IUG Journal of Economics and Business Studies
Peer-reviewed Journal of Islamic University-Gaza
E-ISSN: 2410-5198
P-ISSN: 2410-8723
IUGJEBS
Vol 33, No 1, 2025, pp 1 - 28

Received on (06-09-2023) Accepted on (04-12-2024)

https://doi.org/10.33976/IUGJEB.33.1/2025/1

The Impact of Implied Cost of Capital on Market Returns of Stocks: The Mediating Role of Accounting Conservatism
(An Applied Study on Non-Financial Companies Listed on Palestine Exchange)

Prof. Ali S. Na'ami[1], Prof. Issam M. Buhaisi[2], Mr. Mohammed M. El Najjar[3]
Faculty of Administrative and Economic Sciences-Al Azhar University-Palestine[1]
Faculty of Finance and Business Administration-Palestine University-Palestine[2]
Faculty of Administrative and Economic Sciences-Al Quds Open University-Palestine[3]
*Corresponding Author: mnajar@qou.edu

Abstract:

The study aimed to investigate the impact of implied cost of capital on market returns of stocks in the presence of accounting conservatism as a moderating variable. This investigation was applied specifically on non-financial companies listed on Palestine Exchange. The study employed panel data analysis on data extracted from financial reports published for the study sample during the period from 2010 to 2021. The study results showed a significant impact of implied cost of capital on market returns of stocks, as well as the role of the accounting conservatism in mediating this relationship. The study recommended that the regulatory authorities at Palestine Exchange focus on estimating and disseminating implied cost of capital in periodic reports to raise awareness among investors about the significance of this measure and its crucial role in guiding their investment decisions.

Keywords: Implied Cost of Capital, Market Returns of Stocks, Accounting Conservatism

أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم: الدور المعدل للتحفظ المحاسبي
(دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين)

أ. د. علي سليمان النعامي[1]، أ. د. عصام محمد البحيصي[2]، أ. محمد موسى النجار[3]
كلية العوم الإدارية والاقتصادية-جامعة الأزهر-فلسطين[1]، كلية إدارة المال والأعمال- جامعة فلسطين-فلسطين[2]،
كلية العلوم الإدارية والاقتصادية-جامعة القدس المفتوحة-فلسطين[3]

الملخص:

هدفت الدراسة إلى تحديد أثر تكلفة رأس المال الضمنية على عوائد الأسهم السوقية في ظل التحفظ المحاسبي كمتغير معدل، بالتطبيق على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، تم استخدام تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية للبيانات المستخرجة من التقارير المالية المنشورة لعينة الدراسة للفترة من 2010-2021م، وقد أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر معنوي للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم، بالإضافة إلى وجود دور معدل للتحفظ المحاسبي للعلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم، وأوصت الدراسة قيام الجهات الإشرافية في بورصة فلسطين بالاهتمام بتقديرات التكلفة الضمنية ونشرها ضمن التقارير والنشرات الدورية بغرض توعية المستثمرين عن أهمية هذا المقياس ودوره الهام في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

كلمات مفتاحية: التكلفة الضمنية لرأس المال، عوائد الأسهم السوقية، التحفظ المحاسبي

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

أولاً/ المقدمة:

تلعب المعلومات المحاسبية دوراً هاماً في كفاءة السوق المالية، حيث تساعد المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية وتمكنهم من التنبؤ بالعوائد المتوقعة للأسهم، ويقصد بالعائد المتوقع للسهم ذلك العائد الذي يستهدفه المستثمر بحيث يتناسب هذا العائد مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها ويتغير هذا العائد وفقاً للتغير الحاصل في نسبة المخاطرة (Mall & Gupta, 2019, p:8)، وينعكس تأثير المعلومات المحاسبية على العائد المتوقع للأسهم، الأمر الذي يستدعي التركيز على هذا العائد ودقة تقديره.

يمكن قياس العائد المتوقع للسهم بمقاييس عدة عرفت بالمقاييس التقليدية للعائد (Li, 2015, p:561)، وحديثاً قدمت الأدبيات المحاسبية مقياساً جديداً للعائد يعرف بالتكلفة الضمنية لرأس المال Implied Cost of Capital (ICC) (Lee at al., 2021, p:1910)، وتشهد الدراسات المتعلقة بهذا المقياس نمواً متزايداً باعتباره مقياساً محاسبياً موثوقاً به لتقدير العائد المتوقع الأسهم.

تتضح أهمية التكلفة الضمنية لرأس المال (ICC) من خلال الاهتمام الكبير للأدبيات المحاسبية بإثبات أفضليتها كمقياس بديل جيد وموثوق به للعائد المتوقع للسهم، وبدراسة علاقة التكلفة الضمنية بالعوائد المحققة للأسهم وتأثيرها على متغيرات هامة أخرى في الأدب المحاسبي مثل التحفظ المحاسبي Lee et al., (2021), Paton et al., (2019), Azevedo (2016), Li et al., (2013), Balakrishnan et al., (2021)، ونظراً لمحدودية الدراسات التي أجريت في البيئة الفلسطينية عن التكلفة الضمنية لرأس المال –بحسب اطلاع الباحث– فإن تحديد طبيعة الأثر لمقياس التكلفة الضمنية على العوائد السوقية لأسهم الشركات الفلسطينية بحاجة إلى المزيد من البحوث والدراسات.

يعتبر التحفظ المحاسبي من المسائل الجدلية في الأدبيات المحاسبية وفي الإصدارات المهنية، فمن ناحية، يُحسن التحفظ المحاسبي من بيئة معلومات الوحدة الاقتصادية من خلال الإفصاح في التوقيت الملائم عن الأرباح والخسائر (Hejranijamil et. al, 2020, p:180) ما ينعكس إيجاباً على العوائد المتوقعة للأسهم، ومن ناحية أخرى، يمكن أن يقلل التحفظ المحاسبي من جودة الأرباح المعلن عنها (Beaver & Ryan, 2005, p:269) وبالتالي يرتبط التحفظ بتشويش العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم بما يقلل من قيمة القوائم المالية للمستثمرين لا سيما في ظل ظروف عدم التأكد التي تحيط ببيئة العمل الفلسطينية، الأمر الذي يدفع إلى ضرورة أخذ التحفظ بالاعتبار عند تقدير عوائد الأسهم.

إن ما تقدم يشير إلى أهمية تكثيف البحث نحو دراسة أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم في البيئة الفلسطينية بوجود التحفظ المحاسبي كمتغير معدل بهدف حسم طبيعة تلك العلاقة.

ثانياً/ مشكلة الدراسة:

تظهر أهمية عوائد الأسهم من خلال حاجة المستثمرين والمتعاملين في أسواق المال إلى قياسها عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، فهي تعتبر عاملاً مهماً في تقييم الأداء للشركات محل الاستثمار، وقد قدمت الأدبيات المحاسبية العديد من المقاييس لتقدير العائد المتوقع للأسهم منها (Aldaarmi et al., 2015, p:958): نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM، ونموذج مضاعف سعر السهم، ونموذج العوائد المحققة، والنسب المالية، وقد واجهت هذه المقاييس عدة انتقادات أهمها أنها لا تأخذ بالاعتبار فرص النمو المستقبلية للشركات كما أنها تتطلب معلومات عن المخاطر المنتظمة والتي قد لا تتوفر بسهولة في بيئة العمل Xu, (2020); Novy (2013); Ferrero et al., (2015).

في ضوء الانتقادات السابقة، قدمت الأدبيات المحاسبية مقياس محاسبي جديد للعائد المتوقع للسهم يعرف بالتكلفة الضمنية لرأس المال ICC، هذا المقياس يأخذ بالاعتبار القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية ويعتمد في تقديره لعوائد

الأسهم على المعلومات المحاسبية المتمثلة في الأرباح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية (الرفاعي، 2021)، (Aulia et al., 2020)، (Paton et al., 2020)، (Azevodo, 2016).

اكتسب مقياس التكلفة الضمنية لرأس المال اهتمام العديد من الباحثين، حيث انقسمت الدراسات في هذا المجال إلى اتجاهين، تناول الاتجاه الأول مدى قدرة التكلفة الضمنية لرأس المال على تفسير التغيرات في العوائد السوقية للأسهم كما في دراسة Lee et al., (2021)، Bilinski et al., (2021)، Rossoni et al., (2020)، Paton et al., (2020)، العقيل (2013)، وقد توصلت الدراسات في هذا المجال إلى أن التكلفة الضمنية ذات قدرة عالية على تفسير العوائد المتوقعة للأسهم، وتناول الاتجاه الثاني من الدراسات السابقة دقة وأفضلية وموثوقية تقديرات مقياس التكلفة الضمنية لرأس المال مقارنة بالمقاييس التقليدية للعائد المتوقع للسهم كما في دراسة Azevedo, (2016)، Altavilla et al., (2021)، Paton et al., (2019)، Savoia et al, (2019)، Balakrishnan et al., (2021)، الرفاعي، 2021، وقد توصلت الدراسات في هذا المجال إلى أفضلية ودقة تقديرات التكلفة الضمنية لرأس المال لتقديرات عوائد الأسهم.

يعتبر التحفظ المحاسبي من المفاهيم التي نالت اهتماماً متزايداً في الفكر المحاسبي لما له من تأثير ملموس على تحسين جودة المعلومات المحاسبية وملاءمتها للقرارات المختلفة (Hu et. al, 2014, p:2)، كما أن تطبيق التحفظ المحاسبي في حدود معقولة يعمل على إكساب القيمة الدفترية للسهم ملاءمة قيمية مرتفعة عند تفسير التغير في أسعار وعوائد الأسهم (فوده، 2016، ص:586)، وبالتالي يلعب التحفظ المحاسبي دوراً هاماً في الحد من سوء استثمار الأموال ويعزز من قدرة المنشأة على توليد تدفقات نقدية من العمليات التشغيلية، وتخفيض حالة عدم التأكد في المعلومات المحاسبية والحد من التقلبات المستقبلية في أسعار الأسهم (Garcia et al., 2015, p:247)، (Li, 2015, p:556).

وقد تناولت الأدبيات علاقة تقديرات التكلفة الضمنية لرأس المال بالتحفظ المحاسبي باعتباره أحد المقاييس البديلة للخطر من جهة، وباعتباره أحد مقاييس جودة الأرباح من جهة أخرى، وقد وجدت علاقة معنوية بين التكلفة الضمنية لرأس المال والتحفظ باعتباره أحد المقاييس البديلة للخطر Balakrishnan et al., (2021)، أما العلاقة بين التكلفة الضمنية والتحفظ باعتباره أحد مقاييس جودة الأرباح فقد انقسمت الآراء بها إلى اتجاهين: الاتجاه الأول وجد علاقة عكسية بينهما Li et al. (2013)، أما الاتجاه الثاني فقد وجد علاقة طردية بينهما Azevedo, (2016)، وبتفحص الاتجاهين فإنه من الصعب الجزم بصواب أحداهما على الآخر في البيئة الفلسطينية، ما يستدعي المزيد من البحث في هذه العلاقة.

في ظل قصور المقاييس التقليدية للعائد المتوقع للأسهم، تبحث الدراسة في أحد المقاييس الحديثة للعوائد المتوقعة للأسهم يعرف بالتكلفة الضمنية لرأس المال (ICC) وكيفية تقديرها باستخدام المعلومات المحاسبية، وأثر هذا المقياس على العوائد السوقية للأسهم في بورصة فلسطين، ولمزيد من التحليل وتفسير الأثر بين متغيرات الدراسة، سيتم دراسة أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم بوجود مجموعة من المتغيرات الضابطة (تتمثل في توزيعات الأرباح، فرص النمو)، بالإضافة إلى التحفظ المحاسبي Accounting Conservatism (AC) كمتغير معدل لما له من تأثير متوقع على جودة الأرباح المفصح عنها في البيئة الفلسطينية، ونظراً لاستخدامه في العديد من الدراسات (الطويل، 2021)، (Lara et al., 2019)، وعليه تتمثل مشكلة الدراسة تتمثل في محاولة الإجابة عن الأسئلة الآتية:

1. ما أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد الأسهم السوقية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين؟
2. ما أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال وعوائد الأسهم السوقية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين؟

ثالثاً/ أهمية الدراسة:

تظهر أهمية الدراسة من خلال ما يلي:

1. الأهمية العلمية:

أ. تستخدم الدراسة التكلفة الضمنية لرأس المال كمقياس محاسبي جديد للعائد المتوقع للسهم لم يتم استخدامه من قبل في بيئة العمل الفلسطينية وذلك في حدود علم الباحث.

