



العلاقة بين التحفظ المحاسبي الشرطي والكفاءة الاستثمارية

إعداد

د. السعيد عبد العظيم طلبة الشرقاوي

مدرس المحاسبة - كلية التجارة - جامعة الزقازيق

elsaidtolba1@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة - جامعة دمياط

المجلد الثالث - العدد الأول - الجزء الثاني - يناير ٢٠٢٢

التوثيق المقترح وفقا لنظام APA:

الشرقاوي، السعيد عبد العظيم طلبة (٢٠٢٢). العلاقة بين التحفظ المحاسبي الشرطي والكفاءة الاستثمارية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٣(١) ج ٢، ٧٨٧-٨١٦.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

العلاقة بين التحفظ المحاسبي الشرطي والكفاءة الاستثمارية

د. السعيد عبد العظيم طلبه الشرفاوي

الملخص

هدفت الدراسة الحالية إلى بحث العلاقة بين التحفظ المحاسبي الشرطي^١ والكفاءة الاستثمارية. وبناء على عينة من ١١٥ شركة من السوق المالي المصري وبعدد مشاهدات بلغ ٦٤٤ مشاهدة اختبرت الدراسة الحالية هذه العلاقة. وتوصلت النتائج إلى عدم وجود علاقة بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية من خلال توسيط عدم تماثل المعلومات، غير أن التحفظ المحاسبي بمعزل عن توسيط عدم تماثل المعلومات قد أظهر علاقة طردية ومعنوية في حالة العجز الاستثماري، ما يعني أنه يفاقم من هذه المشكلة. إلى جانب ذلك، قامت الدراسة باختبار دور التحفظ المحاسبي في إطارين، تمثل الأول باختبار الدور الحوكمي للتحفظ وذلك بدراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي والإنفاق الاستثماري في ضوء توفر رصيد داخلي كافٍ لمقابلة الإنفاق الاستثماري، وبيّنت النتائج عدم معنوية هذه العلاقة، أي أن التحفظ المحاسبي في هذا الإطار لا يضطلع بدور حوكمي. أما في حالة عدم توفر رصيد كافٍ لمقابلة الإنفاق الاستثماري (الإطار الثاني) ولجوء الشركة إلى سوق الديون لتأمين تمويل لهذا الإنفاق، أظهرت النتائج علاقة عكسية ومعنوية بين التحفظ والإنفاق الاستثماري، وهو ما يعني رفض فرضية الدور المعلوماتي.

القسم الأول

الإطار العام للدراسة

- مقدمة ومشكلة الدراسة:

ظهرت مشاكل الوكالة مع انفصال الملكية عن الإدارة، فقد يسيء المديرون استخدام الموارد التي تحت أيديهم مسببين الضرر لأصحاب المصالح، لغرض تحصيل منافع خاصة (Panda & Leepsa, 2017). أحد القرارات الهامة التي يتخذها المديرون يتمثل بقرار الاستثمار، ويؤدي عدم اتخاذ القرار الأمثل -نادراً ما تحقق الشركات هذا المستوى- هنا إلى نوعين من المشاكل: (١) الإفراط الاستثماري؛ (٢) العجز الاستثماري. في كلتا الحالتين تعاني الشركة من آثار سلبية كان بالإمكان تفاديها. بهذا المعنى تلعب الكفاءة الاستثمارية^٢ دوراً حيوياً في أداء الشركة، وهي تشير إلى قيام المديرين بإنفاق الموارد على مشاريع ذات صافي قيمة عالية موجبة (الجبروري، ٢٠١٩).

^١ - أينما يرد تعبير التحفظ المحاسبي أو التحفظ فإن المقصود هو التحفظ المحاسبي الشرطي.

^٢ - يستخدم الباحث تعبير الكفاءة الاستثمارية وكفاءة القرارات الاستثمارية بنفس المعنى.

أما التحفظ المحاسبي فمعناه أنّ الشركة تعجّل الاعتراف بالخسائر المتوقعة وتؤجل الاعتراف بالأرباح المتوقعة. وتساهم ممارسة التحفظ المحاسبي في تخفيض خطر توزيع أرباح و/أو تعويضات مبالغ بها؛ مما يعني ضمان سلامة مركز الشركة المالي (العرب والسجاعي، ٢٠١٧).

أظهرت الدراسات السابقة أنّ التحفظ المحاسبي يؤثر على قرارات المديرين من جهة أنّه يكبح اتجاه الإدارة نحو اتخاذ وتطبيق مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة (Ahmed & Duellman, 2011; Ball & Shivakumar, 2005). غير أنّ نتائج أخرى تفيد بأنّ المديرين قد لا يقدمون على الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حالية موجبة في المستقبل، مما يفوّت على الشركة فرصاً إيجابية للنمو والربحية (García Lara et al., 2016).

من جهةٍ أخرى، يزيد التحفظ المحاسبي من المحتوى المعلوماتي للقوائم والتقارير المالية (Houcine, 2013)، وهذه القوائم والتقارير هي أحد المصادر الرئيسية للمعلومات في السوق المالي (كشك، ١٩٩٠). مما يعني تخفيف حالة عدم تماثل المعلومات، وهذا بدوره يحسّن من تقييم الشركة ويخفف من رد فعل السوق السلبي على الأخبار.

في السياق نفسه، ثمة دور حوكمي للتحفظ يتمثل بكبح اندفاع الإدارة نحو الانخراط في أنشطة مدمرة للقيمة أو القيام بممارسات انتهازية (Ahmed & Duellman, 2007; Aier et al., 2014; Ruch & Taylor, 2015)، لأنّ أثرها سيظهر في الحال بفعل تعجيل الاعتراف بالخسائر المتوقعة وتأجيل الاعتراف بالمكاسب المتوقعة.

على هذا الأساس تسعى الدراسة الحالية إلى اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي الشرطي والكفاءة الاستثمارية. ويمكن إجمال مقدماتها المنطقية بالنقاط التالية:

١- يساهم التحفظ المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وزيادة المحتوى المعلوماتي للتقارير.

٢- بالنظر لكون التحفظ المحاسبي يعني تعجيل الاعتراف بالأخبار السيئة وتأجيل الأخبار الجيدة، وما قد يسببه هذا السلوك من ردة فعل، فإنّ التحفظ سوف يكبح المديرين من الانخراط في ممارسات مدمرة للقيمة. إلى جانب ذلك سيبحث المديرين بشكل أكبر عن استثمارات تعزز من قيمة الشركة.

٣- يضطلع التحفظ المحاسبي بدورين: (١) تخفيض عدم تماثل المعلومات؛ (٢) آلية حوكمية تمكّن الأطراف من مراقبة أداء الإدارة.

٤- بالنظر إلى أنّ القرارات الاستثمارية ترتبط بتوفر التمويل اللازم، وكون الشركات تمول مشاريعها الاستثمارية في الغالب عبر تمويل داخلي أو عبر الحصول على تمويل من مصدر خارجي. فإنّ تركيز المديرين على التحفظ المحاسبي سينكّب على واحد من أدواره (إما دوره المعلوماتي أو الحوكمي).

٥- يساهم التحفظ المحاسبي في التخفيف من مشكلة الإفراط الاستثماري، حيث سيركز المديرين على المشاريع المضيئة للقيمة، وهذا ما أظهرته العديد من الدراسات السابقة.

٦- قد يساهم التحفظ المحاسبي في الحد من مشكلة العجز والإفراط الاستثماري، حيث أنه يساهم في تخفيف عدم تماثل المعلومات وتقليل مخاطر الشركة، كذا يساهم في ممارسة دور حوكمي على أداء الإدارة.

