

## المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية

د. عماد جورج إبراهيم حنا<sup>(١)</sup>

### ملخص البحث

هدف هذا البحث إلى اختبار المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، وذلك من خلال اختبار أثرالرأي المحتفظ على عوائد الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية. وكذلك تحديد العوامل التي تؤثر على المحتوى المعلوماتي، أو تؤثر على العلاقة بين الرأي المحتفظ وبين عوائد الأسهم. وتتمثل هذه العوامل في عوامل ترتبط بمراقب الحسابات وبعملية المراجعة (حجم مكتب المراجعة، وأسباب تحفظ مراقب الحسابات)، وعوامل ترتبط بالشركة محل المراجعة (ربحية الشركة وحجمها). وتم استخدام منهجية دراسة الحدث لفترة اختبار ٢١ يوم، تشمل ١٠ ايام قبل و ١٠ ايام بعد الحدث، بالإضافة ليوم الحدث والذي يتمثل في تاريخ نشر التقارير المالية للشركة. وتتكون عينة البحث من ١٩٢ مشاهدة من ٦٧ شركة غير مالية مقيدة بالبورصة المصرية حصلت على رأي متحفظ عن الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٧. وتشير نتائج الدراسة إلى وجود محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، وتحقيق عوائد سالبة ومعنوية عند مستوى ثقة ٩٥٪، بالإضافة إلى وجود تسريب للمعلومات بداية من اليوم السادس قبل الحدث. في حين أن لم تشيرنتائج البحث إلى وجود اختلاف في تأثير الرأي المتحفظ من جانب أكبر ٤ مكاتب مراجعة في مصر، أو تأثير أسباب تحفظ مراقب الحسابات على عوائد الأسهم، كما لم يوجد تأثير للأداء المالي (مقاساً بربحية السهم) أو حجم الشركة محل المراجعة على عوائد الأسهم. وخلص البحث من ذلك إلى أن هناك محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات بغض النظر عن حجم مكتب المراجعة، أو سبب التحفظ، أو الأداء المالي للشركة محل المراجعة وحجمها. وعند استبعادفترة الأحداث غير العادية خلال الثورة المصرية (عن سنوات ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٣) وجد انه مازال هناك تأثيرسلبى ومعنوي للرأي المتحفظ على عوائد الأسهم، ومن ثم عدم تأثير استبعاد فترة الأحداث غير العادية للثورة المصرية على نتائج البحث.

الكلمات الافتتاحية: المحتوى المعلوماتي، الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، دراسة تطبيقية، منهجية دراسة الحدث، العوامل التي تؤثر على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات.

(١) مدرس بقسم المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

E- mail: Emad\_gogo\_h@yahoo.com

---

## Information content of the qualified opinion of the auditor: An applied study of companies listed on the Egyptian Stock Exchange

### Abstract:

This research aimed to test the information content of the auditor's qualified opinion, by examining the effect of this opinion on the shares returns of companies listed on the Egyptian stock exchange, in addition to determine the factors that affect information content, or affect the relationship between qualified opinion and stock returns. These factors are related to the auditor and the audit process (audit Firm Size, the reasons for the auditor's qualified opinion) and firm-specific (profitability and size). Event study methodology was used for a 21-day test period, including 10 days before and 10 days after the event, and the day of the event, which is the date of publication of the financial reports of the company. The research sample consists of 192 observations obtained from 67 non-financial companies listed on the Egyptian stock exchange, which get a qualified opinion during period from 2010 to 2017.

The results showed that there is information content for the qualified opinion of the auditor, and significant negative returns at 95% confidence level. There is a leak of information from the sixth day before the event. The results did not indicate that there was a difference in effect of the qualified opinion on the 4 big audit firms in Egypt, nor effect of the auditor's qualified opinion reasons on the stock returns. There was also no impact on financial performance (measured by earnings per share) or the size of the company being audited on stock returns. It can be concluded that there is information content of the auditor's qualified opinion regardless of audit firm size, the auditor's qualified opinion reasons, the financial performance, and size of the audited company. Excluding the period of extraordinary events during the Egyptian revolution (2011-2012, 2013), it was found that there was still a negative and significant effect of qualified opinion on stock returns, and therefore the exclusion of the period of extraordinary events of the Egyptian revolution did not affect the research results.

**Keywords:** Information content, Qualified opinion of the auditor, Applied study, Event study methodology, Factors influencing the information content of the qualified opinion.

## ١. مقدمة

بالرغم من أن تنظيم مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر يعود الي عام ١٩٤٢<sup>(٢)</sup>، إلا أن أول معايير مصرية للمراجعة قد تم إصدارها في عام ٢٠٠٢ بواسطة المعهد المصري للمحاسبين والمراجعين<sup>(٣)</sup>، والتي تتمثل في ٦ معايير للمراجعة تتعلق بأصدار تقرير المراجعة دون غيرها من إجراءات المراجعة الأخرى. وفي سنة ٢٠٠٨، أصدرت وزارة الإستثمار ٣٨ معياراً للمراجعة (بدأ العمل بها في سنة ٢٠٠٩). وتتوافق هذه المعايير المصرية مع معايير المراجعة الدولية (ISAs)، وفي حالة عدم تغطية المعايير المصرية لمعاملة أو لحدث معين يتم الرجوع إلى المعايير الدولية (وهذان، ٢٠١٤).

وللمراجعة دور هام في تشجيع الاستثمار، من خلال زيادة الثقة في التقارير المالية، ويرى (Mautz and Sharaf (1961) أن هدف المراجعة يتمثل في تقديم المعلومات الموثوق فيها للمستخدمين، وتحسين عملية اتخاذ القرار باستخدام التقارير المالية، بهدف تخفيض مخاطر القرار. ومن ثم تمثل المراجعة خدمة مهنية يقدمها مراجع (مراقب حسابات) مستقل لتقديم المزيد من التأكيدات للمستخدمين.

وتنتهي عملية المراجعة بكتابة التقرير النهائي، والذي يعتبر ملخصاً كاملاً لما قام بمراقب الحسابات، والذي تتوافر فيه مقومات تعليمية وعملية وشخصية معينة، وغيرها من الضمانات التي تجعلها هلاً للإبداء رأيهم محايد عند عدالة القوائم المالية. ويوجه هذا التقرير إلى مختلف المستخدمين (المساهمين، والدائنين، والمستثمرين المحتملين، والبنوك وغيرهم من المستخدمين) بغرض مساعدتهم لاتخاذ القرارات المناسبة. فقد اوضح معيار المراجعة الدولي (IAS, 700) " أنه يجب لمراقب الحسابات تقييم الاستنتاجات التي أخذت من أدلة الإثبات في المراجعة التي حصل عليها كأساس لتكوين رأي حول القوائم المالية، وعند تكوين رأيهم في التقرير عن المعلومات المالية على مراقب الحسابات أن يحدد ما إذا كان هناك تأكيد مقبول بشأن احتمال أن تكون القوائم المالية خالية من الأخطاء الجوهرية. وتتضمن مراجعتها استنتاجاً إذا ما حصل على أدلة مراجعة كافية ومناسبة لتقليل مخاطر الأخطاء الجوهرية في المعلومات المالية إلى المستوى المنخفض بشكلم مقبول وتقييماً

(٢) صدر القانون رقم ٥٢ لسنة ١٩٤٢، والذي بناء عليه تم تأسيس "ديوان المحاسبة" لمراجعة ومراقبة إيرادات ومصروفات الدولة، ثم صدر قانون مزاولة مهنة المحاسبة والمراجعة رقم ١٣٣ لسنة ١٩٥١، والذي ينظم المراجعة في شركات القطاع الخاص في مصر. وبعد توسع القطاع العام بسبب تأميم الشركات الكبرى، فقد تم تأسيس الجهاز المركزي للمحاسبات (بدلاً من ديوان المحاسبة) بموجب القانون ١٢٩ لسنة ١٩٦٤. كما تم تأسيس الجمعية المصرية للمحاسبين والمراجعين (ESAA) في عام ١٩٤٦، التي لها دور مهم في تطوير مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر، وأصبحت عضواً في الاتحاد الدولي للمحاسبين (IFAC) منذ سنة ١٩٨٣.

(٣) تم تأسيس المعهد المصري للمحاسبين والمراجعين وفق قرار رئيس الجمهورية رقم (٤٨٤) الصادر في (١٩٨٣/١١/٢٢).

بالأخطاء التي لم يتم تصحيحها، وبالتالي يقوم مراقب الحسابات بإبداء رأيه بعدم عدالة عرض القوائم المالية في كل جوانبها الهامة.

ويمثل تقرير المراجعة وسيلة الإتصال بين مراقب الحسابات ومستخدمي القوائم المالية. كما يمثل الجانب الأكثر أهمية في عملية المراجعة ويستخدمه مراقب الحسابات لنقل نتائج عملية المراجعة لمستخدمي القوائم المالية. ويمثل الأثر المتوقع لتقرير المراجعة على قرارات المستخدمين احد العوامل الهامة التي تقف وراء الطلب على خدمات المراجعة، حيث يرد الطلب على خدمات المراجعة إلى الحاجة لتخفيض تعارض المصالح بين مدير الشركة والملاك من جهة والملاك من جهة أخرى، بحيث أصبح لدبالملاك، أو حملة الأسهم حافزاً قوياً لوجود طرف مستقل لهمبأن المعلومات التي يقدمها المدير ونائبه يمكن الاعتماد عليها في عملية اتخاذ قراراتهما الاقتصادية (Chow, 1982، ورزيقات ٢٠١٠).

ويجب أن يكون تقرير المراجعة مفهوماً وموضوعياً ومقبولاً من قبل المستخدمين، لكي يكون له تأثير على عملية اتخاذ القرارات بواسطة المستخدمين. كما يجب أن يكون لتقرير المراجعة محتوى معلوماتي Information Content حتى يؤثر على قرارات الاستثمار، وقرارات منح الائتمان وتحديد أسعار الأسهم، والعوائد المتوقعة، وغيرها من القرارات الاقتصادية. وإذا لم يتوفر لتقرير المراجعة المحتوى المعلوماتي، ومن ثم التأثير المتوقع على عملية اتخاذ القرارات بواسطة المستخدمين، فإن عملية المراجعة ذاتها تصبح غير ذات قيمة. وبالرغم من أهمية توافر محتوى معلوماتي لتقرير المراجعة، فإن هناك تعارض، أو عدم اتساق، في نتائج الدراسات السابقة حول تأثير تقرير مراقب الحسابات على قرارات المستثمرين وغيرهم من مستخدمي التقارير المالية. ونظراً لهذا التعارض في نتائج الدراسات السابقة فإن الباحث يرى أهمية وضرورة دراسة المحتوى المعلوماتي لتقرير المراجعة في الأسواق المالية الناشئة، وبالتحديد في سوق المال المصري.

## ٢. مشكلة البحث

يتوقع المحتوى المعلوماتي لتقرير المراجعة بصفة أساسية علنوعالرأي الذي يفصح عنهمراقبالحسابات، وكذلك رأيه في القدرة علنا استمرار الشركة. ففيالولايات المتحدة الأمريكية، تناووالمعيار (SAS, NO.58, 1988) الإرشادات المتعلقة بإصدار آراء مراقب الحسابات (رأي تنظيمي، أو رأي ممتحفظ، أو رأي معاكس، أو عدم إبداء الرأي)، ويوفر المعيار (SAS, NO.59, 1988)

إرشادات لمراقب الحسابات لتقييمها إذا كان هناك شك كبير في قدرة المنشأة علنا الاستمرار. وفي عام ٢٠١٢ تم إحلال

معيار المراجعة (SAS, NO.126, 2012)<sup>(٤)</sup> محل المعيار رقم ٥٩، وإن لم تختلف إرشادات هذا المعيار بصورة جوهرية عن المعيار رقم ٥٩. ونظراً لأنه عند صدور معيار المراجعة رقم ١٢٦، لم يكون مجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) قد أصدر معياراً عن مسؤوليات الإدارة في تقييم قدرة المنشأة على الاستمرار، اقتضى الأمر ضرورة تعديل معيار المراجعة رقم ١٢٦ لكي يأخذ ذلك في الاعتبار، ومن ثم صدر في فبراير ٢٠١٧ معيار المراجعة رقم ١٣٢ ليحل محل معيار المراجعة رقم ١٢٦<sup>(٥)</sup>.

وعلى المستوى الدولي، تناول المعيار الدولي (ISA, 700) الرأي غير المعدل (النظيف)، في حين تناول المعيار الدولي (ISA, 705)<sup>(٦)</sup> تعديلات الرأي في تقرير مراقب الحسابات (تتضمن الرأي المتحفظ، أو الرأي المعاكس، أو عدم إبداء الرأي)، وكما تناول المعيار (ISA, 570)<sup>(٧)</sup> كيفية الحكم على قدرة المنشأة على الاستمرار. وقد تبنت مصر معايير المراجعة الدولية، حيث تناول المعيار المصري رقم (٧٠٠) تقرير مراقب الحسابات عن مجموعة كاملة من القوائم المالية ذات الأغراض العامة، وقد تناول المعيار المصري رقم (٧٠١) التعديلات في تقرير مراقب الحسابات. كما يتناول المعيار المصري رقم (٥٧٠) الرأي عن القدرة على الاستمرارية.

ويقوم مراقب الحسابات بتقييم مدى صحة ومصداقية المعلومات المالية المفصح عنها في التقارير المالية، ويقدم رأياً نظيفاً في حالة تطبيق الشركة لمعايير المحاسبة بشكل صحيح، مما يعزز من مصداقية القوائم المالية. وعلى العكس من ذلك، فإذا كان مراقب الحسابات متحفظاً فإنه

يواصل للمستثمرين تحفظاته على جودة القوائم المالية للشركة أو عدم قدرته على جمع المعلومات الكافية والمناسبة. وبالتالي، فمن المرجح أن يؤثر ذلك على تفسير المتعاملين في سوق المال للمعلومات الواردة بالتقارير المالية، وذلك من خلال إشارة مراقب الحسابات بأن الأرقام الواردة بالقوائم المالية لشركة أقل مصداقية من القوائم التي تتضمن رأياً نظيفاً أو غير معدل.

وبالرغم من أهمية تقرير مراقب الحسابات في زيادة الثقة لدى مستخدمي التقارير المالية، إلا أن هناك تساؤلاً عن

الحسابات في القوائم المالية التي قام بمراجعتها، والنايمد يمكن الاعتماد على تقرير مراقب

الحسابات في عملية اتخاذ القرارات بأنواعها، سواء كانت قرارات استثمارية أو إنتمانية أو إقراراً اقتصادية أخرى تعتمد

على القوائم المالية التي تم مراجعتها (Gomez-Guillamon 2003; Schneidr and Church,

(٤) بعنوان "The Auditor's Consideration of an Entity's Ability to Continue as a Going Concern"

(٥) بنفس عنوان المعيار ١٢٦، ويطبق بعد ٢٠١٧/١٢/١٥.

(٦) هناك تعديلات جديدة في المعيارين الدوليين (ISA 700, 705) تطبق بعد ٢٠١٦/١٢/١٥.

(٧) آخر تعديلات المعيار الدولي (ISA 570) كانت في يناير سنة ٢٠١٥.

(2008). ومن ثم، يعتبر المحتوى المعلوماتي لتقرير مراقب الحسابات محل اهتمام تساؤل العديد من الباحثين فيما يتعلق بمدى اعتماد مستخدمي التقارير المالية على رأي مراقب الحسابات عند اتخاذ القرارات. بعبارة أخرى، هل يتفاعل المستثمرون، والمقرضون، وغيرهم بصورة مختلفة في الشركات التي تحصل على رأي متحفظ مقارنة بالشركات التي حصلت على رأي غير متحفظ؟ وقد لخص ذلك تساؤل (Ittonen (2012, P.8) هل نشر رأي أو تقرير مراقب الحسابات يقدم معلومات ذات أهمية لعملية اتخاذ القرارات من جانب مستخدمي التقارير المالية؟ أو هل تؤثر هذه المعلومات على أسواق المال؟".

