقوم بدورها في جباية الضرائب بهدف تحقيق الاستقرار الاجتماعي من ناحية أخرى، ولذلك فإن الزيادة في تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي قبل عام التخفيض في معدل الضريبة تكون أكثر وضوحاً في الشركات الغير المملوكة للدولة مقارنة بالشركات المملوكة للدولة.
- وعلى النقيض من ذلك، أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن الدوافع الضريبية لها تأثير سلبي على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، وأرجعت ذلك للأسباب التالية:
- إن قيام الشركات بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي كان له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على ممارسات التجنب الضريبي، نتيجة لأن ممارسات التحفظ المحاسبي يمكن أن توفر حماية من مشكلة عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وبين المساهمين، وذلك عن طريق قيام ممارسات التحفظ المحاسبي بتقييد الإدارة (الوكيل) حتى لا يتم التلاعب بالقوائم المالية من

أجل تخفيض الضرائب، مما يساعد على الحد من صراعات الوكالة (Sulistiyaniti & Saputra, 2020).

• على الرغم من أن الشركات تتبنى أساليب محاسبية متحفظة، إلا أن ممارسات التجنب الضريبي يتم تقييدها من خلال القوانين الحكومية، ولذلك فمن المقدر أن ينخفض مستوى العدوانية الضريبية نتيجة لتطبيق التحفظ المحاسبي (Lubis et al. 2022). وعلى النقيض من ذلك، أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن الدوافع الضريبية ليس لها تأثير على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، وأرجعت ذلك للأسباب التالية:

• أن قيام الشركة بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي ليس له تأثير على ممارسات التجنب الضريبي، وأرجعت أسباب ذلك إلى أن الشركات لا تستغل ممارسات التحفظ المحاسبي لممارسة التخطيط الضريبي، وتعتمد تلك الشركات على الاستفادة من الثغرات الواردة في قانون الضرائب لتخفيض العبء الضريبي (Arum et Thomas, et al., 2020). (al., 2023).

• كما أن الحكومة قد تستخدم التحفظ المحاسبي لتعزيز الإيرادات الضريبية وبالتالي فإن التحفظ المحاسبي لا يعتبر السبب الذي يدفع الشركات للتجنب الضريبي (Ardillah & Halim, 2022).

• وأخيراً رغم قيام بعض الشركات بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، إلا أن ذلك قد لا يؤثر على تنفيذ ممارسات التجنب الضريبي، ويرجع السبب في ذلك إلى أن بعض الشركات مثل الشركات الأعضاء في مؤشر جاكارتا الإسلامي ٧٠ (JII70) لا تمارس ممارسات التجنب الضريبي بسبب تعارضه مع تطبيق مبادئ الشريعة الإسلامية في شركاتهم (Yahya et al., 2023).

٢- دافع التقاضي:

نظراً لعولمة الأنشطة التجارية والاستثمارية، فإن المستثمرين قد أدركوا بشكل متزايد الحاجة إلى الحصول على تعويضات من الشركات وذلك عن خسائر الاستثمار الناشئة عن سوء السلوك والانحراف المالي والتلاعب المحاسبي لتلك الشركات على المستوى الدولي، وكذلك أصبحوا مدركين لأهمية الإجراءات القانونية في جميع أنحاء العالم نتيجة للسماح بالدعوى الجماعية إلى حد ما من قبل كل من الاقتصادات المتقدمة والناشئة في السنوات العشرين الماضية، مما يدل على فعالية القوة الرادعة لدعوى المساهمين القضائية الجماعية في تقييد سلوك إعداد التقارير المالية الانتهازية في الشركات (Chen et al. 2023).

كما أن مخاطر التقاضي من قبل الأطراف الخارجية التي لها مصالح بالشركة يمكن أن تؤثر أيضاً على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات، وذلك نتيجة لتأثيرها الإيجابي في الحد من الدعاوى القضائية من جانب كل من المستثمرين والدائنين (المقرضين) على حد سواء. فمن ناحية مخاطر التقاضي من قبل المستثمرين، فإن الدعاوى القضائية تنشأ نتيجة لإخفاء الشركة عمداً وبشكل مقصود بعض المعلومات السلبية (الأخبار السيئة) التي يجب تسجيلها وكذلك تسجيل الأرباح بصورة مرتفعة للغاية، وهو الأمر الذي قد يدفع المستثمرين إلى مقاضاة الشركة نتيجة لخسائرهم الناتجة عن تأثير عمليات الشركة على كل من تحركات واتجاه أسعار الأسهم وكذلك حجم الأسهم. أما من ناحية مخاطر التقاضي من قبل الدائنين، فإن الدعاوى القضائية قد تنشأ بسبب أن الشركة لا تفي بالتزامات ديونها وكذلك تدفع أرباحاً مفرطة للمستثمرين، وهو الأمر الذي لا يتوافق مع شروط العقد المتفق عليه، ولذلك فإن الدائنين سيقاضون الشركة من أجل تحصيل هذه الديون (Abbas et al., 2021).

لذلك، فإن الشركات تسعى جاهدة إلى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، وذلك بهدف تجنب مخاطر التقاضي التي قد تحدث من جانب تلك الأطراف الخارجية، خاصة ان القوانين المتشددة تزيد إمكانية التقاضي المحتمل من جانب الأطراف الخارجية عندما تنتهك تلك الشركات القوانين وهو الأمر الذي يشجع المديرين على يكونوا متحفظين في عرض القوائم المالية (Sholikhah & Suryani,2020)

وقد أثير جدلاً واسع بشأن تأثير مخاطر التقاضي على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، حيث ترى بعض الدراسات السابقة أن مخاطر التقاضي لها تأثير إيجابي على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، وأرجعت ذلك للأسباب التالية:

- تساعد التقارير المتحفظة على تجنب مخاطر التقاضي التي قد تواجه الشركات في المستقبل، وذلك من خلال التعرف المبكر على المشكلات المالية التي قد تحدث بالشركة حتى يمكن التغلب عليها، وكذلك مساعدة الأطراف الخارجية كالمستثمرين والدائنين والحكومة في الرقابة على سلوكيات وتصرفات المديرين في عرض القوائم المالية، وذلك حتى لا يتم اضرار تلك الأطراف نتيجة لتوافر فرص لدى المديرين للحصول على منافع (مكاسب) لأنفسهم (Sholikhah & Suryani,2020).
- كما تساعد التقارير المالية المتحفظة على تجنب تكاليف التقاضي التي قد تتحملها الشركات ، حيث تزداد دوافع الإدارة لاتباع مبدأ التحفظ المحاسبي من خلال تسريع الاعتراف بالتزامات الشركة ومن ثم تقليل الأرباح المعروضة في القوائم المالية للشركة ، وهو الأمر الذي يساعد على تجنب مخاطر التقاضي الكبيرة التي تواجه الشركة من قبل الأطراف الأخرى الذين لديهم مصالح بالشركة ، نتيجة تعرضهم للأذى من ارتكاب تلك الشركات للمخالفات المالية ، وهو الأمر الذي قد يترتب عليه تحمل الشركة لتكاليف تقاضى مرتفعة كبيرة وكذلك الاضرار بسمعة تلك الشركة، فضلاً عن المخاطر التي قد تضر باستمراريتها (Abbas et al.,2021).
- تؤثر التغيرات في بيئة التقاضي على مدى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، حيث يزداد ميل المديرين لإعداد التقارير المالية المتحفظة في البيئات القانونية المتشددة للغاية، وبالتالي كلما زادت مخاطر التقاضي التي تواجهها الشركات، كلما زاد تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي. فعلى سبيل المثال، تم الاهتمام بدراسة بأثر حكيمين صادريين من المحكمة الأمريكية باعتبارهما متغيرين خارجيين مؤثرين في بيئة التقاضي الخاصة بالشركات، وذلك على التغيرات في مستوى التقارير المالية المتحفظة للشركات الأمريكية عقب هذه القرارات الصادرة عن المحكمة الأمريكية. فيما يتعلق بالحكم الأول الصادر على شركة Silicon Graphics في عام ١٩٩٩، والذي فرض معايير مرتفعة لمقاضاة الشركات الأمريكية أمام القضاء، وبالتالي فإنه لم يشجع المساهمين على رفع دعاوى قضائية ضد تلك الشركات. أما الحكم الثاني الصادر على شركة Tellabs في عام ٢٠٠٧، وهو على النقيض من الحكم السابق، والذي جعل من السهل رفع دعاوى قضائية ضد الشركات. وبالتالي يمكن القول بأن المخاطر المنخفضة (أو المتزايدة) المتعلقة بالدعاوى القضائية الجماعية من قبل مساهمي الشركة قد لا تشجع (أو تشجع) على تطبيق ممارسات المحاسبة المتحفظة (Chen et al.2023).
- كما أن الخبرة القانونية لأعضاء مجلس الإدارة قد يكون لها تأثير على مدى استجابة الشركات لمخاطر التقاضي وذلك عند تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي ، حيث في البيئات القانونية الأكثر صرامة ، فإنه تزداد مخاطر التقاضي التي تواجه الشركات فيما يتعلق بالدعاوى القضائية الناتجة عن المبالغة في كل من الأرباح أو صافي الأصول ،

وبالتالي فإن تواجد المديرين ذوي الخبرة القانونية في الإدارة العليا (باعتبارهم خبراء قانونيين مكلفون بإدارة مخاطر التقاضي) يجعلهم أكثر قدرة على إدراك المزايا القانونية الناتجة عن تطبيق التحفظ المحاسبي مقارنة بالمديرين الآخرين في الإدارة العليا (أو الشركات النظيرة التي ليس لديها مستشار قانوني عام) ، ويمكنهم من إعادة تقدير مستويات التحفظ عند إعداد القوائم المالية كاستجابة للتغيرات في البيئة القانونية ، مما يترتب عليه إعداد تقارير مالية أكثر تحفظاً . ومن ثم فإن الخبرة القانونية بين أعضاء الإدارة العليا تساعد على زيادة تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي لأنهم يرون أن التقارير المتحفظة تعتبر وسيلة فعالة للحد من مخاطر التقاضي، وان سرعة تسجيل الأخبار السيئة مبكراً، تمكن من تقليل التكاليف القانونية المتوقعة للشركات (Black et al.2021)

• كما أن مخاطر التقاضي من قبل كل من الدائنين (المقرضين) والمستثمرين والجهات التنظيمية سوف تشجع المديرين على تقديم التقارير المالية بشكل أكثر تحفظاً، مما يؤدي إلى تحقيق كفاءة الاستثمار في تلك الشركات، حيث يساعد تطبيق التحفظ المحاسبي هؤلاء المديرين على اتخاذ قرارات استثمارية ذات كفاءة من خلال ثلاثة جوانب، يتمثل الجانب الأول في تقليل مشاكل الوكالة عن طريق كل من الحد من السلوك الانتهازي للمديرين وتسهيل مراقبة قرارات الاستثمار الإدارية، بينما الجانب الثاني يتمثل في زيادة الحوافز الإدارية لتقليل المشاريع الاستثمارية ذات الأداء الضعيف مبكراً، وأخيراً الجانب الثالث يتمثل في تسهيل الحصول على التمويل الخارجي بتكاليف أقل (Ardana et al.,2021). وعلى النقيض من ذلك، أشارت بعض الدراسات السابقة إلى أن مخاطر التقاضي لها تأثير سلبي على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية التي يتم إعدادها من قبل الإدارة، وارجعت ذلك للأسباب التالية:

• إن ارتفاع مستوى مخاطر الدعاوى القضائية التي تواجه الشركات قد يؤثر سلباً على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، ويرجع السبب في ذلك إلى أن ارتفاع مستويات مخاطر التقاضي قد تؤدي إلى زيادة مستويات الرقابة على تلك الشركات وانخفاض حدة مشكلة تعارض المصالح بين الإدارة وبين الأطراف الأخرى المختلفة كالمساهمين والدائنين، وهو الأمر الذي يقلل من الحاجة إلى زيادة تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي رغم ارتفاع مخاطر الدعاوى القضائية التي تواجه الشركات (Qorynilova ,2023).

• وجود العديد من العوامل الأخرى التي قد تؤثر على استخدام التحفظ المحاسبي في عرض وتقديم القوائم المالية، وذلك بغض النظر عن مستوى مخاطر التقاضي من قبل كل من المستثمرين والدائنين، والتي قد من شأنها السماح بمقاضاة الشركات من قبل تلك الأطراف التي لديها مصلحة في الشركة نتيجة لشعورهم بالظلم وإصابتهم بالضرر (Sitepu et al.,2022).

٣- عقود الدين:

تساعد عقود الدين مديري الشركات المقترضة في الحصول على الكثير من الأصول باستخدام أموال القروض المقدمة من الدائنين. فرضية عقود الدين تقوم على أن المديرين يميلون إلى المبالغة في الإعلان عن كل من الأرباح والأصول لتقليل تكاليف عقود الديون التي تتحملها شركاتهم عند انتهاكها لعقود الديون التي يبرمونها لصالح شركاتهم، ولذلك فإن الشركات ذات مستويات الديون المرتفعة سوف تزيد من الأرباح لكي تبدو القوائم المالية جيدة وملائمة لأصحاب المصلحة، بينما الدائنين سيقربون تصرفات المديرين ليكونوا متحفظين في عرض الأرقام الواردة في القوائم المالية (Thomas, et al.,2020).

وعلى وجه الخصوص، فإن المقرضين (البنوك) تتطلب منهم اللوائح والقوانين التنظيمية أن يأخذوا في الاعتبار الوضع المالي للمقرضين عند اتخاذ قرار منح القرض، حيث تستخدم التقارير المالية للمقرضين لتقييم مدى قدرة المقرضين على سداد قروضهم، وأيضاً للتنبؤ بالأداء المالي المستقبلي لهؤلاء المقرضين. وكذلك فإن المقرضين يقيمون مستويات التحفظ المحاسبي في التقارير المالية للمقرضين ويتطلبون شروطاً للضمان أقل عندما تلك التقارير المالية للمقرضين تكون أكثر تحفظاً، ولذلك فإن إدارة الشركات المقترضة من المتوقع أن تتوخى الحذر وتكون متحفظة في الإفصاح عن القيم في كل حساب في القوائم المالية، لأن الدائنين سيولون اهتماماً وثيقاً بالمعلومات المعروضة، وبالتالي يمكن القول بأن عقود الديون تؤثر على التحفظ المحاسبي (Zhang et al.2022).