نتوقع الدراسة أن يساهم التحفظ بتخفيف حالتي العجز والإفراط الاستثماري؛ بفعل تخفيف حالة عدم تماثل المعلومات ودوره المُنظَّم في ضبط أداء الإدارة ومراقبته، ما قد يدفع الشركة لتكون أكثر كفاءة من الناحية الاستثمارية. كما أن للتحفظ المحاسبي دوران مختلفان يظهران مع اختلاف الرصيد الداخلي المتاح للشركة، سواء أكان كافيًا لمقابلة الإنفاق الاستثماري أم لا. إذ مع عدم كفايته ستنتج الشركة نحو أسواق الديون أو إصدار أسهم جديدة مما يعني ضرورة توفير معلومات ذات موثوقية تجعل الأطراف الأخرى على استعداد لتوفير تمويل للشركة، وهو ما قد توفره ممارسة التحفظ المحاسبي. أما في حالة توفر رصيد داخلي كافٍ لمقابلة الإنفاق الاستثماري فلن يضطلع التحفظ المحاسبي في الغالب بدور معلوماتي، بل سيكون أميل للعب دور حوكمي.

ويمكن تلخيص مشكلة الدراسة بالأسئلة التالية:

١- ما هي طبيعة وأثر العلاقة بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية؟

يتفرع عن هذا السؤال سؤالان فرعيان:

١-١- ما هي طبيعة وأثر العلاقة بين التحفظ المحاسبي والإفراط الاستثماري؟

١-٢- ما هي طبيعة وأثر العلاقة بين التحفظ المحاسبي والعجز الاستثماري؟

٢- ما هو دور التحفظ المحاسبي في كل من حالة كفاية/عدم كفاية الرصيد الداخلي لمقابلة الإنفاق الاستثماري؟

- هدف الدراسة:

تهدف الدراسة الحالية إلى بحث العلاقة بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية، من جهة أولى. ومن جهة ثانية إلى بحث دور التحفظ المحاسبي وفق إطارين، يتمثل الأول بتوفر رصيد داخلي كافٍ لمقابلة الإنفاق الاستثماري، أما الثاني عدم توفر رصيد داخلي كافٍ لمقابلة الإنفاق الاستثماري.

- أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من واقع أن تخصيص الموارد في السوق المالي ذا أهمية للاقتصاد الوطني، فعدم تخصيصه التخصيص الأمثل يضيق على الاقتصاد فرص النمو. كذا تهتم نتائج الدراسة الحالية كلاً من المساهمين والدائنين لأنهم مقدمو الموارد للشركة، حيث يمثل انحراف الإدارة عن المستوى الأمثل للاستثمار تهديدًا يزيد من مخاطر استثمارات هذين الطرفين. إلى جانب هؤلاء، تتصل النتائج الحالية بالنقاش الدائر حول التحفظ المحاسبي وأثره على القوائم المالية وما قد توفره النتائج الحالية من معلومات لوضعي المعايير واللوائح التنظيمية في السوق المالي المصري.

- خطة الدراسة:

تنقسم هذه الدراسة إلى خمسة أقسام. يصوغ القسم الأول الإطار النظري للدراسة. وفي القسم الثاني يُراجع الباحث الأدبيات السابقة ويطور الفرضيات. أما الثالث فيعرض تصميم الدراسة. فيما تُعرض النتائج في القسم الرابع. أما القسم الأخير فيختم مع مناقشة النتائج واقتراح أبحاثٍ مستقبلية.

- نطاق الدراسة:

- ١- النطاق الزمني: تمتد فترة الدراسة من ٢٠١٤ لغاية ٢٠١٩، ويجب أخذ النتائج مع مراعاة هذا النطاق.
- ٢- النطاق المكاني: تقتصر الدراسة على الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية المصري، بعد استبعاد قطاعي البنوك وقطاع الخدمات المالية غير المصرفية.

القسم الثاني

مراجعة الدراسات السابقة وتطوير الفرضيات

يُعرض في هذا القسم مراجعة للدراسات ذات الصلة بموضوع الدراسة الحالية، ويختتم بتطوير الفرضيات.

تتطلب دراسة (Ahmed & Duellman, 2011) من أن التحفظ المحاسبي يجعل المديرين أقل ميلاً للاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة عالية سالبة، كما يجعلهم أكثر ميلاً نحو اتخاذ قرارات تتصل بالحد من الاستثمارات التي قد تأتي مستقبلاً بصافي قيمة عالية سالبة متفادين بذلك الخسائر المحتملة. ومرد ذلك علمهم المسبق بأن الخسائر سيجري الاعتراف بها بصورة أسرع. إلى جانب ما ذكر سابقاً، يستند الباحثان إلى ما جادل به (Watts, 2003) من أن التحفظ يمد المديرين والمساهمين بإشارات في الوقت المناسب لتمحيص المشاريع القائمة ذات صافي القيمة الحالية السالبة واتخاذ رد فعل صحيح اتجاهها. لتقدّم دراستهما دليلاً على أن للتحفظ دور رقابي على قرارات الإدارة الاستثمارية. فعلى أساس هذا الدور الرقابي صاغت دراستهما فرضيتين رئيسيتين هما أن: (١) للشركات الأكثر تحفظاً ربحية مستقبلية أعلى؛ (٢) ستتكد نفقات طارئة أقل في المستقبل. هكذا وبالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية بلغت ٢٣٦٨١ مشاهدة على طول الفترة من ١٩٨٩ لغاية ٢٠٠١، توصلت الدراسة إلى أن الشركات الأكثر تحفظاً تتمتع بربحية (معدلة بربحية الصناعة) مستقبلية أعلى. قيست ربحية الشركة بواسطة مقياسان هما: (١) التدفقات النقدية التشغيلية مقسومة على المبيعات النقدية؛ (٢) هامش إجمالي الربح على طول ٣ سنوات لاحقة. وقد جرى ضبط أثر متوسط الأداء والتباين المعياري للأداء والرافعة المالية وفرص النمو وطبيعة الصناعة. أما التحفظ فجرى قياسه بمقياس (Roychowdhury & Watts, 2007) ومقياس القيمة الدفترية إلى السوقية. على أساس هذه النتائج يمكن القول بأن للتحفظ دور قبلي يتمثل بحث الإدارة على تجنب المشاريع ذات صافي القيمة الحالي السالب، إضافة إلى الدور القبلي ثمة دور بعدي يتمثل بالرقابة على قرارات المديرين الاستثمارية. مما يعني بالمجمل، تخفيف مشكلة الوكالة. لكن يؤخذ على هذه الدراسة أنها لم تميّز في عينتها بين الإفراط الاستثماري والعجز الاستثماري، فهذا كان لنتائجها أن تكون أفيد. كما أنها فيما يتصل بالتحفظ المحاسبي لم تُشير إلى وجود مستوى أمثل من التحفظ أو دراسة العلاقة عند مستويات التحفظ المختلفة، فذلك كان ليجعل النتائج أكثر دقة.