ب. تستخدم الدراسة التحفظ المحاسبي كمتغير معدل، وذلك باعتباره أحد مقاييس جودة الأرباح وبغرض التعرف على الدور الذي يمكن أن يقوم به في التأثير على العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم.

ج. يعتمد مقياس التكلفة الضمنية لرأس المال في تقديره للعائد المتوقع للسهم على معلومات محاسبية يمكن الحصول عليها من التقارير المالية المنشورة للشركات محل الدراسة.

د. تتناول الدراسة التكلفة الضمنية لرأس المال نظرياً وعملياً، كأحد الموضوعات التي تشهد الدراسات فيها تزايداً واضحاً في الأدب المحاسبي.

2. الأهمية العملية:

تساهم الدراسة في توفير دليلاً ميدانياً من البيئة الفلسطينية يحقق ما يلي:

أ. التطبيق العملي لأحد المقاييس الحديثة للعائد المتوقع للأسهم كنموذج محاسبي يوفر تقديرات دقيقة للعائد المتوقع، يمكن للمستثمرين والمتعاملين في بورصة فلسطين استخدامها في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

ب. إرشاد المحليين الماليين والدائنين وغيرهم من المتعاملين في بورصة فلسطين حول أحد المقاييس الحديثة والموثوقة للعوائد المتوقعة للأسهم.

ج. توعية المستثمرين في بورصة فلسطين بمنفعة المعلومات المحاسبية الواردة في التقارير المالية المنشورة، وضرورة الاعتماد عليها في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

رابعاً/ أهداف الدراسة:

من خلال مشكلة الدراسة يمكن تحديد أهداف الدراسة كما يلي:

1. استخدام المعلومات المحاسبية المتمثلة في الأرباح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية في تقدير العائد المتوقع لأسهم الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين باستخدام مقياس محاسبي للعائد يعرف بالتكلفة الضمنية لرأس المال.
2. التعرف على أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية المحققة لأسهم الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين وذلك بوجود مجموعة من المتغيرات الضابطة والمعدلة.
3. التعرف على أثر التحفظ المحاسبي على العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال والعوائد السوقية لأسهم الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

خامساً/ فرضيات الدراسة:

تختبر الدراسة الفرضيات التالية:

1. لا يوجد أثر دال إحصائياً عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ للتكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد الأسهم السوقية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

2. لا يُعدل التحفظ المحاسبي العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال والعوائد السوقية لأسهم الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

سادساً/ متغيرات الدراسة والتعريفات الإجرائية:

تستخدم الدراسة المنهج الوصفي والمنهج الكمي لقياس متغيرات الدراسة الآتية:

1. تتمثل المتغيرات الأساسية للدراسة في:
   أ. المتغير المستقل: التكلفة الضمنية لرأس المال.
   ب. المتغير التابع: العوائد السوقية للأسهم.
2. تعتمد الدراسة على توزيعات الأرباح وفرص النمو كمغيرات ضابطة.
3. تعتمد الدراسة على التحفظ المحاسبي كمتغير معدل.

ويلخص الجدول التالي التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة والدراسات التي استخدمت هذه المتغيرات:

جدول رقم (1): التعريف الإجرائي لمتغيرات الدراسة

م.	اسم المتغير	التعريف الإجرائي	المصدر
1.	**المتغير المستقل:** التكلفة الضمنية لرأس المال	نموذج Frankel & Lee, 1998	Bilinski et) ،(2021Lee et al.,) ،(Suwardi, 2020) ،(al., 2021 Paton et al.,) ،(Rossoni, 2020) Balakrishnan et al.,) ،(2019 Eliwa & Abraham,) ،(2019 ،(Azevedo, 2016) ،(2016
2.	**المتغير التابع:** عوائد الأسهم السوقية	احتساب العائد الشهري للسهم: $MSR_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$ ثم تم احتسأب العائد السنوي التجميعي للسهم بالمعادلة: $SR_{i,t} = (\prod_{t=1}^{12} 1 + MSR_{i,t}) - 1$	Paton et Lee et al., (2021), القرعان والدبعي، al., (2019), (2020)
3.	**المتغيرات الضابطة:**		
1/3.	توزيعات الأرباح	الأرباح الموزعة للسهم ÷ القيمة السوقية للسهم	Kathuo et al., (2021)، محمد وعبد الله، (2021)
2/3.	معدل نمو الأصول	(الأصول في نهاية السنة – الأصول في بداية السنة) مقسوماً على الأصول في بداية السنة	Hasanzade et al., (2014)، القرعان والدبعي، (2020)،
4.	**المتغير المعدل:**		

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

1/4.	التحفظ المحاسبي	إجمالي حقوق الملكية مقسوماً على (عدد الأسهم المصدرة × سعر الإغلاق)	Balakrishnan et al., (2019), Eliwa & Abraham (2016), Gebhardt et al., (2001)

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الدراسات السابقة

سابعاً/ حدود الدراسة:

1. **الحد المكاني:** طبقت هذه الدراسة على الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. **الحد الزماني:** استخدمت الدراسة البيانات والتقارير المالية المتاحة على الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين لسلسلة زمنية مدتها 10 سنوات تمتد من 2012 وحتى 2021م.

ثامناً/ مكونات الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة والأهداف التي تسعى إلى تحقيقها، تشمل الدراسة الأقسام الآتية:

القسم الأول: الإطار النظري

القسم الثاني: الدراسات السابقة واشتقاق فرضيات البحث

القسم الثالث: تصميم الدراسة التطبيقية

القسم الرابع: النتائج والتوصيات

المراجع

القسم الأول: الإطار النظري:

يتناول هذا القسم عوائد الأسهم والتكلفة الضمنية لرأس المال والتحفظ المحاسبي، على النحو الآتي:

1. عوائد الأسهم: المفهوم والمقاييس:

يناقش هذا الجزء مفهوم عوائد الأسهم ومقاييسها على النحو الآتي:

أ. مفهوم عوائد الأسهم:

تعتبر عوائد الأسهم من أهم المعلومات المحاسبية التي يعتمد عليها المستثمرين وأصحاب المصالح الأخرى في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية وترشيدها، ذلك لأن عوائد الأسهم تعتبر عاملاً مهماً في تقييم الأداء العام للوحدة اقتصادية محل الاستثمار ومعرفة العائد الذي سيحصل عليه المستثمر إذا قام باقتنائها.

تقسم عوائد الأسهم إلى نوعين هما:

- **عوائد عادية** وهي العوائد السوقية المحققة والتي يمكن أن يحققها المستثمر نتيجة اقتناء وشراء الأسهم سواء من خلال الاكتتاب أو في حال الشراء من السوق المالي (Sekyere, 2016, p:12).
- **عوائد غير عادية** وتمثل الفرق بين العوائد الفعلية المحققة للأسهم والعائد المتوقع للسهم (Srinivasan et al., 2015, p:31)، أما العائد المتوقع للسهم فيتمثل في العائد الذي يستهدفه المستثمر بحيث يتناسب هذا العائد مع مستوى المخاطر التي يتعرض لها ويتغير هذا العائد وفقاً للتغير الحاصل في نسبة المخاطرة (Ezeanyeji & Maureen, 2019, p:25).

ب. مقاييس العائد المتوقع للسهم:

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

يمكن قياس العائد المتوقع للسهم بعدة مقاييس يطلق عليها الباحثين المقاييس التقليدية للعائد المتوقع (Li, 2015, p:561)، من أهم هذه المقاييس ما يلي:

- **نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:**

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model (CAPM) والذي قدمه Sharpe (1964) الأكثر استخداماً في قياس العائد المتوقع للسهم (Fama & French, 2015, p:2)، ويهتم النموذج بالمخاطر التي تعكس التقلب في عوائد الاستثمارات الرأسمالية نتيجة علاقتها ببعض متغيرات السوق المالية لذلك يعرف هذا النموذج بنموذج التوازن أو نموذج السوق (Aldaarmi et al., 2015, p:958) وبالتالي فإن العائد المتوقع للسهم يأخذ بالاعتبار المخاطر المنتظمة وارتباطها بعائد الاستثمار بالاعتماد على بيانات السوق المالية.

ومن أهم الانتقادات التي وجهت لنموذج CAPM الاعتماد على عامل واحد لتفسير معدل العائد يتمثل في عائد السوق وفرضية ثبات بيتا (مخاطر السوق) (Rhaim et al., 2007, p: 79)، وبالتالي يقتصر نموذج CAPM الاختلافات في احتساب العائد المتوقع للأسهم على الاختلاف في معامل بيتا، ويتجاهل تأثير باقي عناصر المخاطرة مثل مخاطر التقدير مما يقلل من ملاءمة هذا النموذج لقياس تكلفة حق الملكية.

- **نموذج Fama & French (3F):**

قدم Fama & French هذا النموذج عام 1992 في محاولة للتغلب على الانتقادات الموجهة لنموذج CAPM، ويفترض النموذج الجديد أن CAPM يفتقر إلى عوامل مهمة يجب أن يحتويها بالإضافة إلى المخاطر المنتظمة مثل: عامل الحجم، عامل القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية وعرف هذا النموذج بنموذج العوامل الثلاثة لـ Fama & French من خلال افتراض أن العائد المتوقع للسهم هو دالة في ثلاثة عوامل: العائد السوقي، حجم الوحدة الاقتصادية، معدل القيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية (Aldaarmi et al., 2015, p: 957).

يتضح مما سبق، أن هذا النموذج هو امتداد لنموذج CAPM مع إضافة عاملين آخرين هما: حجم الوحدة الاقتصادية والقيمة الدفترية للسهم إلى القيمة السوقية الأمر الذي يزيد من القدرة التفسيرية للعائد المتوقع للسهم، وبالرغم من ذلك وجهت انتقادات إلى هذا النموذج أهمها عدم اكتمال قدرة النموذج ثلاثي العوامل على تحسين القدرة التفسيرية للعائد المتوقع للسهم (Novy, 2013, p: 2).

- **النسب المالية:**

توصلت العديد من الدراسات إلى اعتماد المستثمرين على الأرباح المحاسبية المفصح عنها في التنبؤ بعوائد الأسهم وأسعارها المستقبلية (Abu Afifa et al., 2020)، (صالح، 2022)، من هنا ظهرت نماذج النسب المالية كمقاييس للعائد المتوقع للسهم، وما يميز هذه النماذج أن بياناتها مستخرجة من قوائم مالية فعلية وبالتالي تعتبر وفق المبادئ المحاسبية معدلات عوائد محاسبية يمكن أن يستخدمها المستثمرين والمساهمين في تقييم العوائد المتوقعة لأسهم الوحدات الاقتصادية (Brigham & Ehrhardt, 2014, p:88)، ومن أهم هذه النسب ما يلي:

- **نسبة السعر إلى الربح Price to Earning (P/E):**

تربط هذ النسبة بين سعر السهم وربحيته، وتعتبر من أكثر النسب المالية استعمالاً من قبل المحللين الماليين والمستثمرين في سوق الأوراق المالية، كما أن استخدام هذه النسبة أفضل لقيمة الوحدة اقتصادية من استخدام سعر السهم لوحده حيث تعطي هذه النسبة مؤشراً للعائد المتوقع للسهم أو المبلغ الذي يطلبه المستثمر على استثماراته (Safitri et al., 2020, p:54)، وتدعى نسبة P/E أيضاً بمكرر الأرباح وكلما ارتفعت هذه النسبة كانت أفضل

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

لكونها تشير إلى أن الوحدة اقتصادية تحظى بتفضيل كبير من قبل الجمهور (الخلايلة والشوابكة، 2013، ص: 182)، ولو كانت النسبة P/E تساوي 10 مثلاً، هذا يعني أن السهم يباع في سوق الأوراق المالية بعشرة أضعاف ربحيته.