بالإضافة إلى ذلك، فإن المقرضين يستهدفون من خلال شروط عقود الديون الحد من أنشطة المقرضين التي قد تنتهك شروط عقود القروض المتفق عليها، بما يكفل أن القرض يمكن إعادته إلى المقرضين دون مشاكل، وكذلك حماية المقرضين من إجراءات وممارسات الإدارة التي تنتهك حقوقهم كما في حالة توزيعات الأرباح المبالغ فيها، أو السماح لرأس المال العامل بأن يكون أقل من المستوى القياسي الصحيح وفقاً للعقود المكتوبة المحددة مسبقاً، وهو الأمر الذي يمكن أن يقلل من المخاطر تجاه المقرضين من ناحية، أو قد يدفع هؤلاء المقرضون إلى أن يتوقفوا عن منح المزيد من القروض الإضافية (أي زيادة الإقراض) أو أن يتم الإقراض بتكلفة اقتراض أعلى من المعتاد من ناحية أخرى، وذلك إذا اعتقدوا هؤلاء المقرضين أن الشركة تحاول الاستفادة بطريقة غير أخلاقية (Abbas et al.,2021).

بالإضافة إلى ما سبق، فإن التقارير المالية المتحفظة يمكن أن تزيد أيضاً من كفاءة عقود الديون من خلال الجوانب التالية (Laux & Idil & Akbulut,2020 ; Zhang et al.2022 ; Laux,2021):

- تزيد التقارير المالية المتحفظة من احتمالية انتهاك عقود الديون من جانب المقرضين وذلك عند وقوع أحداث غير ملائمة، وهو الأمر الذي يعتبر مؤشراً على مدى قدرة المقرضين على سداد القروض، ويترتب عليه زيادة مخصصات خسارة القروض LLPS لدى المقرضين، يرجع السبب في ذلك إلى أن التقارير المالية المتحفظة تساعد على إرسال إشارات (مؤشرات) إنذار مبكرة، وهو الأمر الذي يسمح للمقرضين بالتدخل واتخاذ الإجراءات التصحيحية مثل تصفية المشاريع، مما يمنع استمرار المشاريع السيئة. وعلى الرغم من ذلك فإن تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي ينطوي أيضاً على تكاليف لأنه يزيد من مخاطر الإنذارات (التحذيرات) الكاذبة والمضللة التي تؤدي إلى التدخل المبالغ فيه للمقرض، مما يؤدي إلى تصفية المشاريع الجيدة.
- يعتبر التحفظ المحاسبي أمر بالغ الأهمية لأصحاب الديون، حيث إنه يحمي ثرواتهم من خلال تأثيره على زيادة كفاءة عقود الديون، لأنه يقلل من حوافز وقدرة المديرين على التلاعب في التقارير المالية، مما يجعل بدوره كل من الشروط والاتفاقيات الموجودة في عقود الديون أكثر فعالية.
- تؤثر ممارسات التحفظ المحاسبي للمقرضين باعتبارها أحد خصائص التقارير المالية للمقرضين على القرارات الفعلية للمقرضين عند تقدير خسائر القروض المتوقعة لديهم، باعتبار ذلك المخصص يمثل الخسائر المقدرة في تقييم القروض ويعكس أيضاً قدرة البنوك على تحمل الخسائر خاصة أثناء الظروف الاقتصادية غير الملائمة، فضلاً عن أنه يعتبر من أكبر الحسابات في قوائم الدخل للبنك (بمتوسط أكثر من ربع صافي الدخل)، وأن مديري البنوك لهم تقديرات كبيرة بشأن هذه المخصصات المتعلقة بخسائر القروض.

ويرجع السبب في ذلك الى ان ممارسات التحفظ المحاسبي للمقترضين قد يترتب عليها زيادة مخصصات خسارة القروض لدى المقرضين ، حيث كلما كانت القوائم المالية للمقترضين أكثر تحفظاً، كلما تمكن المقرضون من ان يحصلوا في الوقت المناسب ويتسلموا بطريقة أسرع الأخبار السيئة للمقترضين ، نتيجة لتسجيل الأخبار السيئة في وقتها في القوائم المالية للمقترضين، مما يمكن هؤلاء المقرضين من الانتباه الى هذه الأخبار السيئة بسرعة أكبر من خلال القوائم المالية للمقترضين ، وهو الأمر الذي قد يدفع المقرضين الى زيادة مخصصات خسارة القروض.

• ان تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للمقترضين يؤثر على تصنيف القروض لدى المقرضين، حيث إن المقرضون يخصصون مبالغ مختلفة لمخصصات خسارة القروض بناءً على تصنيف القروض وذلك وفقاً للإرشادات التنظيمية، وبالتالي فإن تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للمقترضين قد يدفع المقرضين الى تحويل المزيد من القروض العادية إلى قروض متعثرة، وبالتالي الاعتراف بمزيد من مخصصات خسارة القروض.

• يمارس تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للمقترضين دوراً أكثر أهمية في الحد من ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات بين المقرضين وبين المقرضين ، مما يؤثر بدوره على مخصص خسائر القروض لدى المقرضين ، حيث اكدت الدراسات السابقة بأن المقرضين قد لا يعتمدون على التقارير المالية العامة ويفضلون الحصول على معلومات عن المقرضين من خلال الاتصالات الخاصة معهم ، وبالتالي فإن التأثير الإيجابي لنقل المعلومات الناتج عن تطبيق التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للمقترضين ، وذلك على مخصص خسائر القروض لدى المقرضين يكون أقوى في حالة ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات بين المقرضين والمقترضين.

• أن العلاقة الإيجابية بين تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للمقترضين وبين مخصص خسائر القروض لدى المقرضين تتأثر بخصائص الشركة المقرضة وذلك من حيث هيكل ملكية الشركة المقرضة ، وحالة إدراج الشركات المقرضة بالبورصة، وحيطة وحذر الشركة المقرضة ، حيث تزداد قوة العلاقة الإيجابية بالنسبة للشركات المقرضة غير المملوكة للدولة ، وكذلك الشركات المقرضة المدرجة بالبورصة والتي تعرض أسهمها للتداول في سوق الأوراق المالية ، وأخيراً الشركات المقرضة الأقل حيطة وحذراً ، بسبب المراجعة الأكثر دقة والتحفظ الأكبر في تلك الشركات ، وكذلك الحوكمة الأفضل للشركات بعد طرحها أسهمها للتداول في سوق الأوراق المالية ، وهو الأمر الذي يمكن أن يقلل من التقارير الانتهازية في الشركات المقرضة .

• أن العلاقة الإيجابية بين تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية للمقترضين وبين مخصص خسائر القروض لدى المقرضين تتأثر بخصائص عقد الدين ذاته من حيث نوع القرض وشروط الضمان ومدة القرض، بسبب أن تأثير نقل المعلومات الناتج عن تطبيق التحفظ المحاسبي يكون أكثر قوة عندما تكون القروض العادية، وعندما عقود الدين لا تشمل على ضمانات، وعندما مدة القرض تكون أقصر، وبالتالي تزداد قوة تلك العلاقة الإيجابية بالنسبة للقروض العادية وكذلك القروض بدون ضمانات وأخيراً القروض قصيرة الأجل.

• نظراً لأن حجم الإقراض في البنوك قد ينخفض خلال الأزمات المالية خاصة في البنوك ذات الإدارة ضعيفة المستوى، فإن تطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة في تلك البنوك قد يقلل من تدهور قدرتها على الإقراض في فترات انكماش النشاط الاقتصادي نتيجة

لاستخدام سياسات لإعداد التقارير المالية التي تميل إلى تقليل قيمة صافي الأصول بالنسبة إلى قيمة صافي الأصول الاقتصادية.

وعلى النقيض من ذلك، أشارت بعض الدراسات السابقة (Thomas, et al.,2020 ; Qorynilova,2023 ; Abbas et al.,2021) أن عقود الدين ليس لها تأثير على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي القوائم المالية التي يتم إعدادها من قبل الإدارة، وأرجعت ذلك إلى أن مستوى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي لا يتأثر باختلاف شروط عقود الديون.

٤- المكافآت الإدارية:

علاقة الوكالة هي علاقة تنشأ بسبب عقد يتم تطبيقه بين المساهمين (الأصيل) وبين الإدارة (الوكيل)، يتم بموجبه تحديد مهام محددة للوكيل لمباشرة الخدمات، والتي أرباحها ستصبح حقوقاً لهؤلاء المالكين (المساهمين)، تلك العلاقة يمكن أن تؤدي إلى حدوث عدم تماثل في المعلومات بينهم، بسبب أن الإدارة في الوضع (أي المركز الوظيفي) الذي من خلاله تمتلك وتتمتع بمعلومات أكثر عن الشركة مقارنة بالمساهمين، مما قد يشجع الإدارة على إخفاء بعض المعلومات غير المعروفة للمالك (Novari et al.,2021 ; Ardillah&Halim,2022).

وقد تستغل إدارة الشركة عدم التماثل في المعلومات بينها وبين المساهمين في محاولة التلاعب بالمعلومات للحصول على مكافآت إضافية، وهو ما يؤكد نظرية تعارض المصالح بينهم، ورغم ذلك، فقد وجدت بعض الدراسات أن قيام إدارة الشركة بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي قد يكون له تأثير إيجابي على المكافآت الإدارية، حيث يساعد تطبيق ممارسات التحفظ المشروط على الكشف عن الخسائر التي تواجه الشركة في وقت مبكر مقارنة بالأرباح، مما يقلل من مخاطر قرارات المديرين التنفيذيين والآثار السلبية المحتملة لها على مستقبل الشركة، مما ينتج عنه تحقيق الاستقرار في الدخل للوحدة التجارية، وأن تجدي نفعاً جهود المديرين التنفيذيين التي تعمل على تحسين كل من قيمة الشركة وثروة المالكين وبالتالي تساهم في ارتفاع مكافآت المديرين التنفيذيين (Daryaei et al.2022).

ومن ناحية أخرى، تعتبر الملكية الإدارية أيضاً من العوامل التي قد تؤثر على مدى قيام الإدارة بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي. فعلى الرغم من أن الملكية الإدارية قد تشجع الإدارة على تعظيم أداؤها لتحقيق أقصى قدر من الربح المستهدف وتحسين أداء الشركة، إلا أن بعض الدراسات (Qorynilova, 2023; Abbas et al.,2021) قد أثبتت أن الملكية الإدارية لها تأثير سلبي على تطبيق التحفظ المحاسبي، حيث تشير نتائج هذه الدراسة إلى أن الشركات ذات الملكية الإدارية المرتفعة تتضمن مشاركة المديرين في الملكية، ويمكن لمديرها أن يحددوا السياسات ويختاروا المبادئ المحاسبية بما في ذلك التحفظ المحاسبي، وأن تلك الشركات ذات الملكية الإدارية العالية قد لا تفضل استخدام ممارسات التحفظ المحاسبي، وذلك بهدف تجنب انخفاض أو تدهور أسعار الأسهم، وما يترتب عليه من جعل المستثمرين غير راغبين في الاستثمار في أسهم الشركة، وسعيها إلى تحقيق أرباح عالية بهدف جذب المستثمرين إلى الاستثمار فيها.

٥- دافع التكاليف السياسية:

التكاليف السياسية تعتبر أحد العوامل التي تدفع الشركة إلى زيادة ممارسات التحفظ المحاسبي، وهذه التكاليف السياسية تشمل تكاليف تحويل الأموال التي تتحملها الشركة فيما يتعلق بكل من إجراءات مكافحة الاحتكار، وكذلك التشريعات والدعم الحكومي، وأيضاً الضرائب والتعريفات الجمركية (الجمارك) والمطالب العمالية وما إلى ذلك. حيث إن الشركات الكبيرة التي تحقق أرباحاً تشغيلية عالية سوف تطالبها الحكومة بدفع ضرائب مرتفعة وكذلك دعم الخدمات العامة والوفاء بالمسؤوليات الاجتماعية تجاه المجتمع، وهو الأمر الذي قد يدفع

تلك الشركات الكبيرة الى تسجيل أرباح أقل من خلال إجراء المحاسبة المتحفظة، وذلك بهدف تجنب المخاطر المرتبطة بالتكاليف السياسية التي يجب تحملها (Thomas, et al.,2020). وعلى النقيض مما سبق، فقد اشارت دراسة (Novari et al.,2021) على أن التكاليف السياسية قد تؤثر سلباً على تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي، حيث كلما زادت التكاليف السياسية التي تتكبدها الشركة كلما انخفض مستوى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي فيها، ويرجع السبب في ذلك الى انه نظراً لأن الحكومة بصفتها منظماً وصانع للسياسة في البلد التي تعمل فيها الشركة، فإنها سوف تراقب وتشرف على تلك الشركات الكبيرة، وكذلك الشركات لا تزال بإمكانها القيام بالعديد من المصالح والمنافع الأخرى في التكاليف السياسية، والتي لا يتم اخضاعها إلى مبدأ التحفظ المحاسبي.

رابعاً: نظريات قياس التحفظ المحاسبي

ظهرت الحاجة إلى ضرورة قياس التحفظ المحاسبي في القوائم المالية في الشركات في البيئة المصرية، وذلك حتى يمكن تفسير أسباب اختلاف مستوى تطبيق التحفظ فيما بين الشركات في البيئة المصرية، حيث اتفقت الدراسات السابقة على عدم صلاحية أي نموذج لقياس التحفظ المحاسبي الكلي بحيث يعبر عن كافة جوانب التحفظ المحاسبي، وأن كل نموذج يحيط به بعض أوجه القصور (سليمان، ٢٠١٨).

وتحاول الباحثة دراسة أهم نماذج قياس التحفظ المحاسبي التي تناولتها الأدبيات المحاسبية، وتحديد أهم مزايا وعيوب تطبيقها، وتم تصنيف هذه النماذج المختلفة وفقاً للمداخل المتبعة في قياس التحفظ المحاسبي، حيث توجد مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على العلاقة بين الأرباح المحاسبية وبين عوائد الأسهم، وكذلك توجد مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على قيم الأصول، وأخيراً مقاييس التحفظ المحاسبي التي تستند إلى الاستحقاقات.

١ - مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على العلاقة بين الأرباح المحاسبية وبين عوائد الأسهم: يعتبر من أهم مقاييس التحفظ المحاسبي التي تعتمد على العلاقة بين الأرباح المحاسبية وعوائد الأسهم، نموذج التوقيت غير المتماثل لقياس مكونات الربح (Asymmetric (AT) Timeliness of Earnings) الذي قدمه Basu في عام ١٩٩٧، والذي يفترض أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات خاصة في ظل ارتفاع درجة كفاءة السوق (مرقص & محمد، ٢٠٢٠).