وكما سبق الإشارة، فإن نتائج الدراسات السابقة المتعلقة بالمحتوى المعلوماتي لمراقب الحسابات متعارضة وغير متناسقة. كما أن هناك انتقادات واسعة وعدم ثقة في مهنة المراجعة في ظل الانهيارات المالية الكبرى في الولايات المتحدة الأمريكية وغيرها من الدول، وفشل بيئة الأعمال والمراجعة وتحقيق المستثمرين لخسائر مالية كبيرة، وذلك في ظل حصول هذه الشركات على رأي نظيف أو غير معدل من مراقب الحسابات. فقد اشارت نتائج دراسة لطفي (٢٠٠١) إلى أن مسؤولي الإقراض والائتمان لا يثقون في تقرير مراقب الحسابات في بيئة الأعمال الأردنية.

وقد يرجع السبب في عدم الحصول على أدلة متناسقة عن المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات إلى وجود مشاكل في منهجية بعض الدراسات السابقة، كما قد توجد عوامل قد تؤثر على المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات ترتبط بالشركة محل المراجعة أو ترتبط بعملية المراجعة أو بمراقب الحسابات، وقد يؤدي ذلك إلى زيادة أو تخفيض تأثير الرأي المتحفظ على أسعار أو عوائد الأسهم في سوق المال أو على قرارات المستثمرين. ومن ثم، تظهر الحاجة إلى تحديد العوامل، أو الأسباب تؤثر على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات. وتحديد متى يصدر مراقب الحسابات رأياً متحفظاً ذو محتوى معلوماتي في سوق المال المصري. ولذلك يتناول البحث الإجابة على التساؤلات التالية:

- هل هناك محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات في سوق المال المصري؟ أو هل تتأثر أسعار أو عوائد السهم في البورصة المصرية للشركات التي حصلت على آراء متحفظة لمراقبي الحسابات؟
- ماهي العوامل التي قد تؤثر على المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات في سوق المال المصري؟ ويتفرع من هذا التساؤل التساؤلات التالية: هل يؤثر حجم مكتب المراجعة على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات؟ هل يؤثر نوع سبب (أو أسباب) التحفظ على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات؟ هل يؤثر الأداء المالي للشركة التي حصلت على رأي متحفظ على المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات؟ وهل

يؤثر حجم الشركة، التي حصلت على رأي متحفظ، على المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات؟

### ٣. هدف البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة واختبار أثر المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على قرارات المستثمرين في سوق المال المصري، حيث ينعكس هذا المحتوى المعلوماتي على أسعار وعود الأسهم. كما يهدف هذا البحث أيضاً إلى دراسة العوامل التي قد تؤثر على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، والتي قد تحد أو تزيد من تأثير هذا الرأي على أسعار وعود الأسهم في البورصة المصرية.

### ٤. أهمية ودوافع البحث

تتبع أهمية هذا البحث أكاديمياً ومهنياً من خلال تحديد المعلومات الملائمة لعملية اتخاذ القرار وبصفة خاصة رأي مراقب الحسابات. فإذا لم يكن هناك محتوى معلوماتي لرأي مراقب الحسابات، أليس لهذا الرأي تأثير على أسعار الأسهم أو على قراراتها الاقتصادية، فليس هناك حاجة لعملية المراجعة. لذلك، من المتوقع أن يكون هذا البحث ذو أهمية بالنسبة لمهنة المراجعة.

كما يعتبر هذا البحث هاماً للجهات التنظيمية، وكذلك للمستثمرين والدائنين وغيرهم من المستخدمين، من خلال التعرف على ما إذا كان رأي مراقب الحسابات يوفر لهم معلومات مفيدة، وبصفة خاصة في ظل ندرة الدراسات السابقة التي تناولت مدى منفعة الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات في البيئة المصرية. وكذلك يمثل هذا البحث امتداداً للدراسات السابقة المرتبطة بالمحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات التي تمت في الولايات المتحدة الأمريكية أو غيرها من دول العالم.

وتتمثل أهم دوافع هذا البحث في تضيق فجوة البحث المحاسبي المهني في مصر في هذا المجال، واختبار العلاقات محل الدراسة وفق منهجية متطورة تتلافى عيوب منهجية الاستقصاء الميداني المتبعة في كثير من البحوث المصرية المناظرة.

### ٥. حدود البحث

يركز الباحث في دراسته على الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات فقط دون غيره من الآراء (النظيفة أو المعاكسة) كما تركز الدراسة على آراء مراقبي الحسابات بمكاتب المحاسبة الخاصة فقط، دون مراقبي الحسابات بالجهاز المركزي للمحاسبة. ويخرج عن نطاق الدراسة في الجانب النظري والتطبيقي ما يتعلق بدراسة القابلية للفهم لمعاني رأي مراقب الحسابات أو ما يعرف بالدراسات التفسيرية. وترتكز الدراسة التطبيقية على مستوى سوق المال فقط، وليس على مستوى

متخذي القرار كأفراد. كما تتم الدراسة التطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية دون المؤسسات المالية خاصاً البنوك وشركات التأمين. وأخيراً، فإن قابلية نتائج البحث للتعميم مشروطة بضوابط منهجيته.

## ٦. خطة البحث

لتحقيقاً هذا الهدف بالبحث، وفي ضوء حدوده، سوف يستكمل البحث علماً بالحوال التالي:

- ١/٦ تحليل المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، على مستوى متخذي القرار كأفراد وعلى مستوى السوق (سواء دراسة رد فعل السوق، أو دراسة الحدث) واشتقاق فرض الدراسة الأول.
- ٢/٦ تحليل العوامل التي تؤثر على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، واشتقاق فروض الدراسة الأربعة الأخرى.
- ٣/٦ الدراسة التطبيقية.
- ٤/٦ نتائج اختبار فروض الدراسة.
- ٥/٦ النتائج والتوصيات ومجالات البحث المستقبلية المقترحة.

## ١/٦ تحليل المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات

هناك اتجاهان سارت عليهما الدراسات التي اختبرت المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات. الاتجاه الأول يختبر أثر رأي مراقب الحسابات على متخذي القرارات (كأفراد)، في حين يختبر الاتجاه الثاني المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات على مستوى سوق المال. وسوف يتم تناول هذين الاتجاهين من الدراسات كما يلي:

### ١/١/٦ المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على مستوى متخذي القرار

في هذا الإتجاه من الدراسات، يتم اختبار أثر المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات بصورة مباشرة على عملية اتخاذ القرار للمساهمين ومديري الائتمان بالبنوك وغيرهم من متخذي القرار كأفراد. ويتم اعطاء مستخدمي التقارير المالية بيانات قوائم مالية افتراضية مع أنواع مختلفة من تقارير المراجعة، ويطلب منهم اتخاذ قرار، على سبيل المثال تقديم قرض لشركة موضوع الدراسة، بعد أن يتم فحص البيانات المقدمة (يوسف، ٢٠١٧).

وتجدر الإشارة إلى أن رأي مراقبي الحسابات قد يكون مفيداً للمستثمرين في الأوراق المالية من خلال تقدير العوائد والمخاطر من الأوراق المالية. وكذلك قد تكون هذه الآراء مفيدة



للمقرضين لسببين. أولاً، قد تفصح آراء مراقبي الحسابات للمقرضين عن مدى إمكانية الاعتماد على أو مصداقية التقارير المالية. فقد تكون المعلومات المحاسبية مفيدة في تقييم السيولة من جانب المقرضين وفي تحديد قيم الأصول والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية واحتمال الإفلاس. بالإضافة إلى ذلك، فإن الأرقام المحاسبية يمكن أن تستخدم في تسهيل الحصول على القروض وانخفاض تكلفة الاقتراض. وعلى العكس، فإن زيادة عدم إمكانية الاعتماد على المعلومات المالية تزيد من عدم التاكيد للمقرضين وتكاليف الاقتراض.

ثانياً، يوفر مراقب الحسابات لمستخدمي القوائم المالية معلومات خاصة عن مخاطر العمل من خلال التقرير المراجعة. لأن الرأي بشأن الاستمرارية، قد يشير إلى حكم مراقب الحسابات بأن العمل يقترب من العسر المالي أو إلى حالة الإفلاس مقارنة، بما يعكس في أي معلومات أخرى في التقرير المالي. لهذا الأسباب، فإنه من المتوقع أن تكون تكلفة الاقتراض بعد رأي المراجعة المتحفظ أعلى من رأي المراجعة النظيفة (Chen et al., 2016).

وقد كانت نتائج الدراسات حول المحتوى المعلوماتي لتقرير المراجعة متناقضة. فمن ناحية، اختبرت دراسة Firth (1980) المحتوى المعلوماتي لتقارير المراجعة النظيفة والمتحفظة، لاكتشاف ما إذا كان رأي المراجع المتحفظ يؤثر على قرارات الاقتراض من جانب البنوك وردود فعل محلي الائتمان. وقد أشارت نتائج الدراسة إلى ضرورة أن يتضمن تقرير المراجعة المزيد من التفصيل في هذه الحالة وذلك لمساعدة قراء التقرير على تقييم أهمية الرأي المتحفظ على عملية اتخاذ القرارات.

كما اختبرت دراسة Houghton (1983)، أثر رأي المراجع في عملية اتخاذ القرار ونتائج قرار عملية الاقتراض في البنك الاسترالي من أجل فهم ما إذا كان هناك اختلاف في المحتوى المعلوماتي بين أنواع تقارير المراجعة المختلفة وبين وجود وعدم وجود تقرير المراجعة بشكل عام. وتم تصميم مجموعة من المعلومات الافتراضية تتكون من الميزانية العمومية وقائمة الدخل؛ وقائمة التدفقات النقدية؛ وإيضاحات المرتبطة بالقوائم المالية؛ وطلب الحصول على قرض من البنك. وقدمت مجموعات مماثلة من هذه المعلومات إلى ثلاث مجموعات، شملت (أ) تقرير مراجعة متحفظ؛ (ب) تقرير نظيف؛ (ج) عدم تقديم تقرير. وقد أشارت النتائج إلى عدم وجود تأثير جوهري في كل من الحالات الثلاثة على نتائج القرار. ومع ذلك، تشير النتائج إلى أن وجود تقرير المراجعة، أثر على اتخاذ قرار منح القرض. فقد أوضح أن رأي مراقب الحسابات قد يشكل جزءاً من عملية اتخاذ القرار. وارجع Houghton هذه النتائج إلى أن المشاركين في التجربة قد لا يكونوا على وعي تام بأهمية تقرير المراجعة.

وقد استخدمت دراسة (Robertson (1988) نفس المنهجية، وطلب من المشاركين إجابة عن الأسئلة الثلاث السابقة. وأشارت النتائج إلى أن المحللين الماليين لم يميزوا بصورة جوهرية بين الأنواع المختلفة من تقرير المراجعة المتحفظ. ويدعم النتائج السابقة، ما توصلت إليه دراسة (Lin et al. (2011) بأن هناك تأثير محدود على التمويل المصرفي، فالشركات التي حصلت على رأي متحفظ، لم يؤثر هذا الرأي على قرار الاقتراض من البنوك.

ومن ناحية أخرى، فقد وجد أن الرأي المتحفظ يؤثر على قرارات الاستثمار والإقراض. فقد إختبرت دراسة (Bessell et al. (2003) المحتوى المعلوماتي لتقارير مراقب الحسابات المتحفظة التي تتعلق بالقدرة على الإستمرار في أستراليا، من خلال تقديم تقارير مراجعة تشمل على آراء متحفظة أو آراء نظيفة مع فقرة لفت الإنتباه إلى ٥٠٠ عضو من أعضاء المعهد الأسترالي للدراسات المصرفية، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن للرأي المتحفظ محتوى معلوماتي.

وفي نفس الاتجاه، إختبرت دراسة (Gomez-Guillamon (2003) أهمية تقرير المراجعة على قرارات شركات السمسرة ومؤسسات الائتمان. وتم سؤال المشاركين عن المصادر التي يعتبرونها ملائمة عند اتخاذ القرارات. وأظهرت نتائج الدراسة أن رأي مراقب الحسابات يمثل مصدرا مفيدا للمعلومات عند اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل. ويتفق مديرو الائتمان والإقراض على أن نوع رأي مراقب الحسابات (نظيف/ متحفظ/ عكسي/ عدم ابداء الرأي) تؤثر على قرارات اقراض الشركات. كما اتفقوا على ان نوع رأي مراقب الحسابات يؤثر على حجم الإقراض. وقد أشار المحللون الماليون إلى أن نوع رأي مراقب الحسابات يؤثر على قرارات الاستثمار أو عدم الاستثمار، وعلى حجم الاستثمارات.

كما أظهرت نتائج دراسة (Lin et al. (2003) أن الرأي المتحفظ لمراقبي الحسابات قد أثر على قرارات المستثمرين ومسئولي الائتمان. وهذا ما خلصت إليه دراسة (Guiral et al. (2007) فقد وجدت أن رأي مراقب الحسابات المتحفظ يقدم معلومات مفيدة لمديري الائتمان في المؤسسات المالية الدولية. ويدعم ما سبق نتائج دراسة (O'Reilly (2010) أن الراييعن استمرارية الشركة يقدم معلومات مفيدة في تقييم أسهم الشركات. ويتفق ذلك مع نتائج دراسة إبراهيم (٢٠١٢) التي وجدت أن هناك علاقة معنوية بين تقرير مراقب الحسابات وقرارات الإستثمار، وان التقرير المتحفظ الأكثر تأثيراً على قرارات المستثمرين من التقرير النظيف. وكان التحفظ المرتبط بعدم التأكد من استمرارية المنشأة الأكثر تأثيراً على قرارات الإستثمار.

واختبرت دراسة (Chen et al. (2016) أثر رأي مراقب الحسابات على عقود الدين الخاصة. وتم تقسيم آراء مراقب الحسابات المعدل إلى عدم الاتساق (الناتج عن التغيير المحاسبي أو إعادة التقرير)، وعدم التاكيد المتعلق بالقدرة على الاستمرار. ووجدت الدراسة أن هناك زيادة في

فائدة القروض للشركات التي حصلت على آراء معدلة، وانخفاض الاتفاقيات المالية وعقود الدين بصفة عامة، وانخفاض مقدار القروض. وخلصت الدراسة الى أن رأي مراقب الحسابات يوصل معلومات خاصة للمقرضين.

واخيراً، اختبرت دراسة يوسف (٢٠١٧) المحتوى المعلوماتي لمراقب الحسابات بشأن الاستمرارية، وفقاً للمعيار المراجعة الدولي رقم (٥٧٠) المعدل لسنة ٢٠١٥، على قرار منحا لإئتمان. وقد تم إجراء دراسة تجريبية على قوائم مالية لشركة تعان من عسر مالي، مع استلام تقرير مراقب حسابات معدلاً بالاستمرارية وذلك في حالة ما إذا كان التقرير معداً وفقاً للمعيار (ISA 570 المعدل)، مقابل أعداد هوفقاً للمعيار المراجعة المصري رقم ٥٧٠ (والذي يعكس المعيار الدولي ٥٧٠ قبل التعديل). وتشير النتائج لزيادة المحتوى المعلوماتي لمراقب الحسابات لتنظيف المتضمن رأياً بشأن الاستمرارية وفقاً للمعيار (ISA المعدل لسنة 2015)، مما أدى إلى إدراك موظفي البنوك بدرجة أعلى للعسر المالي المقترض المحتمل، وحماية أنفسهم من مخاطر عدم القدرة على السداد، من خلال تخفيض حجم القرض، وزيادة فترة استحقاق القرض، وطلب ضمانات أعلى، وذلك كمقارنة بإدراك موظفي البنوك الذين استلموا رأي مراقب الحسابات لتنظيف معرئنا للاستمرارية، وفقاً للمعيار المراجعة المصري بالمناظر إلى حالي (غير المعدل).

ويخلص الباحث مما سبق إلى أنه، بالرغم من أهمية رأي مراقب الحسابات (بصفة خاصة الرأي المتحفظ) للمستثمرين في توفير معلومات مفيدة تساعدهم على اتخاذ القرارات الاقتصادية الصحيحة، ألا أن نتائج الدراسات السابقة غير متسقة في توضيح هذه الأهمية. وقد يرجع السبب في ذلك إلى عدم الأهتمام أو الألام الكافيين جانب أفراد العينة بالموضوع محل الدراسة، ومن ثم تظهر الحاجة إلى إجراء الدراسات على مستوى سوق المال.