ومن أهم الانتقادات التي وجهت لهذا المقياس أن الطبيعة التاريخية للمعلومات المستخدمة في هذه النسبة لا تعكس الوضع الحالي للوحدة اقتصادية (Phan et al., 2015)، وبالتالي حتى تعكس هذه القيم جميع ما يحدث في الوحدة اقتصادية يلزم التحديث المستمر للبيانات المالية والتي عادة لا تتوفر إلا في نهاية السنة المالية.

- نموذج معدل العوائد المحققة Realized Rate of Return Model:

يهتم هذا النموذج بالعوائد المحققة لاحقاً ex-post returns باعتبارها مؤشراً غير متحيز للعائد المتوقع للسهم بفرض توافر سوق مالية كفؤة (سعد الدين، 2018، ص: 320)، ويتم احتساب هذا النموذج كمتوسط للعوائد الشهرية ولمدة سنة مالية حيث يكون معبراً عن العائد السوقي المطلوب خاصة إذا كانت عينة الوحدات الاقتصادية محل الدراسة كبيرة مع استبعاد المشاهدات ذات القيم السالبة للعائد (Gebhardt et al., 2001, p:138).

في هذا السياق، أشار Xu, (2020) إلى أن العوائد المحققة تعد مقياساً بديلاً ضعيفاً للعائد المتوقع للسهم (Xu, 2020, p:5)، كما أوضح Tareq (2015) وجود اختلاف بين التوزيع الإحصائي للعوائد المتوقعة والتوزيع الإحصائي للعوائد المحققة وبالتالي فإن العوائد المحققة لا تمثل العائد المتوقع للسهم ولا يمكن اعتبارها مقياساً موثوقاً له (Tareq, 2015, p:49).

في ضوء انتقادات المقاييس التقليدية للعائد المتوقع، قدمت الأدبيات المحاسبية مقياساً بديلاً لتقدير العائد المتوقع للسهم وهو التكلفة الضمنية لرأس المال Implied Cost of Capital (ICC) وذلك بغرض التغلب على الانتقادات السابقة، وعُرف هذا المقياس عند الباحثين بالمقياس المحاسبي للعائد المتوقع، وقد شهدت الدراسات المتعلقة به تطوراً كبيراً.

2. التكلفة الضمنية لرأس المال Implied Cost of Capital (ICC):

يتناول هذا الجزء مفهوم التكلفة الضمنية لرأس المال وتقديرها، وذلك على النحو الآتي:

أ. مفهوم التكلفة الضمنية لرأس المال:

قدم Botosan في عام 1997 مقياساً جديداً لتقدير العائد المتوقع، يعتمد هذا المقياس على احتساب معدل العائد الداخلي Internal Rate of Return (IRR) للوحدة الاقتصادية، ويطلق على هذا المقياس التكلفة الضمنية لرأس المال Implied Cost of Capital (ICC) كبديل للعائد المتوقع، وقد اكتسب هذا المقياس اهتمام العديد من الباحثين (Lee & Upneja, 2006, P:4).

عرف البكاء والجواهري (2023) التكلفة الضمنية لرأس المال (ICC) بأنها تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في أسهم الشركة مقابل الاستثمارات المحتملة الأخرى ذات المخاطر المماثلة (البكاء والجواهري، 2023، ص: 637)، وعرفها Azevedo (2016) بأنها معدل الخصم أو معدل العائد الداخلي للعائد الذي يجعل القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة (Azevedo, 2016, p: 2).

ويمكن تعريف التكلفة الضمنية لرأس المال (ICC) بأنها مقياس بديل موثوق به لتقدير العائد المتوقع للبدائل الاستثمارية، وهي عبارة قيمة تقديرية تتضمنها الأسعار السوقية للأسهم والمعلومات المحاسبية كالربح والقيمة الدفترية للسهم، ويمكن اشتقاقها من عدة نماذج باستخدام الهندسة العكسية للنموذج.

ب. نماذج تقدير التكلفة الضمنية لرأس المال:

يتناول هذا الجزء نماذج تقدير التكلفة الضمنية لرأس المال، والنموذج محل التطبيق ومبررات اختياره، وذلك على النحو الآتي:

- **نماذج تقدير التكلفة الضمنية لرأس المال:**

هناك العديد من نماذج التقدير للتكلفة الضمنية لرأس المال منها (Frankel & Lee, 1998, p:302)، (Gebhardt et al., 2001, pp:142-143)، (Lee & Upneja, 2006, pp:11-12):

- نموذج Frankel & Lee (1998)
- نموذج Gebhardt et al., (2001)
- نموذج Claus & Thomas (2001)

وفي حدود اطلاع الباحث، لا يوجد إجماع بين الباحثين على أفضلية نموذج دون الآخر من نماذج تقدير التكلفة الضمنية لرأس المال، لذلك يعتقد الباحث أن اختيار النموذج المناسب يعتمد على مدى سلامة الافتراضات التي يقوم عليها وإمكانية توفير البيانات اللازمة للتطبيق والتي تختلف باختلاف نموذج التقدير المستخدم.

- **نموذج الدراسة المستخدم ومبرراته:**

تستخدم الدراسة نموذج Frankel & Lee (1998)، ووفقاً لهذا النموذج يتم احتساب التكلفة الضمنية لرأس المال بالمعادلة الآتية (Frankel & Lee, 1998, p:302):

$$P_{i,t} = B_{i,t} + \frac{(FROE_{i,t} - R_{i,t})}{(1+R_{i,t})} B_{i,t} + \frac{(FROE_{i,t} - R_{i,t})}{(1+R_{i,t})R_{i,t}} B_{i,t}$$

حيث:

$P_{i,t}$: سعر السهم للشركة i في نهاية السنة t.

$B_{i,t}$: القيمة الدفترية للسهم للشركة i في نهاية السنة t.

$FROE_{i,t}$: القيمة المقدرة للعائد على حقوق الملكية للشركة i في نهاية السنة t.

$R_{i,t}$: التكلفة الضمنية لرأس المال للشركة i في نهاية السنة، وتمثل معدل العائد الداخلي.

$\frac{(FROE_{i,t} - R_{i,t})}{(1+R_{i,t})R_{i,t}} B_{i,t}$: تعرف بالقيمة المقدرة للشركة بعد فترة التقرير Terminal Value (TV) وتمثل القيمة الحالية للربح الباقي المتوقع بعد فترة التقرير.

وتستخدم الدراسة نموذج Frankel & Lee (1998) أعلاه لاستكمال الجانب التطبيقي وذلك للمبررات الآتية:

- يعتمد النموذج على بيانات القوائم المالية المنشورة كالربح والقيمة الدفترية للسهم، وهي بيانات يمكن الحصول عليها في بيئة العمل الفلسطينية من خلال القوائم المالية المنشورة للشركات محل الدراسة.
- يتطلب النموذج معلومات عن أسعار الأسهم في بداية ونهاية السلسلة الزمنية للسنوات محل الدراسة، وهذه المعلومات يمكن الحصول عليها من نشرات تداول الأسهم التي يتيحها الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين.
- يتصف النموذج بالمرونة في تحديد الفترة الزمنية اللازمة لتقدير عوائد الأسهم، حيث يتطلب النموذج تقدير العائد المتوقع للسهم على أساس سنوي، الأمر الذي يُكسب النموذج المزيد من المرونة بخلاف نماذج التقدير الأخرى التي تتطلب تقدير العائد لعدة فئات من السنوات ولكل فئة زمنية طريقة معينة للتقدير.

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

3. التحفظ المحاسبي:

عرفت IASC التحفظ المحاسبي Accounting Conservatism بأنه تضمين التقديرات المطلوبة في ظل عدم التأكد بدرجة من الحيطة وذلك بالعمل على عدم المغالاة في تقديرات الأصول والعوائد مع التأهب لعدم تخفيض قيم الالتزامات والمصروفات (IASC, 1989, Conceptual Framework, Para:37)، كما يعرف بأنه متوسط الانخفاض في القيمة الدفترية لصافي الأصول عن قيمتها السوقية من فترة لأخرى والذي قد ينتج عن أسباب عديدة أهمها عدم أخذ قيمة الشهرة بالاعتبار (Beaver & Ryan, 2005, p:269)، ووفقاً لهذا المفهوم فإن التحفظ يعبر عن مقياس تراكمي للأثر على القوائم المالية منذ تأسيس المنشأة حتى تاريخ القياس، وتستند الدراسة الحالية إلى هذا المفهوم في التطبيق العملي.

يمكن قياس التحفظ المحاسبي بمقاييس عديدة، منها مقياس القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية Book to Market (BTM)، ويفترض هذا المقياس أن التحفظ يعتبر أحد مصادر التحيز في القياس المحاسبي، فمع ثبات العوامل الأخرى فإن نظام المحاسبة يميل إلى تخفيض صافي القيمة الدفترية للشركة مقارنة بالقيمة الحقيقية لها (Feltham & Ohlson, 1995, p:692) ولذلك فإن انخفاض القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية (BTM) يعني ضمناً ارتفاع درجة التحفظ.

تستخدم الدراسة الحالية تعتمد هذا المقياس نظراً لأهميته ومناسبته لبيانات الدراسة وطبيعتها، كما أنه تم استخدامه في العديد من الدراسات السابقة.

القسم الثاني: الدراسات السابقة:

تم تحليل الدراسات السابقة والمرتبطة بمتغيرات الدراسة وفق الآتي:

1. دراسات سابقة تناولت التكلفة الضمنية لرأس المال وأثرها على عوائد الأسهم والتحفظ المحاسبي:

تعتبر دراسة Lee et al., (2021) من أبرز الدراسات التي تناولت علاقة التكلفة الضمنية مع العوائد للأسهم، حيث قدمت الدراسة إطاراً لتقييم التكلفة الضمنية لرأس المال من حيث القدرة التنبؤية العالية، ومن حيث انخفاض تباين أخطاء القياس للتكلفة الضمنية لرأس المال وبالتطبيق على عينة من الشركات المدرجة في بورصة نيويورك، وذلك باستخدام أسلوب تحليل المربعات الصغرى وأسلوب تحليل المقطع العرضي للبيانات، وخلصت الدراسة إلى أن التكلفة الضمنية لرأس المال تعتبر مقياس محاسبي جيد للعائد المتوقع للسهم، حيث أظهر التحليل قدرة التكلفة الضمنية لرأس المال على تفسير التغيرات في العوائد المحققة للمنشآت، وأنها ذات تباين منخفض لأخطاء القياس، وذات قدرة عالية على تقدير العوائد المتوقعة المستقبلية.

اختبرت دراسة Balakrishnan et al., (2021) علاقة التكلفة الضمنية لرأس المال المملوك بالمقاييس البديلة للخطر لعينة من الشركات الأمريكية المدرجة في البورصة الأمريكية بالاعتماد على التقارير المالية وتقارير المحللين الماليين، وباستخدام أساليب التباين والانحدار الخطي المتعدد في تحليل البيانات، وتوصلت الدراسة إلى أن تقديرات تكلفة رأس المال المملوك ترتبط ارتباطاً معنوياً بالمقاييس البديلة للخطر الآتية: التحفظ المحاسبي (مقاساً بنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية)، معامل بيتا، وحجم الشركة، الرفع المالي، والمخاطر غير المنتظمة.

