

تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية
للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

د. ياسر سعيد قنديل

مدرس المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة - جامعة الإسكندرية

تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية

للمشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي

د. ياسر سعيد قنديل*

ملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي. ولتحقيق هذا الهدف قام الباحث باشتقاق فرض البحث من خلال استعراض الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية. ونظراً لقياس كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال مؤشري الاستثمار الأكبر من اللازم والاستثمار الأقل من اللازم باستخدام نموذج التنبؤ بالاستثمار كدالة في فرص النمو المتوقعة في الإيرادات، فقد تم اشتقاق فرضين فرعيين من فرض البحث الرئيسي. وتم إختبار هذين الفرضين من خلال إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام بيانات عينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي عن الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠١٣، حيث تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين، إذ تمثل المجموعة الأولى الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم، بينما تمثل المجموعة الثانية الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم. وقد قام الباحث بإجراء تحليل انحدار متعدد لكل مجموعة على حده.

وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم، بما يشير إلى أن زيادة التحفظ المحاسبي تخفض من الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم تؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات التي لديها استثمار أكبر من اللازم. ويشير ذلك إلى قبول فرض الدراسة الفرعي الأول. كما توصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأقل من اللازم. ويعني هذا أن زيادة التحفظ المحاسبي تزيد من الاستثمار الأقل من اللازم، ومن ثم تزداد مشكلة الاستثمار في الشركات التي لديها استثمار أقل من اللازم، ولا تؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية في تلك الشركات، ويشير ذلك إلى عدم قبول فرض الدراسة الفرعي الثاني.

*مدرس المحاسبة والمراجعة بكلية التجارة - جامعة الإسكندرية

The Effect of the Accounting Conservatism on the Efficiency of Investment Decisions in Companies Listed on the Saudi Arabia Stock Exchange

Abstract

The aim of this research is to study the effect of the accounting conservatism on the efficiency of investment decisions in companies listed on the Saudi Arabia Stock Exchange. To achieve this aim, the researcher derived the research hypothesis by reviewing the previous studies on the effect of the accounting conservatism on the efficiency of investment decisions. Due to the efficiency of investment decisions has been measured through the over-investment and the under-investment by using the investment forecasting model as a function of expected growth opportunities in revenues, two sub-hypotheses were derived from the research hypothesis. To test the two sub-hypotheses an empirical study has been conducted using sample of companies listed on the Saudi Stock Exchange for the period from 2010 to 2013. The sample of the study was divided into two groups, the first group was the over-investment companies and the second group was the under-investment companies. Multiple regression analysis has been conducted for each group separately.

The study found that there is an adverse and significant effect of the accounting conservatism on over-investment. This means that increase in the accounting conservatism leads to reduce over-investment and thus improves the efficiency of the investment decisions in over-investment companies, and in turn indicates accepting the sub-first research hypothesis. The study also found that there is a positive and significant effect of the accounting conservatism on under-investment. This means that increase in the accounting conservatism leads to increase under-investment, thus increases the problem of investment in under-investment companies, and hence does not improve the efficiency of investment decisions in these companies. This indicates that the sub-second research hypothesis was not accepted.

١. مقدمة ومشكلة البحث

يُعتبر قرار الاستثمار من أهم القرارات التي يتم اتخاذها على مستوى الشركة، وعلى مستوى الاقتصاد القومي ككل. ويرجع ذلك إلى أنه يرتبط بتخصيص الموارد المالية المتاحة للشركة، وأن الفشل في التخصيص الأمثل لتلك الموارد يكون له تأثير سلبي على أداء الشركة في الأجلين القصير والطويل، وقد يؤدي في النهاية إلى إفلاس الشركة وخروجها من السوق. ويعني التخصيص الأمثل لموارد الشركة أنه يجب أن تقوم الشركة بالاستثمار في جميع المشروعات التي يُتوقع أن يكون لها قيمة مضافة، أي يكون صافي القيمة الحالية لها موجباً مع عدم توجيه الاستثمار للمشروعات التي يكون صافي القيمة الحالية لها سالباً، وبالتالي توصف القرارات الاستثمارية في هذه الحالة بالكفاءة. كما تتصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة أيضاً عندما يكون حجم الاستثمار الفعلي في سنة معينة مساوياً لحجم الاستثمار المتوقع في تلك السنة في ضوء فرص النمو المتاحة (Chen et al., 2011). إلا أن هذا الوضع يكون نادر الحدوث في الواقع العملي، حيث عادة ما يكون هناك استثمار أكبر من اللازم Over-investment، أو استثمار أقل من اللازم Under-investment، وهو ما يشير إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Biddle et al., 2009)، وتترجم عدم كفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى الشركة في صورة موارد مهدرة، وزيادة في مخاطر الأعمال، فضلاً عن تأثيرها السلبي على قيمة الشركة بما ينعكس بصورة سلبية على موارد المجتمع وعلى التنمية الاقتصادية للدولة (Jiang, 2016).

وتُرجع نظريات التمويل عدم كفاءة القرارات الاستثمارية إلى مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard) ومشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection)، والنتيجة عن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومُقدمي التمويل مما ينتج عنهما استثمار أكبر أو أقل من اللازم (Biddle et al., 2009; Andre et al., 2015). ولذلك فإن أي آلية تعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات من المتوقع أن تُسهم بصورة أو بأخرى في تحسين كفاءة قرارات الاستثمار. ويشير العديد من الدراسات السابقة (Ahmed and Duellman, 2011; Xu et al., 2012; Lara et al., 2014; Lara et al., 2016; Aminu and Hassan, 2016; Cho and Choi, 2016)، إلى أن التحفظ المحاسبي يُعتبر إحدى الآليات الهامة التي تُسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكاليف الوكالة، ودعم حوكمة الشركات بما يقلل من قوة المديرين التنفيذيين، ويزيد من إمكانية رقابتهم ومتابعتهم. ومن خلال الحد من عدم تماثل المعلومات ومن مشاكل الوكالة، يمكن أن يكون للتحفظ المحاسبي تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تخفيض الاستثمار الأكبر أو الأقل من اللازم.

إذ نجد أن التحفظ المحاسبي يقلل من دوافع المديرين لقبول مشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة نظراً لتعجيل الاعتراف بالخسائر المتوقعة للاستثمارات في أرباح الفترة الحالية (Watts,2003; Ball and Shivakumar, 2005; Francis and Martin, 2010; Bushman et al., 2011; Xu et al., 2012; Lara et al., 2016) وبالتالي يلعب التحفظ دوراً هاماً في التقويم الذاتي للمديرين، لأنهم يعلمون مسبقاً أن خسائر المشروعات ذات الأداء السيء سيتم الاعتراف بها فوراً خلال فترة عملهم نتيجة للتحفظ المحاسبي. لذلك ينخفض دافع تبني المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، حتى وإن كان المدير يستطيع تأجيل الاعتراف بالخسائر من خلال ممارسات إدارة الأرباح واتخذ قرار الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة عالية سالبة، فإن التحفظ المحاسبي يدفع المدير للتخلي المبكر عن تلك المشروعات القائمة ذات الأداء السيء، نظراً لأن الخسائر الفعلية لا يمكن تأجيلها حيث يتم إظهارها فوراً ضمن عناصر الدخل (Ball and Shivakumar, 2005). كما أنه في حالة وجود مشروعات تحقق خسائر فإن التحفظ المحاسبي يقدم إشارات إلى حملة الأسهم، ومجلس الإدارة لبحث أسباب تلك الخسائر. ويؤدي هذا إلى اتخاذ إجراءات تصحيحية من شأنها التخلي عن المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة (Watts,2003). وبالتالي فإن التحفظ المحاسبي يمكن أن يسهم في الحد من الاستثمار الأكبر من اللازم.

كما أن التحفظ المحاسبي ومن خلال جعله الشركة أكثر وضوحاً للأطراف الخارجية التي تقدم التمويل، مع تقليل المبالغة في رقم الربح فإنه يزيد من إمكانية الاعتماد على الأرباح المحاسبية، ويقلل من عدم تماثل المعلومات وعدم التأكد، وبالتالي يرسل إشارات للأطراف الخارجية بما يسهم في وصول الشركة لمصادر تمويل خارجية بتكلفة أقل وشروط أفضل، ومن ثم يساهم في استثمار الشركة في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة (Houcine,2013). وبالتالي يسهم التحفظ المحاسبي في الحد من الاستثمار الأقل من اللازم وخاصة إذا كانت الشركة تعاني نقصاً في الموارد المالية.

وعلى الرغم من تدعيم الدراسات السابق الإشارة إليها للتأثير الإيجابي للتحفظ المحاسبي على كفاءة قرارات الاستثمار، إلا أن هناك مجموعة أخرى من الدراسات (e.g., Ma, 2010; Assadi and Nikraves, 2012; Houcine, 2013; Razzaq et al., 2016b) وجدت أن التحفظ المحاسبي لا يؤثر على قرارات الاستثمار، أو قد يكون له تأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية. إذ قد يؤدي التحفظ بما يتضمنه من عدم تماثل الاعتراف بالمكاسب والخسائر المتوقعة إلى إحجام بعض المديرين عن الاستثمار في مشروعات طويلة الأجل ذات صافي قيمة عالية موجبة نظراً لأن تلك المكاسب قد تتحقق ويتم الاعتراف بها في وقت لا يكون المدير الذي إتخذ قرار الاستثمار موجوداً في منصبه (Guay and Verrecchia, 2006). وتصبح هذه المشكلة أكثر وضوحاً في حالة المشروعات ذات

صافي القيمة الحالية الموجبة ولكنها تحقق خسائر في السنوات الأولى ومكاسب أكبر في السنوات التالية عندما يكون المدير قد تقاعد أو ترك العمل (Watts, 2003). كما يدفع التحفظ المديرين الذين يتجنبون المخاطر إلى رفض المشروعات ذات الخطر المرتفع رغم تحقيقها لصافي قيمة حالية موجبة لأن الاعتراف الفوري بالخسائر سوف يؤثر سلباً على مكافآتهم وسمعتهم (Roychowdhury, 2010). ولذلك لا تبدو تلك المشروعات جذابة لهؤلاء المديرين على الرغم من تحقيقها لصافي قيمة حالية موجبة مما يؤدي إلى استثمار أقل من اللازم وتأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

يتضح مما سبق أن الدراسات السابقة لم تصل إلى نتيجة حاسمة بشأن تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية، إذ توصل البعض إلى أن التحفظ المحاسبي يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية، في حين توصل البعض الآخر إلى أن التحفظ المحاسبي لا يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية، أو له تأثير سلبي، بما يشير إلى أن تلك القضية لا تزال قضية جدلية تحتاج إلى مزيد من البحوث. وبالتالي يمكن تلخيص مشكلة هذا البحث في محاولة الإجابة على السؤال التالي :-

ما هو تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي؟ وهل للتحفظ المحاسبي تأثير على الاستثمار الأكبر من اللازم والاستثمار الأقل من اللازم؟

٢. هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي.

٣. أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من الجوانب التالية :-

١. لم تصل الدراسات السابقة إلى نتيجة حاسمة بشأن تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات، حيث توصلت إلى نتائج متعارضة. وبالتالي فإن نتائج الدراسة الحالية سوف تُسهم في حسم الجدل بشأن تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.
٢. زيادة الجدل بين واضعي المعايير المحاسبية والأكاديميين بشأن أهمية التحفظ المحاسبي والآثار الاقتصادية للتحفظ على بيئة المعلومات.
٣. تم إجراء أغلب الدراسات السابقة في الدول المتقدمة وعدد محدود في الدول النامية، بالإضافة إلى أنه لا توجد دراسة منشورة في حدود علم الباحث تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في بيئة الأعمال السعودية.
٤. توفر نتائج الدراسة معلومات مفيدة لواضعي المعايير المحاسبية لدراسة الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية والنظر في كيفية الحفاظ على توازن مرغوب فيه بين الحياد والتحفظ (Nakano et al., 2014)، وخاصة بعد استبعاد التحفظ المحاسبي من الإطار المفاهيمي المشترك بين مجلس معايير المحاسبة الأمريكية ومجلس معايير المحاسبة الدولية في ٢٠١٠.
٥. توفر نتائج الدراسة معلومات هامة للبنك الدولي وصندوق النقد الدولي والجهات الأخرى التي تسعى لتحسين بيئة الأعمال وظروف الاستثمار في الدول النامية (Houcine, 2013).

٤. حدود البحث

تقتصر الدراسة على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات، ولا تشمل القرارات الاستثمارية على المستوى القومي أو على مستوى الدولة، نظراً لارتباطها بخطط التنمية مع خضوعها لاعتبارات سياسية واقتصادية واجتماعية. كما تقتصر الدراسة التطبيقية على الشركات غير المالية التي تنتمي لعدة قطاعات في سوق الأوراق المالية السعودي. وبالتالي لا تشمل البنوك وشركات التأمين نظراً لخضوعهما لقواعد إفصاح تختلف عن الشركات غير المالية، كما تخضع قرارات الاستثمار فيهما لاعتبارات ومحددات تختلف عن الشركات غير المالية.

٥. منهج البحث

يتطلب بناء الإطار النظري لهذا البحث قيام الباحث باستقراء العديد من الدراسات السابقة المتعلقة بالتحفظ المحاسبي، وكذلك الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير التحفظ المحاسبي علي كفاءة القرارات الاستثمارية. ومن خلال هذا الاستقراء وبناء الإطار النظري للبحث سيقوم الباحث باشتقاق فرض البحث.

وسيقوم الباحث بعد ذلك بإختبار فرض البحث من خلال إجراء دراسة تطبيقية على بيانات عينة من الشركات غير المالية المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي. وسوف يتم قياس متغيرات الدراسة من خلال معلومات القوائم والتقارير المالية السنوية لتلك الشركات والمنشورة على الموقع الالكتروني للشركات، أو على موقع سوق الأوراق المالية السعودي (تداول).

وسيمت تنظيم ما تبقى من البحث من خلال استعراض الدراسات السابقة، ثم يلي ذلك تقييم للدراسات السابقة واشتقاق فرض البحث، يلي ذلك عرض الدراسة التطبيقية ونتائجها. وأخيراً سيتم عرض خلاصة البحث ونتائجه وتوصياته.

٦. الدراسات السابقة

يتناول الباحث في هذا الجزء الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع البحث، والتي يمكن تبويبها من حيث مجالات اهتمامها إلى ما يلي :-

٦-١ التحفظ المحاسبي : مفهومه وتصنيفاته ودوافعه ومداخل قياسه.

٦-٢ مفهوم كفاءة القرارات الاستثمارية.

٦-٣ الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

٦-١ التحفظ المحاسبي : مفهومه وتصنيفاته ودوافعه ومداخل قياسه

يُعتبر التحفظ المحاسبي من الموضوعات القديمة والمعاصرة في نفس الوقت، فقد حظي باهتمام العديد من الباحثين منذ نشأة علم المحاسبة لما له من أهمية في زيادة شفافية القوائم المالية ، وحماية حقوق أصحاب المصالح. ورغم تعرض التحفظ المحاسبي للعديد من الانتقادات التي تشير إلى تعارضه مع بعض الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية مثل الحياد والتمثيل الصادق والملاءمة، واستبعاده من الإطار المشترك لمجلس معايير المحاسبة الأمريكية ومجلس معايير المحاسبة الدولية في عام ٢٠١٠ (Zhong and Li, 2016 ; سعد الدين، ٢٠١٤) ، إلا ان التحفظ المحاسبي قد أصبح مطلباً أساسياً من قِبل الأطراف ذات العلاقة بعملية التقرير المالي خصوصاً في أعقاب حالات الانهيار التي

شهدها مطلع القرن الحادي والعشرين لعدد كبير من الشركات العملاقة، وما نتج عنه من خسائر فادحة تحملها أصحاب المصالح في هذه الشركات نتيجة بعض الممارسات الانتهازية التي قامت بها إدارة تلك الشركات، ومنها ممارسات إدارة الأرباح وغيرها من الممارسات الأخرى التي تعتبر خرقاً واضحاً لمفهوم التحفظ المحاسبي (عبيد، ٢٠١٠ ; اقبال والقضاة، ٢٠١٤). لذلك سوف يتناول الباحث في هذا الجزء مفهوم التحفظ المحاسبي وأنواعه ودوافعه ومدخل قياسه.

٦-١-١ مفهوم التحفظ المحاسبي

رغم أهمية التحفظ المحاسبي وظهوره في الممارسة العملية منذ نشأة علم المحاسبة إلا أنه لا يوجد تعريف متفق عليه للتحفظ المحاسبي. فقد أشار Bliss في عام ١٩٢٤ إلى التحفظ المحاسبي بأنه توقع كافة الخسائر المحتملة مع عدم الاعتراف بالمكاسب أو الأرباح إلا إذا كانت محققة (Zhong and Li, 2016). وعلى مستوى إصدارات الهيئات المهنية فقد عرفه مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكية (FASB) في قائمة المفاهيم رقم (٢)، والمتعلقة بالخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، بأنه رد فعل حذر تجاه عدم التأكد لضمان أن كافة عناصر عدم التأكد والمخاطر الملازمة Risks Inherent لأنشطة الأعمال التي تقوم بها الشركة قد تم أخذها في الحسبان بصورة كافية (FASB, 1980). في حين أشارت لجنة معايير المحاسبة الدولية IASC في الإطار المفاهيمي الصادر في عام ١٩٨٩ إلى أن التحفظ هو تبني درجة من الحذر عند وضع التقديرات في ظل عدم التأكد بحيث لا ينتج عنها مبالغة في تقييم الأصول والدخل، أو تخفيض للالتزامات والمصروفات (IASC, 1989) مع التأكيد على أن ممارسات التحفظ المحاسبي لا تعني تخفيض متعمد للأصول والدخل أو مبالغة متعمدة للالتزامات والمصروفات، لأن ذلك سوف يؤثر على حيادية معلومات القوائم المالية. وقد دفع ذلك مجلس معايير المحاسبة الأمريكية ومجلس معايير المحاسبة الدولية إلى استبعاد التحفظ المحاسبي من الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية في الإطار المفاهيمي المشترك الصادر في ٢٠١٠.

وبالنسبة للإصدارات المحاسبية البريطانية، فقد أشارت في قائمة مبادئ التقرير المالي الصادرة عن مجلس المعايير المحاسبية البريطاني إلى التحفظ المحاسبي باستخدام مصطلح الحيطة والحذر Prudence، بأنه توخي الحذر عند اتخاذ الأحكام اللازمة لإعداد التقديرات المطلوبة في ظل عدم التأكد بحيث لا يتم المبالغة في تقييم الأصول والمكاسب، ولا يتم تدنية قيم الالتزامات والخسائر، الأمر الذي يحتاج لقدر من الأدلة لإثبات الأصول والمكاسب يفوق الأدلة الواجب توافرها لإثبات الالتزامات والخسائر (راشد، ٢٠١٠).