تختبر دراسة (Xu et al., 2012) تأثير التحفظ على الاستثمار وفق سيناريوهين اثنين، أولهما أنّ الشركة لديها ما يكفي من رأس مال داخلي لتستثمر وبالتالي لا تحتاج إلى مصادر تمويل خارجية، هنا يكون تأثير التحفظ بأن يقلل من تكلفة الوكالة، أي القيام بدور حوكمي. وثانيهما حاجة الشركة إلى مصادر خارجية لتمويل استثماراتها، هنا يكون التحفظ مؤشراً على أداء الشركة ويعمل على تقليل عدم تماثل المعلومات بغية تقليل كلفة التمويل. وبالنظر لطبيعة السوق الصيني فقد طرحت الدراسة فرضية ثانية (مفادها أنّ تأثير التحفظ على الاستثمار يغدو أقل في حال تفاقم تكاليف الوكالة وعدم تماثل المعلومات) قائمة على أساس التمييز بين ملكية الشركات في السوق (ملك الحكومة المركزية، ملك حكومة محلية، ملك أفراد، ملكية خاصة) حيث يواجه كل نوع من هذه الأنواع تكاليف وكالة مختلفة ومستويات مختلفة من عدم تماثل المعلومات وعلاقات مع بعض مصادر التمويل الخارجية، البنوك خاصة. لكن النتائج لم تختلف بين هذه الأنواع المختلفة من الشركات. وعلى أساس عينة من السوق الصيني تبلغ ١٠٥٣ شركة (بإجمالي ٥٢٦٥ مشاهدة) وعلى طول فترة من ٢٠٠٣-٢٠٠٧، اختبرت الدراسة فرضيتها الرئيسيتين. قيس الاستثمار بإجمالي الاتفاقات الاستثمارية مقسومة على مجموع الأصول. فيما قيس التحفظ المحاسبي وفق مقياس (Givoly & Hayn, 2000). وقد جرى تقسيم العينة إلى مجموعتين على أساس حجم الاستثمار بالمقارنة مع رأس المال الداخلي المتاح. حيث المجموعة الأولى تشمل العينات التي يتجاوز فيه الاستثمار مقدار رأس المال المتاح داخلياً للشركة، بما فهي تهتم بتقليل حالة عدم تماثل المعلومات عبر اللجوء إلى التحفظ المحاسبي. أما المجموعة الثانية فكان فيها الشركات التي يتجاوز فيها رأس المال المتاح داخلياً مقدار استثمارها، بما يؤدي التحفظ هنا دوراً حوكمياً. وقد أنتت النتائج متسقة مع هذا التفسير. وباستخدام تحليل الانحدار المتعدد أنتت النتائج مؤيدة لفرضيتي الدراسة.

تألفت دراسة (Houcine, 2013) من خمسة وعشرين شركة غير مالية من سوق الأوراق المالية التونسي ومن الفترة ١٩٩٩-٢٠٠٩. استهدفت هذه الدراسة بحث تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في السوق التونسي. بنت الدراسة فرضيتها على أساس أنّ سوق الأوراق المالية التونسي يتمتع بتركز كبير في الملكية، ما يجعل المساهمين أكثر قدرة على مراقبة الشركة ويخفض من تكلفة الوكالة؛ كما أنّه بالنظر إلى هذا التركيز ستكون مشكلة عدم تماثل المعلومات أقل حدة كون المساهمين لديهم قدرة أكبر على الوصول إلى معلومات داخلية، فالعديد منهم يشغل منصباً إدارياً في الشركة؛ بما فالدور المعلوماتي للتحفظ سيكون أقل. ومن واقع هذا السوق، ترى الدراسة بأنه لن يكون هناك من تأثير للتحفظ على كفاءة الاستثمار أو الإفراط الاستثماري في السوق التونسي. وقد استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لاختبار الفرضيتين وتوصلت النتائج إلى عدم وجود أي تأثير معنوي للتحفظ على كل من كفاءة الاستثمار والإفراط الاستثماري والعجز الاستثماري كما توقعت الباحثة. وفي السياق نفسه، أي دراسة العلاقة في سوق نام، توصلت دراسة (Aminu & Hassan, 2017) إلى نتيجة معاكسة لنتائج دراسة (Houcine, 2013). فبالنظر على عينة من السوق النيجيري (٨٠ مشاهدة) خلصت الدراسة إلى وجود تأثير موجب معنوي للتحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار. لكن هذه النتيجة قد ترجع إلى تشوّه في العينة حيث شملت العينة ٨ شركات كبرى على فترة عشر سنوات، ما يجعل نتائجها غير قابلة للتعميم ومشكوكاً فيها.

هدفت دراسة (Razzaq, 2016) إلى بحث العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار ودوره في الحد من مشكلة الإفراط الاستثماري والعجز الاستثماري في السوق الصيني. وطرحت ثلاث فرضيات (١) التحفظ الأكبر يقابله كفاءة استثمارية أعلى؛ (٢) يحد التحفظ المحاسبي من العجز الاستثماري؛ (٣) يحد التحفظ المحاسبي من الإفراط الاستثماري. اختبرت الدراسة فرضياتها بالاستناد إلى تحليل بيانات مجموعة من الشركات الصينية غير المالية على طول الفترة ٢٠٠٢-٢٠١٣ بإجمالي ٢٠٠٤٠ مشاهدة. وقد استخدمت الدراسة تحليل الانحدار المتعدد وقيس التحفظ المحاسبي وفق مقياس (Khan & Watts, 2009)، أما كفاءة الاستثمار فوفق نموذج (Richardson, 2006). وقد أظهرت النتائج تأييداً لفرضيات الدراسة، وهذا يتفق مع نتائج دراسة (Xu et al., 2012).

هدفت دراسة (Khodami Pour & Panahi Gonharani, 2017) إلى دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار وأثر هذه العلاقة على التمويل المستقبلي للشركات التي تتسم بكونها تواجه عجزاً استثمارياً، وقد أخذت الدراسة حالة عدم تماثل المعلومات في حساباتها. وعلى أساس عينة من الشركات الإيرانية بلغت ٧٨ شركة وعلى طول فترة تمتد من ٢٠٠٦ إلى ٢٠١٥ اختبرت الدراسة فرضياتها. حيث قيس التحفظ وفق مقياس (Basu, 1997) أما كفاءة الاستثمار فقد استخدم الباحثان نموذج (Biddle & Hilary, 2006). وبتطبيق تحليل الانحدار المتعدد على بياناتهما أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين التحفظ وكفاءة الاستثمار، كما أظهرت أن التحفظ المحاسبي يساعد الشركات التي تواجه عجزاً استثمارياً على الوصول إلى مصادر تمويل خارجية. تتعارض هذه النتائج مع نتائج دراسة (Houcine, 2013) من زاوية طبيعة العلاقة في ظل سوق نام.

تطرقت دراسة العرب والسجاعي (٢٠١٧) إلى بحث أثر التحفظ المحاسبي على الكفاءة الاستثمارية في ضوء آليات الحوكمة في السوق المصري. وقد تناولت هذه الدراسة أثر التحفظ على كل من الإفراط الاستثماري والعجز الاستثماري. مستخدمة نموذج (Givoly & Hayn, 2000) لقياس التحفظ المحاسبي ونموذج (Richardson, 2006) لقياس الكفاءة الاستثمارية ونموذج (Biddle et al., 2009) لاختبار العلاقة، ومن واقع بيانات عينة من الشركات المدرجة في مؤشر EGX ١٠٠ على طول الفترة ٢٠١٢-٢٠١٤ (٢١١ مشاهدة)، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي والإفراط الاستثماري. في حين لم تكن العلاقة معنوية بينه وبين العجز الاستثماري. في ضوء نتائج هذه الدراسة فإن العلاقة العكسية المعنوية بين التحفظ المحاسبي والإفراط الاستثماري أنتت معنوية عند ١٠% وهو ما يعد مأخذاً على هذا النوع من النتائج، حيث مستوى المعنوية المتعارف عليه في العلوم الاجتماعية لا يزيد عن ٥%. فيما تألف مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في مؤشر EGX ١٠٠، أما الدراسة الحالية فتتخذ من السوق ككل مجتمع الدراسة بعد استبعاد الشركات المالية. كما لم تفصل الدراسة بياناتها إلى مجموعتين على أساس الإفراط أو العجز الاستثماري لدراسة البيانات بشكل أدق.