قام Azevedo, (2016) باختبار العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال وعوائد الأسهم لعينة من الشركات الأمريكية المدرجة في بورصة نيويورك لمدة 25 سنة واعتمدت في التحليل على البيانات المقطعية للبيانات المالية للشركات محل الدراسة، كما استخدمت الدراسة نموذج الربح الباقي في تقدير التكلفة الضمنية لرأس المال بالاعتماد على المعلومات

المحاسبية الآتية: الربح التشغيلي، القيمة الدفترية للسهم، القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وكشفت الدراسة عن وجود علاقة ارتباط معنوية بين التكلفة الضمنية لرأس المال وبين العوائد المحققة للأسهم، وأن التكلفة الضمنية لرأس المال لديها قدرة عالية على تقدير العوائد المستقبلية للأسهم، وبالتالي تعتبر التكلفة الضمنية لرأس المال بمثابة مقياس بديل للعائد المتوقع للسهم.

هدفت دراسة Li et al. (2013) إلى اختبار مدى قدرة نماذج التكلفة الضمنية لرأس المال على تفسير التغير في العوائد السوقية لأسهم عينة من الشركات المدرجة في بورصة لندن لمدة 20 سنة، وذلك من خلال احتساب متوسط تقديرات عدة نماذج للتكلفة الضمنية لرأس المال، واختبار قدرة التكلفة الضمنية لرأس المال على تقدير العائد المتوقع للسهم بوجود نسبة السعر إلى الربح، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمتغيرات رقابية، وقد أثبتت الدراسة ارتفاع قدرة التكلفة الضمنية لرأس المال على تقدير العائد المتوقع للسهم حيث اتضح أن نماذج التكلفة الضمنية لرأس المال ذات قدرة عالية على تفسير التغيرات في العوائد المحققة للأسهم خلال فترة تراوحت من سنة إلى أربع سنوات وذلك دون التأثر بالنسب المالية السابقة والتي تم تحييد تأثيرها من خلال استخدامها كمتغيرات رقابية، ولذلك فإن التكلفة الضمنية لرأس المال تعتبر مقياس بديل جيد للعائد المتوقع للسهم.

2. دراسات سابقة تناولت المقاييس التقليدية لعوائد للأسهم:

اختبرت دراسة الباز والشيخ علي (2018) مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار وعوائد الأسهم السوقية وترشيد قرار الاستثمار في البورصة الفلسطينية، وذلك باستخدام مصفوفة الارتباط والانحدار المتعدد، وقد أظهرت الدراسة أن المعلومات المحاسبية (ممثلة بجودة الأرباح والقيمة الدفترية للسهم ومعدل العائد على حقوق الملكية ونسبة الملكية) تستطيع تفسير اختلافات أسعار وعوائد الأسهم بدرجة أكبر من المعلومات الاقتصادية (ممثلة بالتضخم، وأسعار صرف العملاء الأجنبية ونصيب الفرد من الناتج المحلي)، كما أوصت الدراسة بضرورة قيام المستثمرين باتخاذ قراراتهم الاستثمارية على أساس المعلومات المحاسبية وخاصة القيمة الدفترية للسهم والأرباح.

هدفت دراسة النواجحة (2014) إلى تحديد القدرة التفسيرية لنماذج تسعير الأصول الرأسمالية: نموذج التقييم المحاسبي (Feltham & Ohlsen Model) ونموذج التدفقات النقدية ونموذج خصم التوزيعات النقدية في تحديد أسعار وعوائد أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، وكذلك تحديد أفضلية نموذج التقييم المحاسبي (Feltham & Ohlsen Model) عن النماذج الأخرى، وقد توصلت الدراسة أن المعلومات المحاسبية تعتبر بمثابة أساس تبنى عليه التحليلات الأساسية والفنية لقياس أسعار الأسهم والتنبؤ بها في بورصة فلسطين، كما أثبتت الدراسة أن نموذج التقييم المحاسبي (والذي يعتمد على المعلومات المحاسبية) ذو قدرة تفسيرية أفضل من النماذج الأخرى.

3. التعليق على الدراسات السابقة وتحديد الفجوة البحثية:

أ. ركزت الدراسات السابقة المتعلقة بالمقاييس التقليدية لعوائد الأسهم على العوامل المؤثرة على العائد السوقي للسهم، ولم تركز على دقة تقدير هذا العائد.

ب. يتضح من الدراسات المتعلقة بالعائد المتوقع للسهم أن هناك حدود لاستخدام المقاييس التقليدية للعائد المتوقع ما أدى ظهور اتجاهات حديثة لقياس العائد المتوقع للأسهم.

ج. يتضح من الدراسات المتعلقة بالتكلفة الضمنية لرأس المال ما يلي:

- التكلفة الضمنية لرأس المال مقياس محاسبي بديل جيد للعائد المتوقع للسهم.

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

- التحفظ المحاسبي يزيد من موثوقية تقديرات التكلفة الضمنية لرأس المال.
- أفضلية التكلفة الضمنية لرأس المال كمقياس بديل للعائد المتوقع مقارنة بالمقاييس التقليدية.
- التكلفة الضمنية لرأس المال ذات قدرة على تقدير العائد المتوقع للسهم.

وفي حدود علم الباحث، فإن عدد محدود من الدراسات تناولت استخدام التكلفة الضمنية لرأس المال في تقدير العائد المتوقع للسهم لا سيما في بيئة العمل الفلسطينية، ما دفع إلى إجراء هذه الدراسة.

4. ما يميز الدراسة الحالية:

تتميز الدراسة الحالية في محاولتها للمساهمة في سد الفجوة البحثية السابقة وذلك من خلال:

أ. تقدير العوائد المتوقعة للأسهم باستخدام مقياس جديد يعرف بالتكلفة الضمنية لرأس المال، وفي حدود اطلاع الباحث فإن عدد محدود من الدراسات العربية تناولت هذا المقياس، وكذلك لم يتم تناوله في الدراسات التي أجريت على بيئة العمل الفلسطينية.

ب. تستخدم الدراسة التكلفة الضمنية لرأس المال وهو مقياس محاسبي بديل يعتمد في تقديره للعائد المتوقع للأسهم على المعلومات المحاسبية المتمثلة في الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، هذه المعلومات يمكن للمتعاملين في البورصة الحصول عليها من التقارير المالية المنشورة.

ج. تختبر الدراسة أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد الأسهم السوقية بوجود التحفظ المحاسبي كمتغير معدل، وذلك للتوصل إلى دليل عن موثوقية مقياس التكلفة الضمنية، وبذلك تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة التي طبقت في بيئة مختلفة وركزت فقط على تقييم نماذج التقدير، وفي حدود علم الباحث فإنه لم يتم دراسة ذلك الأثر في بيئة العمل الفلسطينية.

القسم الثالث: الدراسة التطبيقية:

1. منهج الدراسة وطرق جمع البيانات:

اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي الذي يقوم على وصف خصائص ظاهرة معينة وجمع معلومات عنها دون تحيز بهدف توفير بيانات وحقائق عن المشكلة محل الدراسة لتفسيرها والوقوف على دلالاتها، كما اعتمدت الدراسة على المنهج الكمي القائم على تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد في التطبيق العملي واختبار فرضيات الدراسة، حيث تم إجراء الاختبارات اللازمة باستخدام البرنامج الإحصائي EViews (v.10) وتحليل السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لبيانات الدراسة والتي تم الحصول عليها من التقارير المالية المنشورة للشركات محل الدراسة.

يتكون تحليل السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) لبيانات الدراسة من مراحل متتابعة، تبدأ في دراسة سكون السلسلة الزمنية، وتحليل التكامل المشترك، واختبارات تحليل السلاسل الزمنية المقطعية لنماذج الانحدار الثلاثة (نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية)، واختبارات المفاضلة لاختيار نموذج Panel Data المناسب.

تعتمد الدراسة على تحليل بيانات سلسلة زمنية لتحديد الأثر المتوقع للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم، وعليه فإن البيانات المطلوبة تتمثل في المعلومات المحاسبية الآتية ولكل شركة على حدة للفترة من 2012/1/1– 2021/12/31م: الأرباح والقيمة الدفترية لحقوق الملكية، العوائد الشهرية للأسهم، العوائد السنوية، الأرباح الموزعة للسهم، سعر الإغلاق للسهم، معدل نمو الأصول عدد الأسهم المصدرة، حيث تم الحصول على تلك المعلومات من الموقع الالكتروني لموقع بورصة فلسطين.

2. مجتمع وفترة الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المساهمة العامة غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين والبالغ عددها 32 شركة حسب الموقع الإلكتروني الرسمي لبورصة فلسطين (https://web.pex.ps) والتي تنطبق عليها الشروط التالية:

أ. أن تكون الشركة مدرجة في بورصة فلسطين حتى منتصف العام 2022م.

ب. أن يتوفر للشركة بيانات مالية مدققة ومنشورة خلال فترة الدراسة (2012م–2021م).

في ضوء المعايير أعلاه، بلغ عدد الشركات التي تمثل مجتمع الدراسة والمتضمنة في الدراسة التطبيقية 26 شركة وهي جميعاً من الشركات غير المالية، والجدول رقم (2) التالي يبين توزيع مجتمع الدراسة على القطاعات الاقتصادية، ويوضح الجدول أن أكبر القطاعات تمثيلاً في الدراسة هما "قطاع الصناعة"، والخدمات بنسبة مشاهدات 34.615% لكل منهما، يليه قطاع الاستثمار بنسبة 30.770%، وهذا يتناسب مع نسبتهما الفعلية في المجتمع.

جدول رقم (2): توزيع شركات الدراسة حسب القطاع الاقتصادي

القطاع الاقتصادي	عدد الشركات	النسبة المئوية للشركات	عدد المشاهدات	النسبة المئوية للمشاهدات
قطاع الاستثمار	8	30.770%	80	30.770%
قطاع الخدمات	9	34.615%	90	34.615%
قطاع الصناعة	9	34.615%	90	34.615%
المجموع	**26**	**100.00%**	**260**	**100.00%**

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين

3. الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

يتناول هذا الجزء الإحصاء الوصفي لكل من المتغير التابع والمتغير المستقل والمتغيرات الضابطة والمتغيرات المعدلة.