## ٢/١/٦ المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على مستوى سوق المال

يتم اختبار المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات على مستوى سوق المال، من خلال اختبار أثر الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار أو عوائد الأسهم. وقد أوضح Ittonen (2012) أن هناك سببين رئيسيين وراء تأثير تقرير مراقب الحسابات على أسعار أو عوائد الأسهم. أولاً، يحتوي تقرير مراقب الحسابات على معلومات تؤثر إما على تقدير حجم التدفقات النقدية المستقبلية و/أو مخاطر التدفقات النقدية المستقبلية. وان أي معلومات تؤثر عليها المكونات تكون ملائمة للمستثمرين. ثانياً، يشتمل تقرير المراجعة على معلومات اتهامه عن قدرة الشركة على الاستمرار، ويتطلب ذلك

حصول مراقب الحسابات على المعلومات الداخلية مثلياً من توقعات وخطط الإدارة لتقييم القدرة على الاستمرار، وعند أخذ ذلك كقيا للاعتبار، فإن تقرير مراقب الحسابات يعكس بعض من المعلومات الخاصة. وقد اعتمدت الدراسات على مستوى السوق أما على منهجية رد فعل السوق أو منهجية دراسة الحدث وسوف نعرض لكل من المنهجتين لاختبار المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على مستوى سوق المال كما يلي:

### ١/٢/١/٦ استخدام منهجية رد فعل السوق لاختبار أثر المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب

#### الحسابات على مستوى سوق المال

تستند منهجية رد فعل السوق على دراسة علاقة الارتباط، أو الإنحدار، بين الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات وأسعار أو عوائد السهم. والسؤال الرئيسي هو ما إذا كان الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات يؤثر على السوق أم لا، ومن ثم توفر أدلة علمية لملاءمة الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات. وقد توصلت الدراسات التي اتبعت هذه المنهجية إلى نتائج متعارضة. فمن ناحية، اختبر (Chow and Rice 1982) ما إذا كان إصدار رأي مراجعة متحفظ عن القدرة على الاستمرار يوفر معلومات ملائمة. وخلص الباحثان إلى أن إصدار تقرير مراجعة متحفظ له تأثير سلبي على سعر سهم الشركة. في حين اختبرت دراسة (Fields and Wilkins 1991) رأياً للمراجعة متضمن الفقرة التوضيحية (فقرة لفت الانتباه) التي يستخدمها مراقبي الحسابات لالقاء الضوء على عدم التاكيد في القوائم المالية وفق معيار المراجعة الأمريكي (SAS 58). وتشير نتائج الدراسة إلى انخفاض عوائد الأسهم عند نشر رأي مراقب الحسابات متضمناً الفقرة التوضيحية.

كما اختبرت دراسة (Farzinfar 2013) العلاقة بين رأي مراقب الحسابات وعوائد الأسهم في الشركات المدرجة في بورصة طهران. ووجدت أن هناك علاقة معنوية بين عوائد الأسهم ورأي مراقب الحسابات. وخلصت الدراسة إلى أن (أ) تقرير مراقب الحسابات النظيف له تأثير إيجابي على عوائد الأسهم للشركات (ب) تقرير مراقب الحسابات ذات الرأي العكسي له تأثير سلبي على عوائد الأسهم للشركات. (ج) عدم ابداء الرأي في تقرير مراقب الحسابات له تأثير سلبي على عوائد الأسهم للشركات. وخلصت الدراسة إلى أن رأي مراقب الحسابات ينتج عنه معلومات يمكن استخدامها بشكل مناسب لإتخاذ القرارات. كما وجدت دراسة Samarinasand (2016) أن لرأي مراقب الحسابات محتوى معلوماتي، حيث يقدم معلومات ملائمة لسوق المال تؤثر على عوائد الأسهم. ويتفق ذلك مع نتائج دراسة (Vaziri and Azadi 2017) والتي وجدت أن رأي مراقب الحسابات يؤثر بصورة معنوية على عوائد الأسهم في الصين.

ومن ناحية أخرى، لم تجد دراسة (Al-Thuneibat et al. 2008) أثر معنوي للرأي المتحفظ على أسعار الأسهم أو العوائد في سوق المال في الأردن. كما وجدت دراسة Tahinakis et al.

(2010) أن المحتوى المعلوماتي لتقارير المراجعة محدود للمستثمرين، ولا يشكل جزءاً من عملية اتخاذ القرار. وارجع ذلك إلى عدم فهم محتويات هذه التقارير وأهميتها وقيمتها في سوق المال في اليونان. وكذلك لم تجد دراسة (Czerkowski et al. (2010) دليل على أن آراء المراجعة المتحفظة تمثل معلومات ذات قيمة هامة للمستثمرين الصينيين، فقد وجدت أدلة ضعيفة عن مدي استجابة سعر السوقي للسهم لآراء المتحفظ لمراقبي الحسابات.

يرى الباحث أن عدم اتساق النتائج في هذا الاتجاه من الدراسات، وبصفة خاصة الدراسات التي اعتمدت على تحليل الإنحدار، قد يرجع إلى وجود مشاكل تتعلق بتحليل الانحدار والتي منها مشكلة الارتباط الذاتي Autocorrelation وتمثل في ارتباط المشاهدات المتسلسلة خلال فترة معينة مما قد يؤثر على دقة قياس معاملات العلاقات. ويتطلب ذلك الحاجة لاختبار المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات من خلال منهجية دراسة الحدث.

### ٢/٢/١/٦ استخدام منهجية دراسة الحدث لاختبار أثر المحتوى المعلوماتي لرأي مراقب الحسابات على مستوى سوق المال

تقوم منهجية دراسة الحدث على اختبار أثر الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على عوائد الأسهم، حيث يتم تحديد العائد العادي (المتوقع) للسهم باستخدام نموذج السوق أو نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو غيرها من النماذج، وذلك خلال فترة التقدير، ثم يتم قياس الأداء الفعلي، ومن ثم تحديد ما إذا كان هناك أداء غير عادي نتيجة نشر الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات خلال فترة الاختبار. ويتم حساب الأداء غير العادي من خلال الفرق بين الأداء الفعلي والأداء العادي (المتوقع). وقد قدمت الدراسات وفق منهجية دراسة الحدث نتائج متسقة. لم تجد بعض الدراسات تأثيراً للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار أو عوائد الأسهم. فقد وجدت دراسة (Baskin (1972 أن هناك تأثير محدود للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، وخلصت إلى أن الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات لا يقدم أي محتوى معلوماتي. وعندما اختبرت دراسة (Martinez et al. (2004 رد فعل سوق المال لتقارير المراجعة المتحفظة، باستخدام منهجية دراسة الحدث لاختبار العلاقة بين تقرير المراجعة المتحفظ وأسعار الأسهم. لم تجد علاقة بين أسعار الأسهم والآراء المتحفظة، وبعبارة أخرى، ليس هناك محتوى معلوماتي للآراء المتحفظة. وهذا ما أكدته نتائج دراسة (Anvarkhatibi et al. (2012 التي تم إجرائها في بورصة طهران لاختبار أثر رأي مراقب الحسابات على أسعار وعوائد الاسهم. فقد تم تقسيم العينة إلى مجموعتين: مجموعة حصلت على آراء متحفظة، والآخرى على آراء نظيفة. وتم اختبار أثر نوع الرأي على سعر وعوائد الأسهم. وظهرت نتائج الدراسة ان رأي مراقب الحسابات لا يؤثر على كل من أسعار وعوائد الأسهم. بمعنى عدم وجود محتوى معلوماتي لرأي مراقب الحسابات في

سوق المال الإيراني. وكذلك وجدت دراسة (Alakari 2017) أنه لا يوجد تأثير معنوي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار وعوائد الأسهم في سوق المال التونسي. وفي نفس الاتجاه، اختبرت دراسة (Dodd et al. 1984) ما إذا كان نشر رأي المراجعة المتحفظ يؤثر على عوائد الأسهم. وأتضح أن هناك أدلة محدودة عن العائد غير العادي السلبي في فترة نشر الرأي المتحفظ. وأن هذه النتائج لا تعني بالضرورة أن الآراء المتحفظة غير هامة، ولكن قد تكون هناك صعوبة في إجراء اختبارات قوية عن تأثير الإعلان عن الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات وفق منهجية دراسة الحدث، وقد أرجعوا ذلك لعدد الأسباب الثلاثة التالية: أولاً، هناك صعوبة في تحديد تاريخ تأثير الإعلان، أو الإفصاح، عن الحدث (الرأي المتحفظ). ثانياً، يتطلب قياس مكون الأداء غير المتوقع للرأي المتحفظ استخدام نموذج لإيجاد توقعات السوق. ثالثاً، يجب أن يتم الرقابة على الإفصاحات المتزامنة أو المصاحبة للإعلان عن رأي مراقب الحسابات، حيث يتم الإفصاح عن التقارير المالية والتي تتضمن تقرير مراقب الحسابات.

وفي محاولة التغلب على بعض من هذه الصعوبات، قامت بعض الدراسات بإجراء الاختبار على فترة (نافذة Window) أطول، فلم تجد دراسة (Shevlin and Whittred 1984) دليلاً معنوياً على أن الرأي المتحفظ يؤثر على أسعار الأسهم في شهر إعلانها. ومع ذلك، هناك أدلة على أن الشركات التي تحصل أنواع معينة من التحفظات تحقق عوائد غير عادية سلبية في الاثني عشر شهراً التي تسبق إعلان الرأي. ويتفق ذلك، مع ما أشارت إليه نتائج دراسة (Ameen et al. 1994) عن وجود محتوى معلوماتي لآراء المراجعة المتحفظة، حيث كان هناك رد فعل سلبي للسوق خلال الفترة السابقة لتاريخ الإعلان عن الآراء المتحفظة، ولكن لم يكن هناك تأثير على السوق خلال فترة اختبار الحدث.

ولتخفيف تأثير الإفصاح المتزامن، قامت دراسة (Elliott 1982) باختبار العلاقة بين التقارير المتحفظة وأسعار أسهم الشركة قبل فترة الإفصاح عن الأرباح. وخلص Elliott إلى أن هناك انخفاضاً هاماً في أسعار أسهم الشركة لمدة ٤٥ أسبوعاً قبل تاريخ الإعلان عن الأرباح. ويرى الباحث أن أغلب الدراسات السابقة تناولها تم إجرائها في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتميز سوق المال بأنه كفاء، ويمكن الحصول على المعلومات من مصادر بخلاف تقرير المراجعة. ومن ثم، فإنه يمكن أن تختلف نتائج الدراسات إذا تم إجرائها في بيئات أخرى. ومما يؤيد ذلك نتائج دراسة (Firth 1978) التي تمت في المملكة المتحدة، واختبرت تأثير نشر رأي المراجعة المتحفظ على أسعار الأسهم في تاريخ نشر التقرير وتأثيرها على قرارات الاستثمار. وخلصت إلى أن أسعار الأسهم استجابت لأنواع معينة من الرأي المتحفظ (المرتبط بالقدرة على

الاستمرار، وتقييم الأصول)، وبالتالي فإن المستثمرين يتفاعلون بشكل مختلف وفق نوعاً وسبب التحفظ.

وفي فرنسا، اعتمدت دراسة (Soltani (2000) على عينة كبيرة من الآراء المتحفظة (عددها ٥٤٣ للفترة ١٩٨٦-١٩٩٥). وتوصلت إلى أن هناك عوائد غير عادية سالبة هامة حول تاريخ الإعلان عن آراء مراقبي الحسابات. وتم المقارنة بين الدراسة في السوق الفرنسية التي لديها بعض الاختلافات الهامة عن المملكة المتحدة وأسواق الولايات المتحدة الأمريكية، ويرى Soltani أن الاختلافات، في مجال إعداد التقارير، ومستوى الإفصاح، والممارسات المحاسبية والمراجعة، يمكن أن تلعب دوراً هاماً في مجال أبحاث السوق.

وفي الصين، اختبر (Chen et al. (2000) تأثير الآراء المتحفظة في أحداً الأسواق الناشئة، حيث اختبر الباحثون تأثير آراء المراجعة المتحفظة على أسعار الأسهم والعوائد في بورصة شنغهاي، وتوصلت الدراسة إلى تحقيق عوائد غير عادية سالبة لأسهم الشركات التي حصلت على آراء مراجعة متحفظة. كما خلصت الدراسة إلى أن هناك رد فعل سلبي للسوق المال للشركات التي حصلت على آراء مراجعة متحفظة. ونفس النتائج توصلت إليها دراسة رزيقات (٢٠١٠) في الأردن، والتي استخدمت منهجية دراسة الحدث في بورصة عمان، وقد وجدت تحقيق عوائد غير عادية سالبة لأسهم الشركات التي حصلت على آراء مراجعة متحفظة، ولكن لم تجد تأثيراً للآراء النظيفة مع الفقرة التوضيحية على العوائد أو أسعار الأسهم حول تاريخ إصدار هذه الإراء.

وفي إيران، اختبرت دراسة (Moradi et al. (2011) تأثير آراء مراقبي الحسابات المتحفظة على أسعار الأسهم والعوائد. وقد اشارت نتائج الدراسة إلى أن تأثير تقارير المراجعة المتحفظ على أسعار وعوائد الأسهم ليس كبيراً خلال فترة الحدث، بمعنى لا يوجد أثر واضح، أو معنوياً للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار الأسهم والعائد حول تاريخ الإعلان عن تقرير مراقب الحسابات.

وهناك عدد من الدراسات السابقة، اختبر أثر رأي مراقب الحسابات عن قدرة المنشأة على الاستمرار، وذلك باستخدام منهجية دراسة الحدث. فقد اختبرت دراسة (Dopuch et al. (1986) أثر التحفظ الذي يتعلق بقدرة المنشأة على الاستمرار على أسعار الأسهم، فقد وجدت الدراسة أن هناك تأثيراً سلبياً غير عادي على أسعار الأسهم للشركات التي حصلت على تحفظات عن القدرة على الاستمرار. ويتفق ذلك مع نتائج كل من دراسة (Jones (1996، ودراسة (Schaub and Highfield (2003)، ودراسة (Schaub (2006)، وخلصت هذه الدراسات إلى أن الرأي عن القدرة على الاستمرار يوفر معلومات جديدة للمستثمرين. وفي نفس الاتجاه، اختبرت دراسة (lanniello and Galloppo (2015) ردود فعل المستثمرين لآراء مراقب الحسابات التي تحتوي على تحفظات

وفقرة التركيز على أمر ما "emphasis of matter" التي تتعلق بعدم التاكيد المرتبط بقدرة المنشأة على الاستمرار. وباستخدام نافذة حدث قصيرة، لتحديد ما إذا كان هناك رد فعل فوري للسوق الإيطالي عند نشر تقرير المراجعة، بافتراض ان سوق المال كفاء. واطهرتالدراسة أن تقارير المراجعة لها محتوى معلوماتي عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

وفي مصر، استخدم الدويري (٢٠٠٨) منهجية دراسة الحدث لتحديد أثر الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار أسهم ٤١ شركة (حصلت على آراء متحفظة عن سنة ٢٠٠٨). وأشارت نتائج الدراسة إلى عدم وجود تأثير جوهري على أسعار الأسهم. وقد فسّر هذه النتيجة، بعدم اهتمام المستثمرين بالبورصة المصرية بالمعلومات التي يتضمنها تقرير مراقب الحسابات عند اتخاذ قرارات الإستثمار. ويرى الباحث السبب في هذه النتيجة أن حجم العينة، وفترة الدراسة قد تكون غير كافية، ومن ثم فإن هناك حاجة لاجراء اختبرافي سوق المال المصري باستخدام عدد اكبر من المشاهدات والسنوات. ومن ثم تركّز هذه الدراسة على استخدام منهجية دراسة الحدث لتحديد المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، من خلال اختبار تأثير الإعلان عن الآراء المتحفظة على عوائد الاسهم. وبناءً على ما سبق يمكن إشتقاق الفرض الأول للدراسة في صورة الفرض البديل كما يلي:

**H1: يوجد تأثير سلبي جوهري على عوائد أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية التي حصلت على رأي متحفظ من مراقب الحسابات.**

ويرى الباحث انتعارض نتائج الدراسات السابقة، قد يرجع إلي وجود عوامل قد تؤثر على العلاقة بين الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات وأسعار أو عوائد الأسهم أو على قرارات مستخدمي التقارير المالية. فقد تؤدي هذه العوامل إلي تعظيم (أو تدنية) أثر لرأي مراقب الحسابات، أو ان هناك تأثيراً متزامناً لبعض المتغيرات أو العوامل على أسعار أو عوائد الأسهم في سوق المال. ويوضح ذلك ضرورة الأخذ في الاعتبار هذه العوامل، وهذا ما سوف يتناوله الباحث في الجزء التالي.