اختبرت دراسة (Yasir, 2018) العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار في السوق الباكستاني، وهو سوق نام. ومن واقع عينة بلغت خمسين شركة غير مالية على طول الفترة ١٩٩٨-٢٠١٥، وباستخدام نموذج (Khan & Watts, 2009) لقياس التحفظ المحاسبي، ولقد تم قياس كفاءة الاستثمار بمجموع الإنفاقات الاستثمارية للشركة مقسومة على إجمالي

أصول أول الفترة بعد تعديلها بمتوسط الصناعة، فأظهرت النتائج أن التحفظ المحاسبي أثر موجب معنوي على كفاءة الاستثمار وأنه يحد من مشكلة العجز الاستثماري، كما يعزز من التمويل بالدين ويخفف من حالة عدم تماثل المعلومات ومشكلة الوكالة بين حملة الأسهم وحملة السندات. تتفق نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة (Khodami Pour & Panahi , 2017). (Gonharani, 2017).

فيما يتصل بعلاقة التحفظ بواحد من القرارات الاستثمارية، وهو ما يختلف عن باقي الدراسات المعروضة هنا حيث التركيز على الاستثمار بالمجمل، قدمت دراسة (Ha & Feng, 2018) دليلًا على العلاقة العكسية بين التحفظ المحاسبي وعدم كفاءة الاستثمار في العمالة، أي القرارات المتصلة بالفصل المبكر للعامل/العمال أو التأخر في الفصل أو التوظيف. وقد اختبرت الدراسة فرضياتها على أساس بيانات ٤٩٧١ شركة أمريكية غير مالية من الفترة ١٩٨٦ وحتى ٢٠١٤ (٣١٨٦٥ مشاهدة). وقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي وعدم كفاءة الاستثمار في العمالة، وهو ما يدعم نتائج الدراسات السابقة التي انتهت إلى وجود تأثير موجب للتحفظ على الكفاءة الاستثمارية.

على عكس الدراسات السابقة تبنت دراسة أبو العلا (٢٠١٨) أسلوب تحليل المسار إلى جانب أسلوب تحليل الانحدار، بغية بحث الأثر المباشر وغير المباشر لتبني المعايير الدولية للتقرير المالي على الكفاءة الاستثمارية. توسط هذه العلاقة متغير التحفظ المحاسبي. وقد جادلت الدراسة بأنه في حال كان لتبني معايير التقرير المالي الدولية أثر إيجابي على التحفظ المحاسبي ورفع كفاءة السوق بالنظر لزيادة المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية، وكون الدراسات السابقة خلصت إلى وجود علاقة طردية بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة غير مباشرة (وسبطة) بين متغيرات الدراسة. وبالاستعانة ببيانات ٩٥ شركة (١٤٢٥ مشاهدة) غير مالية من السوق المصري خلال الفترة ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٦ جرى اختبار فرضيات الدراسة. وأظهرت النتائج وجود علاقة طردية معنوية مسارات الدراسة كلها. لكن معنوية المسارات لا تعني بالضرورة وجود علاقة وسبطة بين تبني معايير التقرير المالي والكفاءة الاستثمارية حيث أن المسار المباشر لم يفقد معنويته بعد إدخال التحفظ المحاسبي متغيرًا وسيطًا.

تناولت دراسة قنديل (٢٠١٨) العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في السوق السعودي. وبالتحديد فقد تناولت أثر التحفظ المحاسبي على كل من الإفراط الاستثماري والعجز الاستثماري. وقد استندت إلى ١٨٩ مشاهدة لشركات غير مالية خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٣. استخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لاختبار نماذج الدراسة. وقسمت البيانات إلى مجموعتين (مجموعة الإفراط الاستثماري ومجموعة العجز الاستثماري). أظهرت النتائج أن التحفظ المحاسبي يرتبط بعلاقة معنوية عكسية مع الإفراط الاستثماري. فيما يساهم التحفظ المحاسبي من مفاومة العجز الاستثماري حيث كانت العلاقة معنوية طردية مع العجز الاستثماري.

تناولت دراسة حماد (٢٠١٨) أثر التحفظ المحاسبي المشروط بكفاءة القرارات الاستثمارية من زاوية التلاعب في الأرباح على عينة من السوق المصري جرى تقسيمها إلى مجموعتين بناءً على مستوى التحفظ (عالية التحفظ-محدودة التحفظ). وقد اتخذت الدراسة عينتها

من مؤشر EGX ١٠٠ حيث بلغت ٥٧ شركة على طول الفترة ٢٠٠٥-٢٠١٦. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية عكسية بين التحفظ المشروط وإدارة الأرباح بالمستحقات في مجموعة الشركات الأكثر تحفظاً، وهو ما لم يتحقق في الشركات الأقل تحفظاً. وفيما يتصل بالإدارة وفق الأنشطة الحقيقية فلم يثبت وجود علاقة معنوية مع التحفظ المحاسبي. أخيراً أثبتت الدراسة أن الشركات الأكثر تحفظاً فقط لديها القدرة على الحد من الإفراط الاستثماري وهذا يتفق مع ما توصل إليه (قنديل، ٢٠١٨).

تمحورت دراسة الخزاولة والدلاييج (٢٠١٩) حول سؤال: هل يوجد أثر للتحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار؟ تمثل مجتمع الدراسة بالشركات الصناعية في قطاعي الأدوية والقطاع الصحي في بورصة عمان-الأردن. استخدمت الدراسة مقياسين لكفاءة الاستثمار، أولهما قيمة السهم السوقية إلى عائدته، أما الثاني فكان مقياس الانحراف عن الاستثمار المتوقع في القطاع. شملت الدراسة على ٨ شركات (٤ من كل قطاع) خلال الفترة من ٢٠١٠ لغاية ٢٠١٧ وبالإعتماد على التقارير النصف سنوية بلغ إجمالي المشاهدات ١٢٨ مشاهدة. أنت النتائج بعد تطبيق أسلوب الانحدار المتعدد على بيانات الدراسة لتفيد بأن للتحفظ أثر إيجابي على كفاءة الاستثمار، سواء بقياسه بقيمة السهم إلى عائدته أو بالانحراف عن الاستثمار المتوقع.

على عينة من الشركات التايوانية من الفترة ٢٠٠٦ لغاية ٢٠١٦ وبعده المشاهدات بلغ (١٠٠٣٨ مشاهدة)، قامت دراسة (Chiou & Chang, 2020) بدراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية وأثرها على المخاطر غير العادية. أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين الإفراط الاستثماري ومخاطر الشركة، بمعنى أن المديرين يزيدون من مخاطر الشركة (كذا المخاطر غير الاعتيادية التي يتعرض لها المساهمون) مع إفراطهم بالاستثمار. على العكس من ذلك، فقد كانت العلاقة عكسية بين العجز الاستثماري ومخاطر الشركة.