ونظراً لعدم وجود تعريف محدد للحفاظ المحاسبي من قبل واضعي المعايير المحاسبية فقد تعددت محاولات الباحثين لوضع تعريف للحفاظ المحاسبي، فقد أشار (Watts and Zimmerman (1986 في كتابهما الشهير Positive Accounting Theory إلى الحفاظ المحاسبي بأنه قاعدة، يقوم في ظلها المحاسب بالإفصاح عن أقل قيمة من بين القيم البديلة المحتملة للأصول، وعن أكبر قيمة من بين القيم البديلة المحتملة للالتزامات، مع تعجيل الاعتراف بالمصروفات وتأجيل الاعتراف بالإيرادات. أما (Basu (1997 فقد عرف الحفاظ بأنه ميل المحاسبين إلى درجة أعلى من التحقق بالنسبة للاعتراف بالأنباء السارة مثل المكاسب مقارنة بالأنباء غير السارة مثل الخسائر، أي أن الأنباء غير السارة تنعكس على الأرباح المحاسبية بدرجة أسرع من انعكاس الأنباء السارة نظراً لأن الأنباء السارة تتطلب درجة أعلى من التحقق من قبل المحاسبين. ويتفق تعريف (Watts (2003 مع تعريف Basu (1997) في أن الحفاظ هو التحقق غير المتماثل للاعتراف بالمكاسب والخسائر المحتملة. ومن منظور قائمة المركز المالي عرفه (Beaver and Ryan (2000 بأنه الانخفاض المستمر من فترة إلى أخرى في القيمة الدفترية عن القيمة السوقية لحقوق الملكية. في حين عرفه (Givoly and Hayn (2000 من منظور قائمة الدخل بأنه الاختيار بين البدائل والسياسات المحاسبية بما ينتج عنه انخفاض مستمر في صافي الربح من فترة إلى أخرى من خلال تعجيل الاعتراف بالمصروفات وتأجيل الاعتراف بالإيرادات. وقد حاول راشد (٢٠١٠) وضع تعريف متكامل للحفاظ المحاسبي، حيث عرف الحفاظ المحاسبي بأنه المدخل أو التوجه الواجب على المحاسبين إتباعه عند إعداد القوائم المالية كي ينعكس تأثير حالات عدم التأكد المحيطة والملازمة لمزاولة الشركة للنشاط الاقتصادي على المحتوى الإعلامي للقوائم المالية، بما يحقق عدم الإفصاح عن قيم متضخمة للأصول والدخل، أو قيم متدنية للالتزامات والمصروفات في ظل عدم التأكد، وبشرط ألا يترتب على الحفاظ المحاسبي تعمد الإفصاح عن قيم متدنية للأصول والدخل أو قيم متضخمة للالتزامات والمصروفات. في حين يعرف سعد الدين (٢٠١٤) الحفاظ المحاسبي بأنه اختيار الطرق والسياسات المحاسبية التي تتيحها المعايير المحاسبية للتقرير عن القيم الأقل للأصول والإيرادات، والقيم الأعلى للالتزامات والمصروفات مما ينتج عنه انخفاض القيمة الدفترية لحقوق الملكية عن القيمة السوقية. ولا يعني هذا إظهار قيمة الأصول بأقل من قيمتها الفعلية ولكن تقديرها بأقل قيمة ممكنة.

ويرى الباحث أنه رغم تعدد التعريفات المختلفة للحفاظ المحاسبي، إلا أن أغلبها يدور حول إتباع المحاسب لدرجة تحقق عند التعامل مع الإيرادات والمكاسب أعلى منها في حالة التعامل مع المصروفات والخسائر، واختيار الطرق والسياسات المحاسبية التي تؤدي إلى التقرير عن قيم أقل

للأصول والإيرادات، وقيم أعلى للالتزامات والمصروفات، وهو ما ينتج عنه في النهاية انخفاض القيمة الدفترية لحقوق الملكية عن قيمتها السوقية.

٦-١-٢ أنواع التحفظ المحاسبي

ميزت الدراسات السابقة في مجال التحفظ المحاسبي (Watts,2003; Beaver and) (Ryan, 2005; عبيد, ٢٠١٠; محمد, ٢٠١١; Nakano et al.,2014; Zhong and Li, 2016) بين نوعين من التحفظ المحاسبي، هما :-

٦-٢-١-٦ التحفظ غير المشروط Unconditional Conservatism

يُطلق على التحفظ غير المشروط، التحفظ القبلي Ex ant، وهو التحفظ المستقل عن الأنباء. وينتج من اختيار الإدارة لطريقة محاسبية معينة منذ البداية عند معالجة الأصول والالتزامات بهدف عدم المبالغة في تقييم صافي الأصول. وبالتالي ينتج عن ذلك ظهور قيمة دفترية لصافي الأصول أقل من قيمتها السوقية على مدار عمر تلك الأصول أو الالتزامات ومن ثم ظهور شهرة غير مسجلة. ومن أمثلة ذلك معالجة نفقات الأصول غير الملموسة المطورة داخلياً كمصاريف بحوث وتطوير تخص الفترة مع تحميلها بالكامل على الربح المحاسبي في الفترة التي حدثت فيها بدلاً من رسملتها وإظهارها كأصل غير ملموس بقائمة المركز المالي، بالإضافة إلى استخدام طرق الإهلاك المعجل بدلاً من طريقة القسط الثابت لحساب إهلاك الأصول الثابتة.

٦-٢-١-٦ التحفظ المشروط Conditional Conservatism

يُطلق على التحفظ المشروط، التحفظ البعدي أو اللاحق Ex post، وهو التحفظ الذي يعتمد على الأنباء وينتج عنه تخفيض القيمة الدفترية لصافي الأصول عند حدوث بعض الظروف غير المرغوب فيها (الأنباء غير السارة) مع عدم زيادة القيمة الدفترية لصافي الأصول عند حدوث بعض الظروف المرغوب فيها (الأنباء السارة) إلا إذا توافر دليل على تحققها. ولذلك يكون الربح المحاسبي أقل من الربح الاقتصادي. ومن أمثلة هذا النوع من التحفظ تقييم المخزون بالتكلفة أو صافي القيمة القابلة للتحقق أيهما أقل، ومعالجة التدهور في الأصول طويلة الأجل.

وفيما يتعلق بالعلاقة بين نوعي التحفظ المشروط وغير المشروط، يُشير العديد من الدراسات السابقة (راشد، ٢٠١٠; Beaver and Ryan, 2005; Ryan, 2006) إلى أن تطبيق التحفظ غير المشروط يقلل من احتمال تطبيق التحفظ المشروط. فعلى سبيل المثال، عند معالجة نفقات الأصول غير الملموسة المطورة داخلياً كمصاريف بحوث وتطوير تخص الفترة بدلاً من رسملتها وإظهارها كأصل غير

لموس (تحفظ غير مشروط) فإن ذلك يحول دون خضوعها لإختبارات التدهور المحتمل في القيمة في حالة إذا ما تم رسمتها ضمن عناصر الأصول غير الملموسة (تحفظ مشروط). وكذلك عند تطبيق طرق الإهلاك المعجل على الأصول الثابتة (تحفظ غير مشروط) فإن ذلك يقلل من إحصائية الاعتراف بخسارة تدهور في قيمتها (تحفظ مشروط) ، نظراً لأن الإهلاك المعجل قد يؤدي إلى انخفاض القيم الدفترية نسبياً عن القيم السوقية، في حين أن الاعتراف بخسائر التدهور يشترط أن تزيد القيمة الدفترية للأصل عن قيمته السوقية. ويتفق العديد من الدراسات السابقة (Beaver and Ryan, 2005; Zhong and Li, 2016; عبيد, ٢٠١٠; محمد, ٢٠١١) على أن كلا النوعين من التحفظ يُكونان معاً التحفظ المحاسبي بصفة عامة ويؤديان إلى نفس النتيجة من انخفاض للأرباح المحاسبية وانخفاض القيمة الدفترية لحقوق الملكية عن قيمتها السوقية، وإن كان التحفظ غير المشروط ينتج عنه انخفاض مؤكد في القيمة الدفترية للأصول، أما التحفظ المشروط فإنه يؤدي إلى انخفاض محتمل في القيمة الدفترية للأصول.

٦-١-٣ دوافع التحفظ المحاسبي

أدى انتشار تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي في العديد من الشركات حول العالم إلى توجيه البحوث المحاسبية نحو تحليل دوافع تطبيق الشركات للسياسات المحاسبية المتحفظة، ومحاولة إيجاد تفسيرات منطقية للتحفظ المحاسبي. فيرى أبو الخير (٢٠٠٨) أنه للوصول لفهم أفضل لمبررات التحفظ المحاسبي، فإنه يجب التفرقة بين سلوك كل من الإدارة، والمحاسبين، والجهات المعنية بوضع المعايير، والجهات المعنية بمتابعة مدى الالتزام بتطبيق المعايير. إذ تميل الإدارة إلى عدم التحفظ في التقرير المحاسبي نظراً لارتباط المديرين بالشركة لفترة محدودة، فضلاً عن ارتباط مكافآتهم بصافي الربح أكثر من ارتباطها بصافي الأصول الحالية أو المستقبلية. لذلك يميل المديرون إلى تأجيل الاعتراف بالخسائر وتعجيل الاعتراف بالأرباح للحفاظ على مكافآتهم ومراكزهم الوظيفية. ويأتي سلوك المحاسب والهيئات المعنية بوضع ومتابعة المعايير بمثابة السلوك المقابل لمواجهة عدم تحفظ الإدارة. إذ أن المعني بتطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة في إعداد القوائم المالية هو هيئات وضع المعايير المحاسبية على أساس قبلي، والمحاسب على أساس بعدي عند تطبيق المعايير المحاسبية، وهيئات المتابعة بعد إعداد ونشر القوائم المالية.

وقد حددت دراسة (Watts (2003) دوافع التحفظ المحاسبي في أربعة دوافع، هي التعاقدات، والدعاوى القضائية، والاعتبارات الضريبية، والاعتبارات التنظيمية. ويرى الباحث أنه يمكن إضافة

حوكمة الشركات كدافع خامس ضمن دوافع التحفظ المحاسبي. وفيما يلي نستعرض الدوافع الخمس بشيء من التفصيل.

١-٣-١-٦ التعاقدات

يعتبر الدافع التعاقدي من أهم الدوافع والتفسيرات التي تم تقديمها لتفسير التحفظ المحاسبي، لأن التعاقدات تمثل إحدى وسائل معالجة مشكلة الخطر الأخلاقي والذي ينتج عن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة وأصحاب المصالح. ويساعد التحفظ في تحقيق كفاءة تعاقدات الإدارة، والذي يظهر جلياً في العقود التي تبرمها الإدارة وهي عقود حوافز ومكافآت الإدارة وعقود الدين. وبالنسبة لعقود الحوافز والمكافآت، نجد أنها إذا كانت مبنية على أرقام محاسبية (صافي الربح) فإن الإدارة تسعى لتعظيم مكافآتها من خلال زيادة صافي أرباح الشركة، ومن ثم زيادة مقابل النسبة التي تحصل عليها من الأرباح كمكافأة حتى لو على حساب المساهمين وأصحاب المصالح (كساب، ٢٠١١)، وذلك بإتباع سياسات محاسبية غير متحفظة. كما أنه في حالة زيادة رأس المال من خلال طرح أسهم جديدة فإن الإدارة تحاول الاعتراف بأي زيادة في قيمة صافي الأصول لتحسين قيمة الشركة والحصول على أفضل سعر لإصدار الأسهم الجديدة. وقد يصل الأمر لأبعد من ذلك عندما تحاول الإدارة تعجيل الاعتراف بالأرباح المستقبلية وتأجيل الاعتراف بأي خسائر إلى الفترات اللاحقة لزيادة صافي الأصول ومن ثم زيادة سعر إصدار الاسهم (أبو الخير، ٢٠٠٨). ولذلك فإن التحفظ المحاسبي، ومن خلال وضعه لضوابط تحقق أكثر تشدداً للاعتراف بالمكاسب مقارنة بتلك المطبقة على الخسائر يعتبر أداة فعالة لمواجهة السلوك الانتهازي للإدارة (Watts, 2003) بما يقلل من دوافع المديرين للتلاعب في الأرقام المحاسبية، ومن ثم يقلل من عدم تماثل المعلومات، ويزيد من جودة الأرباح المحاسبية ومن قيمة الشركة.

أما بالنسبة لعقود الدين والتي يتم إبرامها بين الشركة والمقرضين، فغالباً ما تركز هذه العقود على صافي الربح وقيمة الأصول. وغالباً ما يسعى المقرض لإبرام عقد القرض عندما تكون الأصول قد تم تقييمها بأقل قيمة، ويكون من مصلحته عدم انخفاض قيمة الأصول بعد إبرام عقد القرض حتى يستطيع استرداد القرض. لذلك يساعد التحفظ المحاسبي في حماية المقرضين من خلال تخفيض درجة المخاطر التي يتعرضون لها سواء من حيث مقدار الأرباح المفصح عنها، أو سياسات توزيعها، وكذلك بعدم المبالغة في تقييم الأصول (عوض، ٢٠١٠). كما خلص العديد من الدراسات (سعد الدين، ٢٠١٤; Zhang, 2008; Watts, 2003) إلى أن التحفظ المحاسبي يُحسن من التصنيف الائتماني

للشركة، ويجعلها تصل إلى مصادر تمويل أفضل وبتكلفة أقل. ولذلك يمكن القول بأن التحفظ المحاسبي يحقق مصلحة كل من المقرضين والمقترضين.

٦-١-٣-٢ الدعاوى القضائية

نظراً للمسئولية المشتركة لإدارة الشركة ومراجع الحسابات عن المعلومات الواردة بالقوائم المالية، فإن المبالغة في رقم الربح أو في قيمة الأصول قد تُعرض إدارة الشركة ومراجع الحسابات للمساءلة القانونية. لذلك قد يكمن الدافع وراء التحفظ المحاسبي وما يتضمنه من تأجيل الاعتراف بالمكاسب وتعجيل الاعتراف بالخسائر في تجنب التعرض للمساءلة القانونية. وقد أيد العديد من الدراسات السابقة (أبو الخير، ٢٠٠٨؛ عوض، ٢٠١٠؛ شتيوي، ٢٠١٠؛ Watts,2003) أن مخاطر تعرض إدارة الشركة ومراجع الحسابات للمساءلة القانونية تمثل دافعاً نحو توجيه الشركات لإعداد تقارير مالية أكثر تحفظاً. ومن الملاحظ أن هذا الدافع قد زاد بعد تورط عدة مكاتب مراجعة كبرى حول العالم في مخالفات محاسبية وزيادة عدد القضايا المرفوعة ضدها وتحملها لتعويضات كبيرة.

٦-١-٣-٣ الاعتبارات الضريبية

نظراً لأن ضريبة الدخل التي يتم فرضها على الشركات تُحدد على أساس رقم صافي الربح، لذلك فإن الاعتبارات الضريبية قد تؤثر على اختيارات الإدارة للسياسات المحاسبية للتحكم في مقدار العبء الضريبي. إذ يرى (Watts (2003 أن إدارة الشركة من خلال تطبيقها للتحفظ المحاسبي وتعجيل الاعتراف بالخسائر وتأجيل الاعتراف بالمكاسب يمكنها تخفيض العبء الضريبي الذي تتحمله الشركة. ويؤكد أبو الخير (٢٠٠٨) على أنه في حالة غياب دوافع أخرى قد تدفع الإدارة إلى تبني سياسات غير متحفظة، فإن الإدارة تميل إلى إتباع سياسات محاسبية متحفظة لتخفيض العبء الضريبي بشرط أن تكون تلك السياسات مقبولة من قبل السلطات الضريبية.

٦-١-٣-٤ الاعتبارات التنظيمية

يُقصد بالاعتبارات التنظيمية الجهات المعنية بوضع المعايير المحاسبية، وكذلك الجهات المعنية بمتابعة ومراقبة مدى التزام الشركات بتطبيق تلك المعايير. ونظراً لما تتمتع به تلك الجهات من سلطات وصلاحيات، فإن العديد من أصحاب المصالح يمارسون ضغوطاً عليها لحماية مصالحهم من خلال حث الشركات على تطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة. ويرى عوض (٢٠١٠) أن التنظيم المهني يعتبر من الأسباب التي أدت إلى زيادة التحفظ المحاسبي، وقد استند في ذلك إلى ما أشارت إليه دراسة (Basu (1997 من زيادة التحفظ المحاسبي في التقارير المالية للشركات الأمريكية بعد إنشاء مجلس

معايير المحاسبة الأمريكية FASB، وما أكدته دراسة السهلي (٢٠٠٩) من زيادة التحفظ المحاسبي في التقارير المالية للشركات السعودية بعد إنشاء هيئة سوق المال السعودية.

ورغم أن هذا الدافع يبدو أنه قد أصبح غير ملائم بعد تخلي الإطار المفاهيمي لمجلس معايير المحاسبة الدولية عن التحفظ المحاسبي كأحد الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية، إلا أن الباحث تمسك به ضمن دوافع التحفظ المحاسبي نظراً لأن هناك العديد من الدراسات (سلامة، ٢٠١٢ ; سعد الدين، ٢٠١٤ ; فؤاد، ٢٠١٦) التي أكدت على أن هناك العديد من المعالجات في صلب معايير المحاسبة الدولية ومعايير التقرير المالي الدولية مازالت متمسكة بالتحفظ المحاسبي. فمثلاً في معيار المحاسبة الدولي رقم (٢) يتم تقييم المخزون بالتكلفة أو صافي القيمة البيعية أيهما أقل، وفي معيار المحاسبة الدولي رقم (١٦) يسمح بتطبيق طرق الإهلاك المعجل.

٦-١-٣-٥ حوكمة الشركات

توجد وجهتا نظر لعلاقة حوكمة الشركات بالتحفظ المحاسبي، حيث ترى وجهة النظر الأولى أنه يزداد الطلب على التحفظ المحاسبي إذا كان نظام الحوكمة يتسم بالضعف، وذلك لتقليل عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والأطراف الأخرى، ولمواجهة السلوك الانتهازي للإدارة (Watts, 2003). وبالتالي يُنظر إلى التحفظ المحاسبي في هذه الحالة على أنه إحدى الآليات لدعم حوكمة الشركات وذلك لحماية وضمان حقوق المساهمين والأطراف ذات العلاقة (سعد الدين، ٢٠١٤). بينما ترى وجهة النظر الأخرى أنه كلما زادت فعالية آليات الحوكمة كلما زاد الطلب على التحفظ المحاسبي. فقد توصلت دراسة (Lara et al. (2009 إلى وجود ارتباط إيجابي بين تطبيق آليات حوكمة الشركات وممارسات التحفظ المحاسبي، وهو ما أكدته دراسة عبيد (٢٠١٠) من أن زيادة نسبة الملكية المؤسسية في هيكل ملكية الشركات يؤدي إلى زيادة درجة التحفظ المحاسبي نظراً للدور الذي تؤديه تلك المؤسسات في رقابة سلوك الإدارة، وما توصلت له دراسة كساب (٢٠١١) من وجود علاقة طردية بين نسبة الأعضاء المستقلين وغير التنفيذيين ودرجة التحفظ المحاسبي، والتي تتفق مع ما توصلت إليه دراسة مليجي (٢٠١٤) من أن كلاً من الملكية المؤسسية، واستقلال أعضاء مجلس الإدارة، والفصل بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة، وجودة لجان المراجعة يرتبطوا إيجابياً بالتحفظ المحاسبي، وقد دعمت دراسة حسن (٢٠١٥) النتائج السابقة عندما توصلت إلى أن استقلال أعضاء مجلس الإدارة وجودة لجان المراجعة يرتبطان إيجابياً مع مستوى التحفظ المحاسبي.

٦-١-٤ مداخل قياس التحفظ المحاسبي

أدى انتشار تطبيق ممارسات التحفظ المحاسبي إلى دفع العديد من الباحثين لتقديم أكثر من نموذج لقياس التحفظ المحاسبي، وسوف يتناول الباحث أهم هذه النماذج وأكثرها تطبيقاً بشيء من التفصيل كما يلي :-

٦-١-٤-١ نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية

ترجع الفكرة الأساسية لهذا النموذج إلى دراسة (1995) Feltham and Ohlson والتي أشارت إلى أنه في ظل تطبيق سياسات التحفظ المحاسبي ستكون القيمة السوقية لحقوق الملكية أكبر من قيمتها الدفترية، وسيظل هذا الفرق موجوداً على مدار استمرار الشركة في الأجل الطويل. وقد أرجعت الدراسة هذا الفرق إلى التحفظ في المعالجة المحاسبية للأصول التشغيلية بافتراض تساوى القيم السوقية والقيم الدفترية للأصول المالية. ثم قدمت دراسة (2000) Beaver and Ryan مقياساً للتحفظ المحاسبي يعتمد على نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحقوق الملكية (Book-To-Market Ratio (BTM)، حيث يشير انخفاض تلك النسبة عن الواحد الصحيح إلى ممارسات التحفظ المحاسبي. كما يمكن تطبيق النموذج من خلال إيجاد نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية -Market To-Book Ratio (MTB) وفي هذه الحالة فإن ارتفاع تلك النسبة عن الواحد الصحيح يشير إلى ممارسات التحفظ المحاسبي. وقد قامت الدراسة بتحليل أسباب اختلاف النسبة عن الواحد الصحيح إلى شقين أحدهما دائم ويرجع إلى تطبيق السياسات المحاسبية المتحفظة، والآخر مؤقت وينتج عن التأخر في الاعتراف المحاسبي بالمكاسب المتوقعة في الفترة الحالية إلى أن يتم الاعتراف بها في الفترات التالية عندما تتحقق بالفعل. وفي هذه الحالة يختفي هذا الجزء عندما يتم الاعتراف بكل المكاسب المتوقعة خلال الفترات التالية.