يعد Basu أول من قدم هذا النموذج الذي يعتمد على سرعة استجابة الربح المحاسبي للأخبار السيئة مقارنة بالأخبار الجيدة، وقد صاغ (Basu) معادلة انحدار تتضمن الربح المحاسبي كمتغير تابع وعوائد الأسهم كمتغير مستقل، مع اعتبار العوائد الموجبة للأسهم كمؤشر للأخبار الجيدة والعوائد السالبة كمؤشر للأخبار السيئة، حيث يفترض النموذج أن التحفظ المحاسبي يتطلب درجة أعلى للتحقق من المكاسب مقارنة بالخسائر، وبالتالي فإن الأرباح سوف تعكس الخسائر في صافي الأصول بشكل أسرع من المكاسب (أبو العلا، ٢٠١٨؛ Machdar et al.,2017 ; Kermani et al.,2018 ; Khalilov & Osma,2020 ; Abbas et al.,2021 ; Ma & Jeong, 2022 ; Kamarudin et al.,2022 ; Le & Moore,2022).

وقد تم صياغة نموذج (Basu) في الدراسات السابقة وفقاً للنموذج التالي: (الكردي، ٢٠١٧)

$$X_{it} / P_{i,t-1} = a_0 + a_1 DR1 + B_0 R_{i,t} + \beta_i (DR_{i,t} * R_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

حيث إن:

- X_{it} : تمثل ربح السهم العادي للشركة في نهاية السنة t.
- $P_{i,t-1}$: تمثل سعر السهم للشركة في بداية السنة i.

- $R_{i,t}$: العوائد السوقية على الأسهم.
 - $DR_{i,t}$: متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت قيمة $R_{i,t}$ أقل من الصفر، أي: العوائد سالبة أو القيمة (٠) إذا كانت $R_{i,t}$ أكبر من الصفر.
 - a_0 : ثابت علاقة الانحدار.
 - a_1, β_0, β_1 : معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة
 - $\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي، ويمثل المتغيرات العشوائية التي لا يفسرها النموذج
- وتتمثل أهم الانتقادات الموجهة إلى نموذج Basu تتمثل في الآتي:
- تشير الدراسات السابقة إلى أنه رغم شيوع استخدام مقياس (Basu) الذي يعبر عن التحفظ المشروط، إلا أنه يعاني من بعض الانتقادات التي تتمثل في الآتي (الفضل، ٢٠١٩؛ الطراح، ٢٠٢٢):
- إن نموذج (Basu) يستند على فرضية كفاءة سوق المال، حيث يفترض أن تجسد أسعار الأسهم كل من الأخبار السارة وغير السارة، الأمر الذي قد لا يتوافر في الأسواق المالية الناشئة مثل السوق المصرية.
 - نموذج (Basu) لا يمكنه قياس التحفظ المحاسبي لشركة واحدة وإنما لمجموعة من الشركات خلال فترة معينة، لأنه يعتمد على التقدير الإحصائي لمعاملات الانحدار.
 - نموذج (Givoly&Hayn, 2000) المتعلق بالاستحقاقات غير التشغيلية يرى أن نموذج (Basu) الذي قدمه في عام ١٩٩٧، لم يركز على التغيرات التي تطرأ على درجة التحفظ المحاسبي عبر الزمن.

٢- مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على قيم الأصول:

مقاييس التحفظ المحاسبي التي تعتمد على قيم الأصول تتضمن نموذج القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (Book To Market (TM)، الذي قدمه كل من (Beaver and Rayn) في عام ٢٠٠٠. يعتمد هذا النموذج على أن التحفظ المحاسبي يميل إلى تخفيض صافي القيمة الدفترية لحقوق الملكية مقارنة بقيمتها السوقية، لذلك فإن زيادة نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية يؤدي إلى زيادة حجم التحفظ المحاسبي والعكس صحيح. ويمكن تطبيق هذا النموذج إما باستخدام نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى قيمتها الدفترية، وهنا تكون زيادة النسبة دليلاً على ممارسة التحفظ المحاسبي، أو باستخدام نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية، وبالتالي انخفاض النسبة دليل على ممارسة التحفظ المحاسبي، كما يمكن أن تستخدم هذه النماذج نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأسهم (أبو العلا، ٢٠١٨ ب، Xiaa et al., 2019).

وقد تم صياغة نموذج (Beaver and Rayn, 2000) في الدراسات السابقة وفقاً للنموذج التالي:

$$MTB = \text{القيمة السوقية لحقوق الملكية} / \text{القيمة الدفترية لحقوق الملكية}$$

وتقاس القيمة السوقية لحقوق الملكية بضرب عدد أسهم الشركة في السعر السوقي للسهم في نهاية السنة، وهو سعر الإقفال في نهاية الفترة المحاسبية، وتحسب القيمة الدفترية من خلال قسمة مجموع حقوق الملكية مطروحا منها الأسهم الممتازة وذلك على عدد الأسهم المكتتب بها، أما القيمة السوقية فهي تحسب عن طريق سعر الإغلاق للسهم في السوق في نهاية العام مضروباً في عدد الأسهم المكتتب بها (الكردى، ٢٠١٧؛ krismiaji&sururi, 2021).

وتتضمن القيم السوقية للأصول والخصوم التغير في صافي الأصول كل فترة، وهذه التغيرات لا تسجل بالكامل في الدفاتر المحاسبية ولا تنعكس في التقارير المالية، حيث في ظل وجود التحفظ المحاسبي فإن الزيادة في قيم الأصول (المكاسب) التي لا يتوفر بشأنها قدر كاف من أدوات التحقق لا يتم تسجيلها في الدفاتر المحاسبية، ونتيجة لذلك فإن صافي الأصول تكون مقومة بأقل من قيمتها السوقية، ويعبر هذا الانخفاض عن قيمة صافي الأصول عن مقدار التحفظ المحاسبي (قزال وآخرون، ٢٠١٩).

الدراسات السابقة تفضل استخدام نموذج القيمة السوقية لحق الملكية عند قياس درجة التحفظ المحاسبي للأسباب التالية (سليمان، ٢٠١٨؛ كعموش، ٢٠١٨؛ الصياد، ٢٠٢٠؛ الطراح، ٢٠٢٢):

- يعتبر مقياس نسبة القيم السوقية إلى القيم الدفترية لصافي حقوق الملكية MTB يلائم البيئة المصرية بسبب سهولة الاستخدام، حيث يعد هذا النموذج من أبسط النماذج التي يمكن استخدامها، وبالتالي قابل النموذج للتطبيق العملي نتيجة توافر البيانات الخاصة بكل من القيمة الدفترية لحق الملكية بالقوائم المالية المنشورة وتضم رأس المال المدفوع والأرباح المحجوزة بعد استبعاد أسهم الخزينة، وكذلك توافر البيانات الخاصة بالقيمة السوقية التي يتم حسابها من عدد الأسهم المتداولة مضروباً في سعر أقفال السهم في نهاية العام.
- يعكس مكونات النموذج التحيز المحاسبي عند الاعتراف بالمكاسب والخسائر، ومدى الاستمرارية في انخفاض القيمة الدفترية عن القيمة السوقية.
- يعتبر مقياس قيم صافي الأصول هو المقياس المناسب لقياس التحفظ المحاسبي على مستوى كل شركة على حدة، كما يعتبر مقياساً تراكمياً لأثر التحفظ المحاسبي على القوائم المالية من تاريخ بداية الشركة حتى تاريخ القياس، وبالتالي يعبر عن التحفظ الكلي للشركة، وكذلك يعتبر مقياس شامل يعكس كل من التحفظ المشروط وغير المشروط ويربط عناصر المركز المالي بمتغيرات السوق.

٣- مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على الاستحقاقات:

وفقاً لمدخل الاستحقاقات، فإنه يمكن قياس التحفظ المحاسبي باستخدام نموذج مقياس المستحقات غير التشغيلية، الذي قدمه كل من (Giovly & Hyan) في عام ٢٠٠٠. هذا المدخل الذي يستند إلى الاستحقاقات، يشير إلى أن الاستحقاقات هي الفرق بين التدفق النقدي التشغيلي وبين صافي الأرباح، حيث إن ظهور المستحقات بقيمة سالبة عبر فترة زمنية يشير إلى استمرارية التدفقات النقدية أكثر من الأرباح، بمعنى آخر وجود سياسات محاسبية متحفظة عملت على تخفيض أرباح الشركة المعلن عنها، بينما بقيت التدفقات النقدية مستمرة نتيجة لوجود أرباح جيدة غير معترف بها (أبو العلا، ٢٠١٨).

وفقاً لهذا المدخل، فإنه لا يتم الاعتراف بالزيادات غير المحققة في صافي الأصول (المكاسب) وقت حدوثها، وإنما يعترف بها خلال الفترات المستقبلية، وذلك عندما تتحقق التدفقات النقدية التي تولد هذه الزيادات، في حين يتم الاعتراف بالخسائر عند توافر نفس القدر من أدوات التحقق المتوفرة للمكاسب غير المعترف بها، وليس عند حدوث التدفقات النقدية المنخفضة في المستقبل، مما يترتب عليه انخفاض الربح المحاسبي المعد وفقاً لأساس الاستحقاق عن صافي التدفقات الناتجة عن العمليات التشغيلية بقائمة التدفقات النقدية، بسبب أن تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي يخفض الأرباح المعلنة، بينما تظل التدفقات النقدية مستمرة بسبب وجود أرباح جيدة غير معترف بها (سليمان، ٢٠١٨).

وقد تم صياغة نموذج (Givoly&hayn,2000) في الدراسات السابقة وفقاً للنموذج التالي (مرقص، محمد، ٢٠٢٠، Lubis et al.2022):

$$TACC_{it} = (NI_{it} + DEP_{it}) - OCF_{it}$$

حيث إن: $TACC_{it}$ تمثل إجمالي استحقاقات الفترة، NI_{it} تشير إلى الربح قبل البنود غير العادية، DEP_{it} هي إهلاك الفترة، OCF_{it} تمثل التدفقات النقدية التشغيلية. الدراسات السابقة تفضل استخدام مدخل الاستحقاقات عند قياس درجة التحفظ المحاسبي للأسباب التالية (الكردي، ٢٠١٧؛ كعموش، ٢٠١٨؛ قزال وآخرون، ٢٠١٩؛ أبو الفضل، ٢٠١٩):

- يرى نموذج (Givoly & Hayn) أن معدل التراكم في صافي المستحقات السلبية يكون مؤشراً على التحول في درجة التحفظ عبر الزمن.
- يتميز نموذج قياس التحفظ المشروط من خلال الاستحقاقات السالبة، بقدرته على قياس قيمة التحفظ لكل شركة، وبالتالي يعتبر مقياس خاص بالشركة ويعتبر سهل التطبيق عموماً لأنه لا يتطلب الكثير من البيانات.
- أن مقياس المستحقات السلبية لا يعتبر مقياس سوقي، الأمر الذي يجعل من الممكن تطبيقه على نطاق واسع بالنسبة للشركات غير المدرجة في السوق المالي، مقارنة بالمقاييس التي تستند على القيمة السوقية مثل نموذج Basu ونموذج القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية.
- هذا المقياس يعتمد على كل من قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية، حيث يقوم على فرضية تشير إلى أن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى تخفيض الأرباح المعدة وفقاً لأساس الاستحقاق مقارنة بصافي التدفقات النقدية الناتجة عن العمليات التشغيلية على مدى فترة زمنية طويلة. وقد تم توجيه العديد من الانتقادات إلى مدخل الاستحقاقات عند قياس درجة التحفظ المحاسبي وذلك للأسباب التالية:
- تجاهله لمخصصات الإهلاك والذي يعتبر عنصراً هاماً في الأرقام المحاسبية، وعلى الرغم من وجود مبرر لاستبعاد الإهلاك من النموذج إلا أن ذلك يتجاهل عنصراً مهماً من عناصر المستحقات (قزال وآخرون، ٢٠١٩).

القسم الرابع دور القياس والإفصاح عن التحفظ المحاسبي في تعزيز كفاءة البورصة المصرية.

تناولت الدراسات السابقة العلاقة بين تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة الأسواق المالية ، وذلك من خلال ثلاث جوانب رئيسية ، الجانب الأول هو دور تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في تخفيض ربحية الأطراف الداخلية المطلعة على المعلومات الداخلية للشركة وذلك بحكم مناصبهم داخل الشركة ، وكذلك الجانب الثاني من خلال تناول دور تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في تخفيض مخاطر الانهيار المفاجئ لأسعار أسهم الشركة في المستقبل ، وأخيرا الجانب الثالث من خلال تناول قدرة تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي على التأثير على عوائد أسهم الشركات في الأسواق المالية.

وفيما يتعلق بالجانب الأول المتعلق بدور تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في تخفيض ربحية الأطراف الداخلية المطلعة على المعلومات الداخلية للشركة وذلك بحكم مناصبهم داخل الشركة ، قامت دراسة (Khalilov& Osma,2020) بتحديد مدى تأثير قيام الشركة بتطبيق كل من ممارسات التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على ربحية الأطراف الداخلية التي يعملون بها، من حيث قدرتهم على الحصول على عوائد غير عادية من استغلال الأخبار السلبية والإيجابية المتعلقة بالشركة، والتي يحصلون عليها بحكم مناصبهم في إجراء صفقات البيع والشراء لأسهم الشركة التي يعملون بها هؤلاء الأفراد. وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها : إن زيادة ممارسات التحفظ المشروط تؤدي إلى انخفاض ربحية الأطراف الداخلية بالشركة، والنتيجة من إجراء صفقات البيع لأسهم الشركة التي يعملون بها، وذلك نتيجة لأن الاعتراف الكامل بالخسائر المتوقعة المتعلقة بالشركة يقلل من فرص تلك الأطراف الداخلية بالشركة على استغلال الأخبار السلبية الخاصة المتوفرة لديهم عن الحالة المالية للشركة والتي حصلوا عليها بحكم مناصبهم داخل الشركة، وذلك في إجراء صفقات البيع لأسهم الشركة، وكذلك فإن ارتفاع ممارسات التحفظ غير المشروط يؤدي إلى ارتفاع ربحية الأطراف الداخلية من صفقات البيع لأسهم الشركة التي يعملون بها، ويرجع السبب في ذلك إلى أن تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي غير المشروط يستبق ممارسات الاعتراف بالأخبار السيئة في المستقبل، وبالتالي يقلل من التأثير السلبي لتطبيق ممارسات التحفظ المشروط على ربحية الأطراف الداخلية المطلعين على المعلومات الداخلية للشركة، وأخيراً توجد علاقة إيجابية بين تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي وبين الربحية الناتجة من إجراء صفقات الشراء لأسهم الشركة التي تقوم بها الأطراف الداخلية التي تعمل بتلك الشركات، ويرجع السبب في ذلك إلى أن تطبيق التحفظ سيخلق فرصاً للأطراف الداخلية للمضاربة على أسهم الشركة في البورصة اعتماداً على الأخبار الإيجابية المتوفرة لديهم بحكم مناصبهم، وبالتالي يمكن زيادة الربحية من صفقات الشراء التي يقومون بها.