فيما كانت العلاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي ومخاطر الشركة، ما يعني أن التحفظ الأكبر يترافق مع مخاطر أقل، وقد يرجع ذلك إلى ما يساهم به التحفظ من تخفيض عدم تماثل المعلومات. وفي العلاقة بين التحفظ والإفراط الاستثماري وأثرها على المخاطر فقد أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية، ما يدل على أن التحفظ يساهم في تخفيض الإفراط الاستثماري، ما يخفض بدوره من مخاطر الشركة والمخاطر غير الاعتيادية التي قد يتعرض لها المساهمون. فيما أظهرت شركات العينة الموسومة بالعجز الاستثماري أن مديريها كارهين للمخاطر بحسب ما بينته العلاقة العكسية بين العجز الاستثماري ومخاطر الشركة. فيما كانت علاقة التحفظ المحاسبي والعجز الاستثماري مع المخاطر علاقة طردية.

ولغرض التفصيل في التحليل قامت الدراسة بتقسيم العينة إلى ٤ مجموعات فرعية على أساس مصادر التمويل المتاحة. حيث أظهرت مجموعة الشركات التي تمتلك رأس مال داخلي متاح ومجموعة الشركات المقيدة بقيود مقدمي الديون وجود علاقة طردية بين الإفراط الاستثماري والمخاطر غير العادية. فيما كانت العلاقة بين التحفظ والمخاطر غير العادية عكسية. لكن عند المجموعة الأولى، على عكس المجموعة الثانية، ما من علاقة بين التحفظ والإفراط الاستثماري من جهة والمخاطر غير العادية من جهة أخرى. بمعنى أن تأثير التحفظ والإفراط الاستثماري السالب على المخاطر يبطله توفر رأس مال داخلي متاح. أما في المجموعة الثانية فقد كانت العلاقة عكسية، بحيث أن التحفظ المحاسبي في الشركات المتسمة بالإفراط

الاستثماري يمكن له تخفيف المخاطر غير العادية في هذه المجموعة. فيما لم توجد معنوية للعلاقات السابقة في مجموعة الشركات التي تخضع لمراقبة دقيقة من مقدمي رأس المال، كذا في مجموعة الشركات التي تواجه عسراً مالياً أو مؤشرات لا تشجع المقرضين على مدها بالأموال الكافية فلا يكون أمامها سوى أن تحصل على الأموال من مصادر داعمة، مثل حزم الإنقاذ وسواها.

على أساس ما سبق يمكن للباحث إيجاز العلاقة موضوع الدراسة في النقاط التالية:

١- يساهم التحفظ المحاسبي في تخفيض عدم تماثل المعلومات، وزيادة المحتوى المعلوماتي للتقارير.

٢- بالنظر لكون التحفظ المحاسبي يعني تعجيل الاعتراف بالأخبار السيئة وتأجيل الأخبار الجيدة، وما قد يسببه هذا السلوك من ردة فعل، فإن التحفظ سوف يكبح المديرين من الانخراط في ممارسات مدمرة للقيمة. إلى جانب ذلك سيحث المديرين بشكل أكبر عن استثمارات تعزز من قيمة الشركة.

وعليه يمكن طرح الفرضية التالية:

ف١: توجد علاقة طردية بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات.

٣- يضطلع التحفظ المحاسبي بدورين: (١) تخفيض عدم تماثل المعلومات؛ (٢) آلية حوكمية تمكن الأطراف من مراقبة أداء الإدارة.

٤- بالنظر إلى أن القرارات الاستثمارية ترتبط بتوفر التمويل اللازم، وكون الشركات تمويل مشاريعها الاستثمارية في الغالب عبر تمويل داخلي أو عبر الحصول على تمويل من مصدر خارجي. فإن تركيز المديرين على التحفظ المحاسبي سينكسب على واحد من أدواره (إما دوره المعلوماتي أو الحوكمي).

وعليه يمكننا طرح الفرضية الفرعية التالية:

ف٢: في حال توفر نقدية أكبر (أقل) للاستثمار، يضطلع التحفظ المحاسبي بدور حوكمي (معلوماتي).

٥- يساهم التحفظ المحاسبي في التخفيف من مشكلة الإفراط الاستثماري، حيث سيركز المديرين على المشاريع المضيئة للقيمة، وهذا ما أظهرته العديد من الدراسات السابقة.

٦- قد يساهم التحفظ المحاسبي في الحد من مشكلة العجز الاستثماري، حيث أنه يساهم في تخفيف عدم تماثل المعلومات وتقليل مخاطر الشركة، كذا يساهم في ممارسة دور حوكمي على أداء الإدارة.

ومنه يمكن اشتقاق فرضيتين فرعيتين:

ف٣: توجد علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي والإفراط الاستثماري من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات.

ف٤: توجد علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي والعجز الاستثماري من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات.

القسم الثالث

تصميم الدراسة

١- مجتمع وعينة الدراسة

يتألف مجتمع الدراسة من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة ٢٠١٤-٢٠١٩. وقد استبعد الباحث قطاع البنوك إضافة لقطاع الخدمات المالية غير المصرفية بسبب اختلاف اللوائح التنظيمية بينها وبين غيرها من قطاعات السوق المالي، ما يجعل من المتعذر تعميم نتائج الدراسة على العينة والمقارنة. كما استبعد الباحث الشركات التي تعد قوائمها بغير الجنيه المصري والشركات المدرجة بعد العام ٢٠١١ لأنها ما زالت في طور إعداد سياسة استثمارية، كذلك استبعد الباحث الشركات المتوقفة عن التداول. ويوضح الجدول رقم (١) عدد شركات العينة وتوزعها القطاعي، إلى جانب مجتمع الدراسة بعد الاستبعاد، وقد بلغت نسبة العينة من المجتمع قرابة ٦٨%، بإجمالي مشاهدات بلغ ٦٤٤ مشاهدة.

جدول رقم (١): مجتمع وعينة الدراسة

| النسبة | العينة | الكلية | القطاع |
|--------|--------|--------|-------------------------------------|
| 56.25% | 9 | 16 | الموارد الأساسية |
| 47% | 8 | 17 | رعاية صحية وأدوية |
| 83.3% | 5 | 6 | خدمات ومنتجات صناعية وسيارات |
| 68.75% | 22 | 32 | عقارات |
| 62.5% | 10 | 16 | سياحة وترفيه |
| 100% | 1 | 1 | مرافق |
| 80% | 4 | 5 | اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات |
| 71.4% | 20 | 28 | أغذية ومشروبات وتبغ |
| 66.6% | 2 | 3 | طاقة وخدمات مساندة |
| 75% | 3 | 4 | خدمات النقل والشحن |
| 33.3% | 1 | 3 | خدمات تعليمية |
| 72.7% | 8 | 11 | مقاولات وإنشاءات هندسية |
| 77.7% | 7 | 9 | منسوجات و سلع معمرة |
| 90% | 10 | 11 | مواد البناء |
| 60% | 3 | 5 | ورق ومواد تعبئة وتغليف |
| 50% | 2 | 4 | تجارة وموزعون |
| 67.25% | 115 | 171 | المجموع |

٢- التعريفات الإجرائية للمتغيرات

١- التحفظ المحاسبي الشرطي:

من بين المقاييس الأكثر انتشاراً لقياس مستوى التحفظ المحاسبي في شركة ما سنوياً مقياس (Khan and Watts, 2009) والذي يقيس مستوى التحفظ على أساس شركة/سنة. على عكس بعض المقاييس التي لا تُعطي قياساً على مستوى الشركة/السنة، لكن توجد مقاييس أخرى يمكن أن تقيس التحفظ المحاسبي على مستوى الشركة/السنة لكنها أقل دقة عموماً.

يستند النموذج خان وواطس إلى نموذج (Basu, 1997) بعد تعديله ليقاس التحفظ على مستوى شركة/سنة:

$$\frac{EPS_{i,t}}{EPS_{i,t-1}}$$

$$P_{i,t} - 1 - P_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 D_{i,t} + \beta_2 R_{i,t} + \beta_3 D_{i,t} R_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$EPS_{i,t}$: حصة سهم الشركة من أرباح الشركة i في الفترة t .