وأهم ما يميز هذا النموذج هو أنه يمكنه قياس التحفظ لشركة محددة في عام واحد أو وفقاً لسلسلة زمنية (كساب، ٢٠١١). كما يتميز بأنه مقياس شامل يعكس التحفظ المشروط وغير المشروط، كما يعكس الأثر التراكمي للتحفظ المحاسبي من تاريخ تأسيس الشركة وحتى تاريخ القياس (أبو الخير، ٢٠٠٨؛ مليجي، ٢٠١٤؛ عبد الحكيم وآخرون، ٢٠١٦). ولكن يعاب على هذا النموذج أن جزء من زيادة القيمة السوقية لحقوق الملكية عن قيمتها الدفترية قد يرجع إلى عوائد الاحتكار وفرص النمو، وهي أرباح مستقبلية غير معترف بها محاسبياً ولكنها تتعكس مباشرة في السوق (Roychowdhury and حسين، ٢٠١٣؛ Watts, 2007)

٦-١-٤-٢ نموذج الاستحقاقات

يعتمد نموذج الاستحقاقات على دراسة (Givoly and Hayn (2000 والتي أوضحت أن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى ظهور إستحقاقات غير تشغيلية سلبية تتراكم على مر الزمن نتيجة تعجيل الاعتراف بالخسائر وتأجيل الاعتراف بالمكاسب. ويحدد إجمالي الاستحقاقات بالفرق بين صافي الربح قبل الإهلاك، والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية. ويمكن تقسيم إجمالي الاستحقاقات إلى إستحقاقات تشغيلية، وهي التي ترتبط بعمليات التشغيل اليومية للمنشأة (ويتم حسابها بالتغير في حسابات المدينين، والمخزون، والأصول المتداولة الأخرى مطروح منها التغير في الدائون والالتزامات المتداولة الأخرى)، وإستحقاقات غير تشغيلية وهي التي تتحكم فيها الإدارة من خلال اختيارها للسياسات المحاسبية (ويتم حسابها بالفرق بين إجمالي الاستحقاقات والاستحقاقات التشغيلية)، وكلما زادت الاستحقاقات غير التشغيلية كلما كان ذلك مؤشراً على زيادة مستوى تطبيق التحفظ المحاسبي.

ورغم أن دراسة (Givoly and Hayn (2000 قد أوضحت أن الاستحقاقات غير التشغيلية تعكس التحفظ المحاسبي الإجمالي المشروط وغير المشروط، إلا أن دراسة (Zang (2008 قد أشارت إلى أن الاستحقاقات غير التشغيلية تعكس فقط التحفظ المشروط، في حين أشارت دراسة (Xie (2015 إلى أن إجمالي الاستحقاقات وليس الاستحقاقات غير التشغيلية هي التي تعكس التحفظ بنوعيه، المشروط وغير المشروط. وقد استندت في ذلك إلى ما قام به (Qiang (2007 من تقسيم إجمالي الاستحقاقات إلى الاستحقاقات الحالية والإهلاك (وتنتج من التحفظ غير المشروط)، والمكاسب والخسائر غير المحققة (وتنتج من التحفظ المشروط).

ورغم سهولة تطبيق النموذج وإمكانية تطبيقه على شركة محددة إلا أنه يوجه إليه العديد من الانتقادات، والتي من بينها عدم التحديد الدقيق للاستحقاقات الناتجة عن التحفظ المشروط وتلك الناتجة عن التحفظ غير المشروط، وكذلك عدم أخذ مصروف الإهلاك في الحسبان عند حساب الاستحقاقات (باستثناء دراسة (Qiang (2007)، وبالتالي فإنه قد لا يقيس التحفظ الناتج عن الزيادة في مصروف الإهلاك (Xie, 2015).

٦-١-٤-٣ نموذج التدفقات النقدية

يعتمد نموذج التدفقات النقدية على دراسة (Ball and Shivakumar (2005، حيث تقوم الفكرة الأساسية للنموذج على عدم تماثل انعكاس المكاسب المتوقعة والخسائر المتوقعة على الاستحقاقات. إذ أنه في ظل تطبيق سياسات التحفظ المحاسبي يتم الاعتراف بالخسائر المتوقعة وبالتالي تؤدي إلى

تخفيض رقم الربح للفترة الحالية مقابل نشأة استحقاقات غير محققة، ولا تؤثر على التدفقات النقدية. في حين أن المكاسب المتوقعة لا يتم الاعتراف بها حتى تتحقق فعلاً، ومن ثم فإنها لا تؤثر على الاستحقاقات ولكن تؤثر على التدفقات النقدية. وقد قامت هذه الدراسة بإيجاد علاقة انحدار بين الاستحقاقات التشغيلية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية كما يلي :-

$$ACC_t = \beta_0 + \beta_1 DCFO_t + \beta_2 CFO_t + \beta_3 DCFO_t \times CFO_t + \varepsilon_t$$

حيث :-

ACC_t : الاستحقاقات التشغيلية للشركة في السنة t

$DCFO_t$: متغير وهمي، يأخذ القيمة ١ إذا كانت التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية سالبة، ويأخذ

القيمة صفر إذا كانت التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية قيمة أخرى بخلاف ذلك.

CFO_t : التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية للشركة عن السنة t.

ε_t : الخطأ العشوائي.

وقد أوضحت الدراسة أنه في حالة التحفظ تكون قيمة المعامل β_3 قيمة موجبة.

ورغم سهولة هذا النموذج وعدم اعتماده على مؤشرات السوق. إلا أنه يعاب عليه أن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية لا تكون مؤشراً مناسباً للأنباء. كما يركز النموذج على الأرباح التشغيلية والتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية ويتجاهل الأرباح من الأنشطة غير التشغيلية (Xie,2015).

٦-١-٤-٤ نموذج الربح المحاسبي وعوائد الأسهم

يعتبر نموذج (Basu (1997) من أوائل النماذج التي اعتمدت في قياس التحفظ المحاسبي على علاقة الربح المحاسبي بعوائد الأسهم. وتقوم الفكرة الأساسية للنموذج على أن الأنباء غير السارة تنعكس على الربح المحاسبي بصورة أسرع من الأنباء السارة. ولذلك قام (Basu (1997 بصياغة نموذج انحدار تضمن ربحية السهم كمتغير تابع، وعوائد الأسهم كمتغير مستقل، حيث اعتبر أن عوائد الأسهم الموجبة تعتبر مؤشراً للأنباء السارة في حين أن عوائد الأسهم السالبة تعد مؤشراً للأنباء غير السارة، وباستخدام بيانات عينة من الشركات الأمريكية عن الفترة من عام ١٩٦٣ حتى عام ١٩٩٠، توصل Basu إلى أن سرعة استجابة الأرباح للعوائد السالبة (الأنباء غير السارة) تكون أكبر من سرعة استجابتها للعوائد الموجبة (الأنباء السارة)، وهو ما يطلق عليه التوقيت غير المتماثل (Asymmetric Timeliness) والذي يعتبر مؤشراً على وجود التحفظ المحاسبي في التقارير المالية. ورغم انتشار استخدام نموذج (Basu (1997 في العديد من البحوث المحاسبية إلا أنه تعرض للعديد من الانتقادات، والتي من أهمها أنه لا يقيس التحفظ المحاسبي لشركة محددة لأنه يعتمد على التقدير الإحصائي لمعاملات الانحدار (أبو الخير، ٢٠٠٨)، كما أنه يصلح لقياس التحفظ المشروط ولا يصلح لقياس

التحفظ الكلي، فضلاً عن أنه غير مناسب للشركات غير المسجلة في بورصات الأوراق المالية لعدم توافر بيانات لأسعار أسهمها (كساب ، ٢٠١١). يضاف إلى ذلك أن تطبيق النموذج يعتمد على افتراض كفاءة سوق الأوراق المالية (Xie, 2015) والذي قد لا يتوافر في العديد من الأسواق المالية خاصة الأسواق المالية الناشئة.

وقد قامت دراسة (Khan and Watts (2009 بتطوير نموذج (Basu (1997 من خلال إدخال بعض خصائص الشركة التي قد تؤثر على التحفظ المحاسبي، مثل حجم الشركة، ونسبة الرفع المالي، ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. وبالتالي أصبح النموذج المعدل يمكنه قياس مستوي التحفظ المحاسبي المشروط لشركة محددة على مدار الزمن، ومن ثم تغلب على أحد الانتقادات الموجهة لنموذج (Basu (1997 إلا أن باقي الانتقادات لا تزال موجودة في نموذج (Khan and Watts (2009.

وبعد استعراض أهم المقاييس المستخدمة في قياس التحفظ المحاسبي، يرى الباحث أنه رغم تعدد المقاييس التي يمكن استخدامها لقياس التحفظ المحاسبي إلا أنه لا يوجد مقياس مثالي يصلح لقياس التحفظ المحاسبي في جميع الحالات، حيث يكون لكل مقياس العديد من المزايا وفي نفس الوقت يوجه له العديد من الانتقادات. ولذلك عند قياس التحفظ المحاسبي يجب اختيار المقياس الذي يناسب هدف الدراسة وبيانات الدراسة. ومن الجدير بالذكر أن (Xie (2015 قام بإجراء دراسة مسحية على البحوث المحاسبية التي أجريت خلال الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٣ وتم نشرها في أكثر الدوريات العالمية انتشاراً، وتوصل إلى أن نموذج الربح المحاسبي وأسعار الأسهم من أكثر النماذج استخداماً، يليه نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ثم نموذج الاستحقاقات، وأخيراً نموذج التدفقات النقدية. ونظراً لأن نموذج الربح المحاسبي وأسعار الأسهم يعتمد على افتراض كفاءة سوق المال والذي قد لا يتحقق في أسواق المال الناشئة مثل السوق السعودي، كما أن نموذج الربح المحاسبي وأسعار الأسهم يقيس التحفظ المشروط فقط ولا يقيس التحفظ الكلي كما سبق الإشارة، ولذلك سوف يعتمد الباحث في الدراسة التطبيقية للبحث على نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والذي يتميز بأنه مقياس شامل يعكس التحفظ المشروط وغير المشروط، كما يعكس الأثر التراكمي للتحفظ المحاسبي من تاريخ تأسيس الشركة حتى تاريخ القياس (أبو الخير، ٢٠٠٨؛ مليجي، ٢٠١٤؛ عبد الحكيم وآخرون، ٢٠١٦). وقد اعتمد العديد من الدراسات السابقة الأجنبية والعربية على نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كمقياس للتحفظ المحاسبي (مثل دراسة Ahmed and Duellman, 2011; Assadi and Nikraves, 2012; كساب، ٢٠١١؛ راشد، ٢٠١٠؛ سعد الدين، ٢٠١٤؛ حسن، ٢٠١٥؛ فؤاد، ٢٠١٦؛ Pan, 2017).

٦-٢ مفهوم كفاءة القرارات الاستثمارية

يُقصد بالقرارات الاستثمارية تلك القرارات الاستثمارية الرأسمالية والمتعلقة بالحصول على (أو التخلص من) الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل. وهذه القرارات هي التي ينتج عنها القسم الثاني بقائمة التدفقات النقدية (الصايغ وعبد المجيد، ٢٠١٥). وتشير كفاءة القرارات الاستثمارية إلى اتخاذ الشركة لقرار الاستثمار في جميع الاقتراحات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وتجنب الاستثمار في الاقتراحات ذات صافي القيمة الحالية السالبة. ويُشير مستوى الاستثمار الأمثل إلى استمرار الشركة في الاستثمار حتى تتساوى المنافع الحدية للاستثمارات الجديدة مع التكلفة الحدية لتلك الاستثمارات. وفي هذه الحالة يمكن أن يحصل المديرون على التمويل اللازم للمشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة بمعدل الفائدة السائد في السوق مع تحقيق فائض نقدي للمستثمرين. ولكن في الواقع العملي غالباً ما تبتعد الشركة عن هذا الوضع الأمثل، حيث يكون هناك استثمار أكبر من اللازم *Over-investment* أو استثمار أقل من اللازم *Under-investment* وهو ما يمثل عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Biddle et al., 2009).

وُترجع نظريات التمويل عدم كفاءة القرارات الاستثمارية إلى مشكلة الخطر الأخلاقي (Moral Hazard) ومشكلة الاختيار المعاكس (Adverse Selection) والناجان عن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومقدمي التمويل. إذ تتمثل مشكلة الخطر الأخلاقي في أن المديرين يهدفون إلى تعظيم ثروتهم الشخصية، وفي سعيهم لتحقيق ذلك غالباً ما يقوموا باتخاذ قرارات استثمارية قد لا تعود بأفضل المنافع على حملة الأسهم، حيث أنه عندما تتعارض مصلحة المديرين مع مصلحة حملة الأسهم فإن المديرين غالباً ما يقوموا بالاستثمار في مشروعات تحقق منفعتهم الشخصية (Biddle et al., 2009 ; Andre et al., 2015). إذ يمكن أن يقوموا برفض الاستثمار في مشروعات تحقق صافي قيمة حقيقية موجبة، أو يقرروا الاستثمار في مشروعات تحقق صافي قيمة حقيقية سالبة لأنها تحقق مصلحتهم الشخصية والتي قد تتعارض مع مصلحة حملة الأسهم. وبالتالي فإن مشكلة عدم الأمانة قد يترتب عليها استثمار أكبر من اللازم أو استثمار أقل من اللازم اعتماداً على مدى توافر رأس المال. فعندما يكون لدى الشركة فائض في الأموال فإن هذا سيجتنب عليه زيادة في الاستثمارات وبالتالي تظهر مشكلة الاستثمار الأكبر من اللازم، ولكن عندما يدرك مقدمو التمويل مشكلة عدم أمانة الإدارة فإنهم يقومون بترشيح تقديم الأموال مسبقاً مما يؤدي إلى استثمار أقل من اللازم (Biddle et al., 2009; Andre et al., 2015).

وبالنسبة لمشكلة الاختيار المعاكس فإنها تقوم على فكرة أن المديرين بما لديهم من معلومات أفضل من المستثمرين حول الفرص الاستثمارية المستقبلية للشركة، فإنهم يحاولون التحكم في توقيت إصدار أسهم زيادة رأس المال حتى يتم إصدارها بسعر أعلى من القيمة الاسمية. فإذا نجحوا في ذلك فإنهم يقومون باستثمار تلك الأموال بما يؤدي إلى استثمار أكبر من اللازم، ولكن إذا توقع المستثمرون أن سعر الأسهم مبالغ فيها فإنهم يحجمون عن شراء تلك الأسهم بما يؤدي في النهاية إلى استثمار أقل من اللازم (Biddle et al., 2009; Andre et al., 2015).

يتضح مما سبق أن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومقدمي التمويل وما يتبعه من مشكلة الخطر الأخلاقي أو مشكلة الاختيار العكسي تؤديان في النهاية إلى ابتعاد الشركة عن حجم الاستثمار الأمثل والذي ينعكس في صورة إما استثمار أقل من اللازم، ويحدث عندما لا تستغل الشركة جميع المشروعات أو الفرص الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، أو في صورة استثمار أكبر من اللازم، ويكون في حالة تبني الشركة لمشروعات أو اقتراحات استثمارية رغم أنها تحقق صافي قيمة الحالية سالبة. لذلك فإن أي آلية تعمل على تخفيض عدم تماثل المعلومات ومن ثم تخفيض مشكلتي الخطر الأخلاقي والاختيار المعاكس من المتوقع أن تؤدي إلى تحقيق كفاءة القرارات الاستثمارية. وإذا كان التحفظ المحاسبي يعتبر إحدى الآليات الهامة التي تُسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكاليف الوكالة ودعم حوكمة الشركات (Ahmed and Duellman, 2011; Xu et al., 2016; Lara et al., 2014; Aminu and Hassan, 2016; Lara et al., 2016) فإنه من المتوقع أن يكون للتحفظ المحاسبي تأثيراً على كفاءة القرارات الاستثمارية. وبالتالي سوف يقوم الباحث في الجزء التالي بإستعراض الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

٦-٣ الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية

تناول العديد من الدراسات السابقة تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية. فقد ركز بعض الدراسات على دوافع المديرين للاستثمار، في حين ركز البعض الآخر على نواتج قرار الاستثمار. ومن الملاحظ أن أغلب تلك الدراسات قد تم إجراؤها في الدول المتقدمة في حين أن القليل منها تم إجراؤه في الدول النامية. فقد هدفت دراسة (Ma (2010 إلى إختبار تأثير التحفظ المحاسبي

على دوافع الاستثمار لدى المديرين في الشركات الأمريكية، وكيف أن التحفظ المحاسبي قد يؤدي إلى استثمار أقل من اللازم. فباستخدام بيانات عينة من الشركات الأمريكية عن الفترة من ١٩٩٧ حتى ٢٠٠٧، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يرتبط عكسياً مع استثمارات الشركة، أي أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي تؤدي إلى انخفاض استثمارات الشركة وخاصة في الشركات التي تعاني نقصاً في التمويل، كما يرتبط التحفظ عكسياً مع الأداء المستقبلي للشركة. وإذا أخذنا النتيجة معاً، فإن التحفظ المحاسبي يؤثر بصورة سلبية على دوافع الاستثمار لدى المديرين بما يؤدي إلى استثمار أقل من اللازم. كما توصلت الدراسة إلى أن العلاقة العكسية بين التحفظ المحاسبي والاستثمار تكون أقوى في الشركات ذات المخاطر المرتفعة، والشركات التي تكون فيها فترة عمل مجلس الإدارة قصيرة. كما أن ملكية رئيس مجلس الإدارة لجزء من أسهم الشركة يمكن أن تُحد من العلاقة العكسية بين التحفظ والاستثمار نظراً لأن مصلحة رئيس مجلس الإدارة تكون متسقة مع مصلحة حملة الأسهم، بما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة المرتبطة بسياسة الاستثمار في الشركة.

وتناولت دراسة Francis and Martin (2010) تأثير التحفظ المحاسبي على ربحية القرارات الاستثمارية من خلال التركيز على أحد القرارات الاستثمارية وهو قرار الاستحواذ. وقد ركزت الدراسة على كل من التغيرات التي تحدث في عوائد الأسهم خلال فترة الإعلان عن الاستحواذ، وعلى الأداء التشغيلي للشركة بعد عملية الاستحواذ كأهم نواتج لقرار الاستحواذ. وقد تم تطبيق الدراسة على عمليات استحواذ قامت بها عدة شركات أمريكية خلال الفترة من عام ١٩٨٠ إلى عام ٢٠٠٦. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط إيجابية بين التحفظ المحاسبي وربحية القرارات الاستثمارية، أي أنه كلما زاد التحفظ المحاسبي كلما كانت الشركات تقوم بعمليات استحواذ أكثر ربحية، كما أن احتمالية تصفية هذه الاستثمارات فيما بعد تكون أقل في الشركات الأكثر تحفظاً.