وفيما يتعلق بالجانب الثاني المتعلق بدور تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في تخفيض مخاطر الانهيار المفاجئ لأسعار أسهم الشركة في المستقبل، قامت دراسة (Wang et al. 2020) باختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي ويرتبط بعلاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بمخاطر انهيار أسعار الأسهم في المستقبل ، ويرجع السبب في ذلك إلى أن الإدارة الداخلية لديها الدافع لإخفاء الأخبار السلبية المتعلقة بأنشطة الشركة ، كما يوفر عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومستخدمي القوائم المالية ظروفاً أكثر ملاءمة للقيام بذلك ، وهو الأمر الذي يؤدي إلى تراكم الأخبار السلبية لدى إدارة الشركة وعدم الإفصاح عنها في القوائم المالية ، وبالتالي بمجرد

نشر الأخبار السلبية المتراكمة لدى إدارة الشركة ، سيضطرب سعر السهم بشدة وسيحدث انهيار لسعر سهم الشركة ، ولذلك يساعد تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي الشركة المدرجة في البورصة على تقدير الخسارة التشغيلية المحتملة بحذر أكبر والإفصاح عنها في الأداء المالي الحالي للمؤسسة ، مما يساعد على تقييد السلوك غير الرشيد للإدارة ، وهو الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تقليل مخاطر انهيار أسعار الأسهم.

فيما يتعلق بالجانب الثالث، المتعلق بدور ممارسات التحفظ المحاسبي على التأثير على عوائد أسهم الشركات في الأسواق المالية، فقد أوضحت دراسة (Sugiyanto, 2019, & Candra) أن التحفظ المحاسبي له تأثير سلبي ذو دلالة إحصائية على عوائد أسهم الشركات المدرجة في البورصة، ويرجع السبب في ذلك إلى ما يلي:

- أن عوائد الأسهم تعتبر مقياساً هاماً لأداء الشركة، حيث غالباً ما يسعى المساهمون إلى الاستثمار في الشركات وذلك بدافع الحصول على عوائد تتوافق مع رأس المال الخاص بهم، ورغم ذلك قد تظهر عدة حالات من الفضائح المحاسبية في بعض البلدان قد تؤدي إلى انخفاض الثقة من قبل كل من المستثمرين والمحللين الماليين في أداء الشركات المتواجدة في سوق المال، بسبب حدوث حالات مخالفات وانتهاكات من قبل بعض المحاسبين، وكذلك بسبب نقص المعلومات المتاحة في سوق المال، ولذلك يعتبر التحفظ المحاسبي من أهم العوامل المؤثرة على المعلومات المتعلقة بأداء الشركة وخاصة عوائد الأسهم.

- وفي الغالب استناد إلى الممارسات الحالية، غالباً ما يتوجه اهتمام مستخدمي القوائم المالية فقط إلى معلومات الأرباح، بغض النظر عن كيفية تحقق تلك الأرباح، ونظراً لأن الإدارة باعتبارها مديرة للشركة تكون ملزمة بتقديم معلومات حول الحالة المالية للشركة إلى المساهمين، فإن المعلومات المقدمة في بعض الأحيان قد لا تتوافق مع الحالة الفعلية للشركة، ولذلك قد يساعد تطبيق التحفظ المحاسبي على تخفيض عوائد الأسهم من خلال عدم تعجيل الاعتراف بالأرباح، وبالتالي لن يتم الاعتراف بالأرباح إلا عند تحقيقها، وكذلك تعجيل الاعتراف بكل الخسائر حتى لو لم تتحقق، وهو الأمر الذي يزيد من ثقة المستثمرين في تلك المعلومات المقدمة والمتعلقة بأداء الشركة، ويقلل من كل من المخاطر وعدم التأكد التي قد تصيبهم في المستقبل.

وفي نفس الاتجاه، توصلت دراسة (Krismiaji & Sururi, 2021) وجود علاقة سلبية بين تطبيق كل من ممارسات التحفظ المشروط وغير المشروط وبين أسعار الأسهم، ويرجع ذلك إلى الأسباب التالية:

- إن التحفظ المحاسبي قد يؤثر سلباً على جودة الأرباح المحاسبية وهو الأمر الذي قد يؤثر سلباً في النهاية على أسعار الأسهم ، ويرجع السبب في ذلك إلى أن التحفظ يعد عائقاً أمام الإفصاح الجيد عن المعلومات المحاسبية، حيث يوفر إرشادات للمحاسبين في عملية الاختيار بين طريقتين محاسبتين مقبولتين أو أكثر، وتكون الخيارات المفضلة هي تلك التي لها أقل قيمة للأصول والأرباح أو أعلى قيمة للالتزامات والمصروفات، وبالتالي فإن التحفظ يوجه المحاسبين إلى التشاؤم وذلك عند اختيار السياسات المحاسبية اللازمة لإعداد التقارير المالية من ناحية .

- بالإضافة إلى ذلك ، إذا قامت الشركة باتخاذ خيارات محاسبية أكثر تحفظاً، فإن الشركة تواجه سوء مقابلة وعدم تجانس بين أرباح الفترة الحالية وبين تكاليف الفترة المستقبلية، وبالتالي تصبح الأرباح أقل ثباتاً ، وهو الأمر الذي لا يؤثر فقط على جودة الأرقام المحاسبية الواردة في قائمة المركز المالي ولكنه يؤثر أيضاً على جودة الأرباح المفصح

عنها في قائمة الدخل، وبالتالي إذا الشركة زادت أو توسعت في استثماراتها، فإن المحاسبة المتحفظة تميل إلى الإفصاح عن أرباح أقل من الأرباح الفعلية للشركة، وأن هذه الفروقات في الأرباح قد توفر الفرصة والمرونة لتلك لشركات للإفصاح عن أرباح أكبر في المستقبل من ناحية أخرى.

و على النقيض مما سبق، فقد أوضحت دراسة (Sugiyanto et al.2021) أن تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي له تأثير إيجابي ذو دلالة إحصائية على عوائد الأسهم المستقبلية، ويرجع السبب في ذلك إلى ما يلي:

- أن المعلومات المتعلقة بأداء الشركة يمكن أن تتأثر بعوامل عديدة يعتبر من أهمها التحفظ المحاسبي، حيث إن التحفظ المحاسبي يجعل الأرباح أكثر قابلية للتنبؤ بها، وبالتالي تصبح تلك الأرباح أكثر جودة، مما يؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم، والتي تعتبر الهدف الرئيسي للشركة.
- كما أن ارتفاع معدلات عوائد الأسهم يمكن أن يكون له تأثير إيجابي على أسعار أسهم الشركات التي تم الاستثمار فيها من قبل المستثمرين في سوق المال، حيث أن العوائد المرتفعة تعكس مدى قدرة الشركة على تحقيق أرباح مرتفعة يمكن استغلالها في تطوير أداء تلك الشركة في المستقبل، وكذلك تساعد في تحديد حجم التوزيعات المدفوعة للمستثمرين، وأيضاً في جذب وتشجيع المستثمرين على الاستثمار في أسهم الشركة، وهو الأمر الذي يؤثر إيجابياً على أسعار أسهم تلك الشركات.

وفي ذات الاتجاه، توصلت دراسة (Cui et al.,2021) وجود علاقة إيجابية بين تطبيق ممارسات التحفظ المشروط وبين عوائد الأسهم خلال فترة انهيار سوق الأسهم أثناء انتشار فيروس كوفيد ١٩، حيث إن تطبيق التحفظ المحاسبي يقلل من ميزة المعلومات الخاصة المتوفرة لدى الإدارة مقارنة بالمعلومات العامة المتوفرة لجميع المستثمرين وكذلك يجعل المعلومات المقدمة للمستثمرين الخارجيين أكثر مصداقية، وبالتالي فإن الشركات التي تطبق ممارسات التحفظ المشروط بصورة أكبر عند إعداد تقاريرها المالية تحقق عوائد أعلى للأسهم مقارنة بالشركات الأخرى أثناء تفشي فيروس كوفيد ١٩، كما توصلت تلك الدراسة أيضاً إلى أن العلاقة بين تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي المشروط وبين عوائد الأسهم تتغير مع اختلاف مستوى عدم تماثل المعلومات أثناء فترة تفشي فيروس كوفيد ١٩، حيث تزداد قوة العلاقة الإيجابية بين تطبيق ممارسات التحفظ المشروط وبين عوائد الأسهم خلال فترة تفشي فيروس كوفيد ١٩ وذلك عندما تواجه الشركات مستويات أعلى من عدم التأكد فيما يتعلق باحتمالات استمرارها خلال جائحة فيروس كوفيد ١٩، حيث يساعد قيام الشركات بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي المشروط على تقليل انهيار سوق الأسهم خلال جائحة فيروس كوفيد ١٩، من خلال دوره في تقليل مستوى عدم تماثل المعلومات بين المديرين الداخليين وبين المستثمرين الخارجيين.

القسم الخامس

الدراسة التطبيقية بالشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

يتمثل الهدف الأساسي من الدراسة التطبيقية في تحديد طبيعة العلاقة بين تطبيق سياسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة البورصة المصرية.

وتحقيقاً لهدف الدراسة، فإن الأمر يتطلب تحديد مجتمع وعينة الدراسة بهدف جمع البيانات والمعلومات عن شركات عينة الدراسة المقيدة بالبورصة واللازمة لقياس مستوى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في تلك الشركات، وكذلك تحديد مقدار توزيعات الأرباح التي تدفعها تلك الشركات إلى المساهمين، وأخيراً تحديد الأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار مدى صحة فروض الدراسة.

أولاً: مجتمع الدراسة التطبيقية: يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات المساهمة العامة المصرية المدرجة في مؤشر EGX100 في البورصة المصرية، والتي تضم أعلى ١٠٠ شركة من حيث السيولة والنشاط ومتضمنة الشركات المكونة لمؤشر EGX30 والشركات المكونة لمؤشر EGX70، وذلك خلال الفترة التي تبدأ من عام ٢٠١٩ حتى عام ٢٠٢٣.

ثانياً: عينة الدراسة: شملت عينة الدراسة جميع الشركات المساهمة المدرجة في مؤشر EGX100 التي تضم أعلى ١٠٠ شركة من حيث السيولة والنشاط، وقد أخذت الباحثة في اعتبارها قبل اختيار تلك العينة ضرورة توافر الشروط التالية:

- يتوافر لها جميع البيانات اللازمة لحساب متغيرات الدراسة وعلى وجه الخصوص البيانات المتعلقة باحتساب أسعار أسهم الشركات المقيدة بالبورصة والبيانات الخاصة باحتساب كل من التحفظ المحاسبي والتوزيعات النقدية.
- لم تتوقف أسهمها عن التداول خلال فترة الدراسة.
- أن السنة المالية لتلك الشركات تنتهي في ١٢/٣١، حيث تم التركيز على القوائم المالية التي تنتهي في ١٢/٣١ من كل عام (مع استبعاد القوائم المالية التي تنتهي في ٦/٣٠ من كل عام أو أي تاريخ آخر) والصادرة عن الشركات المصرية المقيدة بالبورصة، ويرجع السبب وراء ذلك إلى أن الأغلبية العظمى من شركات المجتمع تنتهي السنة المالية الخاصة بها في ١٢/٣١ من كل عام.
- استبعاد البيانات الخاصة بالشركات المصرية المقيدة بالبورصة والتي تنتمي إلى قطاعي البنوك والخدمات المالية غير المصرفية (شركات الخدمات المالية، وشركات التأمين)، وذلك لأن حسابات وتقارير هذه الشركات تختلف عن حسابات وتقارير الشركات غير المالية.
- استبعاد الشركات التي لم يستمر إدراجها في مؤشر EGX100 خلال الأعوام من عام ٢٠١٩ حتى عام ٢٠٢٣.
- وتأسيساً على ما سبق، وجدت الباحثة بعد تطبيق الشروط السابقة، أن حجم العينة النهائية يبلغ ٣٠ شركة مدرجة بالبورصة بالمصرية، والتي يضمها مؤشر EGX 100، من خلال سلسلة زمنية مكونة من خمس سنوات، والتي تبدأ من عام ٢٠١٩ حتى عام ٢٠٢٣، وبالتالي يكون إجمالي عدد المفردات ١٥٠ مفردة.
- وبوضح الجدول رقم (٢) كيفية توزيع شركات العينة على القطاعات المختلفة في البورصة المصرية، موضحاً عدد ونسبة الشركات الممثلة لعينة الدراسة وفقاً للقطاعات المختلفة التي تنتمي إليها تلك الشركات، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٢)

عدد ونسبة شركات عينة الدراسة وفقاً للقطاعات المختلفة في البورصة المصرية.

النسبة المئوية %	عدد الشركات في كل قطاع	القطاع
١٠٪	٣	اتصالات وعلام وتكنولوجيا المعلومات
١٠٪	٣	أغذية ومشروبات وتبغ
٣,٣٣٪	١	تجارة وموزعون
٦,٦٧٪	٢	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
١٠٪	٣	رعاية صحية وادوية
٢٣,٣٣٪	٧	عقارات
٦,٦٦٪	٢	مقاولات وإنشاءات هندسية
٦,٦٧٪	٢	منسوجات وسلع معمرة
٦,٦٧٪	٢	مواد البناء
١٦,٧٪	٥	موارد أساسية
١٠٠٪	٣٠	إجمالي عدد شركات العينة

المصدر: اعداد الباحثة.

ثالثاً: مصادر وأساليب جمع البيانات

يتم جمع البيانات والمعلومات اللازمة لهذه الدراسة اعتماداً على مجموعة القوائم المالية المتعلقة بالشركات الواقعة ضمن عينة الدراسة، ذلك من خلال كلٍ من:

- المواقع الإلكترونية الرسمية لهذه الشركات محل الدراسة.
- موقع البورصة المصرية <https://www.egx.com.eg/ar/homepage.aspx>
- وكذلك موقع مباشر مصر <https://www.egidegypt.com/?lang=a>.

رابعاً: متغيرات الدراسة ومؤشرات قياسها.

تشمل متغيرات الدراسة ثلاث متغيرات، وهي:

- المتغير المستقل يتمثل في التحفظ المحاسبي (X).
- المتغير التابع يتمثل في المستوى شبه القوى من كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية (Y).

وقامت الباحثة بقياس متغيرات الدراسة على النحو التالي:

١- قياس مدى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في القوائم المالية (المتغير المستقل) (CON):

توجد العديد من النماذج المقترحة لقياس التحفظ المحاسبي، وقد تم تصنيف هذه النماذج المختلفة وفقاً للمدخل المتبعة في قياس التحفظ المحاسبي، حيث توجد مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على العلاقة بين الأرباح المحاسبية وبين عوائد الأسهم، وكذلك توجد مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على قيم الأصول، وأخيراً مقاييس التحفظ المحاسبي التي تستند إلى الاستحقاقات.