## ٢/٦ تحليل العوامل التي قد تؤثر على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب

### الحسابات

قد تتأثر أسعار وعوائد الأسهم خلال فترة الاختبار بعوامل أخرى بخلاف تأثير الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات. وبالتالي، فإنه قد يوجد محتوى معلوماتياً وتأثير إضافي لهذه العوامل على أسعار وعوائد الأسهم، وقد تؤدي هذه العوامل لزيادة أو تخفيض تأثير الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات (Tahinakis and Samarinas, 2016)، كما أن السبب في وجود التأثير على أسعار وعوائد الأسهم يرجع إلى هذه العوامل فقط، وليس الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات. ومن ثم، قد



تؤثر هذه العوامل على علاقة الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات بأسعار وعوائد الأسهم في سوق المال من خلال منهجية دراسة الحدث. ويتطلب ذلك تحديد هذه العوامل، وتحديد مدى تأثيرها المترجم لتأثيرات الدراسة. وفي محاولة لتحديد هذه العوامل، أوضحت دراسة (Habib (2013) أنها كمجموعة متينة من العوامل قد تتزامن، أو تؤثر على، العلاقة بين رأي مراقب الحسابات وأسعار وعوائد الأسهم، تتمثل في عوامل ترتبط بمراقب الحسابات وعوامل ترتبط بالشركة محل المراجعة.

١/٢/٦ العوامل التي ترتبط بمراقب الحسابات بعملية المراجعة: أشارت الدراسات السابقة (Lai et al. (2016; Robu and Robu, 2015; Tahinakis and Samarinas, 2009 إلى أن أهم العوامل التي ترتبط بمراقب الحسابات وعملية المراجعة تتمثل بحجم مكتب المراجعة، وأسباب تحفظ مراقب الحسابات.

١/٢/٦ حجم مكتب المراجعة: يشير حجم مكتب المراجعة إلى الجودة المراجعة،

وذلك لأن مكاتب المراجعة الكبيرة تتبع قواعد وإجراءات صارمة في عملية المراجعة، مما يؤدي إلى عمليات مراجعة ذات جودة مرتفعة. فقد اختبرت دراسة (Tahinakis and Samarinas (2016 الفرض الذي يشير إلى أن تأثير حجم مكتب المراجعة يضيف محتوى معلوماتي لمراقب الحسابات، وقد أيدت نتائج الدراسة هذا الفرض. في حين خلص (Robu and Robu (2016 إلى أن كون مراقب الحسابات ينتمي إلى أكبر مكاتب مراجعة، فأذلك يؤثر على عوائد الأسهم، بغض النظر عن رأي مراقب الحسابات والمعلومات الواردة في التقارير المالية. وبالتالي يمكن اشتقاق الفرض الثاني في صورة الفرض البديل كما يلي:

**H2: يزيد التأثير السلبي الجوهري على عوائد أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية التي حصلت على رأي متحفظ من مراقب حسابات مكتبه كبير الحجم مقارنة بمراقب حسابات مكتبه صغير الحجم.**

٢/١/٢/٦ أسباب تحفظ مراقب الحسابات: قد يكون السبب في تحفظ مراقب الحسابات هام ويعكس أخبار غير جيدة بصورة كبيرة للمتعاملين ويزيد من التأثير على أسعار أو عوائد الأسهم. وقد وجدت كل من دراسة (Schaub and Highfield (2003، ودراسة (Schaub (2006 أن هناك اثرًا سلبيًا غير عادي أكبر على أسعار الأسهم للشركات التي حصلت على تحفظات بسبب القدرة على الاستمرار. كما وجدت دراسة (Shevlin and Whittred (1984 أن العوائد غير العادية السالبة تعتمد من حيث قيمتها وأهميتها على نوع التحفظ الذي يصدره مراقب الحسابات وتقديره. ويؤيد ذلك ما خلصت إليه دراسة (Syoun, et al. (2009 بأن مدى تأثير الرأي المتحفظ على أسعار الأسهم يختلف باختلاف سبب إصدار هذا الرأي من قبل مراقب الحسابات.

وفي هذا الصدد، اختبرت دراسة (Lai et al. (2009) أثر الآراء المتحفظة وفق معيار المراجعة التايواني رقم (SAS, NO.33) على سوق المال في تايوان. وأشارت نتائج الدراسة إلى أن هناك ارتباطاً عكسياً ومعنوياً بين سعر السهم وإصدار رأي مراجعة متحفظي ظل أي من الأسباب الخمسة التالية: (١) الاستمرارية؛ (٢) التغيير في تطبيق المبادئ المحاسبية لإعداد التقرير المالي بموجب القانون؛ (٣) التغيير في تطبيق المبادئ المحاسبية لإعداد التقرير المالي على أساس إختياري؛ (٤) عدم التأكد من الأحداث التي قد يكون لها تأثير كبير على الوضع المالي للشركة في المستقبل؛ (٥) الاعتماد على تقرير مراقب حسابات آخر عن مراجعة السنة الحالية. وقد كان تأثير المعنوي أقوى على أسعار الأسهم في ظل الرأي المعدل المرتبط بالاستمرارية، في حين كان التأثير الأقل (أقل محتوي معلوماتي) في حالة الإعتماد على تقرير مراجع حسابات آخر عن مراجعة السنة الحالية. وقد خلصت دراسة (Chan and Walter (1997 إلى أن قوة تأثير الرأي تعتمد على سبب أو طبيعة التحفظ في تقرير المراجعة.

وبناء على ما سبق، يمكن اشتقاق الفرض الثالث في صورة الفرض البديل كما يلي:

**H3: يختلف التأثير السلبي الجوهري على عوائد أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية التي حصلت على رأي متحفظ باختلاف أسباب التحفظ.**

٢/٢/٦ العوامل التي تثير تباطؤ الشركة محل المراجعة: تناولت الدراسات السابقة أهم العوامل التي ترتبط بالشركة محل المراجعة، وقد تؤثر على المحتوى المعلوماتي لمراقب الحسابات والمتمثل في التأثير على أسعار وعوائد الأسهم في البورصة المصرية، وتتمثل في الأداء المالي للشركة محل المراجعة وحجمها كالتالي:

١/٢/٢/٦ الأداء المالي للشركة: قد ينتج التأثير السلبي على العوائد أو أسعار الأسهم من انخفاض النتائج المالية للشركة، والتي تتمثل في الربحية (أو تحقيق خسائر)، والسيولة (أو تعرض الشركة لضائقة مالية). فقد أوضح (Lev (1989 أن المعلومات المتعلقة بالنتائج المالية تتوفر تفسيراً جزئياً للتغيرات في سعر السهم، لذلك اختبرت دراسة Robu (2016) وتأثير المعلومات المالية الواردة في التقارير المالية المنشورة على سعر السهم. وتوصلت إلى أن هناك تأثيراً سلبياً للخسائر المفصح عنها على سعر السهم، ومن ثم فإن هناك محتوى معلوماتي للمعلومات الواردة في التقارير المالية تتعلق بالإفصاح عن الخسائر.

كما أوضحت دراسة (Chan and Walter (1997 أنه يمكن تفسير عدم وجود تأثير على أسعار الأسهم في تاريخ الإعلان عن الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات (بصورة جزئية) بسبب انخفاض الربحية والسيولة في فترة السنوات الأربعة السابقة على الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات.

وقد هدفت دراسة (Al-Tamimi et al. (2011 إلى التعرف على العوامل الرئيسية التي تحدد سعر السهم في سوق المال الإماراتي، وذلك خلال الفترة من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٠٥، وكانت العينة مكونة من ١٧ شركة إماراتية، وتم استخدام نموذج الإنحدار المتعدد لاختبار العلاقات، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة معنوية بين ربحية السهم وسعر السهم في سوق المال الإماراتي. كما توصلت كل من دراسة (Chang and Wang (2008، ودراسة (Dehuan and Zhenhu (2008 إلى أن هناك علاقة جوهرية بين ربحية السهم وسعر السهم. وبناء على ما سبق، يمكن اشتقاق الفرض الرابع في صورة الفرض البديل كما يلي:

**H4: يزيد التأثير السلبي الجوهري على عوائد أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية التي حصلت على رأي متحفظ وكان أداءها المالي غير جيد (مقاساً بانخفاض نسبة ربحية السهم) مقارنة بالشركات ذات الأداء المالي الجيد والتي حصلت على نفس الرأي.**

**٢/٢/٢/٦ حجم الشركة محل المراجعة: أوضحت نتائج الدراسة (السيد، ٢٠١٧)**  
 إننا هنا كعوامل أخرى لها أثرها على قدرة مراقب الحسابات على اكتشاف والتقرير السليم عن الاستمرارية، وترتبط بخصائص الشركة محل المراجعة متمثلة في حجم الشركة. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي لهذا المتغير. كما توصلت دراسة (Sharif et al., 2015) إلى أن حجم الشركة من المحددات الهامة في تحديد أسعار الأسهم في سوق المال البحريني. ويتوقع أن يزيد التأثير على أسعار أو عوائد الأسهم في الشركات ذات الحجم الصغير والتي حصلت على رأي متحفظ لمراقب الحسابات مقارنة بالشركات كبيرة الحجم والتي حصلت أيضاً على رأي متحفظ لمراقب الحسابات. وبناء على ما سبق، يمكن اشتقاق الفرض الخامس في صورة الفرض البديل كما يلي:

**H5: يزيد التأثير السلبي الجوهري على عوائد أسهم الشركات المقيدة بالبورصة المصرية التي حصلت على رأي متحفظ وصغيرة الحجم مقارنة بالشركات ذات الحجم الكبير التي حصلت على نفس الرأي.**

وسوف يتم اختبار هذه الفروض باستخدام دراسة الحدث، وهذا ما سوف نتناوله في الجزء التالي من خلال عرض الدراسة التطبيقية.

### ٣/٦ الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض البحث في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية والتي حصلت على رأي متحفظ لمراقب الحسابات باستخدام منهجية دراسة الحدث.

### ١/٣/٦ مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في كافة الشركات المصرية المقيدة في البورصة المصرية، عن الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٧ والتي حصلت على رأي متحفظ من مراقبي الحسابات بمكاتب المراجعة الخاصة (وليس من مراقبي الحسابات بالجهاز المركزي للمحاسبات). وقد تم إختيار العينة من هذه الشركات وفقاً للشروط التالية قياساً على (الدويري، ٢٠٠٨):

أ. توافر معلومات عن سعر الإغلاق اليومي للسهم، وذلك من خلال برنامج Meta Stock عن الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٧.

ب. توافر بيانات كافية عن أسعار الأسهم لتقدير العوائد العادية وغير العادية للأسهم.

ج. ان تكون عملة القياس والافصاح هي الجنيه المصري.

د. الا تكون الشركة من شركات التأمين أوالبنوك.

وقد تم الحصول على عينة تتكون من ١٩٢ مشاهدة من ٦٧ شركة حصلت على رأي متحفظ عن الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٧ تتوافر فيها الشروط السابقة (كما تظهر في الجدول الأولي الملحق مع تحديد فترة الحدث).

### ٢/٣/٦ ادوات إجراءات الدراسة

سوف يستخدم الباحث منهجية دراسة الحدث Event Study Methodology لقياس تأثير حدث معين على قيمة الشركة، وتفترض هذه المنهجية ان سوق المال سوف يتأثر بالحدث وينعكس هذا التأثير على أسعارعوائد الأسهم. ويتم اختبار أسعار أو عوائد الأسهم حول تاريخ الحدث. وتتطلب هذه المنهجية تحديد تاريخ الحدث، وفترة التقدير لتحديد العوائد العادية لأسهم الشركات محل الاختبار، وكذلك فترة الاختبار لتحديد العوائد غير العادية، فإذا وجد أن هناك عوائد غير عادية للأسهم في فترة الاختبار كنتيجة لرد فعل سوق المال للحدث، فإن ذلك يعني ان الحدث محل الاختبار له تأثير على أسعار الأسهم، ومن ثم له محتوى معلوماتي بالنسبة للمتعاملين في سوق المال والعكس صحيح. ويوضح الشكل رقم (١) خطوات تطبيق اجراء دراسة الحدث. قياساً على (Soltani, 2000; Moradi et al. 2011).

#### شكل (١) خطوات اجراء دراسة الحدث



١. **تحديد تاريخ الحدث:** يتمثل الحدث محل الدراسة في إصدار تقرير مراقب الحسابات يتضمن رأي متحفظ. ومن ثم يعتبر أنسب تاريخ للحدث محل الدراسة هو تاريخ تقديم التقرير المالي متضمن تقرير المراجعة للبورصة، حيث تصبح المعلومات متاحة لكافة المستثمرين. ومن الجدير بالملاحظة أن تاريخ الحدث يختلف من شركة لأخرى، لاختلاف تاريخ تقديم الشركة لتقاريرها المالية متضمنه تقرير مراقب الحسابات للبورصة.

٢. **تحديد فترتي التقدير والاختبار:** فمن ناحية يتم في فترة التقدير، تقدير العوائد العادية (أو المتوقعة) للأسهم شركات العينة التي حصلت على رأي متحفظ لمراقب الحسابات. ولقد تم في هذه الدراسة تحديد فترة ١٠٠ يوم قبل فترة الاختبار لتقدير العوائد العادية. ومن ناحية أخرى يتم في فترة الاختبار، اختبار رد فعل سوق المال للحدث إصدار مراقب الحسابات لتقرير مراجعة يتضمن رأياً متحفظاً.

وتحدد فترة الاختبار من ناحية بالفترة بعد تاريخ الحدث مباشرة، كما تتحدد من ناحية أخرى بالفترة التي تسبق الحدث مباشرة، لاختبار مدى توقع المتعاملين في سوق المال بالمحتوى المعلوماتي لتقرير مراقب الحسابات بالمتحفظ، أو مدى تسرب المعلومات المرتبطة بالتقرير مراقب الحسابات قبلاً لإفصاحها لكافة المتعاملين في سوق المال. ويتطلب تحديد فترة الاختبار بحيث تعكس رد فعل سوق المال للحدث، ومن ثم لا تكون هذه الفترة قصيرة، بحيث لا تعكس أثر الحدث بصورة كاملة.

وكذلك لا تكون هذه الفترة طويلة، فقد تعكس تأثير حدثاً خربخلاً للحدث محلاً للاختبار.

وقد اوضح الدويري (٢٠١٠)

١٠ انه لا يوجد فترة اختبار مثلي، لذلك سوف يعتمد الباحث في هذه الدراسة على فترة اختبار تتمثل في

٢١ ايام قبل تاريخ الحدث، و ١٠ ايام بعد تاريخ الحدث، بالإضافة إلى يوم الحدث، ومن ثم تصبح فترة الاختبار

يوم.

٣. **تحديد العوائد الفعلية:** ويتم حساب العائد الفعلي اليومي لسهم الشركة  $i$  في اليوم  $t$ ، وذلك

من خلال المعادلة رقم (١) التالية (Tahinakis et al., 2010):

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \longrightarrow (1)$$

حيث

$R_{it}$ : يمثل عائد السهم للشركة  $i$  في اليوم  $t$ .

$P_{it}$ : يمثل سعر اغلاق السهم للشركة  $i$  في اليوم  $t$ .

$P_{it-1}$  : يمثل سعر اغلاق السهم للشركة  $i$  في اليوم  $t-1$ .  
ويتم حساب العائد اليومي الفعلي لسوق المال في اليوم  $t$ ، حيث يعتمد في تحديد العائد اليومي على مؤشر EGX 30 من خلال المعادلة رقم (٢) التالية (Tahinakis et al., 2010):

$$R_{mt} = \frac{P_{mt} - P_{mt-1}}{P_{mt-1}} \longrightarrow (2)$$

حيث

$R_{mt}$  : يمثل عائد السوق (يعتمد في تحديده على مؤشر EGX 30) في اليوم  $t$ .

$P_{mt}$  : يمثل سعر اغلاق لمؤشر السوق في اليوم  $t$ .

$P_{mt-1}$  : يمثل سعر اغلاق لمؤشر السوق في اليوم  $t-1$ .