وتعرض Ahmed and Duellman (2011) لتأثير التحفظ المحاسبي على قرارات الاستثمار للمديرين. وقد اعتمدت الدراسة في تقييم قرارات استثمار المديرين على نواتج القرارات، والتي تمثلت في كل من الربحية المستقبلية، وتحمل أعباء العناصر الخاصة في المستقبل. وباستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية الأمريكية عن الفترة من ١٩٨٩ إلى ٢٠٠١ توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات التحفظ المحاسبي الأعلى من المتوقع أن تحقق أرباحاً مستقبلية أكبر من الشركات ذات التحفظ المحاسبي الأقل، نظراً لأن التحفظ المحاسبي يؤثر على الدوافع المسبقة للمديرين لتجنب الاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، مع التخلص المبكر من المشروعات القائمة ذات الأداء السيء مما ينعكس على زيادة الربحية المستقبلية للشركة. كما توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات

التحفظ المحاسبي الأعلى من المتوقع أن تتحمل أعباء عناصر خاصة مستقبلية أقل من الشركات ذات التحفظ المحاسبي الأقل نظراً لأنه في ظل التحفظ المحاسبي والاعتراف الفوري بالخسائر يكون من الصعب تراكم خسائر المشروعات إلى الحد الذي يحتم التخلص الفوري من تلك المشروعات.

وركزت دراسة (Bushman et. al (2011) على تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة قرارات الاستثمار وسلوك الاستثمار بالنسبة للمديرين. وقد تم قياس كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال مدى حساسية استثمارات الشركة للتغير في الفرص الاستثمارية، أي مدى انخفاض الاستثمار كاستجابة للنقص في الفرص الاستثمارية المتاحة، ومدى زيادة الاستثمار كاستجابة للزيادة في الفرص الاستثمارية المتاحة. وباستخدام بيانات عينة من الشركات في ٢٥ دولة حول العالم، توصلت الدراسة إلى أن حساسية القرارات الاستثمارية للشركة للانخفاض في الفرص الاستثمارية المتاحة تكون أكبر بالنسبة للدول التي يزيد فيها ممارسات التحفظ المحاسبي، في حين أن حساسية القرارات الاستثمارية للشركة للزيادة في الفرص الاستثمارية المتاحة لا تختلف بصورة معنوية مع اختلاف مستويات التحفظ المحاسبي، أي أن التحفظ المحاسبي يقلل من الاستثمار عند نقص فرص الاستثمار المتاحة ولا يؤثر على الاستثمار عند زيادة فرص الاستثمار المتاحة.

وفي نفس السياق تناولت دراسة (Chen et al. (2012) تأثير التحفظ المحاسبي على قرارات الاستثمار بالنسبة للمديرين، وعلى دوافعهم للاستثمار من خلال تأثير التحفظ على معدل العائد المطلوب، أو معدل الخصم الذي يستخدمه المديرون عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الأمريكية عن الفترة من عام ١٩٨٢ إلى عام ٢٠٠٩، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يجعل المديرين أكثر حذراً عند اتخاذ قرارات الاستثمار لأنهم يدركون أن الاعتراف الفوري بالخسائر سوف ينعكس على الإنهاء المبكر للمشروعات ذات الأداء السيء، كما يؤثر سلباً على مكافآتهم وسمعتهم. لذلك فإنهم يستخدمون معدلات خصم أعلى عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية في البداية بما يُرشد من قرارات الاستثمار ويحد من الاستثمار الأكبر من اللازم. كما توصلت الدراسة إلى أن مدى تأثير التحفظ على معدل الخصم، ومن ثم على قرارات الاستثمار يختلف بين الشركات اعتماداً على تكاليف الوكالة، حيث ركزت الدراسة على ثلاثة أبعاد لتكاليف الوكالة وهي شفافية المعلومات، وفرص النمو، والتدفقات النقدية الحرة. وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى أن التحفظ يكون تأثيره أكبر في الشركات الأقل شفافية للمعلومات، وذات فرص النمو المرتفعة، وكذلك الشركات التي لديها تدفقات نقدية حرة أعلى. ويشير ذلك إلى أن التحفظ المحاسبي يكون له تأثير أكبر على كفاءة قرارات الاستثمار في

الشركات ذات تكاليف الوكالة المرتفعة. ويؤيد هذا الدور الرقابي الذي يمكن أن يلعبه التحفظ المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة.

ولاختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في إيران، اعتمدت دراسة Lalbar et al. (2012) على بيانات عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران عن الفترة من عام ٢٠٠٥ إلى عام ٢٠٠٩. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية ومعنوية بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية. أما فيما يتعلق بتأثير متغيري حجم الشركة وفرص النمو المستقبلية كمتغيرات وسيطة على علاقة التحفظ المحاسبي بكفاءة القرارات الاستثمارية، فقد توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة له تأثير معنوي على علاقة التحفظ المحاسبي بكفاءة القرارات الاستثمارية، بينما لم يكن لفرص النمو المستقبلية تأثير معنوي على علاقة التحفظ المحاسبي بكفاءة القرارات الاستثمارية. وقد دعم نموذج الانحدار بطريقة Stepwise النتائج السابقة.

وفي دراسة مشابهه، تناول (Mahmoodabadi and Mehtari (2012 تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في إيران. وباستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث يُحسن من عملية الرقابة على قرارات الاستثمار للمديرين، ويُخفض من استثمارات الشركة في حالة الاستثمار الأكبر من اللازم، كما يُسهل من وصول الشركة لمصادر تمويل خارجية بتكلفة تمويل أقل، وبالتالي يزيد من استثمارات الشركة في حالة الاستثمار الأقل من اللازم.

أما دراسة (Assadi and Nikravesh (2012 فقد ركزت على تأثير التحفظ المحاسبي على الربحية المستقبلية للشركات في إيران، حيث تم استخدام الربحية المستقبلية للشركة كمؤشر لكفاءة القرارات الاستثمارية. وقد اعتمدت الدراسة على بيانات عينة من الشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية عن الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠١٠، مع قياس الربحية المستقبلية من خلال كل من هامش الربح المستقبلي، والتدفقات النقدية المستقبلية من الأنشطة التشغيلية، وقياس التحفظ المحاسبي من خلال مؤشري عدم تماثل الاعتراف بالمكاسب والخسائر، ونسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية. وقد توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين التحفظ المحاسبي مقاساً بمؤشر عدم تماثل الاعتراف بالمكاسب والخسائر وكل من هامش الربح المستقبلي والتدفقات النقدية المستقبلية من الأنشطة التشغيلية كمؤشرات للربحية المستقبلية. كما توصلت الدراسة إلى عدم وجود علاقة معنوية بين التحفظ المحاسبي مقاساً بمؤشر نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية والتدفقات النقدية المستقبلية من الأنشطة

التشغيلية، مع وجود علاقة معنوية بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية وهامش الربح المستقبلي. وبالتالي لم تصل الدراسة الي وجود دور معنوي للتحفظ المحاسبي في قرارات الاستثمار للمديرين.

ومن ناحية أخرى فقد هدفت دراسة (Rao and Liu (2012) إلى إختبار تأثير كل من التحفظ المحاسبي والبيئة التنظيمية على كفاءة القرارات الاستثمارية في الصين. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الصينية المدرجة في بورصة شنغهاي للأوراق المالية عن الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١١، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يرتبط بصورة عكسية ومعنوية مع الاستثمار الأقل اللازم. ويعني هذا أن زيادة التحفظ المحاسبي تُسهم في زيادة استثمارات الشركة بما يقلل من الاستثمار الأقل من اللازم، ولكن لم تجد الدراسة تأثيراً معنوياً للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم. وبالتالي فإن التحفظ المحاسبي يُسهم في تحسين كفاءة قرارات الاستثمار في الشركات التي لديها استثمار أقل من اللازم فقط. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن البيئة التنظيمية ترتبط بصورة عكسية ومعنوية مع الاستثمار الأقل من اللازم ولا تؤثر على الاستثمار الأكبر من اللازم. وبالتالي فإن البيئة التنظيمية تتكامل مع التحفظ المحاسبي لتحسين كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم. وبالنسبة للمتغيرات الرقابية في الدراسة فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين كل من عمر الشركة، وحجم الشركة، والتدفقات النقدية الحرة، وتوزيعات الأرباح المسددة مع الاستثمار الأقل من اللازم، وعدم معنوية متغير معدل العائد على حقوق الملكية.

وفي دراسة أخرى على الشركات الصينية، تناول Xu et al. (2012) تأثير التحفظ المحاسبي على السلوك الاستثماري للشركات الصينية، وانعكاس ذلك السلوك على كفاءة الاستثمار. وباستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصتي شنغهاي وشينزن خلال الفترة من سنة ٢٠٠٣ إلى سنة ٢٠٠٧، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ يلعب دوراً فعالاً في كفاءة الاستثمار، ولكن يختلف اتجاهه ووسائل هذا الدور وفقاً لما إذا كان هناك حاجة للتمويل الخارجي، فعندما تكون الفرص الاستثمارية أكبر من الأموال المتاحة وهناك حاجة للتمويل الخارجي وتعاني الشركة من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم فإن التحفظ يعمل كإشارة تساعد في تخفيض عدم تماثل المعلومات وتخفيض تكلفة التمويل مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات ومعالجة مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم. ويشير هذا إلى التأثير المحفز للتحفظ المحاسبي على الاستثمار. أما عندما يكون لدى الشركة فائض نقدي ولا توجد حاجة إلى تمويل خارجي وتعاني الشركة من مشكلة الاستثمار الأكبر من اللازم فإن التحفظ يقلل من التعارض بين الإدارة وحملة الأسهم، وتقل بالتبعية تكاليف الوكالة وينخفض الاستثمار، وبالتالي يعالج مشكلة الاستثمار الأكبر من اللازم، والاستغلال السيء للفائض النقدي من قبل إدارة الشركة. وفي كلتا الحالتين السابقتين

فإن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار. أما فيما يتعلق بالمتغيرات الرقابية فقد توصلت الدراسة إلى أن حجم الشركة، وصافي الأموال المتاحة للاستثمار، ودرجة السيولة ترتبط مع الاستثمار إرتباطاً موجباً، في حين يرتبط الرفع المالي مع الاستثمار إرتباطاً سالباً. أما باقي المتغيرات الرقابية وهي التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، ونمو المبيعات فقد توصلت الدراسة إلى أنها غير مؤثرة.

وهدفنا دراسة (Houcine 2013) إلى إختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في تونس. وباستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية التونسية خلال الفترة من عام ١٩٩٩ إلى عام ٢٠٠٩، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ ليس له تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار، وبصورة أكثر تحديداً ليس له تأثير على الاستثمار الأكثر أو الأقل من اللازم. وقد أرجعت الدراسة ذلك إلى أن نظام الحوكمة في تونس بما يتضمنه من تركيز الملكية، والجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي، وعدم استقلالية مجلس الإدارة، يُقيد من عمل التحفظ كأداة للرقابة، وبالتالي يُقلل من تأثيره على كفاءة الاستثمار. أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية فقد توصلت الدراسة إلى أن التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية، وفرص النمو ترتبطان بصورة إيجابية ومعنوية مع الاستثمار الأكبر من اللازم، وبصورة عكسية ومعنوية مع الاستثمار الأقل من اللازم. وفيما يتعلق بالاقتراض من البنوك فإنه يرتبط بصورة عكسية ومعنوية مع كل من الاستثمار الأكبر والأقل من اللازم، كما يرتبط كل من تركيز الملكية، وعمر الشركة بصورة عكسية ومعنوية مع الاستثمار الأقل من اللازم ولا يرتبط مع الاستثمار الأكبر من اللازم. وبالنسبة لحجم الشركة فلا يرتبط مع الاستثمار الأكبر من اللازم ولكنه يرتبط بصورة إيجابية ومعنوية مع الاستثمار الأقل من اللازم، وفيما يخص تقلب الاستثمار فيرتبط بصورة عكسية ومعنوية مع الاستثمار الأكبر من اللازم ولا يرتبط مع الاستثمار الأقل من اللازم.

ولإختبار تأثير التحفظ المحاسبي على فرص الاستثمار المستقبلية للشركات في تايلاند، اعتمدنا دراسة (Nuanpradit and Boonlert-U-Thai 2013) على بيانات عينة من الشركات المدرجة في بورصة تايلاند عن الفترة من عام ٢٠٠٥ إلى عام ٢٠١١. وقد توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يرتبط بصورة إيجابية مع فرص الاستثمار المستقبلية نظراً لأن التحفظ يُسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وفي حماية مصالح المقرضين مما يدفعهم لتخفيض معدل الفائدة على الإقراض بما يسمح للشركة من الوصول لمصادر تمويل أفضل، وبالتالي يُحسن من فرص الاستثمار المستقبلية للشركة. ويتسق هذا مع الدور المعلوماتي للتحفظ في تخفيض تكاليف الوكالة.

ويتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Lara et al. (2014) من أن التحفظ المحاسبي يحسن من بيئة المعلومات، حيث تؤدي زيادة التحفظ إلى انخفاض عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين، كما يؤدي التحفظ إلى زيادة دقة تنبؤات المحللين الماليين وتخفيض التشتت بين تنبؤاتهم، وزيادة عدد المحللين المتابعين للشركة.

وفي دراسة مشابهة لدراسة (Ma (2010) تناول Brockman et al. (2014) اختبار تأثير التحفظ المحاسبي على حجم استثمارات الشركات الأمريكية، وتأثيره على مشكلتي الاستثمار الأكبر من اللازم، والاستثمار الأقل من اللازم. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الأمريكية عن الفترة من عام ١٩٨٩ حتى عام ٢٠١٢، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يرتبط عكسياً مع استثمارات الشركة، أي أن زيادة مستوى التحفظ المحاسبي تؤدي إلى انخفاض حجم استثمارات الشركة بصفة عامة، وبالتالي فإن التحفظ المحاسبي يقلل ويحد من الاستثمار الأكبر من اللازم، ولكن في نفس الوقت يفاقم من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم. كما توصلت الدراسة إلى أن التأثير العكسي للتحفظ المحاسبي على حجم استثمارات الشركة يكون أكبر في الشركات التي تعاني من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم ولديها استثمارات ذات درجة مخاطر مرتفعة، وكذلك في الشركات التي تكون فيها فترة عمل مجلس الإدارة قصيرة. وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد توصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات فرص النمو الأكبر أو التي لديها أصول ملموسة أكبر، أو تدفقات من الأنشطة التشغيلية أكبر، أو ذات خطر إفلاس أقل يكون الانخفاض في استثماراتها أقل. أما بالنسبة للشركات الكبيرة، أو التي تسدد توزيعات أكثر، أو التي تنتمي لصناعات ذات رفع مالي أعلى، أو لديها تقلبات كبيرة في التدفقات النقدية والمبيعات فيكون الانخفاض في استثماراتها أكبر.

وهدفت دراسة (Nakano et al. (2014) إلى تقييم تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في اليابان، وذلك من خلال تحليل تأثير التحفظ المحاسبي بنوعيه (المشروط وغير المشروط) على كل من مستوى الاستثمار، وتقبل المخاطرة، وعوائد الأسهم. وباستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية اليابانية عن الفترة من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠١٣، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي له تأثير معنوي موجب على كفاءة الاستثمار، نظراً لأن التحفظ المشروط يحد ويقلل من استثمارات الشركة في المشروعات الجديدة، وغالباً ما تكون تلك الاستثمارات منخفضة المخاطر. كما يؤدي التحفظ المشروط إلى التخلص من المشروعات القائمة ذات العائد المنخفض مقارنة بالمخاطر أو ذات المخاطر المرتفعة مقارنة بالعائد. وعلى النقيض من ذلك، فإن التحفظ غير المشروط يزيد من مستوى الاستثمار، ويشجع على الاستثمار في المشروعات ذات المخاطر والعوائد المرتفعة، وبالتالي يزيد من مقدرة المديرين

المتجيبين للمخاطر على تقبل المخاطرة. ولذلك إذا أخذنا نوعي التحفظ معاً فإن زيادة التحفظ تؤدي إلى تحسين كفاءة الاستثمار. وفيما يخص تأثير المتغيرات الرقابية على مستوى الاستثمار توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية مع النقدية المحتفظ بها، ونمو المبيعات، وعلاقة معنوية عكسية مع حجم الشركة، وملموسية الأصول، والرفع المالي، وتكلفة الاقتراض، مع عدم وجود علاقة مع التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية.

وتناولت دراسة (Andre et al. (2015 تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في فرنسا قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة الدولية. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الفرنسية المدرجة في بورصة الأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠١ حتى عام ٢٠٠٧، على أساس أن تطبيق المعايير الدولية في فرنسا كان في عام ٢٠٠٥، توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :-

١. أدى تطبيق معايير المحاسبة الدولية إلى انخفاض درجة التحفظ المحاسبي، نظراً لأن الإطار المفاهيمي لمعايير المحاسبة الدولية يركز على حيادية المعلومات أكثر من التحفظ المحاسبي.
٢. قبل تطبيق معايير المحاسبة الدولية كان للتحفظ المحاسبي تأثير كبير على زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تخفيض كل من الاستثمار الأكبر والأقل من اللازم. أما بعد تطبيق معايير المحاسبة الدولية فلم يعد للتحفظ دور هام في التأثير على الاستثمار الأكبر أو الأقل من اللازم، أي لا يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية.
٣. وبالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد وجدت الدراسة أن متغير القطاع الصناعي كان غير معنوي أما جودة الاستحقاقات (كمؤشر لجودة التقارير المالية) فقد كان لها تأثير معنوي على كفاءة القرارات الاستثمارية قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة الدولية مع زيادة أهميتها بعد تطبيق معايير المحاسبة الدولية.

وتناولت دراسة (Razzaq et al. (2016a تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في الصين، باستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية الصينية المدرجة ببورصة شنغهاي Shanghai خلال الفترة من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠١٣. وقد توصلت الدراسة الي أن التحفظ المحاسبي يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تقليل الاستثمارات في الشركات التي تعاني من مشكلة الاستثمار الأكبر من اللازم، وزيادة الاستثمارات في الشركات التي تعاني من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم، أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد وجدت الدراسة أن التدفقات النقدية الحرة، وحجم مجلس الإدارة يرتبطان بصورة إيجابية مع كفاءة القرارات الاستثمارية. في حين أن توزيعات الأرباح المسددة، والجمع بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يرتبطان بصورة عكسية مع كفاءة

القرارات الاستثمارية. وقد خلصت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال آليات الحوكمة الجيدة.

وفي دراسة أخرى مماثلة لدراسة Razzaq et al. (2016a)، قام Jiang (2016) بإختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في الصين بعد تطبيق معايير المحاسبة الجديدة. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الصينية المدرجة في بورصتي شنغهاي وشينزن خلال الفترة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١٢، توصلت الدراسة أيضاً إلى أن التحفظ المحاسبي يحسن من كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات الصينية.

وهدفت دراسة Cho and Choi (2016) إلى إختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في كوريا من خلال التركيز على تأثير التحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم في الشركات الكورية، ومدى تأثير اختلاف هيكل الملكية علي علاقة التحفظ المحاسبي بالاستثمار الأكبر من اللازم. وباستخدام بيانات لعينة من الشركات الكورية عن عام ٢٠١١ توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :-

١. يرتبط التحفظ المحاسبي بصورة عكسية ومعنوية مع الاستثمار الأكبر من اللازم. وعلى مستوى نوعي التحفظ المحاسبي، فإن التحفظ المشروط يرتبط بصورة عكسية ومعنوية مع الاستثمار الأكبر من اللازم في حين أن التحفظ غير المشروط ليس له تأثير معنوي على الاستثمار الأكبر من اللازم.