أ. الإحصاء الوصفي للمتغير المستقل التكلفة الضمنية لرأس المال:

يوضح الجدول رقم (3) الإحصاء الوصفي لمتغير التكلفة الضمنية لرأس المال للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، ويتضح من خلاله أن أكبر معدل (تكلفة ضمنية لرأس المال) كان من نصيب قطاع الاستثمار بمعدل (7.9%)، بينما أكبر معدل سالب للتكلفة الضمنية لرأس المال كان من نصيب قطاع الصناعة بمعدل (-5.4%) ويعني المعدل السالب لتكلفة رأس المال أن القيمة السوقية لسهم الشركة مقدرة بأقل من القيمة الحالية للتدفقات النقدية مخصومة بمعدل خصم (صفري)، وقد تراوحت التكلفة الضمنية لرأس المال في قطاع الصناعة بين (4.6%، -5.4%)، كما تراوحت التكلفة الضمنية لرأس المال في قطاع الخدمات بين (3.5%، -2.5%)، بينما تراوحت ربحية السهم في قطاع الاستثمار بين (7.9%، -4.8%)، بينما بلغ المتوسط الحسابي للتكلفة الضمنية لرأس المال الشركات الممثلة لمجتمع الدراسة المتمثل بالشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين (5.6%) بانحراف معياري (0.131)، مما يشير الى انخفاض التكلفة الضمنية لرأس المال ويرجع ذلك إلى انخفاض معدلات التدفقات النقدية المتأتية للسهم جراء التوزيعات النقدية للأرباح إضافة إلى انخفاض تقدير المساهمين للقيمة السوقية لتصبح في معدل متقارب مع القيمة السوقية، مما يجعل قيمة الخصم المقدر لمساواة القيمة الحالية للقيم الدفترية المقدرة منخفض، وقد يرجع ذلك إلى صعوبة التأكد من قدرة الشركة على تحقيق نمواً مستقبلياً، نتيجة الصعوبات المحيطة بالشركات الفلسطينية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (3): الإحصاء الوصفي لمتغير التكلفة الضمنية لرأس المال حسب القطاع

القطاع الاقتصادي	أقل قيمة	أعلى قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
قطاع الاستثمار	-0.480	0.790	0.062	0.171
قطاع الخدمات	-0.250	0.350	0.031	0.101
قطاع الصناعة	-0.540	0.460	0.076	0.111
جميع القطاعات	-0.540	0.790	0.056	0.131

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين

ب. الإحصاء الوصفي للمتغير التابع: العائد السوقي السنوي للسهم:

يوضح الجدول رقم (4) الإحصاء الوصفي لمتغير العائد السوقي السنوي للسهم للشركات محل الدراسة، ويتضح من خلاله أن أكبر معدل (العائد السوقي السنوي للسهم) كان من نصيب قطاع الصناعة بمعدل (173.0%)، بينما أكبر معدل سالب للعائد السوقي السنوي للسهم كان من نصيب قطاع الصناعة أيضاً بمعدل (47.0%-)، وقد تراوح العائد السوقي السنوي للسهم في قطاع الخدمات بين (109.0%، 39.0%-)، بينما تراوح العائد السوقي السنوي للسهم في قطاع الاستثمار بين (81.0%، 29.0%-)، بينما بلغ المتوسط الحسابي للعائد السوقي السنوي للسهم الشركات الممثلة لمجتمع الدراسة المتمثل بالشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين (3.8%) بانحراف معياري (0.237)، مما يشير الى التباين في العوائد السوقية بين القطاعات وبين الشركات في نفس القطاع، ويرجع ذلك إلى طبيعة التداول وحجمه في كل شركة.

جدول رقم (4): الإحصاء الوصفي لمتغير العائد السوقي السنوي للسهم حسب القطاع الاقتصادي

القطاع الاقتصادي	أقل قيمة	أعلى قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
قطاع الاستثمار	-0.290	0.810	0.015	0.215
قطاع الخدمات	-0.390	1.090	0.015	0.205
قطاع الصناعة	-0.470	1.730	0.080	0.279
جميع القطاعات	-0.470	1.730	0.038	0.237

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

ج. الإحصاء الوصفي للمتغيرات الضابطة:

وفيما يلي عرض للإحصاء الوصفي لكل من توزيعات الأرباح ومعدل نمو الأصول:

- **الإحصاء الوصفي للمتغير "التوزيعات النقدية للأرباح":**

تعتبر عملية توزيع جزء من الأرباح على شكل نقدية بمثابة التدفقات النقدية المتأتية لحامل السهم خلال اقتنائه السهم، مما يعني أنها تشكل التدفقات المستقبلية للسهم، والتي من المفترض إذا ما خصمت بمعدل (التكلفة الضمنية لرأس المال) كانت بمثابة التقدير العادل للقيمة السوقية للسهم، والذي من الطبيعي أن يؤثر على عائد السهم السوقي، لذلك تم اختيار توزيعات الأرباح كمتغير ضابط في هذه الدراسة.

يوضح الجدول رقم (5) الإحصاء الوصفي لمتغير توزيعات الأرباح في الشركات محل الدراسة، ويتضح من خلاله أن أكبر نسبة للتوزيعات النقدية للأرباح على السهم كان من نصيب قطاع الصناعة بنسبة توزيع (0.270) من القيمة السوقية للسهم، كما كانت أقل نسبة توزيع لنفس القطاع بمقدار (0.000) للقيمة السوقية للسهم، بينما تراوحت نسبة السهم من التوزيعات النقدية للأرباح في قطاع الخدمات بين (0.000-0.160) من القيمة السوقية للسهم، أما في قطاع الاستثمار

فقد تراوحت نسبة التوزيعات النقدية للأرباح ما بين (0.000-0.180) من القيمة السوقية. بينما بلغ المتوسط الحسابي للتوزيعات النقدية لكافة شركات مجتمع الدراسة المتمثل بالشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين (0.028) من القيمة السوقية، وعليه يتضح أن معدل توزيع الأرباح من قبل الشركات الفلسطينية منخفض، ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث إلى أن الشركات الفلسطينية لديها نسبة تركز ملكية مرتفع يجعلها أشبه بالشركات العائلية، ويجعل ملكيتها تتركز في أيدي عدد قليل من المساهمين، مما يخفض من حاجتها لتوزيعات الأرباح.

جدول رقم (5): الإحصاء الوصفي لمتغير نسبة التوزيعات النقدية للأرباح حسب القطاع الاقتصادي

القطاع الاقتصادي	أقل قيمة	أعلى قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
قطاع الاستثمار	0.000	0.180	0.020	0.036
قطاع الخدمات	0.000	0.160	0.023	0.038
قطاع الصناعة	0.000	0.270	0.041	0.040
جميع القطاعات	0.000	0.270	0.028	0.039

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين

- **الإحصاء الوصفي للمتغير "معدل نمو الأصول":**

يوضح الجدول رقم (6) متوسط معدل النمو للشركات المدرجة في بورصة فلسطين لكل قطاع من القطاعات الاقتصادية المدرجة في بورصة فلسطين خلال فترة الدراسة للفترة (2012–2021)، ويتضح من خلال الجدول أن أكبر متوسط لمعدل النمو كان من نصيب قطاع الصناعة بمتوسط (1.076)، وانحراف معياري (0.320)، ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث إلى طبيعة نشاط شركات القطاع الصناعي، ومدى حاجة السوق لمنتجاتها، مما يساعدها على النمو.

جدول رقم (6): الإحصاء الوصفي لمتغير نمو الأصول حسب القطاع الاقتصادي

القطاع الاقتصادي	أقل قيمة	أعلى قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري
قطاع الاستثمار	0.300	2.110	0.872	0.368
قطاع الخدمات	0.610	1.750	1.049	0.264
قطاع الصناعة	0.550	1.980	1.076	0.320
جميع القطاعات	0.300	2.110	1.004	0.329

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين

د. الإحصاء الوصفي للمتغير المعدل "التحفظ المحاسبي":

يوضح الجدول رقم (7) الإحصاء الوصفي لمتغير التحفظ المحاسبي للشركات محل الدراسة، ويتضح من الجدول أن أكبر متوسط للتحفظ المحاسبي كان من نصيب قطاع الاستثمار بمتوسط (1.559)، وبالتالي يعد قطاع الاستثمار هو الأكثر تحفظاً بين القطاعات بانحراف معياري قدره (0.682)، يليه قطاع الصناعة بمتوسط (1.178) بانحراف معياري (0.618)، أما أقل القطاعات تحفظاً فهو قطاع الخدمات حي بلغ متوسط التحفظ لهذا القطاع (1.008) بانحراف معياري (0.354)، مما يشير من وجهة نظر الباحث إلى المحافظة على مستوى متقارب من القيمة السوقية والدفترية من قبل الشركات محل الدراسة.

جدول رقم (7): الإحصاء الوصفي لمتغير التحفظ المحاسبي حسب القطاع الاقتصادي

القطاع الاقتصادي	أقل قيمة	أعلى قيمة	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

قطاع الاستثمار	0.320	3.680	1.559	0.682
قطاع الخدمات	0.260	1.670	1.008	0.354
قطاع الصناعة	0.420	3.200	1.178	0.618
جميع القطاعات	0.260	3.680	1.237	0.606

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على الموقع الالكتروني لبورصة فلسطين

4. تحليل البيانات واختبار الفرضيات:

تم الاعتماد على برنامج EViews (v.10) في تحليل بيانات الدراسة المتمثلة في سلسلة زمنية مدتها 10 سنوات تمتد من 2012 وحتى 2021 للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين وعددها 26 شركة موزعة على ثلاث قطاعات: القطاع الصناعي وقطاع الخدمات وقطاع الاستثمار، بواقع 260 مشاهدة.

يتكون تحليل السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data لنموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي تعتمده الدراسة من مراحل متتابعة تبدأ من دراسة سكون السلسلة الزمنية، وتحليل التكامل المشترك، واختبارات تحليل السلاسل الزمنية المقطعية لنماذج الانحدار الثلاثة (نموذج الانحدار التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية)، واختبارات المفاضلة لاختيار نموذج Panel Data المناسب.

أ. دراسة سكون السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data):

تشترط الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات السلاسل الزمنية توفر خاصية السكون أو الاستقرار لبيانات السلسلة الزمنية، لأن ذلك يساهم في تحديد أي الطرق القياسية الملائمة التي يمكن أن توظف لاختبار العلاقة بين المتغيرات، وفي هذا السياق تستخدم الدراسة اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار Hadri وتطبيقه على كل متغير من متغيرات الدراسة للسلسلة الزمنية (2012-2021).

بحسب اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار Hadri، تتمثل فرضية العدم للاختبار في وجود جذر الوحدة أي السلسلة الزمنية غير ساكنة، أما الفرضية البديلة تتمثل في عدم وجود جذر الوحدة أي السلسلة الزمنية ساكنة، فإذا كانت قيمة P-value أقل من مستوى المعنوية المحدد وهو 5% نرفض فرضية العدم أي السلسلة الزمنية ساكنة (زكي، 2019، ص358-359).

يوضح جدول (8) نتائج اختبار جذر الوحدة باستخدام اختبار Hadri للمتغير التابع (العائد السوقي السنوي للسهم) والمتغير المستقل (مستوى الأرباح) والمغيرات الضابطة (توزيعات الأرباح، فرص النمو).

جدول رقم (8): نتائج اختبار Hadri لسكون المتغيرات

Variable	Hadri	
	Level	Prob
Ry العائد السوقي للسهم	4.128	0.000
Eps/pt-1 مستوى الأرباح	6.069	0.000
ICC التكلفة الضمنية لرأس المال	6.280	0.000
BMV التحفظ المحاسبي (القيمة الدفترية إلى السوقية)	5.440	0.000
D توزيعات الأرباح	4.374	0.000
Growth معدل النمو	6.458	0.000

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

يتضح من الجدول (8) أن جميع متغيرات الدراسة في السلسلة الزمنية (2012–2021) ساكنة في المستوى (Level) حسب اختبار Hadri وذلك عند مستوى معنوية 5%، حيث تنص الفرضية العدمية لهذا الاختبار على وجود استقرار في السلسلة الزمنية إذا كانت الاحتمالية لهذا الاختبار أقل من 5%، وبناءً عليه فإن السلسلة الزمنية لمتغيرات النموذج متكاملة من الدرجة صفر ((0)~CI).

ب. نتائج اختبار التكامل المشترك لبيانات Panel Data:

تهدف اختبارات التكامل المشترك إلى اختبار إمكانية وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين بيانات Panel Data، وتعرف علاقات التكامل المشترك من قبل (Pedroni) و(Kao) باختبار جذر الوحدة لبواقي التكامل. بحيث تكون فرضية العدم للاختبارين هي: (H_0) التي تقول بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة المدروسة، مقابل الفرضية البديلة (H_1): وجود علاقة تكامل مشترك (صيوح، ومحمود، 2018، ص:45)، وتستخدم الدراسة اختبار (Kao Residual Cointegration Test) لاختبار التكامل المشترك لمتغيرات الدراسة.