وقد اعتمدت الباحثة في قياس التحفظ المحاسبي على نموذج نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية، والذي يعتبر أحد النماذج المعتمدة على قيم الأصول، وذلك للعديد من الأسباب، نظراً لأنه يعتبر مقياس يلائم البيئة المصرية بسبب سهولة الاستخدام، وبالتالي يعتبر قابل للتطبيق العملي نتيجة توافر البيانات الخاصة به، وكذلك تعكس مكونات ذلك النموذج التحيز المحاسبي عند الاعتراف بكل من المكاسب والخسائر، ومدى الاستمرارية في انخفاض

القيمة الدفترية عن القيمة السوقية، وأيضاً يعتبر المقياس المناسب لقياس التحفظ المحاسبي على مستوى كل شركة على حدة، حيث يعتبر مقياساً تراكمياً لأثر التحفظ المحاسبي على القوائم المالية من تاريخ بداية الشركة حتى تاريخ القياس، وبالتالي يعبر عن التحفظ الكلي للشركة، وأخيراً يعتبر مقياس شامل يعكس كل من التحفظ المشروط وغير المشروط وكذلك يربط عناصر المركز المالي بمتغيرات السوق (سليمان، ٢٠١٨؛ كعموش، ٢٠١٨؛ الصياد، ٢٠٢٠؛ الطراح، ٢٠٢٢).

ويتم قياس التحفظ المحاسبي وفقاً لذلك النموذج كما يلي: نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية (MTB) = القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم، حيث تحسب القيمة الدفترية للسهم من خلال قسمة مجموع حقوق الملكية مطروحاً منها الأسهم الممتازة وذلك على عدد الأسهم العادية، أما القيمة السوقية للسهم فهي تحسب عن طريق سعر إغلاق السهم في السوق في نهاية الفترة المحاسبية (الكردي، ٢٠١٧؛ krismiaji&sururi, 2021). وقامت الباحثة بتجميع كافة البيانات اللازمة لقياس مدى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30، حيث يتطلب قياس مستوى التحفظ المحاسبي توافر البيانات التالية لكل شركة من شركات العينة:

- سعر إغلاق السهم في نهاية الفترة في نهاية الفترة المحاسبية ١٢/٣١ من كل عام.
- قيمة حقوق الملكية الواردة في الميزانية العمومية لكل شركة في نهاية الفترة المحاسبية.
- قيمة الأسهم الممتازة إن وجدت.
- إجمالي عدد الأسهم المكتتب فيها لكل شركة من شركات العينة في نهاية الفترة المحاسبية.

٢ - قياس كفاءة الأسواق المالية (المتغير التابع) (EFF):

تقاس كفاءة الأسواق المالية من خلال قياس مدى التغير في أسعار الأسهم استجابة للمعلومات المتاحة مثل إعلانات توزيعات الأرباح والقوائم المالية المعدة وفقاً لممارسات التحفظ المحاسبي، وذلك بهدف معرفة التغير في أسعار الأسهم الناتجة عن ذلك الحدث (Liukko, 2020)، حيث أشارت دراسة (البطاط & الجعفري، ٢٠٢٢ب) إلى أن القيمة السوقية لأسهم الشركة في الأسواق المالية تتأثر بالعديد من العوامل، والتي يعتبر من أهمها توزيعات الأرباح المعلنة من قبل الشركة في نهاية العام، حيث إن انخفاض الأرباح الموزعة لحاملي الأسهم قد يؤدي إلى ابتعاد المستثمرين عن شراء أسهم الشركة مما يؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية والعكس صحيح، وبالتالي يمكن اعتبار رد فعل السوق بالنسبة لتلك المعلومات المختلفة، بمثابة مؤشر على كفاءة السوق.

وقد استخدمت العديد من الدراسات السابقة سعر إغلاق السهم في نهاية الفترة المحاسبية عند تفسير مدى استجابة السوق شبه القوية إلى التغيرات في سياسة توزيع الأرباح الخاصة بالشركة (Anusha & Murugan, 2020 ; Konstantin & Tristan, 2021 ; Humaira & Susanto ; Shetty & Rao, 2020 ; Hashim & Shahrumzaki, 2020 ; Yaseen & Trifan, 2019 ; Tee & Tessema, 2019 ; Khan, 2019 ; Ulla & Shah, 2018).

وقامت الباحثة بتجميع كافة البيانات اللازمة لقياس مدى استجابة السوق شبه القوية في الشركات المدرجة في مؤشر EGX 30، حيث يتطلب قياس المستوى شبه القوى من كفاءة السوق المصري توافر البيانات عن أسعار إغلاق الأسهم لكل شركة من شركات العينة في نهاية الفترة المحاسبية المنتهية في ١٢/٣١ من كل عام.

٣- قياس المتغيرات الرقابية:

أوضحت العديد من الدراسات السابقة وجود بعض العوامل المرتبطة بالشركة، والتي قد تؤثر على التغيرات في أسعار أسهم الشركات ومن ثم فإنها تؤثر على كفاءة الأسواق المالية، ويعتبر من أهم تلك العوامل، ربحية الشركة ونسبة الرفع المالي، وذلك على النحو التالي:

بالنسبة للمتغير الرقابي الأول الخاص بربحية الشركات، في هذا الصدد، أثبتت بعض الدراسات السابقة (Dewi & Huda et al., 2020; Pattiruhu & Paais, 2020; Putri & Wiksuana, 2021; Saputri & Bahri, 2021; Abundanti, 2020; Saputri & Bahri, 2021; Aljawaheri et al., 2021; Ginting, 2021) أن ربحية الشركة تؤثر على قيمة الشركة، وفي ذات الاتجاه أوضحت بعض الدراسات (Bustani et al., 2021; Sholichah et al., 2021) أن ربحية الشركة تؤثر على التغيرات في أسعار الأسهم، حيث يعتبر تحليل النسب المالية للشركات أمراً ضرورياً للمستثمرين عند اتخاذ القرارات الاستثمارية في أي شركة، وذلك بهدف حصولهم على أقصى قدر من الربح، وبالتالي تعد كل من ربحية السهم (EPS) Earnings Per Share، ونسبة توزيع الأرباح Dividend Payout Ratio (DPR) من العوامل المؤثرة على أسعار الأسهم، ومن ثم فإنه يجب أخذها في الاعتبار عند قيام المستثمرين باتخاذ قرارات الاستثمار. وأخيراً أثبتت بعض الدراسات الأخرى (Nadyayani & Suarjaya, 2021) أن ربحية الشركة تؤثر على عوائد أسهم تلك الشركات، حيث أشارت إلى أن كل من العائد على الأصول ROA وهامش الربح لهما تأثير إيجابي ذو دلالة احصائية على عوائد الأسهم، وهذه النتيجة تدل على أنه كلما ارتفع العائد على الأصول، كلما زادت الأرباح التي تحصل عليها الشركة، مما يؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم من ناحية، وكذلك فإن ارتفاع هامش الربح الذي تحققه الشركة، يؤدي إلى زيادة الأرباح التي تحصل عليها تلك الشركة من المبيعات، مما يؤدي إلى زيادة عوائد الأسهم وأيضاً زيادة الاهتمام من جانب المستثمرين بالاستثمار في الشركات الصناعية من ناحية أخرى.

بالنسبة للمتغير الرقابي الثاني الخاص بنسبة الرفع المالي، في هذا الصدد، أثبتت بعض الدراسات السابقة (Ibrahim & Isiaka, 2020; Markonah et al., 2020; Jihadi et al., 2021; Setyabudi, 2021; Yuwono, & Aurelia, 2021; Kanta al., 2021; Sari, 2022; al., 2022) أن الرفع المالي يؤثر على قيمة الشركة، حيث أظهرت نتائج تلك الدراسات أن نسبة الرفع المالي لها تأثير سلبي ذو دلالة احصائية على قيمة الشركة، حيث أنه على الرغم من أن الشركات تعتمد على كل من الديون قصيرة الأجل و الديون طويلة الأجل لتمويل الاحتياجات المالية الخاصة بها، فإنه ينصح إدارة هذه الشركات بتخفيض قيمة الديون طويلة الأجل التي تحصل عليها، وأن تقوم بإصدار المزيد من الأسهم لتقليل مستوى نسبة الرفع المالي وبالتالي تحقيق هيكل رأس المال الأمثل، وذلك نظراً لأهمية نسبة الرفع المالي واعتبارها مؤشر قوى لقيمة الشركة. وفي ذات الاتجاه، فقد أوضحت دراسة (Polimpung, 2021) أن الرفع المالي يؤثر أيضاً على عوائد الأسهم.

وتأسيساً على ما سبق، فإنه سوف يتم ادراج مجموعة من متغيرات الرقابة، والتي تتمثل فيما يلي:

- أ- ربحية الشركة (ROA): وتقاس بنسبة العائد على إجمالي الأصول.
- ب- نسبة الرفع المالي (DER): والتي تقاس بنسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية.

خامساً: الأساليب الإحصائية.

يتم الاعتماد على برنامج (SPSS) في معالجة البيانات المنشورة لأجل تحديد مدى الارتباط بين المتغير المستقل وبين المتغير التابع باستخدام معادلات الانحدار المتعدد، وذلك عند بحث العلاقة بين ممارسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة السوق المصري.

سادساً: نموذج الدراسة التطبيقية:

يستهدف هذا النموذج اختبار الفرض القائل بأنه " يوجد أثر ذو دلالة معنوية لممارسات التحفظ المحاسبي على كفاءة الأسواق المالية ".

$$EFF_{it} = \beta_0 + \beta_1(CON_{it}) + \beta_2(ROA) + \beta_3(DER) + \epsilon_{it}$$

سابعاً: نتائج الدراسة التطبيقية:

١ - نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يمكن عرض أهم نتائج الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة التطبيقية، كما يوضح الجدول رقم (٣)، والتي تشمل كلا من المتوسط والانحراف المعياري وأعلى وأدنى قيمة لمتغيرات الدراسة التطبيقية.

جدول رقم (٣)

الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة عن فترة الدراسة.

المتغير	المتوسط	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أعلى قيمة
التحفظ (X)	٢,٥٥	٣,١٨	٠,٣٦	٢٥,٩٥
الكفاءة (Y)	١٦,٠٣	٢٦,٦٠	٠,٢٣	١٨٠,١٧
ربحية الشركة (ROA)	٠,٠٨	٠,٠٨	-٠,٠٨	٠,٣٢
الرفع المالي (DER)	١,٣٠	١,٦٨	٠,٠٠	١١,٢٣

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي.

بتحليل النتائج الواردة بالجدول رقم (٣) الخاص بالإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة عن الفترة محل الدراسة، يتبين أن:

- قيمة المتوسط لمتغير التحفظ المحاسبي مقاساً بنسبة القيمة السوقية الى القيمة الدفترية في عينة الدراسة تبلغ ٢,٥٥، وبمدى يتراوح ما بين ٠,٣٦ و ٢٥,٩٥، وهذا يعني ان معظم نسب القيمة السوقية الى القيمة الدفترية لاسهم شركات العينة تتمركز حول هذا المعدل، هو ما يدل على زيادة القيمة السوقية عن القيمة الدفترية لتلك الأسهم، مما يعني زيادة ممارسات التحفظ المحاسبي في معظم شركات العينة.
- أن قيمة متوسط كفاءة السوق عند المستوى المتوسط وفقاً لمقياس التغير في سعر اغلاق أسهم الشركة هو ١٦,٠٣، وبمدى يتراوح ما بين ٠,٢٣ و ١٨٠,١٧، مما يدل على انخفاض القيمة السوقية لاسهم معظم شركات العينة، وان أكبر قيمة سوقية لاسهم شركات العينة قد بلغت ١٨٠,١٧ جنيه، في حين بلغت اقل قيمة سوقية للسهم في ذات العينة قد بلغت ٠,٥٥ جنيه.
- أن قيمة متوسط ربحية الشركة وفقاً لمقياس نسبة العائد على إجمالي الأصول هي ٠,٠٨، وبمدى يتراوح ما بين -٠,٠٨ و ٠,٣٢، وهو ما يشير الى أن مستوى العائد على الأصول في تلك العينة يتمركز حول هذ المعدل، مما يعني انخفاض مستوى ربحية شركات العينة، وهو الامر الذي قد يؤثر سلباً على عوائد أسهم تلك الشركات وكذلك مقدار توزيعات الأرباح الخاصة بها.

- أن قيمة متوسط نسبة الرفع المالي وفقا لمقياس نسبة إجمالي الديون الى حقوق الملكية هي ١,٣٠، وبمدى يتراوح ما بين الصفر و١١,٣٢، وهو ما يشير الى انخفاض مستوى المخاطر التي تواجه معظم شركات العينة، وبالتالي انخفاض كل من تكاليف فوائد وأعباء الديون الواجب سدادها الى المقرضين، وهو الامر الذي يسمح بالمزيد من التوزيعات على المستثمرين ويؤثر إيجابيا على عوائد أسهم تلك الشركات.

كما يتضح من الإحصاءات الوصفية أن قيمة الانحراف المعياري لكل من التحفظ المحاسبي وكفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى المتوسط قد بلغت ٣,١٨، ٢٦,٦٠ على التوالي وهي أعلى من المتوسط لتلك المتغيرات الذي يبلغ ٢,٥٥، ١٦,٠٣ على الترتيب، بما يشير الى وجود تشتت كبير في شركات العينة في هذا الصدد.

٢- نتائج اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة

تم الاعتماد على معامل ارتباط بيرسون لتحديد مدى الارتباط بين متغيرات الدراسة، حيث تعد مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون أداة أولية للكشف عن مشكلة الازدواج الخطي Multicollinearity المتعدد بين المتغيرات التفسيرية. وتم تخصيص الجدول رقم (٤) لعرض معاملات ارتباط بيرسون بين مدى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي كمتغير مستقل، وبين كفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى المتوسط كمتغير تابع.

جدول رقم (٤)

مصفوفة معاملات ارتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.

الرفع المالي	الربحية	الكفاءة	التحفظ	معامل ارتباط بيرسون	التحفظ
٠,٠٧٥- ٠,٣٥٩	٠,١٣٣ ٠,١٠٦	٠,٦٨٩** ٠,٠٠٠	١	معامل ارتباط بيرسون مستوى المعنوية	
٠,١٧٢- ٠,٠٣٥	٠,٢٢٩** ٠,٠٠٥	١	٠,٦٨٩** ٠,٠٠٠	معامل ارتباط بيرسون مستوى المعنوية	الكفاءة
٠,٢٤٠-** ٠,٠٠٣	١	٠,٢٢٩** ٠,٠٠٥	٠,١٣٣ ٠,١٠٦	معامل ارتباط بيرسون مستوى المعنوية	الربحية
١	٠,٢٤٠-** ٠,٠٠٣	٠,١٧٢- ٠,٠٣٥	٠,٠٧٥- ٠,٣٥٩	معامل ارتباط بيرسون مستوى المعنوية	الرفع المالي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي.