٢. تكون العلاقة العكسية بين التحفظ المحاسبي والاستثمار الأكبر من اللازم أقوى في حالة الشركات ذات الملكية الإدارية المنخفضة، نظراً لأن المديرين في تلك الشركات يكونوا أكثر إحتماً لاتخاذ قرارات استثمارية تعظم منفعتهم على حساب حملة الأسهم، وبالتالي يلعب التحفظ دوراً هاماً في الحد من الاستثمار الأكبر من اللازم في تلك الشركات من خلال تخفيض تكاليف الوكالة. كما تكون العلاقة العكسية أقوى كذلك في الشركات ذات الملكية الأجنبية المنخفضة لان المستثمرين الأجانب في تلك الشركات يكونوا ذوي مقدرة أقل على مراقبة قرارات الاستثمار التي يتخذها المديرين، وبالتالي يساعد التحفظ المحاسبي المستثمرين الأجانب على متابعة ورقابة قرارات الاستثمار للمديرين. ويعني هذا أن التحفظ المحاسبي يتكامل مع آليات الحوكمة في الشركات ذات مشاكل الوكالة المرتفعة ويؤثر بصورة فعالة على توجهات المديرين نحو الاستثمار الأكبر من اللازم.

٣. بالنسبة للمتغيرات الرقابية فقد وجدت الدراسة أن الرفع المالي، وحجم الشركة يرتبطان بصورة عكسية ومعنوية مع كفاءة القرارات الاستثمارية، أما متغيري التدفقات النقدية الحرة، والربحية فكانا غير معنويين.

وفي دراسة مشابهة لدراسته التي أجراها على الشركات الصينية قام (Razzaq et al. (2016b باختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في باكستان. وباستخدام بيانات عينة من الشركات غير المالية المدرجة في بورصة باكستان لأوراق المالية عن الفترة من عام ٢٠٠٦ إلى عام ٢٠١١، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي لا يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية في باكستان، حيث لم يحسن من كفاءة الاستثمار أو من تجنب الاستثمار الأقل من اللازم، ولكن أثبتت الدراسة أن التحفظ المحاسبي يُخفض من الاستثمار الأكبر من اللازم فقط. أما بالنسبة للمتغيرات الرقابية، فقد وجدت الدراسة أن الجمع بين مناصبي المدير التنفيذي ورئيس مجلس الإدارة يكون له تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية. ويتعارض هذا مع نظرية الوكالة التي تتطلب الفصل بين منصب المدير التنفيذي ومنصب رئيس مجلس الإدارة. كما كان لمتغير حجم الشركة تأثيراً إيجابياً على كفاءة القرارات الاستثمارية، أما توزيعات الأرباح المسددة، والتدفقات النقدية الحرة، وحجم لجنة المراجعة فلم يكن لهم أي تأثير معنوي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

وتناولت دراسة (Balakrishnan et al. (2016 تأثير التحفظ المحاسبي على استثمارات الشركات الأمريكية خلال فترة الأزمة المالية العالمية ٢٠٠٧/٢٠٠٨، وهل ساهم التحفظ المحاسبي في تخفيض مشكلة نقص الاستثمارات المصاحب للآزمة المالية العالمية من خلال تخفيضه لتكلفة الاقتراض، ومن ثم ساهم في الحد من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم، أم أن التحفظ أدى إلى جعل المديرين أكثر حذراً، وبالتالي أدى إلى نقص إضافي في الاستثمارات وتفاقم مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم المصاحبة للآزمة المالية العالمية. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الأمريكية قبل وبعد الأزمة المالية توصلت الدراسة إلى النتائج التالية:-

١. أدت الأزمة المالية العالمية إلى انخفاض استثمارات الشركات بصفة عامة، ولكن الانخفاض كان أكثر حدة في الشركات ذات التحفظ المحاسبي الأقل مقارنة بالشركات ذات التحفظ المحاسبي الأعلى.

٢. كان تأثير التحفظ المحاسبي على استثمارات الشركات خلال فترة الأزمة المالية أكبر في حالة الشركات التي تحتاج لمصادر تمويل خارجية أكثر، أو التي تعاني من نقص في الموارد المالية.

٣. كان تأثير التحفظ المحاسبي على استثمارات الشركات خلال فترة الأزمة المالية أكبر في حالة الشركات التي لديها عدم تماثل في المعلومات أعلى.

٤. كان الانخفاض في مقدرة الشركات على الاقتراض في أعقاب الأزمة المالية للشركات ذات التحفظ الأعلى، أقل من الشركات ذات التحفظ الأقل. أي أن التحفظ المحاسبي قد حسن من مقدرة الشركة على الاقتراض، وبالتالي خفض من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم.

وهدفت دراسة (Aminu and Hassan (2016 إلى إختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في نيجيريا. وباستخدام بيانات عينة من الشركات المدرجة في بورصة نيجيريا للأوراق المالية عن الفترة منعام ٢٠٠٤ إلى عام ٢٠١٣، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية. ويعني هذا أن التحفظ المحاسبي يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية. وبالنسبة للمتغيرين الرقابيين المستخدمين في الدراسة، فقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين الرفع المالي وكفاءة القرارات الاستثمارية ، أي أنه كلما انخفض الرفع المالي كلما زادت كفاءة القرارات الاستثمارية، أما متغير حجم الشركة فلم يكن له أي تأثير معنوي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

وتناولت دراسة (Lara et al.(2016 تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في الشركات الأمريكية لعينة من الشركات غير المالية الأمريكية خلال الفترة من عام ١٩٩٩ إلى عام ٢٠٠٧. وقد توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي له تأثير معنوي على تحسين كفاءة الاستثمار، حيث يزيد من استثمارات الشركات التي تعاني من استثمارات أقل من اللازم، ويُقيد من الاستثمارات في الشركات التي تعاني من استثمارات أكبر من اللازم. كما أن تأثير التحفظ المحاسبي على تحسين كفاءة الاستثمار يكون أكبر في حالة زيادة عدم تماثل المعلومات نظراً لان التحفظ المحاسبي يلعب دوراً هاماً في تخفيض عدم تماثل المعلومات، ومن ثم يخفض من مشكلة الاستثمار الأكبر والأقل من اللازم معاً. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة إيجابية معنوية بين التحفظ وإصدار السندات الجديدة في الشركات التي لديها استثمار أقل من اللازم، مع عدم وجود علاقة في الشركات التي لديها استثمار أكبر من اللازم. كما توصلت الدراسة إلي عدم وجود علاقة بين التحفظ المحاسبي وإصدار الأسهم. ويعني هذا أن التحفظ المحاسبي يساعد الشركات التي تعاني من مشكلة استثمار أقل من اللازم في الحصول على تمويل إضافي في صورة قروض وليس في صورة أموال ملكية. وأخيراً توصلت الدراسة إلى أن التحفظ المحاسبي يرتبط بتحسن الربحية المستقبلية للشركات التي لديها استثمارات أكبر نظراً لأنه

يساعدها على التخلي عن المشروعات ذات الأداء السيء، ولا يرتبط بتحسين الربحية المستقبلية للشركات التي لديها استثمارات أقل من اللازم.

وهدفت دراسة (Pan 2017) إلى إختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كل من حوافز البنوك للإقراض، وكفاءة الاستثمار في الشركات الصينية بعد تطبيق حزمة من حوافز الاستثمار للشركات في أعقاب الأزمة المالية العالمية. وباستخدام بيانات عينة من الشركات الصينية عن الفترة من عام ٢٠٠٣ إلى عام ٢٠١٤، وبمقارنة البيانات قبل وبعد تطبيق حزمة حوافز الاستثمار، توصلت الدراسة إلى أن التحفظ يزيد من إحتمالية حصول الشركة على قروض بنكية قبل تطبيق حوافز الاستثمار، ويكون هذا التأثير أقل بعد تطبيق حوافز الاستثمار. ويرجع ذلك إلى أن توسع البنوك في الإقراض يُعزى إلى تطبيق حزمة حوافز الاستثمار وليس بسبب التحفظ المحاسبي. كما يزيد التحفظ المحاسبي من كفاءة الاستثمار في الشركات الصينية، ويكون هذا التأثير أقل بعد تطبيق حوافز الاستثمار، نظراً لزيادة استثمارات الشركات نتيجة الحوافز بصورة كبيرة قد لا تحقق كفاءة الاستثمار، فضلاً عن أن التحفظ المحاسبي يؤدي إلى تخفيض تعارض المصالح بين المديرين من جهة والمقرضين والمستثمرين من الجهة الأخرى، وكذلك بين المقرضين والمستثمرين. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن تأثير التحفظ على كل من حصول الشركة على القروض وكفاءة الاستثمار قبل وبعد تطبيق حوافز الاستثمار يختلف بصورة معنوية بين الشركات المملوكة للدولة وغير المملوكة للدولة، حيث يكون أقل في الشركات المملوكة للدولة.

٧. تقييم الدراسات السابقة واشتقاق فرض البحث

تتحقق كفاءة القرارات الاستثمارية عندما تقوم الشركة بالاستثمار في جميع الاقتراحات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة، وتتجنب الاستثمار في الاقتراحات ذات صافي القيمة الحالية السالبة. ونظراً لعدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومُقدمي التمويل فإن الشركة قد تبتعد عن تحقيق كفاءة القرارات الاستثمارية، وينعكس ذلك في صورة استثمار أقل من اللازم، أو في صورة استثمار أكبر من اللازم. ونظراً لأن التحفظ المحاسبي يُعتبر إحدى الآليات الهامة التي تُسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكاليف الوكالة، ودعم حوكمة الشركات فإنه من المتوقع أن يكون للتحفظ المحاسبي تأثيراً على كفاءة القرارات الاستثمارية. لذلك قام الباحث بإستعراض الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية. ومن الملاحظ أن بعض هذه الدراسات قد اعتمدت في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية على ربحية القرارات الاستثمارية، مثل دراسة Francis and Martin (2010) والتي توصلت إلى وجود علاقة ارتباط موجبة بين التحفظ المحاسبي وربحية القرارات

الاستثمارية. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Ahmed and Duellman (2011) من أن الشركات الأكثر تحفظاً من المتوقع أن تحقق أرباحاً مستقبلية أكبر من الشركات الأقل تحفظاً. وعلى عكس ما توصلت إليه دراسة (Assadi and Nikraves (2012) من عدم وجود علاقة معنوية بين التحفظ المحاسبي مقياساً بمؤشر عدم تماثل الاعتراف بالمكاسب والخسائر وكل من هامش الربح المستقبلي، والتدفقات النقدية المستقبلية من الأنشطة التشغيلية كمؤشرات للربحية، وكذلك عدم وجود علاقة معنوية بين التحفظ المحاسبي مقياساً بمؤشر نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، والتدفقات النقدية المستقبلية من الأنشطة التشغيلية، مع وجود علاقة معنوية بين نسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية، وهامش الربح المستقبلي. وبالتالي لم تصل الدراسة الي وجود دور جوهري للتحفظ المحاسبي في قرارات الاستثمار للمديرين.

وقد اعتمد معظم الدراسات السابقة في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية على مؤشري الاستثمار الأكبر من اللازم، والاستثمار الأقل من اللازم، حيث توصلت تلك الدراسات لنتائج متباينة. فقد توصل أغلب تلك الدراسات إلى أن التحفظ المحاسبي له تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تخفيض الاستثمار الأكبر من اللازم أو الاستثمار الأقل من اللازم (e.g, Lalbar et al, 2012 ; Nakano et al. 2014 ; Razzaq et al. 2016a ; Jiang ,2016 ; Aminu and Lara et al., 2016 ; Hassan,2016). إذ توصلت تلك الدراسات إلى أن التحفظ المحاسبي يُسهم في الحد من الاستثمار الأكبر من اللازم، من خلال تخفيض دوافع المديرين لقبول مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة، نظراً لتعجيل الاعتراف بالخسائر المتوقعة للاستثمارات في أرباح الفترة الحالية، حتى وإن كان هؤلاء المديرين يستطيعون تأجيل الاعتراف بالخسائر من خلال ممارسات إدارة الأرباح، واتخذوا قرار الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة فإن التحفظ المحاسبي يدفع هؤلاء المديرين للتخلي المبكر عن تلك المشروعات القائمة ذات الأداء السيء، نظراً لان الخسائر الفعلية لا يمكن تأجيلها، حيث يتم إظهارها فوراً ضمن عناصر الدخل (Ball and Shivakumar, 2005). كما يُسهم التحفظ المحاسبي في الحد من الاستثمار الأقل من اللازم، وخاصة إذا كانت الشركة تعاني من نقصٍ في الموارد المالية، فمن خلال تخفيض كل من عدم تماثل المعلومات، وعدم التأكد فإن التحفظ المحاسبي يُسهم في وصول الشركة لمصادر تمويل خارجية بتكلفة أقل وشروط أفضل، ومن ثم يُسهل من استثمار الشركة في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية الموجبة. كما توصلت دراسة Xu et al.(2012) إلى أن تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار يتوقف على مدى حاجة الشركة للتمويل الخارجي. فعندما تكون هناك حاجة للتمويل الخارجي فإن التحفظ يرسل إشارة تساعد في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكلفة التمويل مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات، والحد من

مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم. أما عندما يكون لدى الشركة فائض نقدي ولا توجد حاجة إلى تمويل خارجي فإن التحفظ المحاسبي يقلل من التعارض بين الإدارة وحملة الأسهم، وتخفض بالتبعية تكاليف الوكالة ومن ثم تنخفض الاستثمارات، وبالتالي يتم الحد من مشكلة الاستثمار الأكبر من اللازم، والاستغلال السيء للفائض النقدي من قبل إدارة الشركة.

ورغم تدعيم الدراسات السابق الإشارة إليها للتأثير الإيجابي للتحفظ المحاسبي على كفاءة قرارات الاستثمار إلا أن هناك مجموعة أخرى من الدراسات (Ma,2010 ;Bushman et. al, 2011; Assadi and Nikraves, 2012; Houcine,2013 ; Brockman et al.,2014; Razzaq et al., 2016b) قد توصلت إلى أن التحفظ لا يؤثر على كفاءة قرارات الاستثمار، أو قد يكون له تأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية. فقد توصلت دراسة (Houcine (2013) إلى أن التحفظ لا يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث لم يكن له تأثيراً معنوياً على الاستثمار الأكبر من اللازم أو الاستثمار الأقل من اللازم. في حين توصلت دراسة (Razzaq et al. (2016b) إلى أنه على الرغم من أن التحفظ المحاسبي يُخفض من الاستثمار الأكبر من اللازم إلا أنه لا يؤثر على الاستثمار الأقل من اللازم. وتتعارض تلك النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة (Rao and Liu (2012) من أن زيادة التحفظ المحاسبي تُسهم في زيادة استثمارات الشركة بما يقلل من الاستثمار الأقل من اللازم، ولكن لم تجد الدراسة تأثيراً معنوياً للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم. كما توصلت دراسة (Bushman et. al (2011) إلى أن التحفظ المحاسبي يُخفض من حجم الاستثمارات عند نقص فرص الاستثمار المتاحة، ولكنه لا يؤثر على حجم الاستثمارات عند زيادة فرص الاستثمار المتاحة. أما دراستي (Ma (2010)، Brockman et al.(2014) فقد توصلتا إلى أن التحفظ المحاسبي يجعل المديرين أكثر حذراً عند اتخاذ قرارات الاستثمار، وبالتالي فإن زيادة التحفظ تُخفض بصفة عامة من استثمارات الشركة، وبالتالي يمكن أن تُخفض وتحد من الاستثمار الأكبر من اللازم، ولكن في نفس الوقت تقاوم وتزيد من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم. كما أوضحت دراسة Roychowdhury (2010) أن التحفظ المحاسبي يدفع المديرين الذين يتجنبون المخاطر إلى رفض المشروعات ذات الخطر المرتفع رغم تحقيقها صافي قيمة حالية موجبة، لأن الاعتراف الفوري بالخسائر سوف يؤثر سلباً على مكافآتهم وسمعتهم. كما قد يؤدي التحفظ إلى إحجام بعض المديرين عن الاستثمار في مشروعات طويلة الأجل ذات صافي قيمة حالية موجبة، وخاصة إذا كانت تحقق خسائر في السنوات الأولى ومكاسب أكبر في السنوات التالية عندما يكون المدير قد تقاعد أو ترك العمل (Watts,2003). ولذلك لا تبدو مثل تلك المشروعات جذابة لهؤلاء المديرين على الرغم من تحقيقها لـصافي قيمة حالية موجبة مما يؤدي إلى استثمار أقل من اللازم وتأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية.

واستناداً إلى ما تقدم يُرجح الباحث أن يكون للتحفظ المحاسبي دور هام في زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال التأثير على دوافع المديرين نحو عدم الاستثمار في المشروعات ذات صافي القيمة الحالية السالبة، والتخلي المبكر عن المشروعات ذات الأداء السيء بما يقلل ويحد من مشكلة الاستثمار الأكبر من اللازم. كما أن التحفظ المحاسبي ومن خلال تخفيضه لعدم تماثل المعلومات يجعل الشركة تصل لمصادر تمويل أفضل وبتكلفة أقل مما يقلل من مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم. وبالتالي يمكن صياغة فرض الدراسة في صورته البديلة كما يلي :-

يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً إيجابياً على كفاءة القرارات الاستثمارية.

ونظراً لأن كفاءة القرارات الاستثمارية سوف يتم قياسها من خلال مؤشري الاستثمار الأكبر من اللازم ، والاستثمار الأقل من اللازم، ولذلك فإنه لإختبار الفرض السابق يجب تحديد تأثير التحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم، وعلى الاستثمار الأقل من اللازم. وبالتالي يمكن اشتقاق الفرضين الفرعيين التاليين من الفرض السابق:

الفرض الفرعي الأول : يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً سلبياً على الاستثمار الأكبر من اللازم.

الفرض الفرعي الثاني: يؤثر التحفظ المحاسبي تأثيراً سلبياً على الاستثمار الأقل من اللازم.

٨. الدراسة التطبيقية

لتحقيق هدف هذا البحث، سوف يقوم الباحث بإجراء الدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي. وبالتالي سيتم التعرض لهدف الدراسة التطبيقية، ومجتمع وعينة الدراسة، وأساليب جمع البيانات، وكيفية قياس متغيرات الدراسة، والتحليل الإحصائي، وأخيراً نتائج الدراسة.

٨-١ هدف الدراسة التطبيقية

تهدف الدراسة التطبيقية إلى إختبار فرض البحث من خلال الفرضين الفرعيين اللذين قام الباحث باشتقاقهما في الشق النظري من البحث وذلك لتحديد مدى تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية، وبصورة أكثر تحديداً على الاستثمار الأقل من اللازم ، والاستثمار الأكبر من اللازم.

٨-٢ مجتمع وعينة الدراسة التطبيقية

يتمثل مجتمع الدراسة في جميع الشركات السعودية المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي في الفترة من عام ٢٠١٠ حتى عام ٢٠١٣. وقد تم اختيار هذه الفترة على أساس أن عامي ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ قد

شهدا الأزمة المالية العالمية وتداعياتها. كما أن عام ٢٠١٤ كان بداية الانخفاض الكبير لأسعار النفط، والتي قد تؤثر على القرارات الاستثمارية للشركات، ومن ثم تؤثر على دقة نتائج الدراسة. وقد تم اختيار الشركات المحتملة لعينة الدراسة استناداً للمعايير التالية :

- أ- ألا تنتمي إلى قطاع البنوك والخدمات المالية، أو قطاع التأمين نظراً لخضوع الشركات في هذين القطاعين لقواعد إفصاح تختلف عن الشركات غير المالية. كما أن قرارات الاستثمار فيهما تخضعان لاعتبارات ومحددات تختلف عن الشركات غير المالية.
- ب- أن تتوفر لها جميع البيانات اللازمة لقياس المتغيرات خلال فترة الدراسة.
- ج- أن تنتهي السنة المالية للشركة في ٣١ ديسمبر من كل عام.
- د- ألا تكون الشركة قد حققت خسائر تجاوزت أكثر من ٥٠% من رأس مالها خلال فترة الدراسة.