٤. تقدير العوائد العادية: يتم تحديد العوائد العادية من خلال تقدير معاملات معادلة الإنحدار  $(\alpha, \beta)$  باستخدام طريقة المربعات الصغرى، حيث يستخدم نموذج السوق كما في المعادلة التالية (Strong, 1992, Tahinakis et al. 2010):

$$R_{it} = \alpha + \beta R_{mt} + e_{it} \longrightarrow (3)$$

حيث:

$R_{it}$  : يمثل عائد السهم للشركة  $i$  في اليوم  $t$ .

$R_{mt}$  : يمثل عائد السوق في اليوم  $t$ .

$\alpha$  : يمثل الحد الثابت في العلاقة الخطية بين عائد السهم للشركة  $i$  وعائد السوق  $m$ .

$\beta$  : يمثل ميل العلاقة الخطية بين عائد السهم للشركة  $i$  وعائد السوق  $m$  في اليوم  $t$ .

$e_{it}$  : يمثل حد الخطأ أو البواقي.

ويتم تحديد العائد المتوقع  $ER_{it}$  للسهم  $i$  في اليوم  $t$  بالتعويض عن معاملات الإنحدار لنموذج السوق  $(\alpha, \beta)$  والتي تم تقديرهما من المعادلة رقم (٣)، في المعادلة التالية  $(ER_{it} = \alpha + \beta R_{mt})$ .

٥. تقدير العوائد غير العادية: يتم حساب العوائد غير العادية خلال فترة الاختبار  $(-10, 0, +10)$  وذلك باستخدام المعادلة التالية كما يلي:

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \longrightarrow (4)$$

حيث

$AR_{it}$  : يمثل العائد غير العادي لسهم الشركة  $i$  في اليوم  $t$ .

$R_{it}$  : يمثل العائد الفعلي (الذي تم تحديده بناء على المعادلة رقم (١)).

$ER_{it}$  : يمثل العائد العادي لسهم الشركة  $i$  خلال فترة الاختبار.

ويتم حساب متوسط العوائد غير العادية، على مستوى كل مشاهدة من شركات العينة خلال فترة الاختبار  $(t = -10, 0, +10)$  وذلك باستخدام المعادلة التالية (Chan and Fong, 1996):

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \longrightarrow (5)$$

حيث

$AAR_t$ : يمثل متوسط العوائد غير العادية في كل يوم خلال فترة الاختبار.

$AR_{it}$ : يمثل العائد غير العادي لسهم  $i$  في اليوم  $t$ ، والذي تم تحديده في المعادلة رقم (٤).

$N$ : تمثل عدد مشاهدات من شركات العينة التي حصلت على رأي متحفظ.

إذا كان متوسط العوائد غير العادية يقترب أو يساوي الصفر، فإن ذلك يعني عدم وجود تأثير لرأي مراقب الحسابات المتحفظ على أسعار الأسهم. أما كان سالباً (بصورة معنوية)، فإن ذلك يعني وجود تأثير سلبيلرأي مراقب الحسابات المتحفظ على أسعار الأسهم والعكس صحيح.

**كما يتم حساب متوسط العوائد غير العادية المتراكمة أو المجموعة Cumulative**

**Average Abnormal Returns (CAAR)** خلال فترة الاختبار. وتعكس متوسط العوائد غير

العادية المتراكمة الاستجابة غير العادية لتحفظات مراقبي الحسابات لعوائد كل مشاهدة أو شركة  $i$  لكل يوم في فترة الاختبار.

$$CAAR_{it} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \longrightarrow (6)$$

ويعكس متوسط العوائد غير العادية المتراكمة أو المجموعة، متوسط الإستجابة غير العادية

لرأي مراقب الحسابات المتحفظ لكل يوم خلال فترة الاختبار.

ولتحديد ما إذا كان هناك تأثير لرأي مراقب الحسابات المتحفظ على أسعار أو عوائد الأسهم

معنوي يستخدم اختبار  $t$  (t-test) عند مستوى معنوية ٩٥٪، فإذا كانت قيمة  $p$  (P-value)

أقل من ٥٪، فإنه يتم قبول الفرض البديل (ومن ثم رفض فرض العدم)، ويعني ذلك أنه

يوجد تأثير سلبي ومعنوي لرأي مراقب الحسابات المتحفظ على أسعار أو عوائد الأسهم والعكس صحيح.

وتجدر الإشارة إلى أن منهجية دراسة الحدث تفترض أن سوق المال كفاء، بمعنى أن

أسعار الأسهم تعكس المعلومات الملائمة التي تتاح لسوق المال، أي أن المحتوى المعلوماتي

للحدث محل الدراسة يؤثر على أسعار الأسهم. ويفترض أنه يمكن قياس السلوك غير العادي

للأسعار الأسهم. وبالتحديد تفترض منهجية دراسة الحدث ان سوق المال كفاء في الشكل شبه

القوي Semi-Strong، حيث تعكس أسعار الأسهم كل من المعلومات التاريخية والمعلومات

العامة الجديدة. كما تفترض هذه المنهجية أن الحدث (رأي مراقب الحسابات المتحفظ في هذه

الدراسة) لا يمكن توقعه من جانب المتعاملين في سوق المال. ومن ثم تتوقف دقة النتائج على مدى تحقق هذه الافتراضات في سوق المال المصري.

## ٤/٦ نتائج اختبار فروض البحث

تهدف الدراسة التطبيقية بصفة أساسية اختبار فروض الدراسة الأولى، للتعرف بالمحتوى المعلوماتي لمراقب حسابات بالمتحفظ على عوائد الأسهم للشركات التي حصلت على الرأي المتحفظ، وكذلك اختبار فروض الدراسة الأربعة الأخرى لتعرف على العوامل التي تؤثر على المحتوى المعلوماتي، وفيما يلي نتائج اختبار الفروض الخمسة:

### ١/٤/٦ نتائج اختبار الفرض الأول: المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات

يعرض جدول رقم (١) النتائج الإحصائية لكل من متوسط العوائد غير العادية (AAR)، ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) خلال فترة الاختبار، كما يلي:

جدول (١) متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة

Variable	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Test Value = 0 95% Confidence Interval of the Difference	
				Lower	Upper
AAR	-4.209	0.000*	-0.00164	-0.00246	-0.00083
CAAR	-7.112	0.000*	-0.01785	-0.02309	-0.01261

\* تشير إلى أن هناك تأثير سلبي ومعنوي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على عوائد الأسهم عند مستوى معنوية ٥٪.

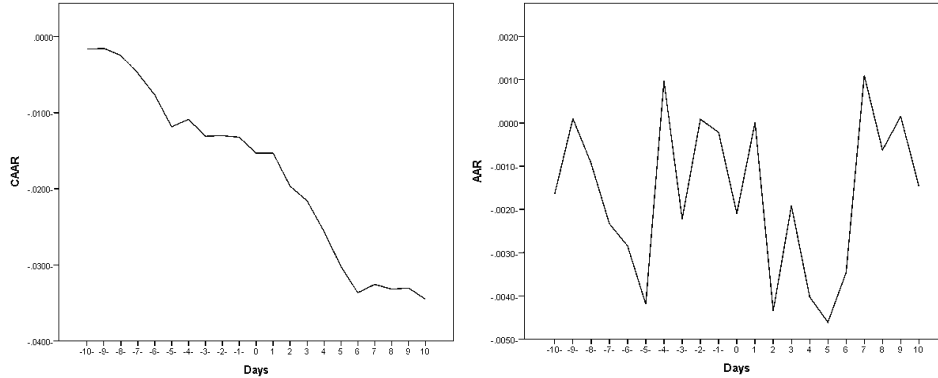
باستخدام البرنامج الإحصائي SPSS (Version 24)، والاعتماد على اختبار t للاختبار مدي اختلاف كل من متوسط العوائد غير العادية، ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة عن الصفر بصورة معنوية، ويتحقق ذلك في حالة ما إذا كان مستوى المعنوية أقل من ٥٪. وتظهر نتائج جدول رقم (١) أن القيمة t لمتوسط العوائد غير العادية (-٤,٢٠٩) ومستوى المعنوية (٠,٠٠٠)، ولمتوسط العوائد غير العادية المتراكمة (-٧,١١٢) ومستوى المعنوية (٠,٠٠٠).

وتوضح هذه النتائج أن هناك محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات يؤثر على أسعار الأسهم في سوق المال المصري، حيث يترتب على هذا الرأي انخفاض أسعار الأسهم ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية سالبة بصورة معنوية حول تاريخ الإعلان عن الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات. وبالتالي فإنه يتم رفض فرض العدم الأول، ومن ثم قبول الفرض البديل الأول. وتوفر هذه النتائج دليلاً على وجود تأثير سلبي وجوهري على عوائد الأسهم للشركات المصرية التي حصلت على رأي متحفظ خلال فترة الدراسة. وتتفق هذه النتائج مع نتائج الدراسات التي استخدمت دراسة الحدث ومنها على سبيل المثال، دراسة (Chen et al. (2000 في الصين، ودراسة رزيقات (٢٠١٠) في الأردن، ودراسة (Moradi et al. (2011 في إيران، ولكن تختلف عن نتائج دراسة الدويري (٢٠٠٨) في مصر.



ويظهر الشكل رقم (٢) متوسط العوائد غير العادية، ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة خلال الفترة الاختبار ١٠ أيام قبل الحدث، تاريخ الحدث، ١٠ أيام بعد الحدث) (شكل رقم (٢)

الرسم البياني لمتوسط العوائد غير العادية (AAR) والمتوسط المتراكم (CAAR) خلال فترة الاختبار



يتضح من الشكل رقم (٢) أن أكبر إنخفاض في متوسط العوائد غير العادية (AAR) كان في اليوم الخامس قبل تاريخ الإعلان عن رأي مراقب الحسابات المتحفظ، واليومين الثاني والخامس بعد تاريخ الإعلان عن رأي مراقب الحسابات المتحفظ. كما يتضح أن متوسط الاستجابة من خلال متوسط العوائد غير العادية المتراكمة ان هناك عوائد غير عادية سالبة خلال فترة الاختبار. ولتحديد ما إذا كان متوسط العوائد غير العادية يختلف معنوياً عن الصفر، فإن جدول (٢) يظهر النتائج الاحصائية لكل من متوسط العوائد غير العادية (AAR)، ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة (CAAR) في كل يوم خلال فترة الاختبار (٢١ يوم)، كما يلي:

جدول (٢) متوسط العوائد غير العادية ومتوسط العوائد غير العادية المتراكمة

Days	t	Sig. (2-tailed)	t	Sig. (2-tailed)
	AAR		CAAR	
-10	-0.915	0.362	-0.915	0.362
-9	0.06	0.952	-0.6	0.55
-8	-0.515	0.607	-0.845	0.399
-7	-1.252	0.212	-1.376	0.17
-6	-1.654	0.1	-1.928	0.055
-5	-3.231	<b>0.001 *</b>	-2.765	<b>0.006*</b>
-4	0.532	0.595	-2.412	<b>0.017*</b>
-3	-1.389	0.166	-2.745	<b>0.007*</b>
-2	0.049	0.961	-2.625	<b>0.009*</b>
-1	-0.127	0.899	-2.482	<b>0.014*</b>
0	-1.145	0.254	-2.701	<b>0.008*</b>
1	0.005	0.996	-0.783	0.435
2	-2.438	<b>0.016 *</b>	-2.933	<b>0.004*</b>
3	-0.884	0.378	-2.987	<b>0.003*</b>
4	-2.604	<b>0.010 *</b>	-3.418	<b>0.001*</b>
5	-2.564	<b>0.011 *</b>	-3.804	<b>0.000*</b>
6	-2.127	<b>0.035 *</b>	-4.068	<b>0.000*</b>
7	0.482	0.631	-3.783	<b>0.000*</b>
8	-0.334	0.738	-3.732	<b>0.000*</b>

9	0.082	0.935	-3.712	0.000*
10	-0.889	0.375	-3.704	0.000*

\* تشير إلى أيام الاختبار التي يكون هناك تأثير سلبي ومعنوي لرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على عوائد الأسهم عند مستوى معنوية ٥٪.

يتضح من جدول (٢) السابق وجود تأثير معنوي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار أو عوائد الأسهم في سوق المال المصري بداية من اليوم الخامس قبل الإعلان عن الرأي المتحفظ. وهو ما يشير إلى وجود تسريب للمعلومات في سوق المال. ويوضح متوسط العوائد غير العادية المتراكمة أن بداية التسريب في اليوم السادس قبل الحدث، ولكن التأثير المعنوي يظهر في اليوم الخامس قبل الحدث. وكذلك وجود تأثير معنوي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار أو عوائد الأسهم في سوق المال المصري في اليوم الثاني، والرابع، والخامس، والسادس بعد تاريخ الإعلان عن الرأي المتحفظ. ويوضح الجدول ان التأثير للرأي المتحفظ على متوسط العوائد غير العادية المتراكمة كان معنوياً بداية من اليوم الخامس قبل الحدث حتى اليوم العاشر بعد الإعلان عن الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، ماعدا اليوم الأول بعد الحدث.

وبصفة عامة، تشير النتائج السابقة إلى وجود تأثير سلبي ومعنوي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار أو عوائد الأسهم في سوق المال المصري، وهذا يدعم الفرض البديل (ومن ثم رفض فرض العدم) الأول. ولكن قد يكون هناك عوامل أخرى مصاحبة للإعلان عن الرأي المتحفظ قد أثرت على أسعار أو عوائد الأسهم، ومن ثم يكون هناك محتوى معلوماتي، أو تأثير

إضافي، لهذه العوامل على أسعار وعوائد الأسهم، وقد تؤدي هذه العوامل إلى زيادة أو تخفيض تأثير الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، أو انها قد أثرت فعلاً على نتائج اختبار الفرض الأول، وهذا ما سوف يتم اختبارها في الفقرات التالية.

## ٢/٤/٦ نتائج اختبار الفرض الثاني: تأثير حجم مكتب المراجعة على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ.

يستخدم حجم مكتب المراجعة كمقياس لجودة المراجعة، ويتوقع ان يكون التأثير السلبي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات أقوى إذا صدر من مراقب حسابات ينتمي لأحد مكاتب المراجعة الكبرى مقارنة بمكاتب المراجعة الأخرى. ولتحديد أكبر مكاتب مراجعة في مصر، تم حصر عدد عملاء مكتب المراجعة من الشركات المقيدة في البورصة خلال الفترة من ٢٠١٠ - ٢٠١٧. وتم تحديد أكبر ٤ مكاتب مراجعة بترتيب من الأكبر إلى الأقل حجماً، كما يلي: (١) المتضامون للمحاسبة والمراجعة (ارنست و يونج)؛ (٢) حازم حسن KPMG؛ (٣) مصطفى شوقي وشركاه؛

(٤) وحيد عبد الغفار وشركاه<sup>(٨)</sup>. وهذا الترتيب يتفق بدرجة كبيرة مع دراسة جمعة (٢٠٠٩) عن سنوات ٢٠٠٥ - ٢٠٠٧، حيث استخدمت الدراسة مقاييس إجمالي الأصول والإيرادات ونصيب السوق بالنسبة للشركات التي يتم مراجعتها.

وقد تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين (عينتين) فرعيتين إحداهما تمثل شركات حصلت على آراء متحفظة من جانب مراقبي حسابات ينتمون إلى أكبر ٤ مكاتب مراجعة، وفي حين تمثل الأخرى شركات حصلت على آراء متحفظة من مراقبي حسابات ينتمون إلى المكاتب بخلاف أكبر ٤ مكاتب مراجعة. وتم مقارنة متوسط العوائد غير العادية للمجموعتين الفرعيتين، حيث حصلت ٩٦ شركة على رأي متحفظ من أكبر ٤ مكاتب مراجعة، في حين حصلت ٩٦ شركة على رأي متحفظ من مكاتب المراجعة الأخرى بخلاف أكبر ٤ مكاتب مراجعة، ويظهر جدول (٣) أن متوسط العوائد غير العادية للشركات في المجموعتين الفرعيتين (Big 4, Non-big4) سلبي ومعنوي احصائياً.