ومن واقع مصفوفة معاملات الارتباط، وجدت الباحثة أن جميع معاملات الارتباط بين متغيرات الدراسة كانت أقل من ٠,٧، وهو ما يمثل دلالة أولية بأن مشكلة الازدواج الخطي المتعدد غير موجودة بين متغيرات البحث وهذا يدل على قوة نموذج البحث في تفسير الأثر على المتغير التابع وتحديده، وبالتالي يمكن القول بأنه لا توجد مشكلة للازدواج الخطي في نموذج الانحدار المقدر.

وقد أوضحت مصفوفة معاملات الارتباط وجود ارتباط طردي معنوي بين متغير مدى تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى المتوسط، حيث جاء معامل الارتباط ومستوى المعنوية (٠,٠٠، ٠,٦٨٩) على الترتيب، الأمر الذي يقدم دليل أولي على وجود علاقة طردية بين تلك المتغيرات. وكذلك يوجد ارتباط طردي معنوي بين المتغير الرقابي المتعلق بربحية الشركة وبين كفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى المتوسط، حيث جاء معامل الارتباط ومستوى المعنوية (٠,٠٠٥، ٠,٢٢٩) على الترتيب، الأمر الذي يقدم دليل أولي على وجود علاقة طردية بين تلك المتغيرات. وأخيرا يوجد ارتباط سلبي معنوي بين المتغير الرقابي المتعلق بنسبة الرفع المالي وبين كفاءة سوق الأوراق المالية عند المستوى المتوسط، حيث جاء معامل الارتباط ومستوى المعنوية (-).

١٧٢، ٠، ٠٣٥) على الترتيب، الأمر الذي يقدم دليل أولي على وجود علاقة سلبية بين تلك المتغيرات.

٣- نتائج التحقق من غياب مشكلة الازدواج الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية: تسعى الباحثة في هذه الجزئية إلى التحقق من استقلال كل متغير من المتغيرات سواء المتغير المستقل أو الوسيط أو المتغيرات الرقابية عن باقي المتغيرات التفسيرية، وذلك على اعتبار أن قوة نموذج الانحدار تعتمد على فرضية استقلال تلك المتغيرات، وقد تم إجراء هذا الاختبار من خلال حساب معامل التباين المسموح Tolerance لكل متغير من هذه المتغيرات ومن ثم إيجاد معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF). ووجدت الباحثة من تحليل الجدول رقم (٥) أن قيم معامل التباين المسموح Tolerance لكل متغير من هذه المتغيرات كانت أقل من (١)، وكذلك أن قيم معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات جاءت أقل من (٥)، وهو الأمر الذي يشير إلى عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي المتعدد.

جدول رقم (٥)
نتائج اختبار الازدواج الخطي

إحصاءات ارتباط المتغيرات المستقلة Collinearity Statistics		النموذج
قيم معامل التباين Tolerance المسموح	قيم معامل تضخم التباين (VIF)	
٠,٩٨٠	١,٠٢٠	(Constant)
٠,٩٢٩	١,٠٧٦	التحفظ
٠,٩٤١	١,٠٦٣	الربحية
		الرفع المالي

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي.

٤- نتائج اختبار الانحدار المتعدد:

تم اختبار فرض الدراسة الذي ينص على أنه " يوجد أثر ذو دلالة معنوية لممارسات التحفظ المحاسبي على كفاءة سوق الأوراق المالية ". حيث تستهدف الباحثة من خلال هذا الفرض اختبار ما إذا كان قيام الشركة بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي قد تؤثر على المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية المصري.

ومن خلال استخدام أسلوب الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis، تم اختبار مدى صحة هذا الفرض وذلك عن طريق محاولة تحديد مدى وجود علاقة بين تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة سوق الأوراق المالية المصري. ويوضح الجدول رقم (٦) نتائج نموذج الانحدار المتعدد للعلاقة بين المتغير المستقل وبين المتغير التابع، وذلك على النحو التالي:

جدول رقم (٦)

نتائج أثر قيام الشركة بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي على سياسات توزيع الأرباح.

اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	بيان
مستوى المعنوية	القيمة		
٠,٧٩٣	٠,٢٦٣	٠,٧٦٨	الثابت (Constant)
٠,٠٠٠	١١,٣٠٤	٥,٥٧٤	التحفظ المحاسبي (X)

اختبار T		معاملات الانحدار المقدرة (β)	بيان
مستوى المعنوية	القيمة		
٠,٠٥٣	١,٩٤٧	٣٩,٨٠٢	ربحية الشركة (ROA)
٠,١٢٢	١,٥٥٧-	١,٤٨٨-	نسبة الرفع المالي (DER)
٠,٤٩٢			Adjusted R ²
٤٩,١٣٨			قيمة إحصائية F
٠,٠٠٠			معنوية إحصائية F

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي.

ويتضح من تحليل نتائج نموذج الانحدار المتعدد بين تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية في الجدول رقم (٦)، مجموعة من النتائج الهامة على النحو التالي:

- أن تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي - كمتغير مستقل - يمكنها تفسير ٤٩,٢٪ من التغير في كفاءة سوق الأوراق المالية المصري عند المستوى المتوسط (بمعامل تحديد ٠,٤٩٢، $Adj.R^2=$)، هو يمثل القوة التفسيرية لنموذج الانحدار المتعدد، ويعنى أيضا أن هناك مجموعة من العوامل الأخرى تؤثر في كفاءة سوق الأوراق المالية المصري عند المستوى المتوسط بنسبة (٥٠,٨٪) لم يتضمنها النموذج، وهو ما يمكن الوصول إليه من خلال الأبحاث المستقبلية.
- وتظهر قيمة F (٤٩,١٣٨) أن نموذج الانحدار ككل جاء معنويًا.
- وقد بلغت قيمة معامل انحدار تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي (٥,٥٧٤) وان قيمة P-value وفقاً لاختبار T تساوي الصفر (أقل من مستوى المعنوية ٠,٠٥)، مما يشير الى وجود تأثير إيجابي معنوي لتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي على المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، وفي ضوء ذلك يتم قبول فرض البحث الثالث (H3).
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية المتعلقة بكل من ربحية الشركة ونسبة الرفع المالي، فقد بلغت قيمة معامل الانحدار (٣٩,٨٠٢، ١,٤٨٨-) على التوالي، وأن قيمة P-value وفقاً لاختبار T تساوي (٠,١٢٢، ٠,٠٥٣) على التوالي (وهي أكبر من مستوى المعنوية ٠,٠٥ بالنسبة للمتغيرين الرقابيين)، مما يشير الى عدم وجود تأثير معنوي للمتغير الرقابي الأول الخاص بربحية الشركة على المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية المصرية، بالإضافة الى عدم وجود تأثير معنوي للمتغير الرقابي الثاني الخاص بنسبة الرفع المالي على المستوى المتوسط لكفاءة سوق الأوراق المالية المصرية.

القسم السادس

الخلاصة والنتائج والتوصيات.

ارتكازا على عرض وتحليل المحاور الرئيسية التي تحقق اهداف البحث، يمكن للباحث استخلاص اهم النتائج وتقديم التوصيات على النحو التالي:

١- **نتائج البحث:** خلصت الدراسة الى مجموعة من الدلالات والنتائج التي تتعلق بكل من الدراسة النظرية والتطبيقية، والتي يمكن تناولها على النحو التالي:

١/١- تتمثل اهم عوامل قياس كفاءة البورصة المصرية عند المستوى الضعيف في اختبار سلسلة الارتباط و قواعد التصفية و اختبار الانمط الطارئة، بينما تتمثل عوامل قياس كفاءة البورصة المصرية عند المستوى المتوسط في استخدام اسلوب دراسة الحدث في قياس مدى استجابة اسعار الاسهم للمعلومات المتاحة وكذلك مدى امكانية التنبؤ بالعوائد المستقبلية، واخيرا قياس كفاءة البورصة المصرية عند المستوى القوى من خلال قياس مدى قدرة العاملين بالشركة والمؤسسات المالية على تحقيق ارباح غير عادية مقارنة بباقي المستثمرين.

٢/١- تحديد أهم أسباب عدم كفاءة سوق الأوراق المالية.

٣/١- يمكن تفسير المستويات المختلفة لكفاءة الأسواق المالية من خلال أربعة جوانب رئيسية تتمثل في: طبيعة المعلومات المتوفرة في السوق، وكذلك مدى استقلالية التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم، بالإضافة إلى القدرة على التنبؤ بالأسعار والعوائد المستقبلية، وأخيراً القدرة على تحقيق عوائد غير عادية.

٤/١- تتمثل أهم المتطلبات والتوصيات اللازمة لزيادة كفاءة سوق الأوراق المالية في ضرورة اجراء المبادرات السياسية التي تهدف الى جذب كل من الشركات المحلية والشركات متعددة الجنسيات الى طرح أسهمها في سوق الأوراق المالية المصرية وكذلك الى جذب المستثمرين الأجانب الى الاستثمار في البورصة المصرية، وأيضا اتخاذ الإجراءات التنظيمية التي تساعد على التطوير المنظم لأسواق المال وتدريب العاملين بالبورصة وتنمية الوعي الادخاري لدى صغار المدخرين، بما يسهم في النهاية في التحسين الشامل لكفاءة الأسواق المالية المصرية.

٥/١- توجد العديد من الدوافع لتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي أهمها الدافع الضريبي وكذلك دافع التقاضي ودافع عقود الدين وأيضا دافع المكافآت الإدارية، وأخيراً دافع التكاليف السياسية.

٦/١- توجد العديد من نظريات قياس التحفظ المحاسبي في القوائم المالية في الشركات، وذلك حتى يمكن تفسير أسباب اختلاف مستوى تطبيق التحفظ فيما بين الشركات في البيئة المصرية، وتم تصنيف هذه النماذج المختلفة وفقاً للمداخل المتبعة في قياس التحفظ المحاسبي، حيث توجد مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على العلاقة بين الارباح المحاسبية وبين عوائد الأسهم، وكذلك توجد مقاييس للتحفظ المحاسبي تعتمد على قيم الأصول، واخيرا مقاييس التحفظ المحاسبي التي تستند إلى الاستحقاقات.

٧/١- كشفت نتائج الدراسة التطبيقية عن وجود أثر إيجابي معنوي لممارسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة سوق الأوراق المالية المصري، وذلك بمعامل تحديد ٠,٤٩٢، ومستوى معنوية تساوى الصفر، وفي ضوء ذلك يتم قبول فرض البحث الرئيسي.

٢- **توصيات الدراسة:** في ضوء النتائج المستخلصة من الدراسة النظرية والتطبيقية، وسعيًا نحو تحقيق الهدف الأساسي للدراسة، يمكن للباحثة تقديم مجموعة من التوصيات على النحو التالي:

١- **توصيات موجهة للمستثمرين:**

- ١/١ - يجب على المستثمرين مراعاة الظروف الاقتصادية والسياسية والبيئية السائدة وعدم الانسياق وراء الشائعات عند اتخاذ قرار الاستثمار في البورصة.
- ٢/١ - أن يعتمد المستثمرون عند اتخاذ القرار الاستثماري على المعلومات المالية والمحاسبية الخاصة بالشركات.
- ٣/١ - يجب على المستثمرين عدم اتباع سلوك العامة عند اتخاذ القرار الاستثماري، بما يساعد على كفاءة سوق الأوراق المالية.
- ٤/١ - أن يسعى المستثمرين في سوق الأوراق المالية الى زيادة مستوى المعرفة والثقافة المالية لديهم، بما يساعد على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية.

٢- **توصيات موجهة لمسئولي الشركات المقيدة بالبورصة:**

- ١/٢ - تتبنى إدارة الشركات تقنيات ونظم تكنولوجيا المعلومات والاتصال، بما يساعد على تحسين الإفصاح والشفافية، وبالتالي سرعة استجابة أسعار الأسهم للمعلومات التي توفرها تلك الشركات.
- ٢/٢ - يجب على محاسبي الشركات الاهتمام بتطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي عند اعداد القوائم المالية الخاصة بالشركة، بما يؤثر إيجابيا على مصداقية المعلومات المنشورة في تلك القوائم، وهو الامر الذي ينعكس في النهاية على تحسين كفاءة بورصة الأوراق المالية المصرية.
- ٣/٢ - يجب على الشركات المصرية الالتزام بمبادئ الحوكمة بما يساعد على تطوير كفاءة البورصة المصرية.

- ٤/٢ - قيام البورصة بضرورة تنظيم الدورات التدريبية للعاملين بها، بما يضمن تحسين مهارات هؤلاء العاملين، وزيادة مستوى أدائهم، وهو الامر الذي يكفل في النهاية زيادة مستوى أداء البورصة المصرية ككل.

٣- **توصيات موجهة إلى مسئول البورصة المصرية:**

- ١/٣ - فتح المجال لبورصة الأوراق المالية المصرية للشروع في الإجراءات التنظيمية التي تضمن كفاءة السوق.
- ٢/٣ - تنظيم المبادرات السياسية التي تجذب المستثمرين وخاصة المستثمرين الأجانب وذلك نحو الاستثمار في سوق الأوراق المالية المصرية.
- ٣/٣ - يجب على البورصة ضرورة عقد الندوات والدورات التدريبية التي تساعد على توعية المستثمرين المحتملين بالفرص الاستثمارية المتاحة بالسوق، وكيفية تحقيق العوائد، وهو الامر الذي يساعد على تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية المصرية.

رابعاً: الدراسات المستقبلية المقترحة

- توصي الباحثة بضرورة اجراء المزيد من الدراسات والبحوث المستقبلية في مجال كفاءة سوق الأوراق المالية، وفيما يلي بعض الموضوعات المقترحة:
- ١ - دور ممارسات إدارة الأرباح كمتغير وسيط في العلاقة بين ممارسات التحفظ المحاسبي وبين كفاءة سوق الأوراق المالية.
 - ٣ - قياس أثر الحوكمة الرقمية على تحسين شفافية التقارير المالية كمرتكز لتحسين كفاءة سوق الأوراق المالية.