وقد نتج عن تطبيق تلك المعايير السابقة عينة من ٨٩ شركة لقياس متغيرات الدراسة عن سنتي ٢٠١١ و٢٠١٢، و١٠٠ شركة لقياس متغيرات الدراسة عن سنتي ٢٠١٢ و ٢٠١٣ بإجمالي عدد مشاهدات ١٨٩ مشاهدة. حيث يتم قياس تأثير التحفظ المحاسبي في السنة (t) على كفاءة القرارات الاستثمارية في السنة (t+1). ويوضح جدول رقم (١) القطاعات التي تنتمي إليها عينة الدراسة وعدد ونسبة المشاهدات في كل قطاع منسوبة إلى إجمالي مفردات العينة.

جدول رقم (١) توزيع عينة الدراسة وفقاً للقطاعات

النسبة	عدد المشاهدات	القطاع
١٢,٧ %	٢٤	قطاع الصناعات البتروكيمياوية
١٠,٦ %	٢٠	قطاع الأسمنت
١٠,١ %	١٩	قطاع التجزئة
٢,١ %	٤	قطاع الطاقة والمرافق
١٤,٣ %	٢٧	قطاع الزراعة والصناعات الغذائية
٣,٢ %	٦	قطاع الإتصالات وتقنية المعلومات
٤,٢ %	٨	قطاع الاستثمار المتعدد
١٤,٣ %	٢٧	قطاع الاستثمار الصناعي

قطاع البناء والتشييد	٢٨	١٤,٨ %
قطاع التطوير العقاري	١٢	٦,٣ %
قطاع النقل	٧	٣,٧ %
قطاع الإعلام والنشر	٣	١,٦ %
قطاع السياحة والفنادق	٤	٢,١ %
الإجمالي	١٨٩ مشاهدة	١٠٠ %

ويوضح الجدول السابق أن القطاعات الأكثر تمثيلاً في عينة الدراسة كانت قطاع البناء والتشييد بنسبة ١٤,٨ %، ثم قطاع الاستثمار الصناعي، وقطاع الزراعة والصناعات الغذائية بنسبة ١٤,٣ % لكل قطاع. في حين تضمنت القطاعات الأقل تمثيلاً قطاع الإعلام والنشر بنسبة ١,٦ %، ثم قطاع السياحة والفنادق، وقطاع الطاقة والمرافق بنسبة ٢,١ % لكل قطاع.

٣-٨ أسلوب جمع البيانات

تم الحصول على بيانات الدراسة من خلال القوائم والتقارير المالية لشركات العينة، والتي تم الوصول إليها من خلال موقع تداول التابع لهيئة السوق المالية السعودية، وموقع أرقام. كما تم الوصول إلى أسعار الإقفال وعدد الأسهم المتداولة للشركات في نهاية السنة المالية بالنسبة لأسهم عينة الدراسة من خلال التقارير السنوية الإحصائية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية والمنشورة على الموقع الإلكتروني للهيئة.

٤-٨ قياس متغيرات الدراسة

يتكون نموذج الدراسة من متغير تابع، ويتمثل في كفاءة قرارات الاستثمار للشركات، ومتغير مستقل ويتمثل في التحفظ المحاسبي، بالإضافة لمجموعة من المتغيرات الرقابية. وفيما يلي توصيف لمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها :-

١-٤-٨ المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في كفاءة قرارات الاستثمار للشركات، واتساقاً مع العديد من الدراسات السابقة (Lara et.al, 2016; Brockman et. al, 2014; Houcine, 2013) اعتمد الباحث على نموذج Biddle et al. (2009) للتنبؤ بالاستثمار كدالة في فرص النمو المتوقعة في الإيرادات كما يلي:-

$$Invest_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 RevGrowth_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}(1)$$

حيث:-

الاستثمار الفعلي والذي يمثل مجموع الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة $: Invest_{i,t+1}$

ونفقات البحوث والتطوير مخصوم منها مبيعات الأصول الثابتة وذلك للشركة i عن السنة $t+1$ مع قسمة الناتج على إجمالي الأصول في نهاية السنة t .

معدل النمو السنوي في الإيرادات للشركة i عن السنة t . ويتم حسابه بالفرق بين $: RevGrowth_{it}$

إيرادات السنة t وإيرادات السنة $t-1$ مقسوماً على إيرادات السنة $t-1$.

الجزء الثابت في معادلة الانحدار. $: \beta_0$

معامل نموذج الانحدار. $: \beta_1$

الخطأ العشوائي، ويمثل القيمة المتبقية، والتي تعبر عن الفرق بين القيمة الفعلية $: \varepsilon_{i,t+1}$

للاستثمار والقيمة المتوقعة للاستثمار للشركة i عن السنة $t+1$

ومن خلال بواقي نموذج الانحدار (الفرق بين القيمة الفعلية للاستثمار، والقيمة المتوقعة للاستثمار) يمكن تحديد مدى كفاءة أو عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (InvEff)، حيث يُشير الاختلاف بين القيمتين إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. وتشير البواقي السالبة (عندما يكون الاستثمار الفعلي أقل من الاستثمار المتوقع) إلى الاستثمار الأقل من اللازم Under-investment، في حين تشير البواقي الموجبة (عندما يكون الاستثمار الفعلي أكبر من الاستثمار المتوقع) إلى الاستثمار الأكبر من اللازم Over-investment. ويعبر كلاهما عن عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.

٨-٤-٢ المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل في التحفظ المحاسبي (Cons). وقد اعتمد الباحث في قياس التحفظ على نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية (Market -To- Book Ratio (MTB)، والذي قدمته دراسة (Beaver and Ryan (2000)، نظراً لأنه كما سبق الإشارة إليه، يمثل مقياساً شاملاً يعكس التحفظ المشروط وغير المشروط. كما يعكس الأثر التراكمي للتحفظ المحاسبي من تاريخ تأسيس الشركة حتى تاريخ القياس. وقد اعتمد العديد من الدراسات السابقة الأجنبية والعربية على نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية كقياس للتحفظ المحاسبي (e.g., Ahmed and Duellman, 2011; Assadi and Nikraves, 2012; راشد، ٢٠١٠؛ سعد الدين، ٢٠١٤؛ حسن، ٢٠١٥؛ فؤاد، ٢٠١٦؛ Pan, 2017). وتُقاس القيمة السوقية لحقوق الملكية للشركة بعدد الأسهم المتداولة للشركة

مضروباً في السعر السوقي للسهم في نهاية السنة، وهو سعر الإقفال في نهاية السنة. وتجدر الإشارة إلى أنه قد تم الحصول على تلك البيانات من خلال التقارير السنوية الإحصائية الصادرة عن هيئة السوق المالية السعودية والمنشورة على الموقع الإلكتروني للهيئة. أما القيمة الدفترية في نهاية السنة فقد تم الوصول إليها من خلال التقارير والقوائم المالية للشركات .

٨-٤-٣ المتغيرات الرقابية

نظراً لأن كفاءة القرارات الاستثمارية قد لا ترجع بالكامل إلى التحفظ المحاسبي، ولكن تتأثر بمجموعة من المتغيرات الأخرى، والتي يجب إضافتها كمتغيرات رقابية في نموذج علاقة التحفظ المحاسبي بكفاءة القرارات الاستثمارية. ولذلك قام الباحث باستخدام مجموعة من المتغيرات الرقابية في ضوء الدراسات السابقة (Houcine,2013; Nakano et al., 2014; Brockman et al., 2014; Razzaq et al.,2016a; Cho and Choi, 2016; Aminu and Hassan, 2016

ويوضح الجدول رقم (٢) المتغيرات الرقابية وكيفية قياسها، وكذلك الرموز المستخدمة بالنسبة لكل متغير.

جدول رقم (٢) مقاييس ورموز المتغيرات الرقابية

الرمز	المقياس	المتغير
Lev	إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول	درجة الرفع المالي.
Tang	الأصول الثابتة / إجمالي الأصول	مدى ملموسية الأصول.
Cash	رصيد النقدية / إجمالي الأصول	النقدية المتاحة.
Age	اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ تأسيس الشركة وحتى سنة القياس	عمر الشركة.
Size	اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول	حجم الشركة.
ROA	معدل العائد على الأصول (صافي الربح / إجمالي الأصول)	درجة الربحية.

٨-٥ منهجية ونموذج الدراسة التطبيقية

قام الباحث بإجراء الدراسة التطبيقية على مرحلتين :-

المرحلة الأولى : وتم فيها قياس كفاءة القرارات الاستثمارية باستخدام نموذج التنبؤ بالاستثمار كدالة في فرص النمو المتوقعة في الإيرادات السابق الإشارة إليه عند توصيف المتغير التابع. ومن خلال إجراء تحليل الانحدار الخطي البسيط تم حساب البواقي والتي تمثل الفرق بين الاستثمار الفعلي والاستثمار المتوقع، ومن ثم يمكن تحديد مدى كفاءة أو عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. إذ يشير الفرق بين القيمتين إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. وبناءً على إشارة البواقي، تم تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين، حيث تمثل المجموعة الأولى الشركات ذات البواقي الموجبة والتي تعبر عن الاستثمار الأكبر من اللازم، أما المجموعة الثانية فهي الشركات ذات البواقي السالبة والتي تعبر عن الاستثمار الأقل من اللازم. وقد تم ضرب البواقي لتلك الشركات $\times -1$ بحيث تشير القيم الأكبر إلى زيادة الاستثمار الأقل من اللازم. وقد نتج عن تقسيم العينة إلى مجموعتين وجود عدد 66 مشاهدة للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم بنسبة 35% من إجمالي مشاهدات العينة، وعدد 123 مشاهدة للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم بنسبة 65% من إجمالي مشاهدات العينة، ويشير هذا إلى زيادة الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم مقارنة بالشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم. وتتسق تلك النسب مع ما توصل إليه بعض الدراسات السابقة التي أجريت في الدول النامية (مثل دراسة Houcine , 2013 ; الصايغ وعبد المجيد ، 2015) ، وهو ما يشير إلى صعوبة وصول الشركات لمصادر تمويل خارجي، وبالتالي تكون أكثر عرضة لمشكلة الاستثمار الأقل من اللازم مقارنة بمشكلة الاستثمار الأكبر من اللازم.

المرحلة الثانية: وتم فيها إختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية، وذلك من خلال إجراء تحليل انحدار متعدد لكل مجموعة على حده لإختبار الفرضين الفرعيين لفرض الدراسة، حيث تم اجراء التحليل للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم، ثم إعادة التحليل مرة أخرى للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم. ويظهر نموذج الانحدار كما يلي :-

$$InvEff_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Cons_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t} + \beta_3 Tang_{i,t} + \beta_4 Cash_{i,t} + \beta_5 Age_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

حيث :-

$InvEff_{i,t+1}$: كفاءة قرارات الاستثمار، وهي القيمة المتبقاه للشركة i في السنة $t+1$

$Cons_{i,t}$: درجة التحفظ المحاسبي للشركة i في نهاية السنة t

الرفع المالي للشركة i في نهاية السنة t	: $Lev_{i,t}$
مدى ملموسية الأصول للشركة i في نهاية السنة t	: $Tang_{i,t}$
النقدية المتاحة للشركة i في نهاية السنة t	: $Cash_{i,t}$
عمر الشركة i في نهاية السنة t	: $Age_{i,t}$
حجم الشركة i في نهاية السنة t	: $Size_{i,t}$
معدل العائد على الاستثمار (درجة الربحية) للشركة i عن السنة t	: $ROA_{i,t}$
الجزء الثابت في نموذج الانحدار	: β_0
معاملات نموذج الانحدار	$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6, \beta_7$
الخطأ العشوائي للشركة i للسنة t	: $\varepsilon_{i,t}$

٦-٨ التحليل الإحصائي المستخدم

اعتمد الباحث في التحليل الإحصائي على حزمة البرامج الإحصائية SPSS إصدار ٢٣، وذلك لإجراء تحليل الانحدار البسيط Simple Regression Analysis للتنبؤ بالاستثمار كدالة في فرص النمو المتوقعة في الإيرادات، وحساب بواقي النموذج لتحديد مدى كفاءة أو عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى إجراء تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis لإختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات.

٧-٨ نتائج الدراسة التطبيقية

نظراً لتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين إعتقاداً على إشارة البواقي في المعادلة رقم (١) ، حيث تتمثل المجموعة الأولى في الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم، أما المجموعة الثانية فتتمثل في الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم، ولذلك سيتم عرض نتائج الدراسة التطبيقية لكل مجموعة على حده كما يلي

١-٧-٨ المجموعة الأولى : الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم

سيتم عرض النتائج من خلال استعراض الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ثم بعد ذلك يتم عرض نتائج إختبار فرض الدراسة الفرعي الأول باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

١-١-٧-٨ الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٣) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم، حيث يوضح كلاً من المتوسط، والانحراف المعياري، والحد الأدنى والحد الأقصى لقيم متغيرات الدراسة.

جدول رقم (٣) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم*

الانحراف المعياري	المتوسط	الحد الأقصى	الحد الأدنى	المتغير
٠,٠٧٤٨٠٢	٠,٠٧٦٦٥٧	٠,٣٣٢١	٠,٠٠١٩	الاستثمار الأكبر من اللازم
١,٨٧٠٤٧٦	٢,٨١٤٤٢٠	٩,٢١٦٠	٠,٧٨٩٧	التحفظ المحاسبي
٠,١٨٥٧٨٧	٠,٣٦٩٢٤٠	٠,٧٧٣٨	٠,٠٢٩٤	الرفع المالي
٠,١٧٧٣٨٧	٠,٤٧٨٥٢٨	٠,٨٧٥٦	٠,٠٦٩٩	مدى ملموسية الأصول
٠,١٢٢٧٧٥	٠,١٠١٣٧٦	٠,٦٦٢٤	٠,٠٠١٧	النقدية المتاحة
٠,٢٣٤٢٤٨	١,٤١٤٢٨٢	١,٧٧٠٩	٠,٧٧٨٢	عمر الشركة
٠,٦٩٢٦٩٩	٦,٢٧١٦١٢	٨,٣٧٧٧	٤,٧٣٠٨	حجم الشركة
٠,٠٩٢٣٤٣	٠,١٠٢٤٧٤	٠,٤٣٩٨	٠,١٠٣٠ -	ربحية الشركة

* عدد المشاهدات ٦٦ مشاهدة

يتضح من الجدول السابق وجود تفاوت بين الشركات فيما يتعلق بالاستثمار الأكبر من اللازم حيث كان الحد الأدنى له ٠,٠٠١٩ ، والحد الأقصى ٠,٣٣٢١ بمتوسط قدره ٠,٠٧٦٦٥٧ ، ولذلك بلغ الانحراف المعياري ٠,٠٧٤٨٠٢ . كما يتضح وجود تحفظ محاسبي في التقارير المالية لشركات عينة الدراسة ذات الاستثمار الأكبر من اللازم، حيث بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ٢,٨١٤٤٢٠ . وتشير زيادة النسبة عن الواحد الصحيح إلى وجود تحفظ محاسبي في التقارير المالية للشركات (Beaver and Ryan, 2000). وتتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إليه دراسة كساب (٢٠١١) من وجود تحفظ محاسبي في التقارير المالية للشركات السعودية، حيث كان متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية في دراسة كساب ١,٩٣٦٩١٢ . كما يتضح من الجدول رقم (٣) وجود تفاوت كبير بين الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم في عينة الدراسة فيما يخص درجة التحفظ المحاسبي حيث كان الحد الأدنى ٠,٧٨٩٧ ، والحد الأقصى ٩,٢١٦٠ ، ولذلك بلغ الانحراف المعياري ١,٨٧٠٤٧٦ . وبالنسبة لباقي المتغيرات وهي الرفع المالي، ومدى ملموسية الأصول، والنقدية المتاحة، وعمر الشركة، وحجم الشركة، وربحية الشركة، يتضح عدم وجود تفاوت كبير بين الحد الأعلى والحد الأدنى وبالتالي كان الانحراف المعياري لها معقولاً فيمعداً متغير النقدية المتاحة حيث كان هناك تفاوت كبير بين الشركات إذ بلغ الحد الأدنى ٠,٠٠١٧ ، والحد الأقصى ٠,٦٦٢٤ بمتوسط قدره ٠,١٠١٣٧٦ ، ولذلك كان الانحراف المعياري أكبر من المتوسط حيث بلغ ٠,١٢٢٧٧٥ .

٨-٧-١-٢ إختبار فرض الدراسة الفرعي الأول باستخدام تحليل الانحدار المتعدد

تم إختبار فرض الدراسة الفرعي الأول والخاص بتأثير التحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. والذي تظهر نتائجه بالجدول رقم (٤).

جدول رقم (٤) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم

المتغيرات	معامل الانحدار	إحصائية إختبار t	مستوى المعنوية	معامل VIF
التحفظ المحاسبي (Cons)	- ٠,٠٢٠	- ٣,٠٦٨	٠,٠٠٣	٢,٤٠٨
الرفع المالي (Lev)	٠,١١٨	١,٧٤٤	٠,٠٨٧	٢,٥٨٧
مدى ملموسية الأصول (Tang)	٠,٢٠٧	٤,٥١٣	٠,٠٠٠	١,٠٨٢
النقدية المتاحة (Cash)	٠,١٩٥	٢,٣٧٥	٠,٠٢١	١,٦٦٢
عمر الشركة (Age)	- ٠,٠٥٤	- ١,٥٢٩	٠,١٣٢	١,١٣٥
حجم الشركة (Size)	- ٠,٠٥٦	- ٣,٣٧٣	٠,٠٠١	٢,١٧٠
ربحية الشركة (ROA)	٠,٣٩٤	٢,٩٦٢	٠,٠٠٤	٢,٤٧٣

معامل التحديد المعدل للنموذج (adj.) $R^2 = ٢٩,١\%$
 إحصائية إختبار F للنموذج = ٤,٨١٦
 مستوى المعنوية للنموذج = ٠,٠٠٠

ويُظهر الجدول السابق النتائج التالية :-

- بلغ معامل التحديد المعدل للنموذج (adj.) $R^2 = ٢٩,١\%$ والذي يشير إلى أن متغيرات النموذج تُفسر ٢٩,١ % من التغيرات في المتغير التابع. كما يُظهر الجدول أن النموذج كان معنوياً، حيث بلغت قيمة $F_{٤,٨١٦}$ بمستوى معنوية ٠,٠٠٠ وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥ %.
 - لا يوجد ارتباط خطي متعدد Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، حيث كانت قيمة معامل تضخيم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للمتغيرات المستقلة أقل من ١٠.
 - يوجد تأثير عكسي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم، حيث بلغ معامل الانحدار له - ٠,٠٢٠ بمستوى معنوية ٠,٠٠٣ وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥ %.
- ويعني هذا أن زيادة التحفظ المحاسبي تقلل من الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم تؤدي إلى

تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات التي لديها استثمار أكبر من اللازم. ويشير ذلك إلى قبول فرض الدراسة الفرعي الأول. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (Xu et al., 2012; Chen et al., 2012; Brockman et al., 2014; Razzaq et al., 2016a ; 2016b; Aminu and Hassan, 2016 ; Cho and Choi, 2016 ; Lara et al., 2016). ويمكن تفسير ذلك بأن التحفظ المحاسبي يجعل المديرين أكثر حذراً عند اتخاذ قرارات الاستثمار، وبالتالي يُخفف التحفظ المحاسبي من دوافع المديرين لقبول مشروعات ذات صافي قيمة مالية سالبة، بالإضافة إلى أنه يدفع المديرين للتخلي المبكر عن المشروعات القائمة ذات الأداء السيء. إذ يدرك المديرون أن الخسائر المترتبة على مثل تلك المشروعات سوف تؤثر تأثيراً سلبياً على دخل الشركة، ومن ثم تؤثر على مكافأتهم وسمعتهم، وربما تهدد مستقبلهم الوظيفي في الشركة. لذلك يُسهم التحفظ المحاسبي في الحد من الاستثمار الأكبر من اللازم بما يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم.