جدول (٣) متوسط العوائد غير العادية للشركات في المجموعتين الفرعيتين (Big 4, Non-big4)

Variables	Test Value = 0					
	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
Big	-3.345	20	<b>0.003*</b>	-0.00174	-0.00282	-0.00065
Non-big 4	-2.260	20	<b>0.035*</b>	-0.00140	-0.00269	-0.00011

ويختبر الفرض الثاني ما إذا كان هناك اختلاف معنوي بين متوسط العوائد غير العادية في حالة شركات العينة التي حصلت على رأي متحفظ من أكبر ٤ مكاتب مراجعة في مصر، مقارنة بالشركات الأخرى التي حصلت على رأي متحفظ بخلاف أكبر ٤ مكاتب، ويظهر جدول (٤) ذلك على النحو التالي:

جدول (٤) متوسط العوائد غير العادية للشركات التي حصلت على رأي متحفظ من أكبر ٤ مكاتب مراجعة في مصر مقارنة بالشركات التي حصلت على آراء متحفظة بخلاف أكبر ٤ مكاتب مراجعة

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
BIG-4 VS.	Equal variances assumed	0.507	0.480	0.420	40	0.677	0.0003	0.0008	-0.0013	0.002

(٨) بلغ عدد العملاء التي امكن للباحث حصرها خلال الفترة من ٢٠١٠-٢٠١٧: ارنست و يونج ٢٦١ عميل، حازم حسن ٢٤٥ عميل، مصطفى شوقي وشركاه ١٥٦ عميل، وحيد عبد الغفار وشركاه (Baker Tilly) ١١٦ عميل.

Non	Equal variances not assumed			0.420	39	0.677	0.0003	0.00081	-0.0013	0.002
-----	-----------------------------	--	--	-------	----	-------	--------	---------	---------	-------

وتظهر نتائج جدول (٤) عدم وجود اختلافات معنوية احصائياً بين العوائد غير العادية للشركات التي حصلت على رأي متحفظ من جانب مراقبي الحسابات سواء من أكبر ٤ مكاتب مراجعة في مصر أو مكاتب المراجعة الأخرى. وهذا يؤدي إلى رفض الفرض (البديل) الثاني الذي يشير إلى زيادة التأثير السلبي على عوائد الأسهم للشركات التي حصلت على رأي متحفظ من مراقب حسابات من اكبر مكاتب مراجعة في مصر مقارنة بمكاتب المراجعة الأخرى. ومن ثم، لا يوجد محتوى معلوماتي إضافي لرأي مراقب الحسابات إذا كان من اكبر ٤ مكاتب مراجعة في مصر. وهذا يتعارض مع نتائج دراسة (Tahinakis and Samarinas (2016) التي تمت في الولايات المتحدة الأمريكية.

### ٣/٤/٦ نتائج اختبار الفرض الثالث: تأثير أسباب تحفظ مراقب الحسابات على المحتوى

#### المعلوماتي لرأيه المتحفظ

قد يوفر سبب تحفظ مراقب الحسابات أخباراً غير جيدة بصورة كبيرة للمتعاملين ويزيد من التأثير على أسعار أو عوائد الأسهم. وقد امكن للباحث تقسيم عينة الدراسة الي أربع مجموعات فرعية وفقاً لأسباب التحفظ التالية:

أ. القدرة على الاستمرار: وجد احد عشر رأياً متحفظاً فيما يتعلق بالقدرة على الاستمرار في عينة الدراسة الاجمالية.

ب. الخروج عن أحد المعايير، أو القوانين، أو اللوائح: وجد في عينة الدراسة الإجمالية أن هناك ٦٣ رأياً متحفظاً نتيجة الخروج عن أحد معايير المحاسبة المصرية، أو أحد بنود مواد القوانين المصرية، أو اللائحة التنفيذية لاحد القوانين المصرية، أو الخروج عن اللائحة أو النظام الاساسي للشركة.

ج. إدارة الأرباح: وجد أن هناك ٣٦ رأياً متحفظاً اوضح فيها مراقب الحسابات سبب تحفظه نتيجة التأثير على الأرباح سواء أدى إلى زيادة أو انخفاض الأرباح، أو بسبب حدوث تغيير في تطبيق السياسات المحاسبية.

د. عدم التأكد في ارصدة احد الحسابات أو أكثر: تمثل ٨٢ رأياً متحفظاً نتيجة عدم وصول مصادقات من جهات خارجية، أو عدم اجراء دراسات فنية لازمة لتتحقق من ارصدة بعض الحسابات.

وتم تحديد مدى معنوية متوسط العوائد غير العادية وفقاً لأسباب التحفظ، ويظهر جدول (٥) النتائج التالية:

جدول (٥) متوسط العوائد غير العادية وفقاً لأسباب التحفظ

المتغير (أسباب التحفظ)	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
				Lower	Upper
القدرة على الاستمرار	-0.256	0.800	-0.0006	-0.0052	0.0041
الخروج عن احد المعايير	-3.092	<b>0.006*</b>	-0.0022	-0.0036	-0.0007
إدارة الأرباح	-2.289	<b>0.033*</b>	-0.0023	-0.0044	-0.0002
عدم التأكد	-2.309	<b>0.032*</b>	-0.0011	-0.0021	-0.0001

توضح نتائج جدول (٥) أن متوسط العوائد غير العادية وفقاً لأسباب التحفظ نتيجة الخروج عن احد المعايير أو القوانين أو اللوائح، وإدارة الأرباح، وعدم التأكد مازالت سلبية ومعنوية. وعلى العكس، ليس هنا تأثير معنوي وفقاً لتحفظ بسبب القدرة على الاستمرار. وهذه النتيجة تتعارض مع نتائج دراستي (Schaub and Highfield (2003)، (Schaub (2006) اللتين وجدتا أن هناك تأثير سلبى غير عادى لعوائد الأسهم للشركات التي حصلت على تحفظات عن القدرة على الاستمرار. وقد يرجع السبب الرئيسى لهذه النتيجة في الدراسة الحالية إلى عدم كفاية البيانات الخاصة بعدم القدرة على التحفظ فقد بلغت ١١ رأياً متحفظاً فقط في عينة الدراسة.

ويختبر الفرض الثالث أن تأثير الرأى المتحفظ على أسعار الأسهم يختلف باختلاف سبب إصدار هذا الرأى من قبل مراقب الحسابات. ويوضح جدول (٦) ما إذا كانت هناك اختلافات في تأثير أسباب التحفظ على متوسط العوائد غير العادية بين المجموعات الفرعية الأربعة باستخدام تحليل التباين ANOVA كما يلي:

جدول (٦) نتائج اختبار ANOVA لتوضيح الاختلافات في التأثير على العوائد غير العادية وفقاً لأسباب التحفظ

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	0.000	3	0.000	(٩)0.422	0.738
Within Groups	0.003	80	0.000		
Total	0.003	83			

وتوضح نتائج اختبار ANOVA (في جدول ٦) عدم وجود اختلافات معنوية في تأثير أسباب التحفظ على متوسط العوائد غير العادية، ومن ثم رفض الفرض الثالث الذي يشير إلى زيادة التأثير السلبى على عوائد الأسهم للشركات التي حصلت على رأي متحفظ لأسباب معينة. وتوضح هذه النتيجة (مع نتيجة اختبار الفرض الأول) أهمية تأثير الرأى المتحفظ لمراقب

(٩) قيمة F الجدولية عند مستوى معنوية ٥٪

الحسابات بغض النظر عن سبب التحفظ على سوق المال المصري خلال فترة الدراسة. وهذه النتيجة تتعارض مع ما توصلت إليه كل من دراسة (Shevlin and Whittred (1984), (You, )، (2009)، et al. (2009)، Lai et al. (2009) التي وجدت أن تأثير الرأي المتحفظ على أسعار الأسهم يختلف باختلاف سبب إصدار هذا الرأي من قبل مراقب الحسابات.

### ٤/٤/٦ نتائج اختبار الفرض الرابع: تأثير الأداء المالي للشركة على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ.

تم قياس الأداء المالي للشركة (في هذه الدراسة) من خلال ربحية السهم، حيث تم ايجاد الوسيط لربحية السهم لشركات العينة ( وكان الوسيط يساوي ٠,١٥ )، وبناء على ذلك تم تقسيم العينة على اساس الشركات الذي يزيد ربحية السهم عن ٠,١٥ تعتبر ذات أداء مالي جيد، والشركات التي يقل فيها ربحية السهم عن ٠,١٥ (أو ربحية السهم بالسالب) تعتبر ذات اداء مالي غير جيد. ويختبر الفرض الرابع ما إذا كان تأثير الأداء المالي غير الجيد (مقاساً بانخفاض نسبة ربحية السهم) على العوائد غير العادية السالبة أكبر من تأثير الأداء المالي غير الجيد. ويظهر جدول (٧) متوسط العائد غير العادية في ظل كل من الأداء المالي الجيد وغير الجيد جدول (٧) متوسط العوائد غير العادية في ظل الاداء المالي الجيد وغير الجيد

متغير الاداء المالي	Test Value = 0				
	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
				Lower	Upper
Good	-3.670	<b>0.002*</b>	-0.00196	-0.00307	-0.00084
Bad	-2.111	<b>0.048*</b>	-0.00133	-0.00265	-0.00002

ويظهر جدول (٧) أن متوسط العوائد غير العادية سالب ومعنوي سواء كان الأداء المالي الشركة محل المراجعة (التي حصلت على رأي متحفظ) جيد أو غير جيد. ولاختبار الفرض الرابع، يستخدم اختبار Independent Samples Test للمقارنة بين متوسط العوائد غير العادية لمجموعة شركات العينة ذات الأداء المالي غير الجيد، وبين مجموعة الشركات ذات الأداء المالي الجيد، ويظهر جدول (٨) نتائج هذه المقارنة على النحو التالي:

جدول (٨) المقارنة بين تأثير الأداء المالي الجيد وغير الجيد على متوسط العوائد غير العادية

Independent Samples Test								
	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means					
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the

								Difference		
								Lower	Upper	
الاداء المالي	Equal variances assumed	0.218	0.643	-0.757	40	0.454	-0.0006	0.0008	-0.0023	0.0010
	Equal variances not assumed			-0.757	39	0.454	-0.0006	0.0008	-0.0023	0.0011

وتوضح نتائج جدول (٨) عدم وجود اختلافات معنوية بين تأثير الاداء المالي الجيد وغير الجيد لعينة الدراسة من الشركات التي حصلت على رأي متحفظ لمراقب الحسابات، ومن ثم يتم رفض فرض الدراسة الرابع، الذي يشير إلى زيادة التأثير السلبي على عوائد الأسهم للشركات التي حصلت على رأي متحفظ من مراقب حسابات وذات الاداء المالي غير الجيد (مقاساً بانخفاض نسبة ربحية السهم). وهذه النتيجة لا تتفق مع نتائج دراسة Chan and Walter (1997) التي وجدت أن انخفاض ربحية السهم تؤثر على العلاقة بين الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات وأسعار الاسهم.

#### ٥/٤/٦ نتائج اختبار الفرض الخامس: تأثير جمالشركة محل المراجعة على المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ.

تم تحديد حجم الشركة على اساس إجمالي أصول الشركة، ولتقسيم عينة الدراسة الإجمالية على اساس حجم الشركة، ثم تحديد الوسيط لإجمالي الأصول لشركات العينة ( والذي بلغ تقريباً ٤٨٩ مليون جنيه). ومن ثم، تم تقسيم العينة الإجمالية للشركات إلى مجموعتين فرعيتين، الأولى تمثل الشركات محل المراجعة ذات الحجم الكبير نسبياً والتي يزيد إجمالي أصولها عن الوسيط. في حين، تمثل المجموعة الثانية الشركات محل المراجعة ذات الحجم الصغير نسبياً والتي يقل إجمالي أصولها عن الوسيط. وفي البداية، تم تحديد ما إذا كان هناك تأثير لحجم الشركة على متوسط العوائد غير العادية، ويظهر جدول (٩) نتائج ذلك على النحو التالي.

جدول (٩) متوسط العوائد غير العادية في ظل حجم الشركة محل المراجعة الكبير والصغير نسبياً

One-Sample Test					
Test Value = 0					
Variables	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
				Lower	Upper
Big -size	-2.465	0.023*	-0.0014	-0.0026	-0.0002
Small- size	-3.875	0.001*	-0.0019	-0.0030	-0.0009

توضح نتائج جدول (٩) أن متوسط العوائد غير العادية سالب ومعنوي، سواء كان حجم الشركة محل المراجعة كبيراً أو صغيراً. ولاختبار ما إذا كان التأثير السلبي على متوسط العوائد

غير العادية يزيد في الشركات محل المراجعة صغيرة الحجم مقارنة بشركات كبيرة الحجم في عينة الدراسة (الفرض الخامس)، فانه تم استخدام اختبار Independent Samples Test، وتظهر نتائج الاختبار في جدول (١٠) كالتالي:

جدول (١٠) المقارنة بين أثر حجم الشركة محل المراجعة على متوسط العوائد غير العادية

Independent Samples Test										
		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
size	Equal variances assumed	0.604	0.442	-0.726	40	0.472	-0.0005	0.0007	-0.0021	0.0010
	Equal variances not assumed			-0.726	39	0.472	-0.0005	0.0007	-0.0021	0.0010

توضح نتائج جدول (١٠) عدم وجود اختلافات معنوية في متوسط العوائد غير العادية سواء في مجموعة الشركات محل المراجعة ذات الحجم الكبير، وبين الشركات ذات الحجم الصغير. وبناء على ما سبق، فانه يتم رفض فرض الدراسة الخامس الذي يشير إلى زيادة التأثير السلبي على عوائد الأسهم للشركات التي حصلت على رأي متحفظ من مراقب حسابات وذات الحجم الصغير مقارنة بالشركات ذات الحجم الكبير والتي حصلت على رأي متحفظ. وهذا يتعارض مع نتائج السيد (٢٠١٧) التي وجدت تأثير معنوي لمتغير حجم الشركة محل المراجعة. وبناء على ما سبق، فإن نتائج هذه الدراسة توضح قبول الفرض الأول الذي يشير إلى أن الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات يؤثر بصورة سلبية ومعنوية على متوسط عوائد الأسهم خلال فترة الدراسة. ومن ثم يوجد محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، إلا أنه يلاحظ أن فترة الدراسة تمتد في الفترة من ٢٠١٠ حتى ٢٠١٧، وتتضمن هذه الفترة أحداث غير عادية قد أثرت على البورصة المصرية تتمثل في أحداث الثورة، فقد تم التوقف التعامل في البورصة المصرية ثلاثة أشهر تقريباً خلال عام ٢٠١١، كما أن حالة عدم الاستقرار التي سادت عامي ٢٠١٢، و٢٠١٣، قد تؤثر على التداول وأسعار الأسهم في البورصة المصرية. لذلك سوف يعاد اختبار أثر الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على العوائد غير العادية للأسهم بعد استبعاد



سنوات ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٣ من الاختبار، لمعرفة ما إذا كانت هذه السنوات والأحداث غير العادية قد أثرت على النتائج<sup>(١٠)</sup>. وقد بلغ حجم العينة بعد إستبعاد المشاهدات عن هذه السنوات ١٢٥ مشاهدة، ويلخص جدول (١١) أثر الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على متوسط العوائد غير العادية كما يلي:

جدول (١١) متوسط العوائد غير العادية وغير العادية المتراكمة بعد استبعاد السنوات ٢٠١١-٢٠١٣

Variable	t	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Test Value = 0 95% Confidence Interval of the Difference	
				Lower	Upper
AAR	-2.437	0.024*	-0.00154	-0.00286	-0.00022
CAAR	-3.892	0.001*	-0.00097	-0.00149	-0.00045

تشير النتائج في جدول (١١) إلى أن هناك محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات يؤثر على أسعار الأسهم في البورصة المصرية، حيث يترتب على الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات انخفاض أسعار الأسهم ومن ثم تحقيق عوائد غير عادية سالبة بصورة معنوية حول تاريخ الإعلان عن الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، وذلك بعد استبعاد الثلاث سنوات التي يعتقد الباحث أنها قد أثرت على أسعار الأسهم في البورصة بشكل عام نتيجة ظروف واحداث الثورة المصرية. كما توضح النتائج الإحصائية في الجدول الثاني في الملحق متوسط العوائد غير العادية (AAR) في كل يوم خلال فترة الاختبار (٢١ يوم)، أن هناك تأثيراً معنوياً للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار وأعواد الأسهم في البورصة المصرية بداية من اليوم السادس والخامس قبل إعلان الرأي المتحفظ (ويؤكد ذلك على وجود تسريب للمعلومات). كما يوجد تأثير معنوي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على أسعار وأعواد الأسهم في البورصة المصرية في اليوم الرابع، والخامس، والسادس بعد تاريخ إعلان الرأي المتحفظ. وبالتالي لم تتأثر نتائج الدراسة بعد استبعاد الثلاث سنوات من الاختبار.