$P_{i,t-1}$: سعر سهم الشركة i في بداية الفترة t .

$D_{i,t}$: متغير وهمي يأخذ القيمة ١ إذا كان العائد السنوي لسهم الشركة i في الفترة t سالباً ويأخذ القيمة ٠ عدا ذلك.

$R_{i,t}$: معدل عائد السهم السنوي للشركة i في الفترة t ، يُقاس وفق (Ball and Brown, 1968, p. 162)، بالفرق بين سعر الإغلاق أول الفترة ($P_{i,t-1}$) وسعر الإغلاق آخر الفترة ($P_{i,t}$) مع إضافة التوزيعات السنوية ($Divid_{i,t}$) وقسمة الناتج على سعر الإغلاق أول الفترة وذلك حسب التعريف التالي:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1} + Divid_{i,t}) / P_{i,t-1}$$

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي في النموذج.

اقترحت دراسة (Khan and Watts, 2009) إضافة متغيرات أخرى تمثل مقاييس للتفسيرات المحتملة كما في دراسة (Watts, 2003a)، والتي تؤثر على مستوى التحفظ في كل شركة بحسب خصائصها. وقد اقترحت الدراسة إضافة ثلاث متغيرات هي (الرافعة المالية، حجم الشركة، والقيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للأصول)، ومن شأن هذه المتغيرات أن تقيس مستوى التحفظ لكل شركة بعد تعديل النموذج بها.

وقد اقترحت الدراسة النموذج التالي المعدل (Khan and Watts, 2009, p. 136):

$$\frac{EPS_{i,t}}{EPS_{i,t-1}}$$

$$P_{i,t} - 1 - P_{i,t-1} = \beta_0 + R_{i,t} \{ \mu_1 + \mu_2 Size_{i,t} + \mu_3 MTB_{i,t} + \mu_4 Lev_{i,t} \} + D_{i,t} R_{i,t} (\lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4$$

$$Lev_{i,t}) + (\delta_1 + \delta_2 Size_{i,t} + \delta_3 MTB_{i,t} + \delta_4 Lev_{i,t}) + [\phi_1 DSize_{i,t} + \phi_2 DMTB_{i,t} + \phi_3 DLev_{i,t} + \phi_4 D_{i,t}]$$

$$+ \varepsilon_{i,t} \dots (1)$$

د. السعيد عبد العظيم طلبية الشراوي

تمثل المعادلة بين الأقواس {} ما يعرف بـ G-Score وهو يقيس الحساسية للأخبار الجيدة، بينما تمثل المعادلة بين الأقواس المعقوفة [] ما يعرف بـ C-Score مقياس الحساسية للأخبار السيئة وهو مقياس التحفظ المحاسبي في الدراسة.

حيث أن:

MTB: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية، تُقاس بقسمة القيمة السوقية للأسهم (عدد الأسهم مضروباً بسعر السهم آخر الفترة) الشركة i في الفترة t على القيمة الدفترية لها (مجموع الأصول).

Size: حجم الشركة i في الفترة t ، وهو اللوغاريتم الطبيعي للقيمة السوقية لأسهم الشركة i في الفترة t .

Lev: نسبة الرافعة المالية، تُقاس بقسمة مجموع الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل على القيمة السوقية لأسهم الشركة i في الفترة t .

فيما μ_n و δ_n و ϕ_n : معاملات نموذج الانحدار. $n: 1-4$.

وبقية الرموز كما سبق تعريفها.

ويتم أخذ قيم معاملات النموذج $\lambda_1, \lambda_2, \lambda_3, \lambda_4$ وتعويضها في التعريف التالي:

$$C-Score = \lambda_1 + \lambda_2 Size_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4 Lev_{i,t} \dots (2)$$

وهذه المعادلة لا تمثل معادلة انحدار بل هي معادلة جبرية يتم من خلالها إدخال قيم المتغيرات في كل سنة للحصول على مستوى التحفظ لكل شركة على حدة.

٢- الكفاءة الاستثمارية:

تستخدم الدراسة الحالية نموذج الانحراف عن الكفاءة المتوقعة، كما ورد في دراسة (Biddle et al., 2009)، وهو نموذج يشجع استخدامه في الدراسات السابقة. وتعريفه كما يلي:

$$INV_{i,t+1} = w_1 + w_2 Neg_Sales_{i,t} + w_3 SalesGrwth_{i,t} + w_4 Neg_Sales_{i,t} * SalesGrwth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (3)$$

حيث أن:

$INV_{i,t+1}$: إجمالي استثمار الشركة i في نهاية السنة المالية $t+1$ ، وتحسب بقسمة صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية مقسومة على المبيعات أول السنة المالية، وذلك لتفادي خلق ارتباط آلي بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية (García Lara et al., 2016).

$Neg_Sales_{i,t}$: متغير وهمي يأخذ القيمة ١ في حال كان نمو المبيعات سالباً، والقيمة ٠ بخلاف ذلك.

$SalesGrwth_{i,t}$: نمو المبيعات، ويقاس بالفرق بين مبيعات السنة الحالية والسنة السابقة مقسوماً على مبيعات السنة السابقة.

$\varepsilon_{i,t}$: المتبقي إحصائياً، ويقاس الانحراف عن الاستثمار المتوقع.

تؤخذ البواقي الإحصائية، كمقياس للكفاءة الاستثمارية بعد ضربها بـ (-1). ولغرض تفصيل التحليل، سُنقسم العينة إلى مجموعتين. تحوي المجموعة الأولى الشركات المفرطة في الاستثمار Overinvestment وذلك في حال كانت قيمة البواقي الإحصائية < 0 . أما المجموعة الثانية فتشمل على المشاهدات ذات البواقي الإحصائية السالبة، وتمثل مجموعة العجز الاستثماري underinvestment.

٣- نماذج الدراسة:

لغرض اختبار فرضيات الدراسة يصوغ الباحث مجموعة النماذج نعرضها حسب ترتيب الفرضيات.

١- لغرض اختبار الفرضية الأولى والثالثة والرابعة، تتبنى الدراسة نموذج الوارد في (Xu et al., 2012):

$$INV_{i,t+1} = a_1 + a_2 C-Score_{i,t} + a_3 InfAs_{i,t} + a_4 C-Score * InfAs_{i,t} + a_5 Size_{i,t} + a_6 Lev_{i,t} + a_7 CF_{i,t} + a_8 CASH_{i,t} + a_9 SalesGrwth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (4)$$

حيث أن:

$INV_{i,t+1}$: الكفاءة الاستثمارية وتقاس بالمتبقي إحصائياً من المعادلة رقم (٣).

$C-Score_{i,t}$: التحفظ المحاسبي الشرطي يقاس كما ورد في المعادلة رقم (٢).

$CF_{i,t}$: نسبة صافي التدفقات النقدية التشغيلية إلى إجمالي الأصول أول المدة.

$CASH_{i,t}$: نسبة النقدية وما يعادلها إلى إجمالي الأصول أول المدة.

$InfAs_{i,t}$: عدم تماثل المعلومات ويقاس بمتوسط فروقات أسعار العرض والطلب على مدار ٣٠ يوماً من تاريخ إصدار القوائم المالية.