المراجع

أ- المراجع العربية:

١. البطاط، منتظر فاضل سعد، والجعفري، هبه عامر عيسى. (٢٠٢٢). أثر كفاءة سوق راس المال في القيمة السوقية للأوراق المالية: دراسة تطبيقية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠١٩، العلوم الاقتصادية، المجلد ١٧، العدد ٦٥، ص ص: ٢٦-١.
٢. البطاط، منتظر فاضل سعد، والجعفري، هبه عامر عيسى. (٢٠٢٢). الأسواق المالية الكفاءة وأثرها في القيمة السوقية للأوراق المالية: دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ٢٠١٥-٢٠١٩، مجلة الاقتصاد الخليجي، العدد ٤٥، ص ص: ٢٥١-٢٠١.
٣. التقرير السنوي للبورصة المصرية (٢٠١٩ – ٢٠٢٠)، متاحة على الموقع : <https://www.egx.com.eg/ar/MarketSummary.aspx>
٤. الجوزي، جميلة؛ العمري، صفية، (٢٠١٧)، " اختبار فرضية كفاءة أسواق الأوراق المالية المغاربية عند المستوى الضعيف: دراسة حالة الجزائر، المغرب، تونس"، مجلة الإصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي، المجلد ١٢، العدد ٢٣
٥. الصياد، على محمد على. (٢٠٢٠). أثر الملكية العائلية على الاستحقاقات الاختيارية والتحفظ المحاسبي بالقوائم المالية: دراسة تطبيقية مقارنة بين الشركات العائلية والشركات غير العائلية المقيدة بالبورصة. مجلة البحوث المحاسبية، جامعة طنطا، كلية التجارة، العدد ١، ص ص: ٣٩٠-٤٢٣.
٦. الطراح، محمد عبد الله احمد، شحاتة، محمد موسى على، وعباس، جهاد احمد نور الدين. (٢٠٢٢). أثر الإفصاح عن العمليات المصرفية الالكترونية على تحسين جودة التقارير المالية بالبيئة الكويتية: دراسة تطبيقية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والإدارية، المجلد ١٣، ص ص: ٢١٣٤ – ٢١٥٧.
٧. العمور، سالم عميرة، (٢٠٢١)، " ممارسة التحفظ المحاسبي وأثره على التكاليف الضريبية في الشركات الفلسطينية"، مجلة دراسات الاقتصاد والاعمال، جامعة مصراته، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، المجلد ٨، العدد ١، ص ص: ١٣٧-١٥٧.
٨. الفضل، مؤيد محمد على. (٢٠١٩). العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء الملكية الإدارية: دراسة ميدانية في البيئة الأردنية. مجلة جامعة الملك سعود، العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود، المجلد ٢٨، العدد ٢، ص ص: ٢٢٩ – ٢٥٥.
٩. الكردي، أمنة على، (٢٠١٧)، "أثر خصائص الحاكمية المؤسسية على التحفظ المحاسبي: دليل من البنوك التجارية الأردنية"، مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية، جامعة الزرقاء -عمادة البحث العلمي، المجلد ١٤، العدد ٢٢، ص ص: ٥٣٩ – ٥٥٣.
١٠. المناصير، موسى فلاح، (٢٠٢٠)، " محددات توزيع الأرباح النقدية في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية " مؤتة للبحوث والدراسات-سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة مؤتة، مج ٣٥، ع ١، ص ص: ١٢٣-١٤٨.
١١. أبو العلا، محمد عبد العزيز محمد، (٢٠١٨)، " اثر تواجد الشركات في المؤشر المصري للمسؤولية الاجتماعية ESG على التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على

- الشركات المتواجدة في المؤشر"، **مجلة الفكر المحاسبي**، جامعة عين شمس، كلية التجارة، قسم المحاسبة والمراجعة، المجلد ٢٢، العدد ٤، ص ص: ٤٦٢ - ٥١٩.
١٢. باغة، محمد محمد أحمد، (٢٠١٧)، " اختبار كفاءة السوق المصري للأوراق المالية عند المستوى الضعيف"، **المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية**، المجلد ٨، ص ص: ٢٠٥ - ٢٣٢.
١٣. بسبع، عبد القادر سمير، وتشيكو، عبد القادر. (٢٠١٩). اختبار المستوى الضعيف من الكفاءة لأسواق الأوراق المالية الإسلامية: دراسة حالة الأسواق الناشئة خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨. **مجلة معهد العلوم الاقتصادية** المجلد ٢٢، العدد ٢، ص ص: ١٢٣ - ١٤٦.
١٤. حفيظ، الياس، وعبد الرحمان، نعجة. (٢٠٢٢). اختبار فرضية الشكل الضعيف لكفاءة الأسواق المالية: دراسة حالة السوق المالي السعودي (Tadawul). **مجلة الاستراتيجية والتنمية**، المجلد ١٢، العدد ١، ص ص: ٦٤-٨١.
١٥. خالد، هدى عصام حسن، (٢٠١٦)، " محاسبة القيمة العادلة وأثرها على كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة ميدانية"، **المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة**، جامعة عين شمس، العدد ١، ص ص: ٥٣٩ - ٥٦١.
١٦. خلف، محمد سامي سلامة، (٢٠٢١)، "أثر تغير التوزيعات على نمو الأرباح المستقبلية: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية"، **الفكر المحاسبي**، مج ٢٥، ع ٣، ١ - ٥.
١٧. سلام، اسامه محمد محمد. (٢٠٢٠). اختبار كفاءة السوق المصري للأوراق المالية على المستوى الضعيف، **مجلة البحوث التجارية**، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، المجلد ٤٢، العدد ٤، ص ص: ١٣٦-١٥٩.
١٨. سليمان، احمد فتحي إسماعيل، (٢٠١٨)، " أثر التحفظ المحاسبي على جودة التقرير المالي في بيئة الاعمال المصرية"، **المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية**، جامعة قناة السويس، كلية التجارة بالإسماعيلية، المجلد ٩، العدد ١، ص ص: ٥١٨ - ٥١٤.
١٩. سمير، ايت عكاش، وبدوي، مصطفى. (٢٠٢٢). دعم كفاءة السوق المالي من مدخل تعزيز الإفصاح المالي: السوق السعودي نموذجاً. **مجلة الابداع**، جامعة البليدة، المجلد ١٢، العدد ١، ص ص: ١٤٧ - ١٦٣.
٢٠. عبد السلام، ايمان العتاق الشيخ؛ وعلى، على محمد. (٢٠٢٠). الإفصاح المحاسبي الاختياري ودوره في رفع كفاءة أسواق المال: دراسة ميدانية سوق الخرطوم للأوراق المالية (رسالة ماجستير غير منشورة)، جامعة النيلين، الخرطوم، ص ص: ١-١٢٠.
٢١. عبد الغنى، هشام محمد محمد. (٢٠١٥). أثر جودة الإفصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلومات على نشاط سوق الأوراق المالية-مع دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري"، **رسالة ماجستير**، جامعة الإسكندرية، كلية التجارة.
٢٢. عثمان، عبد الرحمن عادل خليل، (٢٠٢٢)، " سياسات التحفظ المحاسبي وأثرها على جودة الأرباح المحاسبية: دراسة ميدانية على عينة من المصارف السودانية ٢٠٢٠ م"، **مجلة القلزم للدراسات الاقتصادية والاجتماعية**، مركز بحوث ودراسات دول حوض البحر الأحمر وجامعة الحضارة، العدد ١١، ص ص: ٦٧-٨٢.

٢٣. على، غالب أسود جلوي، (٢٠١٧)، " أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية: دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، السودان، ص ص: ١-١٣١.
٢٤. على، شريف شمس الدين محمود. (٢٠١٩). جودة معلومات التقارير القطاعية ودورها في تقليل مخاطر الاستثمار وزيادة كفاءة الأسواق المالية: دراسة ميدانية على المتعاملين بسوق الخرطوم للأوراق المالية، رسالة دكتوراة، جامعة النيلين، الخرطوم، ص ص: ١-٢٩٩.
٢٥. عيسوي، سهام. (٢٠٢٢). اختبار فرضية كفاءة الصيغة الضعيفة للسوق المالي الإسلامي: مؤشر السوق داو جونز الإسلامي. *مجلة العلوم الإدارية والمالية*، المجلد ٦، العدد ١، ص ص: ٣٩٢-٤١٠.
٢٦. قزال، إسماعيل، زرقون، عمر الفاروق، وجمال الدين، محمد زرقون (٢٠١٩)، " قياس مستوى ممارسة التحفظ المحاسبي في شركات المساهمة الجزائرية"، *المجلة العالمية للاقتصاد والاعمال*، مركز رفاد للدراسات والأبحاث، المجلد ٦، العدد ٣، ص ص: ٥١٤-٥٣٤.
٢٧. كعموش، شريف على خميس إبراهيم، (٢٠١٨)، " أثر تبني المعايير الدولية للمحاسبة ومراحل دورة حياة المشروع على مستوى التحفظ المحاسبي: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة لسوق الأسهم السعودي"، *مجلة الفكر المحاسبي*، جامعة عين شمس، كلية التجارة، قسم المحاسبة والمراجعة، المجلد ٢٢، العدد ٣، ص ص: ٦٢٤ - ٦٦٧.
٢٨. كلتوم، جريو؛ محمد، ديدو، (٢٠١٧)، " دور مبدأ الإفصاح والشفافية في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية"، *مجلة الاقتصاد الجديد*، العدد ١٦، المجلد ١، ص ص: ١١١-١٢٤.
٢٩. مداني، أحمد؛ مداح، عبد الهادي، (٢٠١٦)، " دور تطبيق مبادئ حوكمة الشركات في تحسين كفاءة أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة سوق الإمارات للأوراق المالية"، *مجلة الاقتصاد والمالية*، العدد ٢، ص ص: ١-١٦.
٣٠. مرقص، فوزي عبد الباقي فوزي، ومحمد، سمر عبد الرحمن سلامه. (٢٠٢٠). العلاقة بين التنوع الجنسي في مجلس الإدارة والتحفظ المحاسبي: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، *مجلة البحوث التجارية*، جامعة الزقازيق، كلية التجارة، المجلد ٤٢، العدد ٣، ص ص: ١٦-٤٨.
٣١. مزوزي، خيرة، بخالد، عائشة، (٢٠١٧)، " أثر الإفصاح عن توزيعات الأرباح على كفاءة سوق دبي المالي: دراسة حديثة خلال سنة ٢٠١١"، *مجلة أداء المؤسسات الجزائرية*، جامعة قاصدي مرباح، ع ١١، ص ص: ١٩١-٢٠٢.
٣٢. مساعد، ليلي بابكر احمد، (٢٠٢٠)، " أثر خصائص لجان المراجعة في سياسات التحفظ المحاسبي: دراسة ميدانية على عينة من المصارف السودانية"، *مجلة الدراسات العليا*، جامعة النيلين، كلية الدراسات العليا، المجلد ١٥، العدد ٧، ص ص: ٢٢-٣١.
٣٣. معايير المحاسبة المصرية الصادرة بقرار رئيس الجهاز المركزي للمحاسبات بجمهورية مصر العربية القرار رقم ٧٣٢ لسنة ٢٠٢٠ وتعديلاتها الصادرة بقرار وزير الاقتصاد رقم ٧٣٢ لسنة ٢٠٢٠ وما لحقها من تعديلات بقرار رقم ١٥٦٨ لسنة ٢٠٢٠، قرار رقم ٤٧٠٦ لسنة ٢٠٢٢، قرار رقم ٨٨٣ لسنة ٢٠٢٣، قرار رقم ١٨٤٧ لسنة ٢٠٢٣.

٣٤. نعاس، صلاح الدين. (٢٠١٩). اليات وعوامل رفع كفاءة أسواق الأسهم العربية. مجلة الدراسات الاقتصادية المعممة، المجلد ٤، العدد ١، ص ص: ٥٠-٦٤.

ب- المراجع الأجنبية:

1. Abbas, D., Ismail, T., Taqi, M., & Yazid, H. (2022, January). The Effect of Managerial Ownership, Covenant Debt and Litigation Risk on Accounting Conservatism. *In Proceedings of the Third International Conference Administration Science, ICAS 2021*, September 15 2021, Bandung, Indonesia.
2. Akhtar, M., Yusheng, K., Haris, M., Ain, Q. U., & Javaid, H. M. (2022). Impact of financial leverage on sustainable growth, market performance, and profitability. *Economic Change and Restructuring*, 1-38.
3. Aljawaheri, B. A. W., Ojah, H. K., Machi, A. H., & Almagtome, A. H. (2021). COVID-19 Lockdown, Earnings manipulation and Stock market sensitivity: An empirical study in Iraq. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(5), 707-715.
4. Amira, H., & Nuha, B. Q. (2019), " The impact of conditional conservatism on creative accounting: A suggested framework", *Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions*, Volume 9, Issue 1, pp. 33-44.
5. Anusha, K. & Murugan, A., (2020), " Analysing the Effect of Dividend on the Share Price Using Data Mining Techniques", *Bulletin Monumental*, Volume 21: Issue 07, available at: <http://bulletinmonumental.com> .
6. Ardana, I. G. S., Sari, M. M., & GustiNgurahAgungSuaryana, I. (2021). Effect of Accounting Conservatism on Investment Efficiency with Litigation Risk as Moderating Variable. PalArch's *Journal of Archaeology of Egypt/Egyptology*, 18(7), 1525-1537.
7. Ardillah, K., & Halim, Y. (2022). The Effect of Institutional Ownership, Fiscal Loss Compensation, and Accounting Conservatism on Tax Avoidance. *Journal of Accounting Auditing and Business*–Vol, 5(1).
8. Arum, D. S., Mulyadi, M., & Sianipar, P. B. H. (2023). The Effect of Thin Capitalization and Accounting Conservatism on Tax Planning with Profit Quality as a Moderating Variable in Industrial Sector Companies Listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2018-2021 Period. *Nexus Synergy: A Business Perspective*, 1(1), 51-60.
9. Ayunku, Peter E. & Apiri, Tonye Richard, (2020), " Dividend Policy Impact on Market Value of Quoted Commercial Banks in Nigeria

- (2004-2018) ", *Saudi J Bus Manag Stud*, March, Vol. 5, No. (3), pp. 181-195
- 10.Black, J., Ham, C. G., Kimbrough, M. D., & Yee, H. Y. (2022). Legal expertise and the role of litigation risk in firms' conservatism choices. *The Accounting Review*, 97(4), 105-129.
- 11.Bustani, B., Kurniaty, K., & Widyanti, R. (2021). The effect of earning per share, price to book value, dividend payout ratio, and net profit margin on the stock price in Indonesia stock exchange. *Jurnal Maksipreneur: Manajemen, Koperasi, dan Entrepreneurship*, 11(1), 1-18.
- 12.Carosia, A. E. O., Coelho, G. P., & Silva, A. E. A. (2020). Analyzing the Brazilian financial market through Portuguese sentiment analysis in social media. *Applied Artificial Intelligence*, 34(1), 1-19.
- 13.Chen, X., Lu, M., Shan, Y., & Zhang, Y. (2023). Securities class actions and conditional conservatism: Evidence from two legal events. *Accounting & Finance*, 63(2), 2441-2471.
- 14.Chhatwani, Malvika Nandlal. "Reflections on theories of market efficiency." *Journal of Public Affairs* 19.4 (2019): e1947.
- 15.Chikhi, Mohamed, and Claude Diebolt. "Testing the weak form efficiency of the French ETF market with the LSTAR-ANLSTGARCH approach using a semiparametric estimation." *Eastern Journal of European Studies* 13.1 (2022): 228-253.
- 16.Chu, Jeffrey, Yuanyuan Zhang, and Stephen Chan. "The adaptive market hypothesis in the high frequency cryptocurrency market." *International Review of Financial Analysis* 64 (2019): 221-231.
- 17.Cui, L., Kent, P., Kim, S., & Li, S. (2021). Accounting conservatism and firm performance during the COVID 19 pandemic. *Accounting & Finance*, 61(4), 5543-5579
- 18.Daryaei, A. A., Fattahi, Y., Askarany, D., Askary, S., & Mollazamani, M. (2022). Accounting Comparability, Conservatism, Executive Compensation-Performance, and Information Quality. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(11), 489.
- 19.Dewi, G. A. M. S., & Abundanti, N. (2020). Effect Of Profitability On Firm ValueWith Dividend Policy As A Mediation Variables In Manufacturing Companies. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 4(11), 330-335.
- 20.Duong, H. K., Schuldt, M., & Gotti, G. (2018), " Investor sentiment and timely loss recognition", *Review of Accounting and Finance*, 17(3), 383-404.