## ٥/٦ النتائج والتوصيات ومجالات البحوث المستقبلية المقترحة

استهدف هذا البحث اختبار المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات والعوامل التي تؤثر على هذا المحتوى المعلوماتي، وبناء على منهجية دراسة الحدث التي اتبعها الباحث لاختبار فروض البحث خلص إلى ما يلي:

(١٠) تجدر الإشارة إلى أن النتائج لم تتأثر في حالة استبعاد أي سنة من السنوات الثلاثة على حدة أو استبعاد سنتي ٢٠١١، ٢٠١٢ أو ٢٠١٢، ٢٠١٣ من التحليل أو الاختبار.

- وجود محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات، أدى إلى إنخفاض أسعار الأسهم في البورصة المصرية لشركات العينة التي حصلت على هذا الرأي، ومن ثم تحقيق عوائد سالبة ذات معنوية احصائية. كما أن هناك تسريب في المعلومات بداية من اليوم السادس والخامس قبل الحدث (قبل تاريخ نشر تقرير مراقب الحسابات).
  - عدم وجود اختلاف في تأثير الرأي المتحفظ من جانب اكبر ٤ مكاتب مراجعة في مصر (مقاساً بعدد عملاء المكتب من الشركات المقيدة في البورصة) أو من المكاتب الأخرى بخلاف اكبر ٤ مكاتب مراجعة على عوائد الأسهم لشركات العينة خلال فترة الدراسة. ومن ثم يمكن استنتاج أنه، لا يوجد محتوى معلوماتي للرأي الذي صدر من مكاتب المراجعة ذات حجم كبير أو بخلاف ذلك، بمعنى أن هناك محتوى معلوماتي للرأي المتحفظ بغض النظر عن حجم (أو جودة) مكتب المراجعة.
  - عدم وجود اختلاف في تأثير أسباب التحفظ لمراقب الحسابات على عوائد الأسهم لشركات العينة خلال فترة الدراسة. ومن ثم، فإن هناك محتوى معلوماتي للتحفظ بغض النظر عن سبب تحفظ مراقب الحسابات.
  - عدم تأثير الأداء المالي (الجيد أو غير الجيد مقاساً بربحية السهم) للشركة محل المراجعة، أو حجم الشركة محل المراجعة على عوائد الأسهم لعينة الدراسة التي حصلت على رأي متحفظ. ومن ثم، لا تؤثر على نتائج المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ.
  - عدم تأثير الأحداث غير العادية الناتجة عن الثورة المصرية على نتائج المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات. وقد تم اختبار ذلك، من خلال استبعاد سنوات ٢٠١١، ٢٠١٢، ٢٠١٣ التي سادت فيها أحداث الثورة المصرية من الاختبارات، ووجد عدم اختلاف في نتائج الاختبارات.
- وبصفة عامة، تشير النتائج إلى أن التأثير على عوائد الأسهم يرجع بصفة أساسية إلى إصدار مراقب الحسابات للرأي المتحفظ، مع عدم وجود تأثير لكل من حجم مكتب المراجعة، وأسباب التحفظ، والأداء المالي وحجم الشركة محل المراجعة على العلاقة بين الرأي المتحفظ والعوائد غير العادية للأسهم، بمعنى عدم وجود محتوى معلوماتي اضافي أو متلازم لهذه العوامل.
- وتوضح نتائج هذه الدراسة أن هناك اهتمام من جانب المتعاملين في البورصة المصرية برأي مراقب الحسابات، وأن الرأي المتحفظ يؤثر على عملية اتخاذ القرارات الإستثمارية، حيث يمثل ذلك أخبار غير جيدة لهم، مما يترتب عليها من ناحية قيام ملاك أسهم الشركات التي حصلت على رأي متحفظ ببيع أو التخلص من هذه الأسهم، ومن ثم زيادة عدد الأسهم المعروضة

لبيع. ومن ناحية أخرى قد لا يقبل المستثمرون الآخرون (بخلاف الملاك الحاليين) الاستثمار في أسهم هذه الشركات (التي حصلت على رأي متحفظ)، ومن ثم ينخفض الطلب على أسهم هذه الشركات. وقد يؤدي ذلك في النهاية إلى انخفاض أسعار أسهم هذه الشركات، وتحقيق عوائد سالبة.

### وبناءً على النتائج السابقة يوصي الباحث بما يلي:

- ضرورة سرعة إصدار قانون جديد ينظم مهنة المحاسبة والمراجعة في مصر، يحدد العقوبات بصورة واضحة في حالة اخلال مراقب الحسابات عن مسؤوليته في ابداء رأيه بصورة سليمة. وعدم الاكتفاء بنص عام في القانون المدني في المادة (١٦٣) على ان " كل خطأ سبب ضرراً للغير يلزم من ارتكبه بالتعويض". وطبقاً لهذه القاعدة العامة تمتد مسؤولية المراقب أمام الغير بحيث ترتب على خطأه أو إهماله أي ضرر أو خسارة مالية للغير.

- ضرورة العمل على تطوير معايير المراجعة المصرية بصفة مستمرة لتتواءم مع أحدث معايير المراجعة الدولية، والتيمنينها بالمعايير المرتبطة بتقرير المراجعة، خاصة وأن فجوة معايير المراجعة، وتحديد معايير تقرير المراجعة، زادت اتساعاً بعد تعديلات مجلس معايير المراجعة والتوكيد الدولي The International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB) لهذه المعايير سنة ٢٠١٥.

- ضرورة أن تقوم الجهات التنظيمية في مصر بمتابعة أداء مراقبي الحسابات، وإطلاعهم وتدريبهم على كل ما هو جديد فيما يتعلق بإي تعديل في معايير المراجعة الدولية، وبصفة خاصة تلك المتعلقة برأي مراقب الحسابات.

- الحاجة إلى المزيد من القواعد واليات الحوكمة التي تحد تسريب المعلومات في سوق المال المصري، مع اضطلاع هيئة الرقابة المالية وإدارة البورصة المصرية بمسئولتهما في هذا الشأن.

وفي ضوء حدود البحث وما انتهى إليه من نتائج يقترح الباحث مجالات البحوث المستقبلية التالية:

- اختبار المحتوى المعلوماتي للرأي المتحفظ لمراقب الحسابات باستخدام منهجية أخرى بخلاف دراسة الحدث، وكذلك دراسة التفاعل بين العوامل الأخرى بالمصاحبة لنشر تقرير مراقب الحسابات (سواء المرتبطة بعملية المراجعة أو بالشركة محل المراجعة).

- اجراء دراسة تجريبية على مجموعتين من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية احدهما حصلت على اراء مراقبي الحسابات المتحفظة، والاخرى حصلت على اراء مراقبي

- الحسابات غير معدلة (نظيفة). على أن يتم المقارنة بين المحتوى المعلوماتي لمجموعتين في سوق المال المصري.
- تأثير إصدار لمراقب الحسابات رأي معدل على قرار تغييره من جانب الجمعية العامة للمساهمين.
- دراسة واختبار تأثير الرأي المتحفظ لمراقب الحسابات التابع لجهاز المركزي للمحاسبات على عوائد الأسهم للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

## مراجع البحث

### أولاً: المراجع العربية

١. إبراهيم، رشامحمدسليم . ٢٠١٢ .  
نموذج محاسبي مقترح لقياس أثر تقرير مراقب الحسابات على قرار الاستثمار: دراسة ميدانية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة. جامعة عين شمس*. العدد الثالث: ١٠٠٩ - ١٠٣٦.
٢. الدويري، صفوتمصطفنمحمد إبراهيم. ٢٠٠٨. أثر تحفظات مراقب الحسابات على أسعار الأسهم : دراسة تطبيقية على البورصة المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي - جامعة عين شمس*. المجلد ١٢ (عدد ٢): ٢٠٦ - ٢٧١.
٣. السيد، محمود محمد . ٢٠١٧ .  
العلاقة بين الاستقرار المالي للشركات وجودة المراجعة مقاسة بسلامة حكم مراقب الحسابات بشأن الاستمرارية دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية. *المؤتمر العلمي والأول للقسمة المحاسبية والمراجعة كلية التجارة - جامعة الإسكندرية*.
٤. جمعة، علسعد الدين محمد. ٢٠٠٩ .  
قياسات تركيز في سوق خدمات المراجعة في مصر وأثره على جودة المراجعة - *معدراة تطبيقية*. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية.
٥. زريقات، قاسم محمد. ٢٠١٠ .  
أثر الآراء المعدلة لمذقي الحسابات على أسعار الأسهم لدى لبنان بورصة عمان. *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*. المجلد ٦ (١): ٢١٠ - ٢٢٤.
٦. لطفي، منير موسى. ٢٠٠١ . انطباع مسؤولي الإقرض والائتمان عن تقرير مدقق الحسابات. دراسات *العلوم الإدارية (الأردن)* مجلد ٢٨ (٢): ٣٩٥ - ٤٠٦.
٧. وهدان، محمد . ٢٠١٤ .  
مهنة المراجعة في مصر بين التحديات ووسائل التطوير من وجهة نظر المراجعين

بمكاتب المراجعة وبالجهاز المركز للمحاسبات. *مجلة البحوث المالية والتجارية بكلية التجارة جامعة بورسعيد* (العدد الأول): ١١١ - ١٦٥.

٨. يوسف،

حنان محمد إسماعيل. ٢٠١٧. أثر المحتوى بالإعلام ليرأي مراقب الحسابات بشأن الاستمرارية وفقاً لمعيار الـ مراجعة الدول رقم (570) المعدل لسنة 2015 على قرار منح الائتمان- دراسة تجريبية- *مجلة المحاسبة والمراجعة. جامعة بني سويف. المجلد الخامس* (العدد الأول): ١٤٩ - ١٩٦.

### ثانياً: المراجع الأجنبية

1. Al-Thuneibat, A., Basheer A. Khamees and N. Al-Fayoumi. 2008. The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal*. 23(1):84 – 101.
2. Alakari, S. 2017. The effect of qualified auditors' opinions on share prices: evidence from Tunis. *Working paper* available at: <http://ssrn.com/abstract=2846391>
3. Al-Tamimi, H., A. Alwan and A. Rahman .2011. Factors Affecting Stock Prices in the UAE Financial Markets. *Journal of Transnational Management*, 16(1): 3-19.
4. Ameen, C., C.M. Elsie and M.D. Guffey. 1994. Information content of the qualified audit opinions for over-the-counter firms. *Journal of Business Finance & Accounting* 21 (7): 997-1011.
5. American Institute of Certified Public Accountants. (1988). Auditing Standards Board, Statement on Auditing Standards No. 58. *Report on audited financial statements*. New York: AICPA.
6. Anvarkhatibi, S., M. Safashur and J. Mohammadi. 2012. The effect of auditor's opinions on shares prices and returns in Tehran stock exchange. *Research Journal of Management Sciences* 1(1): 23 -27.
7. Baskin, E.F. 1972. The communicative effectiveness of consistency exceptions. *The Accounting Review*, 47 (1):38-51.
8. Bessell, M., Anandarajan, A. & Umar, A. 2003. Information content, audit reports and going-concern: an Australian study. *Accounting and Finance*, 43: 261-282.
9. Chang, H. and H. C. Wang. 2008. The Association between Accounting Information Disclosure and Stock Price. *Global Journal of Business Research*, 2(2): 1-10.

10. Chen, P., S. He, Z. Ma and D. Stice .2016. The information role of audit opinions in debt contracting. *Journal of Accounting and Economics*. 61:121–144
11. Chen, J., Su, X. and R. Zhao. 2000. An emerging market's reaction to initial modified audit opinions: Evidence from the Shanghai stock exchange. *Contemporary Accounting Research*, 17(3), 429–455.
12. Chan, S. and W. Fong .1996. Reactions of the Hong Kong stock market to publication of second-hand analysts' recommendation information. *Journal of Business Finance & Accounting* 23 (8): 1121-1139.
13. Chan, Y. and T. Walter .1997. Qualified audit reports and costly contracting. *Asia Pacific Journal of Management*. 13(1):37-63.
14. Chow. W. C., 1982, The demand for External Auditing: Size, Debt and Ownership Influences, *The Accounting Review*, Vol. 57, No. 2, pp. 272-291.
15. Chow, C. W. and Rice, S. J. 1982a. Qualified audit opinions and share prices – An investigation. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 1(2), 35–53.
16. Czernkowski, R., W. Green and Y. Wang .2010. The value of audit qualifications in China. *Managerial Auditing Journal*. 25(5): 404-426.
17. Dehuan, J. and J. Zhenhu. 2008. Firm Performance and Stock Returns: an Empirical Study of the Top Performing Stock Listed on Shanghai Stock Exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. Available online at: [www.findarticles.com](http://www.findarticles.com)
18. Dodd, P., N. Dopuch, R. Holthausen and R. Leftwich. 1984. Qualified audit opinions and stock prices information content, announcement dates, and concurrent disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 6: 3-38.
19. Dopuch, N., R. Holthausen and R. Leftwich . 1986. Abnormal stock returns associated with media disclosures of 'subject-to' qualified audit opinions. *Journal of Accounting and Economics*. 8: 93–118.
20. Elliott, J. A. 1982. Subject to audit opinions and abnormal security returns – Outcomes and ambiguities. *Journal of Accounting Research*. 20(2), 617–638.

21. Farzinfar, A. 2013. Investigating the relationship between auditor's opinion and stock return in the companies listed at Tehran stock exchange market. *Management Science Letters*. 3:81–90
22. Fields, L. P. and M. S. Wilkins. 1991. The information content of withdrawn audit qualifications: New evidence on the value of 'subject-to' opinions. *Auditing: A journal of Practice and Theory*, 11: 62–69.
23. Firth, M., 1978. Qualified Audit Reports: Their Impact on Investment Decisions, *The Accounting Review*, (3): 642-650.
24. Firth, M. 1980. A note on the impact of audit qualifications on lending and credit decisions. *Journal of Banking and Finance* 4 (3): 257–67.
25. Gomez-Guillamon, A. 2003. The usefulness of the audit report in investment and financing decisions. *Managerial Auditing Journal* 18, (6/7):549-559.
26. Guiral-Contreras, A., J. Gonzalo-Angulo and W. Rodgers. 2007. Information content and recency effect of the audit report in loan rating decisions. *Accounting and Finance* 47: 285–304.
27. Habib, A. 2013. A meta-analysis of the determinants of modified audit opinion decisions. *Managerial Auditing Journal*, 28(3): 184-216.
28. Houghton, K.A. 1983. Audit reports: their impact on the loan decision process and outcome: an experiment. *Accounting & Business Research*, 14 (3): 15-20.
29. Ianniello, G. and G. Galloppo. 2015. Stock market reaction to auditor opinions – Italian evidence. *Managerial Auditing Journal*. 30 (6/7):610 – 632.
30. International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). 2009a. ISA 700, *The Auditor's Report on Financial Statements*. New York, NY: IAASB
31. International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). 2009b. ISA 705, *Modifications to the Opinion in the Independence Auditor's Report*. New York, NY: IAASB.
32. International Auditing and Assurance Standards Board (IAASB). 2015. *Going Concern*. International Standard on Auditing (ISA) 570 (Revised), New York, NY: IAASB.