$Size_{i,t}$: اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

وباقى المتغيرات كما سبق تعريفها. وخلافاً لما قامت به دراسة (Xu et al., 2012)، فإنَّ الدراسة الحالية لا تُدخل في النموذج هيكل الملكية كما ترد في الدراسة السابقة لأنَّ هذه المتغيرات ترتبط بحالة السوق الصيني وما لها من تأثيرات محتملة على النتائج، ولكن ما أظهرته نتائج دراستهم تفيد بعدم وجود اختلاف جوهري بين الشركات ذات أنماط الملكية المختلفة. لكن الدراسة الحالية تتبع تقسيم العينة إلى مجموعتين لغرض اختبار الفرضية الثالثة والفرضية الرابعة والاستدلال منهما على صحة الفرضية الأولى.

$$UND_INV_{i,t+1} = \chi_1 + \chi_2 C-Score_{i,t} + \chi_3 InfAs_{i,t} + \chi_4 C-Score * InfAs_{i,t} + \chi_5 Size_{i,t} + \chi_6 Lev_{i,t} + \chi_7 CF_{i,t} + \chi_8 CASH_{i,t} + \chi_9 SalesGrwth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (5)$$

$$OVR_INV_{i,t+1} = \check{y}_1 + \check{y}_2 C-Score_{i,t} + \check{y}_3 InfAs_{i,t} + \check{y}_4 C-Score * InfAs_{i,t} + \check{y}_5 Size_{i,t} + \check{y}_6 Lev_{i,t} + \check{y}_7 CF_{i,t} + \check{y}_8 CASH_{i,t} + \check{y}_9 SalesGrwth_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (6)$$

حيث أن:

$UND_INV_{i,t+1}$: العجز الاستثماري ويُقاس بالقيم السالبة من البواقي الإحصائية في المعادلة رقم (٣) بعد ضربها بالقيمة (-١).

$OVR_INV_{i,t+1}$: الإفراط الاستثماري ويُقاس بالقيم الموجبة من البواقي الإحصائية في المعادلة رقم (٣) بعد ضربها بالقيمة (-١).

وباقى المتغيرات كما سبق تعريفها. ومن المتوقع أن المعامل (χ_2) والمعامل (χ_4) سيكونان بإشارة سالبة، كذلك الحال مع المعاملان (\tilde{y}_2) و (\tilde{y}_4) .

٢- لغرض اختبار الفرضية الثانية والتي تقول بأنه في حال توفر النقدية أكثر (أقل) للاستثمار، يضطلع التحفظ المحاسبي بدور حوكمي (معلوماتي)، يستخدم الباحث النموذج الوارد في دراسة (Xu et al., 2012) بعد أن قُسمت عينة الدراسة إلى مجموعتان على أساس المقارنة بين حجم استثمار الشركة في السنة ومقدار النقدية وما في حكمها المتوفرة لديها للاستثمار فنتج لدى الباحث مجموعتان، المجموعة الأولى فيها $INV_{i,t} > NetWorth_{i,t}$ أما المجموعة الثانية ففيها $INV_{i,t} < NetWorth_{i,t}$

$$INV_{i,t(G1)} = B1 + B2 C_Score_{i,t} + B3 NetWorth_{i,t} + B4 SalesGrwth_{i,t} + B5 Size_{i,t} + B6 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (7)$$

$$INV_{i,t(G2)} = C1 + C2 C_Score_{i,t} + C3 NetWorth_{i,t} + C4 SalesGrwth_{i,t} + C5 Size_{i,t} + C6 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (8)$$

حيث أن:

$INV_{i,t(G1)}$: يمثل مبلغ استثمار الشركة i في السنة t في المجموعة الأولى. ويقاس بمقدار التدفقات النقدية الاستثمارية الخارجة مقسومة على إجمالي مبيعات السنة t .

$INV_{i,t(G2)}$: يمثل مبلغ استثمار الشركة i في السنة t في المجموعة الثانية. ويقاس بمقدار التدفقات النقدية الاستثمارية الخارجة مقسومة على إجمالي مبيعات السنة t .

$NetWorth_{i,t}$: مقدار النقدية وما في حكمها عند الشركة i في السنة t . ويقاس (برصيد النقدية وما في حكمها أول المدة ويضاف إليه صافي التدفقات النقدية التشغيلية آخر المدة) مقسوماً على إجمالي أصول آخر المدة.

والمغيرات الباقية سبق تعريفها. ومن المتوقع أن يكون المعامل $B2$ أكبر من الصفر ومعنوياً، أما المعامل $C2$ فسيكون أقل من الصفر ومعنوياً. ما يعني في الحالة الأولى أن التحفظ المحاسبي يدفع بالاستثمار قدماً عبر تخفيض حالة عدم تماثل المعلومات ما يسمح بمزيد من الاستثمارات بما يفوق الرصيد النقدي المتاح داخلياً لتمويل الاستثمارات الجديدة. أما في الحالة الثانية فيدل على أن التحفظ المحاسبي يمارس دوراً رقابياً (حوكيمياً) يكبح المديرين عن الانخراط في استثمارات قد تدمر القيمة، برغم توفر مبالغ داخلية تسمح باستثمارها في مشاريع جديدة أو زيادة الإنفاق على المشاريع القائمة.

القسم الرابع

عرض النتائج

● الأسلوب والأدوات الإحصائية المستخدمة:

لتحقيق أهداف البحث وتحليل البيانات التي تم جمعها، فقد تم استخدام تحليل الانحدار المتعدد مع تأثيرات ثابتة للفترة "fixed effect" باستخدام برمجية Eviews، إضافة إلى برنامج Microsoft office excel ٢٠١٦ لتسجيل البيانات.

وفيما يلي مجموعة من الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل البيانات واختبار فرضيات البحث:

- التحليل الوصفي للبيانات، وذلك من خلال مقاييس النزعة المركزية والتشتت للمتغيرات الداخلة في الدراسة.

- دراسة الارتباط والانحدار بهدف تحديد قوة واتجاه العلاقات بين المتغيرات وتمهيداً لدراسة الانحدار واختبار فرضيات البحث.

● الإحصاءات الوصفية:

الجدول (٢)

الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث الرئيسية

| المتغير المؤشر | كفاءة الاستثمار | التحفظ المحاسبي | عدم تماثل المعلومات | التحفظ* عدد م تماثل المعلومات | النقدية | صافي التدفق التشغيلي | الرفع المالي | نمو المبيعات | حجم الشركة |
|-------------------|-----------------|-----------------|---------------------|-------------------------------|---------|----------------------|--------------|--------------|------------|
| المتوسط الحسابي | 0.0001 | -0.11 | 0.04 | -0.005 | 0.05 | 0.081 | 0.34 | 0.05 | 20.22 |
| الوسيط | 0.019 | -0.007 | 0.039 | -0.0001 | 0.051 | 0.08 | 0.052 | 0.064 | 20.14 |
| أكبر قيمة | 0.072 | 0.8 | 0.11 | 0.08 | 0.12 | 0.67 | 1.38 | 0.77 | 24.5 |
| أصغر قيمة | -0.9 | -1.1 | 0.0001 | -0.0001 | 0.003 | -0.37 | 0 | -0.57 | 13.7 |
| الانحراف المعياري | 0.08 | 0.38 | 0.016 | 0.01 | 0.023 | 0.11 | 0.7 | 0.41 | 1.62 |

عدد المشاهدات: ٦٤٤ مشاهدة.

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews.