يوضح جدول (9) نتائج اختبار (Kao Residual Cointegration Test) للتكامل المشترك بين بيانات Panel Data، والذي يبين أن القيمة المعنوية لاختبار (Kao) بلغت (0.0000)، وهي أقل من 5% بمعنى وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، ما يدل على وجود علاقة على المدى الطويل لأثر المتغيرات المستقلة (التكلفة الضمنية لرأس المال، التحفظ المحاسبي، توزيعات الأرباح، نسبة النمو) على المتغير التابع (عائد السهم السوقي السنوي) للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول (9): اختبار Kao للتكامل المشترك لمتغيرات الدراسة

Kao Residual Cointegration Test		
	T-Statistic	Prob
ADF	-4.419416	0.0000
Residual Variance	0.048388	
HAC Variance	0.032968	

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

ج. اختبار الفرضيات:

تستند الدراسة إلى فرضيتين أساسيتين، وبغرض اختبار الفرضيات باستخدام بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data فإن (العشعوش، 2017، ص:58):

- يتم اختبار كل فرضية من فرضيات الدراسة بثلاث نماذج انحدار خطي (نموذج الانحدار التجميعي المشترك، نموذج انحدار التأثيرات الثابتة، نموذج انحدار التأثيرات العشوائية).
- لاختيار النموذج الأكثر ملاءمةً للتحليل، تتم المفاضلة بين نتائج نماذج الانحدار الثلاثة ويتم ذلك باستخدام نتيجة القيمة الاحتمالية (P-value) لاختبار F المقيد وفقاً للمعيار الآتي:
  - إذا كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F المقيد (P-value) أكبر من 0.05 تكون الأفضلية لنموذج الانحدار التجميعي المشترك عن نماذج الانحدار الأخرى.

- إذا كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F المقيد (P-value) أقل من 0.05، تتم المفاضلة بين نموذج انحدار التأثيرات الثابتة ونموذج انحدار التأثيرات العشوائية بناءً على القيمة الاحتمالية (P-value) لاختبار Hausman حيث:

- إذا كانت القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أقل من 0.05 تكون الأفضلية لنموذج انحدار التأثيرات الثابتة مما يجعله النموذج الأكثر ملائمة للبيانات.
- أما إذا كانت القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أكبر من 0.05 تكون الأفضلية لنموذج انحدار التأثيرات العشوائية مما يجعله النموذج الأكثر ملائمة للبيانات.

- **اختبار الفرضية الأولى:**

لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية $\alpha \leq 0.05$ للتكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد الأسهم السوقية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

وذلك من خلال النموذج التالي:

$$ry_{it} = \beta_0 + \beta_1(ICC) + e$$

يوضح الجدول (10) ملخص نتائج اختبارات Panel Data (النموذج التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية) لنموذج الخطي البسيط لأثر التكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد السهم السوقية لدى شركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (10): نتائج اختبار أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم

	النموذج التجميعي		نموذج التأثيرات الثابتة		نموذج التأثيرات العشوائية	
Variable	**Coefficient**	**Prob.**	**Coefficient**	**Prob.**	**Coefficient**	**Prob.**
C	0.005	0.759	**-0.003**	**0.872**	0.005	0.7692
ICC	0.711	0.000	**0.874**	**0.000**	0.711	0.000
F-statistic	22.738		**1.546**		22.738	
R-squared	0.081		**0.147**		0.081	
Adjusted R-squared	0.077		**0.052**		0.077	
Prob (F-statistic)	0.000		**0.049**		0.000	
اختبارات المفاضلة بين النماذج						
اختبار F المقيد	**قيمة الاختبار**	P-Value	اختبار Hausman		**اختبار Chi-Sq**	P-Value
	19.419	0.776			1.421	0.233

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

بناءً على نتائج اختبار Panel Data فقد تم الحكم على نتيجة اختبار F المقيد من خلال القيمة الاحتمالية للاختبار (P-value)، والتي كانت أكبر من 0.05 وعليه يكون نموذج الانحدار التجميعي هو الأكثر ملائمة للبيانات، وبالتالي يمكن صياغة نموذج الاستجابة للتكلفة الضمنية لرأس المال على النحو التالي:

$$ry_{it} = 0.005 + 0.711(ICC) + e$$

وهذا يعني أن كل زيادة بوحدة واحدة في التكلفة الضمنية لرأس المال يقابلها زيادة 71% في العوائد السوقية، وهي نسبة استجابة مرتفعة، تشير إلى قدرة التكلفة الضمنية لرأس المال في التنبؤ بالعوائد السوقية للأسهم في بورصة فلسطين، كما أن مستوى الدلالة الاحصائية لتأثير التكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية بلغ (0.000) وهو أقل من (0.05) مما يدل على وجود أثر ذو دلالة احصائية للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم، كما أن معامل التحديد لهذا النموذج بلغ (0.081) بما يشير إلى أن التكلفة الضمنية لرأس المال تستطيع تفسير 8.1% من التغير في العوائد السوقية. وهي قوة تفسيرية منخفضة، ويرجع ذلك من وجهة نظر الباحث إلى أن المستثمر الفلسطيني ما زال غير واعي لمفهوم التكلفة الضمنية لرأس المال، وأهميتها في التنبؤ بعوائد السوقية للأسهم.

وللتأكيد على تأثير استجابة عوائد الأسهم السوقية للتكلفة الضمنية لرأس المال، تم إعادة اختبار النموذج في ظل وجود المتغيرات الضابطة (توزيعات الأرباح، وفرص النمو) والتي أجمعت عليها العديد من الدراسات السابقة، وذلك وفق النموذج التالي:

$$ry_{it} = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 Growth + \beta_3 (ICC) + e$$

يوضح الجدول (11) ملخص نتائج اختبارات Panel Data (النموذج التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية) لنموذج الخطي المتعدد لأثر التكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد السهم السوقية لدى شركات المساهمة العامة غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين في ظل ضبط المتغيرات الضابطة.

جدول رقم (11): نتائج اختبار أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد الأسهم بوجود المتغيرات الضابطة

	النموذج التجميعي		نموذج التأثيرات الثابتة		نموذج التأثيرات العشوائية	
Variable	**Coefficient**	**Prob.**	**Coefficient**	**Prob.**	**Coefficient**	**Prob.**
C	-0.118	0.009	-0.751	0.000	-0.118	0.005
D	1.099	0.004	1.952	0.000	1.099	0.002
Growth	0.099	0.020	0.681	0.000	0.099	0.013
ICC	0.543	0.001	1.082	0.000	0.543	0.000
F-statistic	13.340		3.850		13.340	
R-squared	0.135		0.326		0.135	
Adjusted R-squared	0.125		0.244		0.125	
Prob (F-statistic)	0.000		0.000		0.000	
اختبارات المفاضلة بين النماذج						
اختبار F المقيد	**قيمة الاختبار**	P-Value	اختبار Hausman		**اختبار Chi-Sq**	P-Value
	64.671	0.000			45.640	0.000

IUG Journal of Economics and Business (Islamic University of Gaza) / CC BY 4.0

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

بناءً على نتائج اختبار Panel Data كانت القيمة الاحتمالية لاختبار F المقيد أقل من (0.05) مما أعطى الأفضلية لنموذج المتغيرات الثابتة، وبالتالي تتم المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية وبين نموذج التأثيرات الثابتة باستخدام اختبار Hausman، وقد أظهرت نتائج اختبار Hausman أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أقل من (0.05) مما يرجح أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة ويجعله النموذج الأكثر ملائمة، لذلك اعتمد الباحث نتائج نموذج التأثيرات الثابتة وعليه يمكن صياغة نموذج استجابة الأرباح على النحو التالي:

$$ry_{it} = -0.751 + 1.952D + 0.681Growth + 1.082(ICC) + e$$

ويؤكد هذا النموذج تأثير التكلفة الضمنية لرأس المال على عائد السهم السوقي، التي بلغ معامل تأثيرها (1.082) بمعنى أن كل زيادة بوحدة واحدة في التكلفة الضمنية لرأس المال يقابلها زيادة 1.082 وحدة في العوائد السوقية، كما يظهر هذا النموذج ارتفاع القيمة التفسيرية للنموذج لتصبح (24.4%) بدلا من (7.7%) في النموذج الأساس، وتضح أيضاً من خلال هذا النموذج الأثر الطردي للتكلفة الضمنية لرأس المال، وهذا يفسر من وجهة نظر الباحث إلى أن التكلفة الضمنية كبديل للعائد المتوقع يعكس أحدهما تأثير الآخر مما يجعل تفاعلهما معاً لا يشكل تأثيراً جوهرياً، مما يؤكد أن التكلفة الضمنية لرأس المال هو بديل مناسب للتنبؤ بعوائد للأسهم، إلا أن ذلك بحاجة إلى توعية مسبقة للمستثمر الفلسطيني بأهمية هذا المعدل وكيفية احتسابه، وتنسجم هذه النتائج مع كل من دراسة (Lee et al., 2021) ودراسة (Bilinski et al., 2021)، ودراسة (Paton et al., 2019)، وكذلك دراسة (Azevedo, 2016) التي أظهرت أن التكلفة الضمنية لرأس المال لها قدرة عالية (معنوية) على تقدير العوائد المستقبلية المتوقعة للأسهم، وكذلك دراسة (Schreder, 2021) التي أكدت صلاحية التكلفة الضمنية لرأس المال كمقياس موثوق به للعوائد المستقبلية المتوقعة للأسهم في 30 دولة أجنبية حول العالم، بينما تختلف مع دراسة (Suwardi, 2020) التي أظهرت عدم وجود علاقة بين التكلفة الضمنية والعوائد المستقبلية المتوقعة لأسهم الشركات الإندونيسية.

- **اختبار الفرضية الثانية:**

تختبر الفرضية الثانية الدور المعدل للتحفظ المحاسبي للعلاقة بين متغيرات الدراسة، ويشترط تحليل المتغير المعدل وجود أثر ذ دلالة معنوية بين المتغير المستقل والمتغير التابع (زكي، 2019، ص: 370)، وهذا ما تم إثباته في اختبار الفرضية الأولى والتي أثبتت وجود أثر معنوي للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية المتوقعة لأسهم الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، وعليه يمكن الانتقال إلى اختبار الفرضية الثانية والتي تنص:

لا يُعدل التحفظ المحاسبي العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال وعوائد الأسهم السوقية للشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

وذلك من خلال النموذج التالي:

$$ry_{it} = \beta_0 + \beta_1 D + \beta_2 Growth + \beta_3 (ICC) + \beta_4 BMV + \beta_5 (BMV * (ICC)) + e$$

يوضح الجدول (12) ملخص نتائج اختبارات Panel Data (النموذج التجميعي، ونموذج التأثيرات الثابتة، ونموذج التأثيرات العشوائية) للنموذج الخطي المتعدد لأثر التفاعل بين التحفظ المحاسبي والتكلفة الضمنية لرأس المال على عوائد السهم السوقية لدى شركات المساهمة العامة غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

جدول رقم (12)

نتائج اختبار الدور المعدل للتحفظ المحاسبي للعلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم

	النموذج التجميعي		نموذج التأثيرات الثابتة		نموذج التأثيرات العشوائية	
Variable	**Coefficient**	**Prob.**	**Coefficient**	**Prob.**	**Coefficient**	**Prob.**
C	0.138	0.275	-0.129	0.567	0.141	0.226
D	0.944	0.016	1.650	0.001	0.951	0.008
Growth	-0.049	0.535	0.317	0.041	-0.049	0.490
ICC	0.906	0.020	2.045	0.000	0.911	0.010
MBV	-0.085	0.047	-0.205	0.002	-0.087	0.028
MBV* ICC	-0.264	0.339	-0.697	0.030	-0.265	0.291
F-statistic	9.237		4.530		9.277	
R-squared	0.154		0.372		0.154	
Adjusted R-squared	0.137		0.290		0.138	
Prob (F-statistic)	0.000		0.000		0.000	
اختبارات المفاضلة بين النماذج						
اختبار F المقيد	**قيمة الاختبار**	P-Value	اختبار Hausman		**اختبار Chi-Sq**	P-Value
	77.696	0.000			59.005	0.000