- وبالنسبة للمتغيرات الرقابية فإنه يتضح أن كلاً من مدى ملموسية الأصول، والنقدية المتاحة، وربحية الشركة كانت ذات تأثير إيجابي ومعنوي على الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم ذات تأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث كان معامل الانحدار لهذه المتغيرات الثلاثة موجباً، وبمستوى معنوية أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%. أي أن زيادة ملموسية، أو زيادة النقدية المتاحة، أو زيادة ربحية الشركة تؤدي إلى زيادة استثمارات الشركة وبالتالي زيادة الاستثمار الأكبر من اللازم ومن ثم تؤدي إلى انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية. وتتفق هذه النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (e.g., Nakano et al., 2014; rockman et al., 2014). كما يتضح أن متغير حجم الشركة كان له تأثير سلبي ومعنوي على الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم يؤثر تأثيراً إيجابياً على كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث كان معامل انحداره سالباً وبمستوى معنوية أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%، أي أن زيادة حجم الشركة تؤدي إلى انخفاض استثمارات الشركة، وبالتالي نقص الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (e.g., Brockman et al., 2014; Nakano et al., 2014; Razzaq et al., 2016b). أما متغيري الرفع المالي وعمر الشركة فلم يكن لهما تأثير معنوي على الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم لا يؤثران على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم.

٨-٧-٢ المجموعة الثانية : الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم

سيتم عرض نتائج هذه المجموعة من خلال استعراض الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة، ثم بعد ذلك نتائج إختبار فرض الدراسة الفرعي الثاني باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

٨-٧-٢-١ الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة

يوضح الجدول رقم (٥) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم، حيث يوضح كلاً من المتوسط، والانحراف المعياري، والحد الأدنى والحد الأقصى لقيم متغيرات الدراسة.

جدول رقم (٥) الإحصائيات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم*

المتغير	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الانحراف المعياري
الاستثمار الأقل من اللازم	٠,٠٠٠١	٠,٥٠٩٠	٠,٠٤١١٣٣	٠,٠٥٩٨٩٤
التحفظ المحاسبي	٠,٥١١٠	٩,٦٦٠٠	٢,٢٤٦٩٥٧	١,٥٦٨٦٣٨
الرفع المالي	٠,٠٠٠١	٠,٨٣٩٥	٠,٣٦٤٦٠٧	٠,٢٢٤٩٦٧
مدى ملموسية الأصول	٠,٠٠٠٢	٠,٩٥٨٦	٠,٣٧٩٦٩١	٠,٢٤٠٦٦٢
النقدية المتاحة	٠,٠٠٠٢	٠,٦٥٦٦	٠,٠٩٣٥٠٦	٠,١٠٨٨٩٤
عمر الشركة	٠,٣٠١٠	١,٧٥٥٩	١,٢٩٢٩٠٨	٠,٣٠١٧٦٥
حجم الشركة	٤,٨١٥٠	٨,٥٢٩٥	٦,٤٥٢٠٤٢	٠,٧٥٢٦٤١
ربحية الشركة	٠,١١٠١-	٠,٣١٢٩	٠,٠٦٢٠٨٣	٠,٠٨٠١٧٤

* عدد المشاهدات ١٢٣ مشاهدة

يتضح من الجدول السابق وجود تفاوت كبير بين الشركات فيما يخص الاستثمار الأقل من اللازم حيث كان الحد الأدنى ٠,٠٠٠١ ، والحد الأقصى ٠,٥٠٩٠ ، بمتوسط قدره ٠,٠٤١١٣٣ ، ولذلك بلغ الانحراف المعياري ٠,٠٥٩٨٩٤ . كما يتضح وجود تحفظ محاسبي في التقارير المالية للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم في عينة الدراسة، حيث بلغ متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية ٢,٢٤٦٩٥٧ ، وهو متقارب مع درجة التحفظ المحاسبي في المجموعة الأولى من الشركات (الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم). ويتفق ذلك مع ما توصلت إليه دراسة كساب (٢٠١١) من وجود تحفظ في التقارير المالية للشركات السعودية كما سبق الإشارة إليه. كما يتضح من الجدول أيضاً وجود تفاوت كبير بين عينة الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم فيما يتعلق بدرجة التحفظ المحاسبي، حيث كان الحد الأدنى ٠,٥١١٠ ، والحد الأقصى ٩,٦٦٠٠ ، ولذلك بلغ الانحراف المعياري ١,٥٦٨٦٣٨ . أما بالنسبة لباقي المتغيرات وهي الرفع المالي، ومدى ملموسية الأصول، والنقدية المتاحة، وعمر الشركة، وحجم الشركة، وربحية الشركة فإنه يتضح عدم وجود تفاوت كبير بين الحد الأعلى والحد الأدنى وبالتالي كان الانحراف المعياري لها معقولاً، ما عدا متغير النقدية المتاحة حيث كان هناك تفاوت كبير بين الشركات إذ بلغ الحد الأدنى ٠,٠٠٠٢ ، والحد الأقصى ٠,٦٥٦٦ بمتوسط قدره ٠,٠٩٣٥٠٦ ، ولذلك كان الانحراف المعياري أكبر من المتوسط حيث بلغ ٠,١٠٨٨٩٤ .

٨-٧-٢-٢ إختبار فرض الدراسة الفرعي الثاني باستخدام تحليل الانحدار المتعدد

تم إختبار فرض الدراسة الفرعي الثاني والخاص بتأثير التحفظ المحاسبي على الاستثمار الأقل من اللازم باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. والذي تظهر نتائجه بالجدول رقم (٦).

جدول رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم

المتغيرات	معامل الانحدار	احصائية إختبار t	مستوى المعنوية	معامل VIF
التحفظ المحاسبي (Cons)	٠,٠١١	٢,٧١١	٠,٠٠٨	١,٤٦٠
الرفع المالي (Lev)	- ٠,٠٧٣	٢,٧٢٥ -	٠,٠٠٧	١,٣٩٨
مدى ملموسية الأصول (Tang)	٠,٠٣٧	١,٦٥٧	٠,١٠٠	١,١٢٧
النقدية المتاحة (Cash)	- ٠,٠٤٢	٠,٧٩٣ -	٠,٤٢٩	١,٢٧١
عمر الشركة (Age)	- ٠,٠١٠	٠,٥١٧ -	٠,٦٠٦	١,٢١٧
حجم الشركة (Size)	٠,٠٠٣	٠,٣٨٦	٠,٧٠١	١,٦٠٧
ربحية الشركة (ROA)	- ٠,٢١٤	٢,٩٦٤ -	٠,٠٠٤	١,٢٧٩
معامل التحديد المعدل للنموذج $R^2 (adj.) = ١١,٢\%$ إحصائية إختبار F للنموذج = ٣,٢٠٣ مستوى المعنوية للنموذج = ٠,٠٠٤				

ويُظهر الجدول السابق النتائج التالية :-

- بلغ معامل التحديد المعدل للنموذج $R^2 (adj.) = ١١,٢\%$ والذي يشير إلى أن متغيرات النموذج تُفسر ١١,٢% من التغيرات في المتغير التابع. كما كان النموذج معنوياً، حيث بلغت قيمة F للنموذج ٣,٢٠٣ بمستوى معنوية ٠,٠٠٤ وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%.
- لا يوجد ارتباط خطي متعدد Multicollinearity بين المتغيرات المستقلة وبعضها البعض، حيث كانت قيمة معامل تضخيم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للمتغيرات المستقلة أقل من ١٠.
- يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأقل من اللازم، حيث بلغ معامل الانحدار له ٠,٠١١ بمستوى معنوية ٠,٠٠٨ وهو أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥%. ويعني هذا أن زيادة التحفظ المحاسبي تزيد من الاستثمار الأقل من اللازم، وبالتالي تؤدي إلى انخفاض استثمارات الشركة، ومن ثم زيادة مشكلة الاستثمار في الشركات التي لديها استثمار أقل من اللازم، ومن ثم لا تؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية في تلك الشركات. ويشير ذلك

إلى عدم قبول فرض الدراسة الفرعي الثاني. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصل إليه بعض الدراسات السابقة (Ma, 2010; Brockman et al., 2014; Razzaq et al., 2016a) من أن زيادة التحفظ المحاسبي لا تُسهم في تخفيض الاستثمار الأقل من اللازم ولكن قد تؤدي إلى تفاقم مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم. كما تتعارض هذه النتيجة مع ما توصل إليه بعض الدراسات السابقة الأخرى (e.g., Rao and Liu, 2012; Lara et al., 2016 ; Razzaq et al., 2016a) حيث توصلت هذه الدراسات إلى أن زيادة التحفظ المحاسبي تؤدي إلى زيادة الاستثمارات في الشركات التي تعاني من الاستثمار الأقل من اللازم، ومن ثم تؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية. ويمكن تفسير ذلك بأن للتحفظ المحاسبي تأثيرين متضادين على استثمارات الشركة. التأثير الأول وهو التأثير التحفيزي، إذ أنه من خلال تخفيض التحفظ المحاسبي لعدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمقرضين، وما بين المقرضين والملاك فإنه يُسهم في تخفيض تكلفة التمويل ومن ثم يؤدي إلى زيادة استثمارات الشركة. أما التأثير الثاني فهو التأثير التحجيمي، حيث أن الاعتراف الفوري بالخسائر من خلال التحفظ المحاسبي يجعل المديرين أكثر حذراً عند تقييم المشروعات، وقد يدفع بعض المديرين وخاصة المتجبنين للمخاطر إلى عدم قبول بعض المشروعات التي قد تحقق صافي قيمة حالية موجبة من منظور الملاك، ولكنها ذات درجة مخاطر مرتفعة، وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض استثمارات الشركة. ومن ثم يمكن تفسير النتيجة التي توصلت إليها الدراسة الحالية، بأن التأثير التحجيمي للتحفظ المحاسبي كان أكبر من التأثير التحفيزي في عينة الدراسة مما أدى إلى انخفاض استثمارات الشركات. ويمكن إرجاع انخفاض الأهمية النسبية للتأثير التحفيزي للتحفظ المحاسبي لعدم اعتماد الشركات في عينة الدراسة على التمويل من خلال الاقتراض.

• وبالنسبة للمتغيرات الرقابية فإنه يتضح أن كلاً من الرفع المالي، وربحية الشركة كان لهما تأثير سلبي ومعنوي على الاستثمار الأقل من اللازم، ومن ثم تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث كان معامل انحدارهما سالباً ومستوى المعنوية لهما أقل من مستوى المعنوية المقبول وقدره ٥% . أي أن زيادة الرفع المالي ، أو زيادة ربحية الشركة تؤدي إلى زيادة استثمارات الشركة، وبالتالي تخفيض الاستثمار الأقل من اللازم، ومن ثم زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية. وتتفق تلك النتيجة مع ما توصل إليه العديد من الدراسات السابقة (e.g., Nakano et al., 2014; Aminu and Hassan, 2016; Cho and Choi, 2016). أما مدى ملموسية الأصول، النقدية

المتاحة، وعمر الشركة، وحجم الشركة فإنه لم يكن لهم تأثير معنوي على الاستثمار الأقل من اللازم، ومن ثم لم يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم.

٩. خلاصة البحث ونتائجه وتوصياته

هدف البحث إلى دراسة تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي. ولذلك، قام الباحث بإستعراض مفهوم التحفظ المحاسبي، وتصنيفاته، ودوافعه ومدخل قياسه. وقد خلص الباحث إلى أنه على الرغم من تعدد التعريفات المختلفة للتحفظ المحاسبي إلا أن أغلبها يدور حول إتباع المحاسب لدرجة تحقق عند التعامل مع الإيرادات والمكاسب أعلى منها في حالة التعامل مع المصروفات والخسائر، وكذلك اختيار الطرق والسياسات المحاسبية التي تؤدي إلى التقرير عن القيم الأقل للأصول والإيرادات، والقيم الأعلى للالتزامات والمصروفات. كما خلص الباحث إلى أن الدراسات السابقة في مجال التحفظ المحاسبي قد ميزت بين نوعين من التحفظ المحاسبي، وهما التحفظ غير المشروط (التحفظ القبلي)، والتحفظ المشروط (التحفظ البعدي). كما أشارت الدراسات السابقة أيضاً إلى وجود العديد من دوافع التحفظ المحاسبي وهي التعاقدات، والدعاوى القضائية، والاعتبارات الضريبية، والاعتبارات التنظيمية. وقد أضاف الباحث حوكمة الشركات كدافع خامس ضمن دوافع التحفظ المحاسبي. كما خلص الباحث أيضاً إلى أنه على الرغم من تعدد المقاييس التي يمكن استخدامها لقياس التحفظ المحاسبي، إلا أنه لا يوجد مقياس مثالي يصلح لقياس التحفظ

المحاسبي في جميع الحالات، حيث يكون لكل مقياس العديد من المزايا وفي نفس الوقت يوجه إليه العديد من الانتقادات. ولذلك عند قياس التحفظ المحاسبي يجب اختيار المقياس الذي يناسب هدف وبيانات الدراسة.

وبعد ذلك تناول البحث مفهوم كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث خلص الباحث إلى أن كفاءة القرارات الاستثمارية تتحقق عندما تكون استثمارات الشركة عند الحجم الأمثل. ولكن في الواقع العملي غالباً ما تبتعد الشركة عن هذا الوضع الأمثل، حيث يكون هناك استثمار أكبر من اللازم أو استثمار أقل من اللازم، وهو ما يمثل عدم كفاءة القرارات الاستثمارية والتي تُرجعها نظريات التمويل إلى مشكلة الخطر الأخلاقي، ومشكلة الاختيار المعاكس والناجان عن عدم تماثل المعلومات بين إدارة الشركة ومقدمي التمويل. ونظراً لأن التحفظ المحاسبي يعتبر إحدى الآليات الهامة التي تُسهم في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وتخفيض تكاليف الوكالة، ودعم حوكمة الشركات فإنه يُتوقع أن يكون له تأثير على كفاءة القرارات الاستثمارية. ولذلك قام الباحث بإستعراض الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية، والتي توصلت إلى نتائج متباينة. إذ توصل أغلب تلك الدراسات إلى أن التحفظ المحاسبي له تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تقليل الاستثمار الأكبر من اللازم أو الاستثمار الأقل من اللازم، في حين توصلت مجموعة أخرى من الدراسات إلى أن التحفظ لا يؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية، أو قد يكون له تأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية. وإستناداً إلى الدراسات السابقة قام الباحث باشتقاق فرض البحث الرئيسي والذي تم اختباره من خلال فرضين فرعيين.

وقد قام الباحث بإجراء دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المدرجة بسوق الأوراق المالية السعودي لإختبار فرضي الدراسة الفرعيين، وقد توصلت الدراسة إلى النتائج التالية :-

١. زيادة عدد الشركات التي لديها استثمار أقل من اللازم (٦٥% من مشاهدات العينة) مقارنة بعدد الشركات التي لديها استثمار أكبر من اللازم (٣٥% من مشاهدات العينة)، وهو ما يُشير إلى صعوبة وصول الشركات لمصادر تمويل خارجي.

٢. يوجد تأثير عكسي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم. ويعني هذا أن زيادة التحفظ المحاسبي تُخفض من الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم تؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم. ويشير هذا إلى قبول فرض الدراسة الفرعي الأول. ويمكن تفسير ذلك بأن التحفظ المحاسبي يجعل المديرين أكثر حذراً عند

اتخاذ قرارات الاستثمار بما يُسهم في الحد من الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم يزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم.

٣. يوجد تأثير إيجابي ومعنوي لكل من مدى ملموسية الأصول، والنقدية المتاحة، وربحية الشركة على الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم تأثير سلبي على كفاءة القرارات الاستثمارية، وعلى العكس يوجد تأثير سلبي ومعنوي لمتغير حجم الشركة على الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية. أما متغيري عمر الشركة والرفع المالي فلم يكن لهما أي تأثير معنوي على الاستثمار الأكبر من اللازم، ومن ثم لا يؤثران على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم.

٤. يوجد تأثير إيجابي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأقل من اللازم، ويعني هذا أن زيادة التحفظ المحاسبي تزيد من الاستثمار الأقل من اللازم، وبالتالي تؤدي إلى انخفاض استثمارات الشركة، ومن ثم زيادة مشكلة الاستثمار الأقل من اللازم، ولا تؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات التي لديها استثمار أقل من اللازم. ويشير ذلك إلى عدم قبول فرض الدراسة الفرعي الثاني. ويمكن تفسير ذلك بأن للتحفظ المحاسبي تأثيرين متضادين على استثمارات الشركة، وهما التأثير التحفيزي والتأثير التحجيمي، وتُظهر الدراسة الحالية أن التأثير التحجيمي للتحفظ المحاسبي كان أكبر من التأثير التحفيزي مما أدى إلى انخفاض استثمارات الشركات.

٥. يوجد تأثير سلبي ومعنوي لكل من الرفع المالي، وربحية الشركة على الاستثمار الأقل من اللازم ومن ثم تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية. أما بالنسبة لباقي المتغيرات الرقابية وهي مدى ملموسية الأصول، والنقدية المتاحة، وعمر الشركة، وحجم الشركة فلم يكن لهم تأثير معنوي على الاستثمار الأقل من اللازم، ومن ثم لا يؤثران على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم.

وفي ضوء ما قام الباحث بعرضه في الجزء النظري من هذا البحث، وما توصل إليه من نتائج في الجزء التطبيقي يوصي الباحث بالآتي :-

١. يجب على واضعي المعايير الدولية للتقرير المالي إعادة النظر في استبعاد التحفظ المحاسبي من الإطار المفاهيمي للتقارير المالية.

٢. دعوة الهيئة السعودية للمحاسبين القانونيين لزيادة الاهتمام بتحليل الأبعاد الاقتصادية للحفاظ المحاسبي، مع العمل على تطوير مؤشر لقياس مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية للشركات.

٣. ضرورة إجراء دراسة أخرى لتأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية باستخدام مقاييس أخرى للحفاظ المحاسبي بخلاف نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، ومقاييس أخرى لكفاءة القرارات الاستثمارية بخلاف الاختلاف بين حجم الاستثمار الفعلي وحجم الاستثمار المتوقع لتبيان مدى ثبات هذه النتائج.

٤. ضرورة إجراء المزيد من البحوث المستقبلية لفحص الآثار الاقتصادية الأخرى للحفاظ المحاسبي مثل تأثير التحفظ المحاسبي على دقة تنبؤات المحللين الماليين، وتأثير التحفظ المحاسبي على الإفصاح الاختياري.

مراجع البحث

أولاً : المراجع باللغة العربية

١. أبو الخير، مدثر طه (٢٠٠٨). المنظور المعاصر للحفاظ المحاسبي مع التطبيق على الشركات المتداولة في سوق الأسهم المصرية. *المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة - جامعة طنطا*، العدد الأول : ١ - ٦٣.
٢. اقبال، عمر والقضاة، مأمون حامد (٢٠١٤). أثر الأزمات المالية على دعم سياسة التحفظ المحاسبي: دراسة في الشركات الصناعية المساهمة في الأردن. *مجلة جامعة النجاح للابحاث "العلوم الإنسانية"*، جامعة النجاح بفلسطين، ٢٨ (٤) : ٨٩٥-٩٢٠.
٣. السهلي، محمد سلطان (٢٠٠٩). التحفظ المحاسبي عند إعداد التقارير المالية للشركات المساهمة السعودية : دراسة تطبيقية. *المجلة العربية للعلوم الإدارية*، ١٦ (١) : ٧-٢٥.