33. Ittonen, K., .2012. Market reactions to qualified audit reports: research approaches. *Accounting Research Journal*. 25 (1):8-24.
34. Jones, F.L. 1996. The information content of the auditor's going-concern evaluation. *Journal of Accounting & Public Policy*(1) 1-27.
35. Lai, S., C. Lin, H. Li and F. Wu. 2009. The Information Contents of Modified Unqualified Audit Opinions under the Control of Concurrent Information: The Case of Taiwan. *Journal of Accounting and Corporate Governance*. 6 (1): 31-56.
36. Lev, B. 1989. On the usefulness of earnings and earnings research: lessons and directions from two decade of empirical research. *Journal of Accounting Research*, 27(3):153-92.
37. Lin, Z., Q. Tang and J. Xiao. 2003. An experimental study of users' responses to qualified audit reports in China. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation* 12: 1-22.
38. Lin, Z., Y. Jiang and Y. Xu. 2011 .Do modified audit opinions have economic consequences? Empirical evidence based on financial constraints. *China Journal of Accounting Research* 4:135-154.
39. Martinez, M. C., A. V. Martinez, and M. A. Benau, G. 2004. Reactions of the Spanish capital market to qualified audit reports. *European Accounting Review*, 13(4), 689-711.
40. Mautz, R. and Sharaf, H. 1961. The Philosophy of Auditing. *American Accounting Association*, Sarasota, FL.
41. Mohamed, D. and M. Habib. 2013. Auditor independence, audit quality and the mandatory auditor rotation in Egypt. Education, Business and Society: *Contemporary Middle Eastern Issues*, 6 (2): 116-144.
42. Moradi, M., M. Salehi , M. Rigil and M. Moeinizade .2011. The effect of qualified audit report on share prices and returns: Evidence of Iran. *African Journal of Business Management* 5 (8):3354-3360.
43. O'Reilly, D. M. 2010. Do investors perceive the going concern opinion as useful for pricing stocks? *Managerial Auditing Journal*. 25(1): 4-16.
44. Robertson, J. C. 1988. Analysts' reactions to auditors' message in qualified reports. *Accounting Horizons*. 2:82-89.
45. Robu, A. and I. Robu. 2016. The value relevance of audit report under IFRS in the case of Romanian listed companies. *Eurasian Studies in Business and Economics*. 3/2:3-15.



46. Schaub, M. 2006. Investor reaction to regulated monopolies announcing going concern opinions what explains contagion among electric services companies? *Review of Accounting and Finance*. 5(4):393-409.
47. Schaub, M. and M.J. Highfield .2003. On the information content of going concern opinions: the effects of SAS numbers 58 and 59. *Journal of Asset Management*, 4(1):22–31.
48. Schneider, A. and B. Church.2008. The effect of auditors' internal control opinions on loan decisions. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27: 1–18.
49. Sharif ,T., H. Purohit and R. Pillai.2015. Analysis of Factors Affecting Share Prices: The Case of Bahrain Stock Exchange. *International Journal of Economics and Finance*. 7(3): 207-216.
50. Shevlin, T. and G. Whittred .1984. Audit qualifications and share prices: Further evidence. *Australian Journal of Management*. 37-52.
51. Soltani, B., .2000. Some empirical evidence to support the relationship between audit reports and stock prices - The French case. *International Journal of Auditing*. 4: 269-291.
52. Sormunen, N. 2014. Bank officers' perceptions and uses of qualified audit reports. *Qualitative Research in Accounting & Management*. 11 (3): 215-237.
53. Strong, N., 1992. Modeling Abnormal Returns: A review Article, *Journal of Business Finance & Accounting*, 19(4):533-553.
54. Syou, C.L., L. Cecilia , Hungchih, L. and H.W. Frederick. 2009. The Information Contents of Modified Unqualified Audit Opinions under the Control of Concurrent Information: The Case of Taiwan, *Journal of Accounting and Corporate Governance*, 6(1):31-56.
55. Tahinakis, P., J. Mylonakis and E. Daskalopoulou .2010 .An appraisal of the impact of audit qualifications on firms' stock exchange price fluctuations. *Journal Name Enterprise Risk Management*. 1(1):86-99.
56. Tahinakis, P. and M. Samarinas.2016. The incremental information content of audit opinion. *Journal of Applied Accounting Research*. 17 (2): 139 –169.
57. Vaziri, A. and K. Azadi.2017. The Impact of Audit Reports on Financial Information Content. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3): 304-308.

## الملحق

## جدول الأول المشاهدات من الشركات التي حصلت على متحفظ وتاريخ الحدث

م	تاريخ الحدث	اسم الشركة	م	تاريخ الحدث	اسم الشركة
1	27/03/2016	اجواء	42	22/03/2018	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف
2	14/05/2017	اجواء	43	27/03/2011	الشمس للإسكان والتعمير
3	15/03/2018	اجواء	44	10/04/2011	الصناعات الهندسية المعمارية
4	28/02/2016	اسمنت سيناء	45	04/02/2012	الصناعات الهندسية المعمارية
5	30/03/2016	اطلس لاستصلاح الاراضي و التصنيع	46	28/03/2013	الصناعات الهندسية المعمارية
6	27/02/2014	الاسكندرية الوطنية	47	29/09/2011	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية
7	18/08/2014	الاسكندرية للزيوت المعدنية - اموك	48	15/09/2012	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية
8	25/08/2016	الاسكندرية للزيوت المعدنية - اموك	49	26/09/2013	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية
9	23/09/2014	الاسكندرية للغزل و النسيج (سينالكس)	50	07/09/2014	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية
10	09/09/2015	الاسكندرية للغزل و النسيج (سينالكس)	51	30/09/2015	العامة لاستصلاح الأراضي والتنمية
11	29/09/2016	الاسكندرية للغزل و النسيج (سينالكس)	52	03/07/2013	العبوات الدوائية المتطورة
12	12/04/2017	الاهرام للطباعة والتغليف	53	08/03/2016	العبوات الطبية
13	08/03/2012	الاهلى للتنمية و الاستثمار	54	29/03/2017	العبوات الطبية
14	11/03/2013	الاهلى للتنمية و الاستثمار	55	24/09/2011	العربية لاستصلاح الاراضي
15	11/03/2014	الاهلى للتنمية و الاستثمار	56	10/09/2012	العربية لاستصلاح الاراضي
16	12/03/2015	الاهلى للتنمية و الاستثمار	57	11/09/2013	العربية لاستصلاح الاراضي
17	06/03/2012	التعمير السياحي	58	07/09/2014	العربية لاستصلاح الاراضي
18	09/03/2014	التعمير السياحي	59	05/09/2015	العربية لاستصلاح الاراضي
19	08/03/2015	التعمير السياحي	60	05/09/2016	العربية لاستصلاح الاراضي
20	09/03/2014	الدولية للمحاصيل الزراعية	61	28/09/2009	العربية لحليج الأقطان
21	07/09/2015	الدولية للمحاصيل الزراعية	62	08/09/2010	العربية لحليج الأقطان
22	13/09/2011	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	63	29/09/2011	العربية لحليج الأقطان
23	19/09/2012	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	64	21/11/2012	العربية لحليج الأقطان
24	29/09/2013	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	65	17/12/2013	العربية لحليج الأقطان
25	23/09/2014	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	66	14/09/2014	العربية لحليج الأقطان
26	28/09/2015	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	67	13/09/2015	العربية لحليج الأقطان
27	28/09/2016	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	68	19/11/2017	العربية لحليج الأقطان
28	20/09/2017	الزيوت المستخلصة ومنتجاتها	69	24/05/2014	العربية للاستثمارات والتنمية القابضة

29	03/03/2010	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل	70	30/03/2015	العربية للاستثمارات والتنمية القابضة
30	30/05/2011	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل	71	04/03/2016	العربية للاستثمارات والتنمية القابضة
31	10/04/2012	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل	72	12/04/2017	العربية للاستثمارات والتنمية القابضة
32	12/03/2013	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل	73	12/05/2011	العربية لمنتجات الالبان
33	12/03/2014	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل	74	03/04/2012	العربية لمنتجات الالبان
34	12/03/2015	السعودية المصرية للاستثمار والتمويل	75	11/04/2011	العربية وبولفار
35	31/03/2014	السويدي الكترينك	76	17/04/2012	العربية وبولفار
36	04/03/2014	الشرقية الوطنية للامن الغذائي	77	01/04/2013	العربية وبولفار
37	02/03/2015	الشرقية الوطنية للامن الغذائي	78	03/05/2014	العربية وبولفار
38	24/03/2011	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	79	30/07/2015	العربية وبولفار
39	11/04/2012	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	80	14/04/2018	العربية وبولفار
40	11/03/2014	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	81	20/02/2013	العربية للمسمرة فى الأوراق المالية
41	15/03/2015	الشروق الحديثة للطباعة والتغليف	82	25/04/2017	العقارية للبنوك الوطنية للتنمية

## تابع الجدول الأول المشاهدات من الشركات التي حصلت على متحفظ وتاريخ الحدث

م	تاريخ الحدث	اسم الشركة	م	تاريخ الحدث	اسم الشركة
83	03/04/2013	القاهرة الوطنية للاستثمار والاوراق المالية	125	25/03/2010	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
84	09/02/2017	القاهرة الوطنية للاستثمار والاوراق المالية	126	04/05/2011	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
85	13/04/2011	القاهرة للإستثمار والتنمية العقارية	127	29/03/2012	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
86	04/04/2012	القاهرة للإستثمار والتنمية العقارية	128	04/03/2013	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
87	08/04/2013	القاهرة للإستثمار والتنمية العقارية	129	10/04/2014	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
88	30/03/2014	القاهرة للإستثمار والتنمية العقارية	130	31/03/2015	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
89	06/03/2010	القاهرة للأسكان والتعمير	131	22/05/2016	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
90	20/01/2011	القاهرة للدواجن	132	26/03/2017	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
91	11/01/2012	القاهرة للدواجن	133	04/03/2018	المصرية لمدينة الانتاج الاعلامي
92	15/01/2013	القاهرة للدواجن	134	23/06/2011	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية
93	19/01/2014	القاهرة للدواجن	135	27/06/2012	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية
94	23/01/2017	القاهرة للدواجن	136	30/07/2013	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية
95	22/09/2013	القاهرة للزيوت والصابون	137	28/06/2015	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية
96	28/09/2014	القاهرة للزيوت والصابون	138	16/08/2016	النصر لتصنيع الحاصلات الزراعية
97	28/09/2016	القاهرة للزيوت والصابون	139	13/03/2017	النصر لصناعة المحولات والمنتجات الكهربائية
98	13/09/2017	القاهرة للزيوت والصابون	140	12/05/2016	النصر لأعمال المدنية
99	20/03/2014	اكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية	141	07/09/2010	النصر للملابس والمنسوجات (كابو)
100	14/03/2015	اكرو مصر للشدات والسقالات المعدنية	142	12/09/2011	النصر للملابس والمنسوجات (كابو)
101	28/03/2012	المالية و الصناعية المصرية	143	14/11/2013	النصر للملابس والمنسوجات (كابو)
102	11/03/2014	المالية و الصناعية المصرية	144	12/10/2014	النصر للملابس والمنسوجات (كابو)
103	31/03/2016	المالية و الصناعية المصرية	145	29/09/2015	النصر للملابس والمنسوجات (كابو)
104	21/03/2017	المالية و الصناعية المصرية	146	15/09/2009	النيل لحليج الاقطان
105	26/03/2012	المجموعة المصرية العقارية	147	16/09/2010	النيل لحليج الاقطان
106	28/03/2013	المجموعة المصرية العقارية	148	06/09/2011	النيل لحليج الاقطان
107	27/03/2014	المجموعة المصرية العقارية	149	01/04/2015	الاستثمار العقاري العربي "اليكو"
108	08/03/2015	المجموعة المصرية العقارية	150	27/04/2016	اوراسكوم للاتصالات والاعلام
109	03/03/2016	المجموعة المصرية العقارية	151	04/05/2017	اوراسكوم للاتصالات والاعلام
110	15/03/2017	المجموعة المصرية العقارية	152	14/03/2013	بالم هيلز للتعمير

111	26/03/2018	المجموعة المصرية العقارية	153	14/03/2012	بالم هيلز للتعمير
112	14/03/2012	المصرية لتطوير صناعة البناء	154	11/04/2011	بايونيرز
113	11/03/2014	المصرية لتطوير صناعة البناء	155	20/03/2017	دلنا للإنشاء والتعمير
114	07/03/2010	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	156	17/02/2018	دلنا للإنشاء والتعمير
115	26/02/2012	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	157	02/05/2011	رمكو لإنشاء القرى السياحية
116	16/03/2013	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	158	31/03/2012	رمكو لإنشاء القرى السياحية
117	12/03/2014	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	159	31/03/2014	رمكو لإنشاء القرى السياحية
118	12/03/2015	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	160	31/03/2015	رمكو لإنشاء القرى السياحية
119	15/03/2016	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	161	31/03/2016	رمكو لإنشاء القرى السياحية
120	09/03/2017	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	162	12/04/2017	رمكو لإنشاء القرى السياحية
121	07/03/2018	المصرية لخدمات النقل ايجيترانس	163	02/03/2016	رود للسياسة
122	23/02/2017	المصرية للمشروعات السياحية العالمية	164	27/03/2012	روبكس لتصنيع البلاستيك
123	13/03/2016	المؤشر للبرمجيات ونشر المعلومات	165	11/03/2013	سيدي كرير للبتروكيماويات
124	11/03/2014	المصرية لتطوير صناعة البناء	166	12/03/2014	سيدي كرير للبتروكيماويات

## تابع الجدول الأول المشاهدات من الشركات التي حصلت على متحفظ وتاريخ الحدث

م	تاريخ الحدث	اسم الشركة	م	تاريخ الحدث	اسم الشركة
167	09/03/2015	سيدي كرير للبتروكيماويات	168	01/03/2010	شمال الصعيد للتنمية والانتاج الزراعي
169	29/03/2016	شمال الصعيد للتنمية والانتاج الزراعي	181	20/09/2011	مصر للزيوت والصابون
170	13/04/2017	شمال الصعيد للتنمية والانتاج الزراعي	182	27/11/2012	مصر للزيوت والصابون
171	11/03/2015	غاز مصر	183	30/09/2013	مصر للزيوت والصابون
172	10/03/2016	غاز مصر	184	09/09/2015	مصر للزيوت والصابون
173	07/03/2018	غاز مصر	185	04/10/2017	مصر للزيوت والصابون
174	11/03/2015	فاروتك لانتظمة التحكم والاتصالات	186	12/12/2013	مطاحن مصر العليا
175	12/09/2009	مدينة نصر للاسكان	187	29/10/2014	مطاحن مصر العليا
176	12/03/2014	مرسى مرسى علم للتنمية السياحية	188	29/09/2016	مطاحن مصر العليا
177	17/02/2015	مرسى مرسى علم للتنمية السياحية	189	31/03/2011	مينا فارم للأدوية والصناعات الكيماوية
178	31/07/2009	مصر للأسواق الحرة	190	13/09/2012	وادي كوم إمبو لاستصلاح الأراضي
179	07/03/2017	مصر لإنتاج الأسمدة	191	30/09/2014	وادي كوم إمبو لاستصلاح الأراضي
180	05/03/2018	مصر لإنتاج الأسمدة	192	03/03/2016	يونيفرت للصناعات الغذائية

## الجدول الثاني : متوسط العوائد غير العادية خلال فترة الاختبار بعد استبعاد الثلاث سنوات ٢٠١١-٢٠١٣

Days	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
					Lower	Upper
-10	1.182	124	0.239	0.0026	-0.0017	0.0069
-9	0.221	124	0.825	0.0005	-0.0036	0.0045
-8	-1.147	124	0.254	-0.0022	-0.0059	0.0016
-7	-1.839	124	0.068	-0.0043	-0.0089	0.0003
-6	-2.226	124	0.028*	-0.0046	-0.0088	-0.0005
-5	-1.987	124	0.049*	-0.0030	-0.0061	0.0000
-4	0.295	124	0.768	0.0007	-0.0039	0.0052

-3	-0.954	124	0.342	-0.0020	-0.0061	0.0021
-2	1.250	124	0.214	0.0028	-0.0016	0.0073
-1	1.166	124	0.246	0.0025	-0.0018	0.0068
0	-1.279	124	0.203	-0.0032	-0.0082	0.0018
1	0.599	124	0.550	0.0016	-0.0038	0.0070
2	-1.900	124	0.060	-0.0043	-0.0087	0.0002
3	-0.746	124	0.457	-0.0020	-0.0072	0.0033
4	-3.736	124	0.000*	-0.0072	-0.0110	-0.0034
5	-2.228	124	0.028*	-0.0055	-0.0104	-0.0006
6	-2.033	124	0.044*	-0.0041	-0.0081	-0.0001
7	-0.233	124	0.816	-0.0005	-0.0050	0.0040
8	-0.736	124	0.463	-0.0017	-0.0063	0.0029
9	0.561	124	0.576	0.0012	-0.0029	0.0052
10	0.186	124	0.853	0.0004	-0.0038	0.0045

\* تشير إلى أيام الاختبار التي يكون هناك تأثير سلبي ومعنوي لرأي المتحفظ لمراقب الحسابات على عوائد الاسهم عند مستوى معنوية ٥٪.