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي Eviews

لاختبار أثر التحفظ المحاسبي تم ادخاله كمتغير معدل لنموذج استجابة العوائد السوقية للتكلفة الضمنية لرأس المال بإدخاله كمتغير مستقل مرة ومتغير متفاعل مع التكلفة الضمنية لرأس المال مرة أخرى، وبناء على نتائج اختبار Panel Data تبين أن القيمة الاحتمالية اختبار F المقيد كانت أقل من (0.05) مما أعطى الأفضلية لنموذج المتغيرات الثابتة، وبالتالي تتم المفاضلة بين نموذج التأثيرات العشوائية وبين نموذج التأثيرات الثابتة باستخدام اختبار Hausman، وقد أظهرت نتائج اختبار Hausman أن القيمة الاحتمالية لهذا الاختبار أقل من (0.05) مما يرجح أفضلية نموذج التأثيرات الثابتة ويجعله النموذج الأكثر ملائمة، لذلك اعتمد الباحث نتائج نموذج التأثيرات الثابتة وبالتالي يمكن صياغة نموذج استجابة الأرباح على النحو التالي:

$$ry_{it} = -0.129 + 1.650\,D + 0.317\,Growth + 2.045(ICC) - 0.205\,MBV - 0.697(MBV * ICC) + e$$

ويظهر النموذج السابق ارتفاع في استجابة عائد السهم السوقي للتكلفة الضمنية لرأس المال بعد ادخال متغير التحفظ المحاسبي، مما يدل أن التحفظ المحاسبي قد زاد من استجابة العائد للتكلفة الضمنية بمقدار (-2.045 1.082=0.963)، وبالتالي فهو يلعب دوراً معدلاً لاستجابة العوائد السوقية للتكلفة الضمنية لرأس المال، كما أن تفاعل المتغيرين معا كان له أثر ذو دلالة احصائية مما يشير إلى دور التحفظ المحاسبي في تعديل أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على عائد السهم السوقي وعليه يكون التحفظ المحاسبي قد ترك أثراً إيجابيا معنوياً على استجابة العوائد للتكلفة الضمنية لرأس المال، ويؤكد ذلك أن التحفظ المحاسبي بتخفيضه لحالة عدم التأكد، زاد من جودة المحتوى المعلوماتي

للبيانات المالية والتكلفة الضمنية لرأس المال. مما يمكن الباحث من قبول الفرضية الرئيسية الثانية ويدعم الفرضية القائلة بوجود دور معدل للتحفظ المحاسبي في العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال والعوائد السوقية لأسهم الشركات المساهمة غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.

أثبت الجدول (11) والجدول (12) وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم، من ناحية أخرى أشار (Cohen, 1988) إلى إمكانية اختبار قوة التأثير من الناحية العملية (الدلالة العملية) بين متغيرات الدراسة بالاعتماد على قيم معامل التحديد المعدل (R^2)، وفق الجدول التالي:

جدول رقم (13)

تفسير قوة التأثير من الناحية العملية (الدلالة العملية) لمعامل التحديد المعدل (R^2)

الحد الأدنى لقيمة معامل التحديد (R^2)	الدلالة العملية للتأثير
0.01	تأثير منخفض
0.09	تأثير متوسط
0.25	تأثير مرتفع

المصدر: (Cohen, 1988, p:45)

يعرف معامل التحديد المعدل والذي يرمز له بـــ R^2 بأنه مقياس شامل لجودة التوفيق لخط الانحدار المقدر، ويعطي النسبة المئوية للمتغير الكلي في المتغير التابع والذي تفسره جميع المتغيرات المستقلة (زكي، 2019، ص:45).

ووفقاً للجدول (11) الخاص باختبار الفرضية الأولى للدراسة، فإن قيمة R^2 بلغت 24.4% كما يتضح من جدول (12) الخاص باختبار الفرضية الثانية للدراسة أن قيمة R^2 بلغت 29%، أي أن قدرة التكلفة الضمنية لرأس المال على تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم قد ارتفعت بنسبة 19% بوجود التحفظ المحاسبي كمتغير معدل، وبحسب تصنيف (Cohen, 1988) للدلالة العملية لقيم (R^2) والموضحة في الجدول (14) أنه من الناحية العملية يوجد أثر بحجم مرتفع للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم، مما يؤكد الدلالة العملية للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم، الأمر الذي يؤكد موثوقية مقياس التكلفة الضمنية لرأس المال من الناحية العملية بالإضافة إلى الناحية الإحصائية، الأمر الذي يساعد المستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

جدول رقم (14): مقارنة بين القوة التفسيرية لنماذج الدراسة باستخدام تصنيف Cohen R^2

النموذج		أثر التكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم
الأثر بوجود المتغيرات الضابطة (24.4%)	حجم الأثر لـ R^2	متوسط
الأثر بوجود التحفظ المحاسبي كمتغير معدل (29%)	حجم الأثر لـ R^2	مرتفع

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على تصنيف Cohen, 1988 لقوة التأثير العملية لـ R^2

القسم الرابع: النتائج والتوصيات

بناءً على الدراسة التطبيقية ونتائج تحليل البيانات، توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج والتوصيات، وهي على النحو التالي:

أولاً : نتائج الدراسة:

يتضح من خلال اختبار فرضيات الدراسة ما يلي:

1. يوجد أثر دال إحصائياً للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية لأسهم الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين.
2. يحسن التحفظ المحاسبي من بيئة معلومات الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين، ويتضح ذلك من خلال الدور الذي يقوم به التحفظ في تعديل العلاقة بين التكلفة الضمنية لرأس المال والعوائد السوقية للأسهم.
3. بالإضافة إلى الدلالة الإحصائية، توجد دلالة عملية وأثر بحجم مرتفع للتكلفة الضمنية لرأس المال على العوائد السوقية للأسهم، وهذا يعكس موثوقية تقديرات التكلفة الضمنية كمقياس للعائد المتوقع للسهم.
4. انخفاض التكلفة الضمنية لرأس المال للشركات محل الدراسة ويرجع ذلك إلى اعتماد نموذج التكلفة الضمنية المستخدم في تقدير العائد المتوقع على معلومات محاسبية مثل الربح والقيمة الدفترية للسهم، وتعكس هذه المتغيرات بشكل مباشر أثر المعايير المحاسبية كأحد العوامل الهامة عند تقدير العائد المتوقع للسهم.
5. تعتبر العوائد السوقية لأسهم قطاع الصناعة هي الأكبر يليها قطاع الاستثمار وقطاع الخدمات بمعدلين متشابهين، وبالتالي يشكل الاستثمار في أسهم شركات هذا القطاع ملاذاً آمناً للمستثمرين مقارنة بالقطاعين الآخرين.
6. تحافظ الشركات غير المالية المدرجة في بورصة فلسطين على مستوى مقبول من التحفظ المحاسبي ويعد قطاع الاستثمار هو الأقل تحفظاً بين القطاعات يليه قطاع الصناعة فقطاع الخدمات.
7. تعتبر معدلات توزيع الأرباح للشركات محل الدراسة منخفضة نوعاً ما، وقد كانت أعلى نسبة لتوزيع الأرباح في قطاع الصناعة، فقطاع الخدمات، ثم الاستثمار.
8. يظهر التطور الزمني لمعدل النمو أن هناك نمواً ثابتاً للشركات في كافة القطاعات غير المالية، وأن قطاع الصناعة هو الأكثر نمواً من باقي القطاعات.

ثانياً: توصيات الدراسة:

في ضوء النتائج التي تم التوصل إليها، نوصي بما يلي:

1. قيام الجهات الإشرافية المختصة في بورصة فلسطين بعمل اللازم لتوعية المتعاملين في البورصة بأهمية مقياس التكلفة الضمنية لرأس المال ودوره في ترشد القرارات الاستثمارية، ويمكن ذلك من خلال نشر تقديرات التكلفة الضمنية مصنفة حسب الشركة وحسب القطاع الاقتصادي ضمن التقارير والإحصائيات الصادرة عن البورصة.
2. زيادة اهتمام الباحثين بتناول التكلفة الضمنية لرأس المال وربطها مع متغيرات أخرى في البيئة الفلسطينية.
3. ضرورة قيام الجهات الإشرافية في بورصة فلسطين بتوعية المتعاملين فيها وخاصةً المستثمرين عن أهمية توزيعات الأرباح وفرص نمو الشركات وأخذها بالاعتبار عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية لما لهذه المعلومات من تأثير في العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم.

4. ضرورة اهتمام مدققي الحسابات بمقياس التكلفة الضمنية لرأس المال وقيامهم بدور فعال لتوعية مستخدمي القوائم المالية بأهمية هذا المقياس كونه يعكس الأثر المباشر للمعايير المحاسبية على تقدير العائد المتوقع للسهم.
5. قيام الجهات المختصة في وزارة الاقتصاد الوطني الفلسطيني بالاهتمام بشركات القطاع الصناعي وتعزيز قدراتها باعتبارها شركات واعدة ذات مقدرة على النمو، ويمكن ذلك من خلال تشجيع هذه الشركات على الاستثمار في مجالات صناعية جديدة أو منحها إعفاءات ضريبية مميزة.

المراجع:

المراجع العربية:

الباز، عماد محمد، والشيخ علي، محمد عيسى، (2018): مدى الاعتماد على المعلومات المحاسبية والاقتصادية في تفسير الاختلافات في أسعار الأسهم السوقية وترشيد قرار الاستثمار في بورصة فلسطين، *مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات الإدارية والاقتصادية*، *1*(2)، 297-336.

البكاء، بشرى عباس، والجواهري، بشرى عبد الوهاب. (2023). العوامل المؤثرة في تقديرات تكلفة رأس المال الضمنية وأثرها في اختيار النموذج الانسب دراسة تطبيقية، *مجلة الكوفة للأدب*، *1*(56)، 631-651.

جبار، محمد، وعبد الله، سليمان. (2021). تأثير قياس الدخل التشغيلي على ملاءمة قيمة المعلومات المحاسبية بالتطبيق على عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة جامعة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، 17(54)، 56-75.

الخلايلة، محمود، والشوابكة، أحمد. (2013). العلاقة بين نسبة الربح إلى السعر P/E ومتغيرات الاقتصاد الكلي: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة الأردنية، مجلة مؤتة للبحوث والدراسات، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، 28(4)، 177-216.

الرفاعي، أيمن محمد. (2021). *استخدام المعلومات المحاسبية في تقدير تكلفة رأس المال وأثرها على ملاءمة الربح للقيمة* (رسالة دكتوراه غير منشورة). جامعة طنطا.

زكي، مها محمد. (2019). *الاقتصاد القياسي بالأمثلة*. ط1. مصر: دار حميثرا للنشر.

سعد الدين، إيمان. (2014). تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة، *مجلة المحاسبة والمراجعة، جامعة بني سويف*، *2*(1)، 299-342.

صالح، تامر محمود محمد. (2022). أثر جودتي المراجعة والأرباح على أسعار الأسهم دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، 6(1)، 437-497.

صيوح، لؤي ومحمود، ريم. (2018). العلاقة بين مكونات الحرية الاقتصادية والحريات السياسية دراسة قياسية على عينة من دول MENA 40. ,Tishreen University Journal-Economic and Legal Sciences Series، 40 (1)، 84-90.

الطويل، عصام محمد. (2021). قياس درجة التحفظ المحاسبي عند إعداد القوائم المالية لشركات الخدمات المدرجة في بورصة فلسطين وبيان أثره على سياسة توزيع الأرباح، مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية، 6(15)، 117-137.

العشعوش، أيمن، (2017). اختبارات جذر الوحدة لبيانات البانل (اختبارات الجيل الأول) تطبيق على عينة من الدول النامية، *مجلة جامعة تشرين- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، 39*(5)، 49-67.