٤. الصايغ، عماد سعد محمد وعبد المجيد، حميده محمد (٢٠١٥). قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية. *مجلة المحاسبة والمراجعة - جامعة بن سويف*، ٣ (١) : ٤٩ - ٤٩ .
٥. حسن، نصر طه (٢٠١٥). حوكمة الشركات والتحفظ المحاسبي والقرارات المالية أدلة عملية من البيئة السعودية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة ، كلية التجارة - جامعة عين شمس*، العدد الثالث : ٤٤٥-٤٧٦ .
٦. حسين، محمد إبراهيم محمد (٢٠١٣). قياس وتحليل تأثير التحفظ في التقارير المالية على جودة الارياح المحاسبية : دراسة تطبيقية. *رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة - جامعة عين شمس*.
٧. راشد، محمد إبراهيم محمد (٢٠١٠). دراسة وتحليل نماذج قياس التحفظ المحاسبي بالقوائم المالية في إطار الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية لتقييم أثره على تكلفة التمويل بالملكية والاقتراض (دراسة تطبيقية على جمهورية مصر العربية). *رسالة دكتوراه غير منشورة، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية* .
٨. سعد الدين، إيمان محمد (٢٠١٤). تحليل العلاقة بين التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية وتكلفة رأس المال وأثرها على قيمة المنشأة. *مجلة المحاسبة والمراجعة - جامعة بني سويف*، ٢ (١) : ٢٩٩-٣٤٢ .
٩. سلامة، صلاح حسن علي (٢٠١٢). نموذج مقترح لقياس وتفسير تأثير مستوى التحفظ المحاسبي عند إعداد التقارير المالية على قيمة المنشأة: دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس*، ١٦ (٤) : ٥٢٧-٦٣٣ .
١٠. شتيوي، أيمن أحمد (٢٠١٠) . تأثير مخاطر الدعاوى القضائية على ممارسات التحفظ المحاسبي في الشركات المتهمه بالتلاعب : بالتطبيق على سوق الأسهم المصرية. *مجلة الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة*، ٥٠ (٤) : ٥٧٧-٦٢٢ .
١١. عبد الحكيم، مجدي مليجي وعبد الحليم، أحمد حامد محمود وعرفة، نصر طه حسن (٢٠١٦). محددات ضعف الرقابة الداخلية وأثرها على مستوى التحفظ المحاسبي في التقارير المالية: دراسة

تطبيقية في بيئة الأعمال المصرية . مجلة الفكر المحاسبي ، كلية التجارة - جامعة عين شمس ،
٢٠ (٤) : ٣٢٩-٣٩٥ .

١٢ . عبيد، إبراهيم السيد (٢٠١٠). دور الاستثمار المؤسسي في زيادة درجة التحفظ المحاسبي في القوائم المنشورة : دراسة نظرية وميدانية علي الشركات المقيدة في السوق المالية السعودية. الندوة الثانية عشرة لسبل تطوير المحاسبة في المملكة العربية السعودية كلية إدارة الأعمال - جامعة الملك سعود : ١- ٣٨ .

١٣ . عوض، آمال محمد محمد (٢٠١٠). دراسة وإختبار مدى تأثير التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية على جودة التقارير المالية للشركات المسجلة بالبورصة المصرية. المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة - جامعة عين شمس، العدد الثاني : ٩١-١٤٥ .

١٤ . فؤاد، ريمون ميلاد (٢٠١٦). أثر الالتزام بتطبيق معايير المحاسبة الدولية (IAS - IFRS) على التحفظ المحاسبي وجودة التقارير المالية : دراسة تطبيقية. مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس ، ٢٠ (٢) : ٥١٧-٥٧٢ .

١٥ . كساب، ياسر السيد (٢٠١١). العوامل المؤثرة في التحفظ المحاسبي دراسة ميدانية على الشركات المساهمة السعودية. المجلة العلمية للتجارة والتمويل، كلية التجارة - جامعة طنطا ، العدد الثاني : ٢٩٧- ٣٤٠ .

١٦ . محمد، عبد الرحمن عبد الفتاح (٢٠١١) . دراسة تحليلية لأثر التحفظ المحاسبي على القوائم المالية المنشورة : مع التطبيق على الشركات المساهمة المسجلة ببورصة الأوراق المالية المصرية. المجلة العلمية، كلية التجارة - جامعة أسيوط، العدد ٥١ : ٦٨-١٠٤ .

١٧ . مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم (٢٠١٤). أثر هيكل الملكية وخصائص مجلس الإدارة على التحفظ المحاسبي في التقارير المالية : دليل من البيئة المصرية. المجلة العلمية للتجارة والتمويل ، كلية التجارة - جامعة طنطا ، العدد الأول : ١- ٦٠ .

ثانياً : المواقع الالكترونية

١ . موقع تداول (<https://www.tadawul.com.sa>)

٢ . موقع أرقام (<https://www.argaam.com>)

ثالثاً : المراجع باللغة الإنجليزية

1. Ahmed, A. S., and Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting and Finance*, 51(3): 609-633.
2. Aminu, L., and Hassan, S. U.(2016). Accounting conservatism and investment efficiency of listed Nigerian Conglomerate Firms. *International Journal of Business Policy and Governance* ,3(11) :167-177.
3. Andre, P., Filip, A., and Marmousez, S. (2015). The impact of IFRS on the relationship between conservatism and investment efficiency. *Working paper*:1-31. Available at:<http://ssrn.com/abstract=2545938>.
4. Assadi, G. H., and Nikraves, M. (2012). Accounting conservatism and managers' investment decisions. *Workingpaper*: 1-9. Available at: <https://ssrn.com/abstract=2155503>.
5. Balakrishnan, K., Watts, R., and Zuo, L. (2016). The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis. *Journal of Business Finance and Accounting*, 43(5-6):513-542.
6. Ball, R., and Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1): 83-128.
7. Basu, S., (1997).The Conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24, (1): 3–37.
8. Beaver, W.H., and S.G. Ryan, (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of Accounting Research*,38 :127–148.
9. Beaver, W.H., and S.G. Ryan, (2005). Conditional and unconditional conservatism; concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10: 269-309.
10. Biddle, G. C., Hilary, G., and Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2):112-131.

11. Brockman, P., Liu, M., and Ma, T. (2014). Accounting conservatism and corporate Investment. *Working paper*:1-49. Available at: [http:// www.af.polyu.edu.hk/files/cafr2015/12 Accounting%20Conservatism%20and%20Corporate%20Investment.pdf](http://www.af.polyu.edu.hk/files/cafr2015/12_Accounting%20Conservatism%20and%20Corporate%20Investment.pdf).
12. Bushman, R. M., Piotroski, J. D., and Smith, A. J. (2011). Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance and Accounting*, 38(1-2):1-33.
13. Chen, C., Hu, Y., and Lin, K. J. (2012). Accounting conservatism and corporate investment decisions: Evidence from a structural assessment. *Working paper*: 1-46. Available at: https://accountancy.smu.edu.sg/sites/default/files/accountancy/pdf/Papers/chenzhen_paper.pdf
14. Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., and Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4):1255-1288.
15. Cho, J., and Choi, W. W. (2016). Accounting conservatism and firms' investment decisions. *The Journal of Applied Business Research (JABR)*, 32(4): 1223-1236.
16. Feltham, G.A., and Ohlson, J .A. (1995) .Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2): 689-731.
17. Financial Accounting Standards Board (FASB), 1980, Qualitative characteristics of accounting information: Concepts Statement No. 2, Available at: [http:// fasb.org](http://fasb.org).
18. Francis, R., and Martin, X. (2010). Timely loss recognition and acquisition profitability. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1-2): 161-178.
19. Givoly, D., and C. Hayn, (2000) .The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?. *Journal of Accounting and Economics*, 29(3): 287–320.
20. Guay, W., and Verrecchia, R. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski (2006). *Journal of Accounting and Economics*, 42(1): 149-165.

21. Houcine, A. (2013). Does accounting conservatism affect firm investment efficiency in an emerging market? Evidence from Tunisian context. *African Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2(3): 209-232.
22. International Accounting Standards Committee (IASB), 1989, Framework for the preparation and presentation of financial statements, Available at: <http://iasb.org>.
23. Jiang, H. (2016). An empirical study on accounting conservatism and capital efficiency-empirical evidence from Chinese A-share Listed Companies. *Journal of Residuals Science and Technology*, 13(5): 68.1-68.4.
24. Khan, M. and Watts, R.L. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48 (2–3):132–150.
25. Lalbar, A., Ghaemmaghami, M., Pourmansoor, M.H. and Karamali, M. (2012). A study of the relationship between accounting conservatism and investment efficiency in Tehran Stock Exchange. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(6): 5719–5725.
26. Lara, J.M.G., Osma B.G., and Penalva F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14:161-201.
27. Lara, J. M. G., Osma, B. G., and Penalva, F. (2014). Information consequences of accounting conservatism. *European Accounting Review*, 23(2):173-198.
28. Lara, J. M. G., Osma, B. G., and Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1): 221-238.
29. Ma, T. (2010). Accounting conservatism and corporate investment. *Workingpaper*, Washington University in St. Louis :1-47.
30. Mahmoodabadi ,H., and Mehtari , Z. (2012) . The association between accounting conservatism and investment efficiency in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Accounting Advances*, 3(2):15-17.
31. Nakano, M., Otsubo, F., and Takasu, Y. (2014). Effects of accounting conservatism on corporate investment levels, risk taking, and shareholder value. *Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan*, (No.

14-E-10):1- 48. Available at :<http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/14-E-10.pdf>

32. Nuanpradit,S., and Boonlert-U-Thai, K. (2013) .Accounting conservatism and future investment opportunities: empirical evidence from Thailand. *Proceedings of Global Business and Finance Research Conference 28-29 October* :1-12.
- 33.Pan, X. (2017). Accounting conservatism, bank lending and firm investment: Evidence from a quasi-experiment of China's stimulus package. *Pacific-Basin Finance Journal*, 44: 64-79.
- 34.Qiang, X., (2007).The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: Cross- Sectional evidence at the firm level. *The Accounting Review*, 82(3):759 –796.
- 35.Rao, X., Jin, C., and Liu, B. (2012). Complementary effect of regulatory environment and accounting conservatism on investment efficiency. *7th International Conference in Computing and Convergence Technology (ICCCT)*: 1314-1319.
- 36.Razzaq, N., Rui Z., and Donghua Z.(2016a). Accounting conservatism alleviates firm's investment efficiency: An evidence from China.*International Journal of Business and Economics Research*, 5(4): 85-94.
- 37.Razzaq, N., Ashfaq , K. , Rui Z., and Donghua Z.(2016b). Does conservatism alleviates firms from under-over investments in Pakistan?. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(17):43-53.
- 38.Roychowdhury, S. (2010). Discussion of: Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1) : 179-183.
- 39.Roychowdhury, S., and Watts, R. L. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism in financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2): 2–31.
- 40.Ryan, S.G., (2006). Identifying conditional conservatism. *European Accounting Review*, 15(4):511–525.
- 41.Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17(3): 207-221.

- 42.Watts, R.L., and J.L. Zimmerman, (1986). Positive Accounting Theory. Prentice-Hall.
- 43.Xie, Y. (2015). Confusion over accounting conservatism: A critical review. *Australian Accounting Review*, 25(2):204-216.
- 44.Xu, X., Wang, X., and Han, N. (2012). Accounting conservatism, ultimate ownership and investment efficiency. *China Finance Review International*, 2(1):53-77.
- 45.Zhang. J. (2008). The Contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1) :27-54.
- 46.Zhong, Y., and Li, W. (2016). Accounting conservatism: A literature review. *Australian Accounting Review*, 27(2): 195-213.

ملاحق البحث

ملحق رقم (١)

اسماء شركات عينة الدراسة

قطاع الصناعات البتروكيماوية

٨ . شركة الصحراء للبتروكيماويات.	١ . شركة كيماويات الميثانول(كيماول).
٩ . شركة ينبع الوطنية للبتروكيماويات (ينساب).	٢ . الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك).
١٠ . الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات (سبكيم) .	٣ . شركة الأسمدة العربية السعودية (سافكو).
١١ . الشركة المتقدمة للبتروكيماويات.	٤ . شركة التصنيع الوطنية.
١٢ . شركة كيان السعودية للبتروكيماويات.	٥ . شركة اللجين.

٦. شركة نماء للكيماويات.	١٣. شركة رايغ للتكرير والبتروكيماويات (بترو رايغ).
٧. المجموعة السعودية للاستثمار الصناعي.	

قطاع الاسمنت

١. شركة أسمنت نجران.	٧. شركة اسمنت الجنوبية.
٢. شركة أسمنت المدينة.	٨. شركة اسمنت ينبع.
٣. شركة أسمنت العربية.	٩. شركة اسمنت الشرقية.
٤. شركة اسمنت اليمامة.	١٠. شركة اسمنت تبوك.
٥. شركة اسمنت السعودية.	١١. شركة اسمنت الجوف.
٦. شركة اسمنت القصيم.	

قطاع التجزئة

١. شركة أسواق عبد الله العثيم.	٦. الشركة الوطنية للتسويق الزراعي.
٢. شركة المواساة للخدمات الطبية.	٧. مجموعة فتيحي القابضة.
٣. الشركة المتحدة للإلكترونيات (اكسترا).	٨. شركة جريز للتسويق.
٤. شركة دله للخدمات الصحية القابضة.	٩. شركة الدريس للخدمات البترولية والنقلات.
٥. الشركة السعودية لخدمات السيارات والمعدات.	١٠. شركة الخليج للتدريب والتعليم.

قطاع الطاقة والمرافق

١. شركة الغاز والتصنيع.	٢. شركة كهرباء السعودية.
-------------------------	--------------------------

قطاع الزراعة والصناعات الغذائية

١. مجموعة صافولا.	٨. الشركة الوطنية للتنمية الزراعية.
٢. شركة وفرة للصناعة والتنمية .	٩. شركة القصيم الزراعية.
٣. شركة المراعي.	١٠. شركة تبوك للتنمية الزراعية.
٤. شركة مجموعة أنعام الدولية القابضة.	١١. الشركة السعودية للأسمك.
٥. شركة حلواني إخوان.	١٢. شركة الشرقية للتنمية.

٦. شركة هرفي للخدمات الغذائية.	١٣. شركة الجوف الزراعية.
٧. شركة الخطوط السعودية للتموين.	١٤. شركة جازان للتنمية.

قطاع الاتصالات وتقنية المعلومات

١. شركة اتحاد اتصالات (موبايلي).	٣. شركة الاتصالات المتنقلة السعودية (زين).
٢. شركة الاتصالات السعودية.	

قطاع الاستثمار المتعدد

١. الشركة السعودية للخدمات الصناعية (سيسكو).	٣. شركة المملكة القابضة.
٢. شركة الاحساء للتنمية.	٤. شركة عسير للتجارة والسياحة والصناعة.

قطاع الاستثمار الصناعي

١. شركة تكوين المتطورة للصناعات.	٨. شركة الصناعات الزجاجية الوطنية.
٢. شركة الصناعات الكيماوية الأساسية.	٩. شركة صناعات مواد التعبئة والتغليف (فبيكو).
٣. شركة التعدين العربية السعودية (معادن).	١٠. الشركة الوطنية لتصنيع وسبك المعادن (معدنية).
٤. مجموعة استرا الصناعية.	١١. الشركة الكيماوية السعودية.
٥. مجموعة السريع التجارية الصناعية.	١٢. الشركة السعودية لصناعة الورق.
٦. شركة الحسن غازي إبراهيم شاكر.	١٣. شركة العبد اللطيف للاستثمار الصناعي.
٧. الشركة السعودية للصناعات الدوائية.	١٤. الشركة السعودية للصادرات الصناعية.

قطاع البناء والتشييد

١ . شركة إتحاد مصانع الأسلاك.	٨ . شركة اميانتيت العربية السعودية.
٢ . الشركة السعودية لأنابيب الصلب.	٩ . الشركة العربية للأنابيب.
٣ . شركة أبناء عبد الله عبد المحسن الخضري.	١٠ . شركة الزامل للاستثمار الصناعي.
٤ . شركة الخزف السعودي.	١١ . شركة البابطين للطاقة.
٥ . شركة الجبس الاهلية.	١٢ . الشركة السعودية لإنتاج الأنابيب الفخارية.
٦ . شركة الكابلات السعودية.	١٣ . شركة الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة (مسك).
٧ . الشركة السعودية للتنمية الصناعية (صدق).	١٤ . شركة البحر الأحمر لخدمات الإسكان.

قطاع التطوير العقاري

١ . الشركة العقارية السعودية.	٤ . إعمار المدينة الاقتصادية.
٢ . شركة طيبة للاستثمار والتنمية العقارية.	٥ . شركة دار الأركان للتطوير العقاري.
٣ . شركة الرياض للتعمير.	٦ . مدينة المعرفة الاقتصادية.

قطاع النقل

١ . الشركة الوطنية السعودية للنقل البحري.	٣ . الشركة السعودية للنقل والاستثمار (مبرد).
٢ . الشركة السعودية للنقل الجماعي (سابتكو).	٤ . الشركة المتحدة الدولية للمواصلات (بدجت).

قطاع النشر

١ . المجموعة السعودية للأبحاث والتسويق.	٢ . الشركة السعودية للطباعة والتغليف.
---	---------------------------------------

قطاع السياحة

١ . مجموعة الطيار للسفر القابضة.	٣ . شركة المشروعات السياحية (شمس).
----------------------------------	------------------------------------

ملحق رقم (٢)

نتائج التحليل الإحصائي وفقاً لبرنامج SPSS

أولاً: الشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
InvEfft	66	.0019	.3321	.076657	.0748017
Cons	66	.7897	9.2160	2.814420	1.8704761
Lev	66	.0294	.7738	.369240	.1857867
Tang	66	.0699	.8756	.478528	.1773869
Cash	66	.0017	.6624	.101376	.1227747
Age	66	.7782	1.7709	1.414282	.2342477

Size	66	4.7308	8.3777	6.271612	.6926989
ROA	66	-.1030	.4398	.102474	.0923432
Valid N (listwise)	66				

Regression

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.606 ^a	.368	.291	.0629720

a. Predictors: (Constant), ROA, Tang, Age, Cash, Size, Cons, Lev

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.134	7	.019	4.816	.000 ^b
	Residual	.230	58	.004		
	Total	.364	65			

a. Dependent Variable: InvEfft

b. Predictors: (Constant), ROA, Tang, Age, Cash, Size, Cons, Lev

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.358	.119		3.021	.004		
Cons	-.020	.006	-.497	-3.068	.003	.415	2.408
Lev	.118	.068	.293	1.744	.087	.386	2.587
Tang	.207	.046	.490	4.513	.000	.924	1.082
Cash	.195	.082	.320	2.375	.021	.602	1.662
Age	-.054	.036	-.170	-1.529	.132	.881	1.135
Size	-.056	.017	-.519	-3.373	.001	.461	2.170
ROA	.394	.133	.486	2.962	.004	.404	2.473

a. Dependent Variable: InvEfft

ثانياً: الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
InvEff	123	.0001	.5090	.041133	.0598938
Cons	123	.5110	9.6600	2.246957	1.5686379
Lev	123	.0001	.8395	.364607	.2249673
Tang	123	.0002	.9586	.379691	.2406621
Cash	123	.0002	.6566	.093506	.1088935
Age	123	.3010	1.7559	1.292908	.3017649
Size	123	4.8150	8.5295	6.452042	.7526409
ROA	123	-.1101	.3129	.062083	.0801742
Valid N (listwise)	123				

Regression

Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.404 ^a	.163	.112	.0564330

a. Predictors: (Constant), ROA, Size, Tang, Age, Cash, Lev, Cons

ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.071	7	.010	3.203	.004 ^b
	Residual	.366	115	.003		
	Total	.438	122			

a. Dependent Variable: InvEff

b. Predictors: (Constant), ROA, Size, Tang, Age, Cash, Lev, Cons

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	.038	.067		.567	.571		

Cons	.011	.004	.279	2.711	.008	.685	1.460
Lev	-.073-	.027	-.275-	-2.725-	.007	.715	1.398
Tang	.037	.023	.150	1.657	.100	.888	1.127
Cash	-.042-	.053	-.076-	-.793-	.429	.787	1.271
Age	-.010-	.019	-.049-	-.517-	.606	.821	1.217
Size	.003	.009	.042	.386	.701	.622	1.607
ROA	-.214-	.072	-.286-	-2.964-	.004	.782	1.279

a. Dependent Variable: InvEff