- 21.El Ansary, Osama, and Mervat Hussien El-Azab. "The impact of stock dividends and stock splits on shares' prices: Evidence from Egypt." *Accounting and Finance Research* 6.4 (2017): 84-96.
- 22.Ginting, R. A. (2021). The effect of capital structure, earning management, profitability, free cash flow and environment cost on firm value with dividend policy as moderating variables in pharmaceutical sub sector companies listed on the 2007-2019 Indonesia Stock Exchange Peri. *Jurnal Sains Sosio Humaniora*, 5(2), 981-995.
- 23.Haque, A., Fatima, H., Abid, A., & Qamar, M. A. J. (2019), " Impact of firm-level uncertainty on earnings management and role of accounting conservatism.", *Quantitative Finance and Economics*, 3(4), 772.
- 24.Hashim, S. L. B. M., & Shahrumzaki, N. I. I. B. (2020). The impact of profitability, leverage and dividend on the share price of food and beverage sector in Malaysia. *Global Business and Management Research*, 12(4), 535-539.
- 25.Huda, S., Zuhroh, D., & Firdiansjah, A. (2020). The effect of profitability and capital structure on firm value through dividend policy in transportation companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the period of 2015-2018. *International Journal of Advances in Scientific Research and Engineering (IJASRE)*, 6(9), 44-55.
- 26.Humaira, Adisa & Susanto, Hendro, (2020), " The Effect of Cash Holding Policy, Dividend Policy and Profitability on Stock Prices ", *Journal of Accounting, Entrepreneurship and Financial Technology*, Vol. 1, No. 2, pp.31-41.
- 27.Hyyryläinen, J. Finnish Stock Market Reaction to Cash Dividend Announcements. *Bachelor's Thesis*, Tallinn University of Technology. School of Business and Governance Department of Economics and Finance 2021
- 28.Ibrahim, U. A., & Isiaka, A. (2020). Effect of financial leverage on firm value: Evidence from selected firms quoted on the Nigerian stock exchange. *European Journal of Business and Management*, 12(3), 124-135.
- 29.İdil, K. A. Y. A., & Akbulut, D. H. (2020). Accounting Conservatism and Sustainability Reporting in Changing Times: Evidence from Turkish Banking Industry. *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, 23, 1-23.

30. Jihadi, M., Vilantika, E., Hashemi, S. M., Arifin, Z., Bachtiar, Y., & Sholichah, F. (2021). The effect of liquidity, leverage, and profitability on firm value: Empirical evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 423-431.
31. Kamarudin, K. A., Islam, A., Habib, A., & Wan Ismail, W. A. (2022). Auditor switching, lowballing and conditional conservatism: evidence from selected Asian countries. *Managerial Auditing Journal*, 37(2), 224-254.
32. Kanta, A. G. A., Hermanto, H., & Surasni, N. K. (2021). The Effect of Leverage and Profitability on Firm Value with Dividend Policy as Moderation Variable (Studies in Manufacturing Companies for the 2014-2018 Period). *International Journal of Multicultural and Multireligious Understanding*, 8(1), 245-255.
33. Kermani, A., Zaynali, Bigzade, F., & Khodamipour, A. (2018), "The Level of Conservatism and its Effect on Earnings Management of Listed Companies in Tehran Stock Exchange", *International Journal of Advanced Studies in Humanities and Social Science*, 7(3), 326-340.
34. Khalilov, Akram & Osma, Beatriz Garcia, (2020), "Accounting conservatism and the profitability of corporate insiders", *J Bus Fin Acc.*; Vol. 47, pp. 333–364.
35. Khan, R. (2019). Effect of dividend on stock price in emerging stock market. United International University, available at: <http://dspace.uiu.ac.bd/handle/52243/1212>.
36. Khoa, B. T., & Huynh, T. T. (2021). Is it possible to earn abnormal return in an inefficient market? An approach based on machine learning in stock trading. *Computational Intelligence and Neuroscience*, 2021.
37. Konstantin, Melching & Tristan, Nguyen. (2021). On The Impact of Dividend Payments on Stock Prices—An Empirical Analysis of The German Stock Market. *Studies in Business and Economics*, 16(1), 255-269.
38. Kousenidisa, Dimitrios V.; Ladasb, AnestisC. & Negakisb, ChristosI., (2014), "Accounting conservatism quality of accounting information and crash risk of stock prices", *The Journal of Economic Asymmetries*, Vol. 11, pp. 120–137.
39. Krismiaji, K., & Sururi, S. (2021). Conservatism, Earnings Quality, and Stock Prices-Indonesian Evidence. *Journal of Accounting and Investment*, 22(1), 37-50.

40. Laux, C., & Laux, V. (2023). Accounting conservatism and managerial information acquisition. *Journal of Accounting and Economics*, 101630.
41. Le, B., & Moore, P. H. (2022). The effects of state ownership and tax rate cuts on accounting conservatism: evidence from Vietnam. *Pacific Accounting Review*, 34(2), 197-224.
42. Lekhal, M., & El Oubani, A. (2020). Does the Adaptive Market Hypothesis explain the evolution of emerging markets efficiency? Evidence from the Moroccan financial market. *Heliyon*, 6(7).
43. Lengyel-Almos, K. E., & Demmler, M. (2021). Is the Bitcoin market efficient? A literature reviews. *Análisis económico*, 36(93), 167-187.
44. Liu, S. (2019). The impact of ownership structure on conditional and unconditional conservatism in China: Some new evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 34, 49-68.
45. Liukko, Matias, (2020), " Impact of Special Dividend Announcements on Finnish Stock Market ", *Master's Thesis* in Finance, Master's Program in Finance, University of VAASA, school of Finance.
46. Lubis, Y. C., Ummayro, N., & Sipahutar, T. T. U. (2022). Audit Committee, Company Size, Leverage and Accounting Conservatism on Tax Avoidance. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)*, 5(1), 2295-2304.
47. Ma, H., & Jeong, K. (2022). The effects of accounting conservatism on investment decision: Evidence from listed companies in China. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2093484.
48. Machdar, Nera Marinda; Manurung D. R., Adler Haymans M & Murwaningsari, Etty, (2017), " The Effects of Earnings Quality, Conservatism, and Real Earnings Management on the Company's Performance and Information Asymmetry as a Moderating Variable ", *International Journal of Economics and Financial Issues*, Vol. 7, No. (2), pp. 309-318.
49. Markonah, M., Salim, A., & Franciska, J. (2020). Effect of profitability, leverage, and liquidity to the firm value. 1 (1), 83–94.
50. Nadyayani, D. A. D., & Suarjaya, A. A. G. (2021). The effect of profitability on stock return. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 695-703.
51. Nasir, N. E. M., Kamarudin, S. N., Rashid, N., & Yaacob, N. M. (2023). A Thematic Review on Accounting Conservatism and Corporate Tax Planning. *Social and Management Research Journal*, 20(1), 151-172.

52. Novari, R., & Fuadah, L. L. (2021). The Impact of Tax Incentives, Political Costs, Litigation Risk and Equity Valuation on Accounting Conservatism. *Accounting & Finance/Oblik i Finansi*, (94).
53. Novari, R., & Fuadah, L. L. (2021). The Impact of Tax Incentives, Political Costs, Litigation Risk and Equity Valuation on Accounting Conservatism. *Accounting & Finance/Oblik i Finansi*, (94).
54. Ogiemudia, O. A., & Isibor, E. (2021). Testing Weak Form of Efficient Market Hypothesis (Emh) In Nigeria. *Journal Of Academic Research in Economics*, 13(3).
55. Pattiruhu, J. R., & Paais, M. (2020). Effect of liquidity, profitability, leverage, and firm size on dividend policy. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 35-42.
56. Putri, M. O. D., & Wiksuana, I. G. B. (2021). The effect of liquidity and profitability on firm value mediated by dividend policy. *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 5(1), 204-212.
57. Qorynilova, A. (2023). The Effect of Managerial Ownership, Debt Agreements and Litigation Risk on Accounting Conservatism. *SCIENTIA: Social Sciences & Humanities*, 2(1), 24-29.
58. Rahman, M. H., Naser, M. S., Islam, M. E., & Hossain, M. S. (2021). Is the capital market of Bangladesh efficient? *The Journal of Developing Areas*, 55(4), 173-186.
59. Saputri, D. R., & Bahri, S. (2021). The effect of leverage, profitability, and dividend policy on firm value. *International Journal of Educational Research and Social Sciences (IJERSC)*, 2(6), 1316-1324.
60. Sari, D. P., Nabella, S. D., & Fadlilah, A. H. (2022). The effect of profitability, liquidity, leverage, and activity ratios on dividend policy in manufacturing companies in the food and beverage industry sector listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2016-2020 period. *Jurnal Mantik*, 6(2), 1365-1375.
61. Setyabudi, T. (2021). The Effect of Institutional Ownership, Leverage, and Profitability on Firm Value with Dividend Policy as an Intervening Variable. *Journal of Business and Management Review*, 2(7), 457-469.
62. Shetty, P., & Rao, D. (2020). Dividend Policy and Its Impact on Share Price of Listed Nationalised Banks in Bse. *European Journal of Molecular & Clinical Medicine*, 7(7), 259-269.
63. Sholichah, F., Asfiah, N., Ambarwati, T., Widagdo, B., Ulfa, M., & Jihadi, M. (2021). The effects of profitability and solvability on stock

- prices: Empirical evidence from Indonesia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(3), 885-894.
64. Sholikhah, R. M. A., & Suryani, A. W. (2020). The influence of the financial distress, conflict of interest, and litigation risk on accounting conservatism. *KnE Social Sciences*, 222-239.
65. Sitepu, A. P., Munaf, T., Hasnarika, H., Sarazwati, R. Y., Novrina, P. D., & Saputra, J. (2022). Conservatism In Accounting: Financial Distress, Tax and Litigation Risk. *Penanomics: International Journal of Economics*, 1(1), 41-50.
66. Sugiyanto, S., & Candra, A. (2019). Good corporate governance, conservatism accounting, real earnings management, and information asymmetry on share return. *JIAFE (Jurnal Ilmiah Akuntansi Fakultas Ekonomi)*, 4(1), 9-18.
67. Sugiyanto, S., Febrianti, F., Maddinsyah, A., Sarwani, S., & Pranoto, P. (2021, January). The Influence of Intellectual Capital, Conservatism, Earning Management, To Future Stock Return and Its Implications on Stock Return (Case Study of Mining Companies in Indonesia Listed on Indonesia Stock Exchange for The Period Of 2013-2018). In *Proceedings of the 1st International Conference on Economics Engineering and Social Science, InCEESS 2020*, 17-18 July, Bekasi, Indonesia.
68. Sulistiyanti, U., & Saputra, A. D. (2020). Determinants of tax avoidance: Evidence from Indonesian mining industry. *Journal of Contemporary Accounting*, 165-174.
69. Tang, M., & Xin, H. C. (2017). Asymmetric timely loss recognition and insider trading profitability. *Working paper*, Stern School of Business, New York University, New York. Boom Pre-crisis.
70. Tee, K., & Tessema, A. M. (2019). Stock market reactions to dividend and earnings announcements in a tax-free environment. *International Finance*, 22(2), 241-259.
71. Thomas, G. N., Aryusmar, A., & Indriaty, L. (2020). The effect of effective tax rates, leverage, litigation costs, company size, institutional ownership, public ownership and the effectiveness of audit committees in accounting conservatism at public companies LQ45. *Journal of Talent Development & Excellence*, 12(1), 85-91.
72. Ullah, M., & Shah, A. (2018). The Role of Firm-Specific Variables in Explaining Heterogeneous Stock Market Reactions to Dividend Announcements. *Pakistan Business Review April*, Volume 20, Issue 1, April.

73. Vasileiou, Evangelos. "Efficient Markets Hypothesis in the time of COVID-19." *Review of Economic Analysis* 13.1 (2021): 45-63.
74. Wang, Qian; Li, Xiang & Liu, Qiaoying, (2020), " Empirical research of accounting conservatism, corporate governance and stock price collapse risk based on panel data model ", To link to this article: <https://doi.org/10.1080/09540091.2020.1806204>
75. Xia, B. S., Liitiäinen, E., & De Beedle, I. (2019). Accounting conservatism, financial reporting and stock returns. *Accounting and Management Information Systems*, 18(1), 5-24.
76. Yahya, A., Asiah, N., & Nurjanah, R. (2023). Tax Avoidance in Relationship on Capital Intensity, Growth Opportunities, Financial Distress and Accounting Conservatism. *Journal of Business Management and Economic Development*, 1(02), 154-165.
77. Yaseen, H., & Trifan, R. (2019). The impact of dividend events on stock returns: findings on companies listed on the Bucharest stock exchange. *The Review of Finance and Banking*, 11(2).
78. Yuwono, W., & Aurelia, D. (2021). The effect of profitability, leverage, institutional ownership, managerial ownership, and dividend policy on firm value. *Journal of Global Business and Management Review*, 3(1), 15-29.
79. Zhang, Tian, and Shaohui Zou. "Carbon Market Evaluation Based on Random Walk Hypothesis in China." *Mathematical Problems in Engineering* 2022 (2022).