العقيل، محمد بن سليمان. (2013). تقويم نماذج تقدير تكلفة رأس المال الضمني بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي، *مجلة البحوث المحاسبية، 12*(1)، 9-37.

فوده، السيد احمد محمود. (2016). أثر الأزمات المالية والسياسية على علاقة التحفظ المحاسبي بالملاءمة القيمية للمعلومات المحاسبية عند تفسير أسعار الأسهم: دراسة اختبارية. مجلة الفكر المحاسبي، 20(7)، 585-650.

القرعان، سلام منذر، والدبعي، مأمون محمد. (2020). العوامل المؤثرة في معامل استجابة الأرباح للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال: الجامعة الأردنية - عمادة البحث العلمي، 16*(1)، 153-175.

النواجحة، فؤاد عبد الحميد. (2014). *قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين: دراسة تحليلية مقارنة* (رسالة ماجستير غير منشورة). الجامعة الإسلامية، غزة.

ثانياً/ المراجع الأجنبية والمرومنة:

Afifa, M. A., Alsufy, F., & Abdallah, A. (2020). Direct and mediated associations among audit quality, earnings quality, and share price: The case of Jordan. International Journal of Economics & Business Administration (IJEBA), 8(3), 500-516.

Al-Ashosh, A. (2017). Unit Root Tests for Panel Data (First Generation Tests) Application on a Sample of Developing Countries (in Arabic), Tishreen University Journal - Economic and Legal Sciences Series, 39(5), 49-67.

Al-Bakaa, B. & Al-Jawahiri, B. (2023). Factors affecting implied cost of capital estimates and their impact on choosing the most suitable model: An Empirical Study (in Arabic), Al-Kufa Journal for Literature, 1(56), 631-651.

Al-Baz, I. & Sheikh A. (2018). The extent of reliance on accounting and economic information in explaining the differences in market stock prices and rationalizing investment decisions in the Palestine Stock Exchange (in Arabic), Journal of Al-Quds Open University for Research and Administrative and Economic Studies, 1(2), 297-336.

Aldaarmi, A., Abbod, M., & Salameh, H. (2015). Implement Fama and French and capital asset pricing models in Saudi Arabia stock market. The Journal of Applied Business Research, 31(3).

Al-Nawajha, F. (2014). The Ability of Capital Asset Pricing Models to Determine the Stock Prices of Companies Listed on the Palestine Stock Exchange: A Comparative Analytical Study (in Arabic). Unpublished Master's Thesis. Islamic University, Gaza.

Al-Oqail, M. (2013). Evaluation of Implied Capital Cost Estimation Models Applied to the Saudi Stock Market (in Arabic), Journal of Accounting Research, 12(1), 9-37.

Al-Quran, S. & Dabbai, M. (2020). Factors Affecting the Earnings Response Coefficient of Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange (in Arabic), Jordanian Journal of Business Administration: The University of Jordan - Deanship of Scientific Research, 16(1), 153-175.

Al-Rifai, A. (2021). The use of accounting information in estimating the implied cost of capital and its impact on earning value relevance (in Arabic), Unpublished Doctoral Dissertation. Tanta University.

Altavilla, C., Bochmann, P., Ryck, J. D., Dumitru, A. M., Grodzicki, M., Kick, H., & Palligkinis, S. (2021). *Measuring the cost of equity of euro area banks*. ECB Occasional Paper.

Al-Tawil, I. (2021). Measuring the degree of accounting conservatism in the preparation of financial statements for service companies listed on the Palestine Stock Exchange and its impact on Dividends Policy (in Arabic), Journal of Al-Quds Open University for Administrative and Economic Research, (615), 117-137.

Aulia, F. P., Koeswayo, P. S., & Bede, D. (2020). The relevance of Intangible Asset, Equity Book, and Earning Value on Stock Price in Information Technology Era. Journal of Accounting Auditing and Business, 3 (1), 12-23.

Azevedo, V. G. (2016). *The implied cost of capital and the time-series of expected returns*, In 29th Australasian Finance and Banking Conference.

Balakrishnan, K., Shivakumar, L., & Taori, P. (2021). Analysts' estimates of the cost of equity capital. *Journal of Accounting and Economics, 71*(2-3), 101367.

Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling, *Review of accounting studies, 10*(2), 269-309.

Brigham, Eugene F., & Ehrhardt, Michael C. (2014). Financial Management: Theory and practice. (14th ed). USA: South Western Centage Learning.

Cohen, Jacob. (1988). *Statistical Power Analysis for the behavioral sciences*, (2nd ed). USA: Lawrence Erlbaum Associates.

Eliwa, Y., Haslam, J., & Abraham, S., (2016). The association between earnings quality and the cost of equity capital: Evidence from the UK. *International Review of Financial Analysis, 48*(1), 125-139.

Ezeanyeji, C. I., & Maureen, I. (2019). Foreign portfolio investment on economic growth of Nigeria: An impact analysis. *International Journal of Academic Management Science Research, 3*(3), 24-36.

Fama, E. F., & French, K. R., (2015). A five-factor asset pricing model. Journal of financial economics, 116(1), 1-22.

Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary accounting research*, *11*(2), 689-731.

Fouda, A. (2016). The impact of financial and political crises on the relationship between accounting conservatism and the value relevance of accounting information in interpreting stock prices: An empirical study (in Arabic). Accounting Thought Journal, 20(7), 585-650.

Frankel, R., & Lee, C. M., (1998). Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. Journal of Accounting and economics, 25(3), 283-319.

Garcia Lara, J. M., Garcia Osma, B., & Penalva, F. (2019). Conditional conservatism and the limits to earnings management. Available at SSRN 2165694.

Gebhardt, W. R., Lee, C. M., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of accounting research, 39*(1), 135-176.

Gebhardt, W. R., Lee, C. M., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. Journal of accounting research, 39(1), 135-176.

Hasanzade, M., Darabi, R., & Mahfoozi, G. (2014). Factors affecting the earnings response coefficient: An empirical study for Iran. *European Online Journal of Natural and Social Sciences, 2*(3 (s)), pp-2551.

Hejranijamil, M., Hejranijamil, A., & Shekarkhah, J. (2020). Accounting conservatism and uncertainty in business environments; using financial data of listed companies in the Tehran stock exchange, Asian Journal of Accounting Research, 5(2), 179-194.

https://web.pex.ps

Hu, J., Li, A. Y., & Zhang, F. F. (2014). Does accounting conservatism improve the corporate information environment, Journal of international accounting, Auditing and Taxation, 23(1), 32-43.

IASC. (1989). *Conceptual Framework of Accounting*.

J3 Li, Y., Ng, D. T., & Swaminathan, B. (2013). Predicting market returns using aggregate implied cost of capital. *Journal of Financial Economics*, *110*(2), 419-436.

Jabbar, M. & Abdullah, S. (2021). The impact of measuring operating income on the relevance of accounting information applied to a sample of banks listed on the Iraq Stock Exchange (in Arabic), Tikrit University Journal for Administrative and Economic Sciences, 17(54), 56-75.

Kathuo, S. M., Oluoch, O., & Njeru, A. (2020). Influence of financial performance and financial leverage on dividend payout. International Journal of Accounting, Finance and Risk Management, 5(3), 167-173.

Khalayleh, M. & Shawabkeh, A. (2013). The relationship between the price-to-earnings ratio (P/E) and macroeconomic variables: An applied study on Jordanian joint-stock companies (in Arabic), Mu'tah Journal for Research and Studies, Series of Humanities and Social Sciences, 28(4), 177-216.

Lee, C. M., So, E. C., & Wang, C. C, (2021). Evaluating firm-level expected-return proxies: implications for estimating treatment effects, *The Review of Financial Studies*, *34*(4), 1907-1951.

Lee, S., & Upneja, A. (2006). A critical review of the implied cost of equity: a new way to estimate the expected return, Hospitality Review, 24(2), 1-15.

Lee, S., & Upneja, A. (2006). A critical review of the implied cost of equity: a new way to estimate the expected return, Hospitality Review, 24(2), 1-15.

Li, X. (2015). Accounting conservatism and the cost of capital: An international analysis, Journal of Business Finance & Accounting, 42(5-6), 555-582.

Mall, P., & Gupta, K. (2019). Impact of merger and acquisition announcements on stock returns and intraday volatility: Evidence from Indian Banking sector. Journal of entrepreneurship and management, 8(3), 1-11.

Martinez-Ferrero, J., Garcia-Sanchez, I. M., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2015). Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure, *Corporate social responsibility and environmental management*, *22*(1), 45-64.

Novy-Marx, R. (2013). The other side of value: The gross profitability premium, *Journal of financial economics*, 108(1), 1-28.

Paton, Alexander and Cannavan, Damien and Gray, Stephen and Hoang, Khoa T.A. (2019). *Estimating an Implied Cost of Capital for Australian Firms*. Retrieved: 20/03/2023, from: https://ssrn.com/abstract=3364004.

Phan, D. H. B., Sharma, S. S., & Narayan, P. K. (2015). Stock return forecasting: Some new evidence, *International Review of Financial Analysis*, *40*, 38-51.

Rhaim, N., Ammou, S. B., & Mabrouk, A. B. (2007). Estimation of capital asset pricing model at different time scales application to French stock market, *The International Journal of Applied Economics and Finance*, *1*(2), 79-87.

Rossoni, L., Aranha, C. E., & Mendes-Da-Silva, W. (2020). The complexity of social capital: the influence of board and ownership interlocks on implied cost of capital in an emerging market. *Complexity*, 1-12.

Saad Al-Din, I. (2014). Analyzing the relationship between accounting conservatism in financial reports and the cost of capital and its impact on the value of the entity (in Arabic), Journal of Accounting and Auditing, Beni Suef University, 2(1), 299-342.

Safitri, K., Mertha, I. M., Wirawati, N. G. P., & Dewi, A. (2020). The Impact Of Debt To Equity Ratio, Price Earning Ratio, Earning Per Share To The Stock Price On Banking Sectors Listed In Infobank15 Index 2014. Eps, 31207(31028.77), 36847-35.

Salah, T. (2022). The impact of audit quality and profits on stock prices: An empirical study on companies listed on the Egyptian Stock Exchange (in Arabic), Alexandria Journal of Accounting Research, 6(1), 437-497.

Savoia, J. R. F., Securato, J. R., Bergmann, D. R., & da Silva, F. L. (2019). Comparing results of the implied cost of capital and capital asset pricing models for infrastructure firms in Brazil, *Utilities Policy, 56*, 149-158.

Schreder, M., & Bilinski, P. (2021). A study of the reliability of cross-sectional earnings forecasting models for estimating IPO firms' implied cost of capital, *Accounting Research Journal*.

Sekyere, G. O. (2016). *Empirical Forecasting of Returns during the Great Recession through Economic Value Added* (Unpublished Doctoral dissertation). Walden University.

Siyouh, L. & Mahmoud, R. (2018). The relationship between components of economic freedom and political freedoms: An empirical study on a sample of MENA countries (in Arabic). Tishreen University Journal-Economic and Legal Sciences Series, 40 (1), 84-90.

Srinivasan, S., Thenmozhi, M., & Vijayaraghavan, P. (2015). Impact of diversification strategy on firm performance: Entropy approach. *ICFAI Journal of Applied Finance, 12*(11), 27-48.

Suwardi, E. (2020): The Evolution in Value Relevance of Accounting Measures in Indonesia, *Gadjah Mada International Journal of Business, 22*(1), 49-73.

Tareq, M. A. (2015). An Innovative Thinking on the Concepts of Ex-Ante Value, Ex-Post Value and the Realized Value (Price), Journal on Innovation and Sustainability RISUS, 6(1), 48-57.

Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation, *Journal of Banking & Finance, 111*, 105698.

Zaki, M. (2019). Econometrics with Examples (in Arabic). 1st ed. Egypt: Dar Hamithra for Publishing.