نلاحظ من الجدول رقم (٢) أن كفاءة الاستثمار المُقاسة ببواقي المعادلة رقم (٣) يقترّب متوسطها من الصفر فيما وسيطها يبلغ قرابة ٢٪، أما أكبر قيمة لهذا المتغير فقد بلغت ٧.٢٪ وأصغر قيمه -٩٠٪ مع انحرافٍ معياري يبلغ ٨٪. أما التحفظ المحاسبي فقد أظهرت شركات العينة ميلاً نحو الاندفاع المحاسبي لا التحفظ، حيث بلغ متوسط هذا المتغير -١١٪ فيما وسيطه -٧.٧٪ وتراوحت قيمه بين ٨٠٪ و-١١٠٪ بانحرافٍ معياري يبلغ ٣٨٪، ما يعني أنّ شركات

د. السعيد عبد العظيم طالبة الشرقاوي

العينة تبدي مستويات متباينة من التحفظ المحاسبي. تراوحت قيم متغير عدم تماثل المعلومات بين قرابة الصفر و ١١%، في حين كان متوسطه ٤% ووسيطه بالمقدار نفسه، مع انحرافٍ معياري يبلغ ١.٦%.

الجدول (٣):

تابع- الإحصاء الوصفي لمتغيرات البحث الرئيسية

| المتغير المؤشر | الإفراط الاستثماري | العجز الاستثماري | الاستثمار مع كفاية الرصيد | الاستثمار مع عدم كفاية الرصيد | النقدية وما في حكمها |
|-------------------|-----------------------|---------------------|------------------------------|-------------------------------------|----------------------------|
| المتوسط الحسابي | 0.033 | -0.065 | 0.1 | 0.025 | 0.06 |
| الوسيط | 0.035 | -0.028 | 0.07 | 0.02 | 0.06 |
| أكبر قيمة | 0.072 | -0.0001 | 0.32 | 0.1 | 0.18 |
| أصغر قيمة | 0 | -0.9 | 0.007 | -0.01 | 0.02 |
| الانحراف المعياري | 0.016 | 0.13 | 0.13 | 0.02 | 0.03 |
| عدد المشاهدات | 426 | 219 | 226 | 419 | 644 |

المصدر: إعداد الباحث باستخدام برنامج Eviews

أما فيما يخص الإفراط الاستثماري فقد مالت شركات العينة، كما يبيّن الجدول رقم (٣)، إلى الإفراط حيث أظهرت ٤٢٦ مشاهدة من أصل ٦٤٤ (٦٦% من العينة) إفراطاً في الاستثمار بمتوسط قدره ٠.٠٣٣ ووسيطٍ مساوٍ لـ ٠.٠٣٥. وتراوحت قيمه بين الصفر و ٠.٠٧٢ مع انحرافٍ معياري بلغ ٠.٠١٦. أما العجز الاستثماري فقد أظهرت ٢١٩ مشاهدة من أصل ٦٤٤ (٣٤% من العينة) عجزاً في الاستثمار حيث بلغ -٠.٠٦٥. وتراوحت قيمه بين قرابة الصفر و -٠.٩ مع انحرافٍ معياري بلغ ٠.١٣.

بعد تقسيم العينة إلى مجموعتين على أساس المقارنة بين مبلغ الاستثمار المُنفق وكفاية الرصيد النقدي للشركة لتغطية هذا الإنفاق أظهرت النتائج أنّ ٤١٩ مشاهدة من أصل ٦٤٤ (٦٥% من العينة) لا تعتمد على الرصيد النقدي المتاح لديها لعدم كفايته، حيث فاق إنفاقها الاستثماري حجم النقدية المتوفر لديها. فيما كانت ٢٢٦ مشاهدة من أصل ٦٤٤ (٣٥% من العينة) تتفق مقداراً أقل على الاستثمار مما يتوافر لديها من أرصدة نقدية.

جدول رقم (٤) معاملات ارتباط بيرسون

| (9) | (8) | (7) | (6) | (5) | (4) | (3) | (2) | (1) | |
|-----|--------|--------|---------|-------|---------|---------|--------|--------|---------------------------------|
| | | | | | | | | 1 | (١) كفاءة الاستثمار |
| | | | | | | | 1 | -0.05 | (٢) التحفظ المحاسبي |
| | | | | | | 1 | -0.07* | 0.09* | (٣) عدم تماثل المعلومات |
| | | | | | 1 | -0.21** | 0.89** | -0.06 | (٤) التحفظ* عدم تماثل المعلومات |
| | | | | 1 | -0.05 | -0.001 | -0.08* | 0.17** | (٥) النقدية |
| | | | 1 | 0.006 | 0.12** | -0.075* | 0.11** | -0.04 | (٦) صافي التدفق التشغيلي |
| | | 1 | -0.095* | 0.06 | -0.86** | 0.03 | -0.9** | 0.06 | (٧) الرفع المالي |
| | 1 | -0.015 | 0.07 | -0.02 | 0.038 | -0.05 | 0.018 | 0.0001 | (٨) نمو المبيعات |
| 1 | -0.005 | 0.11** | 0.05 | -0.1* | 0.07 | -0.21** | 0.022 | -0.065 | (٩) حجم الشركة |

المصدر- إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews

* معنوي عند ٥%.

** معنوي عند ١%.

نلاحظ من الجدول رقم (٤) أنَّ الارتباط بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار ارتباط عكسي ضعيف بلغ ٥%. في حين كان الارتباط بين التحفظ وعدم تماثل المعلومات عكسياً بلغ ٧% ومعنوي عند ٥%، ما يعني أنَّه بزيادة عدم تماثل المعلومات تبدي شركات العينة تحفظاً أقل. فيما كان الارتباط بين عدم تماثل المعلومات وكفاءة الاستثمار معنوياً عند ٥% وبلغ قرابة ١٠%. وكان الارتباط شبه قوي بين كفاءة الاستثمار والنقدية حيث بلغ ١٧% وكان معنوياً عند ١%، كذا كان الارتباط عكسياً بين النقدية والتحفظ المحاسبي وقد بلغ ٨% وكان معنوياً عند ٥%، مما قد يدل على أنَّ وجود نقدية أكثر يقلل من ميل الشركة نحو ممارسة التحفظ. أما فيما يتصل بمتغير التحفظ* عدم تماثل المعلومات فقد تبين أنَّ ارتباطه بمتغير الكفاءة الاستثمارية ارتباط عكسي ولكنه ضعيف جداً وغير معنوي حيث بلغ ٦%. فيما كان الارتباط عكسياً وقوياً جداً بين الرفع المالي والتحفظ المحاسبي ومعنوياً عند ١%، وقد ترجع هذه النتيجة إلى واقع أنَّ الرفع المالي من المتغيرات الأساسية الداخلة في حساب التحفظ المحاسبي. فيما أظهرت النتائج أيضاً وجود ارتباط عكسي وشبه قوي بين حجم الشركة وعدم تماثل المعلومات وكان معنوياً عند ١%، ما يعني أنَّ الشركات الكبرى تظهر حالة عدم تماثل معلومات أقل.

د. السعيد عبد العظيم طلبية الشرقاوي

جدول رقم (٥) تابع- معاملات ارتباط بيرسون

| (10) | (9) | (8) | (7) | (6) | (5) | (4) | (3) | (2) | (1) | |
|------|--------|--------|-------|--------|---------|--------|---------|---------|--------|---------------------------------|
| | | | | | | | | | 1 | (١) العجز الاستثماري |
| | | | | | | | | 1 | | (٢) الإفراط الاستثماري |
| | | | | | | | 1 | -0.002 | -0.03 | (٣) التحفظ المحاسبي |
| | | | | | | 1 | -0.07* | -0.05 | 0.22** | (٤) عدم تماثل المعلومات |
| | | | | | 1 | -0.2** | 0.89** | -0.01 | -0.06 | (٥) التحفظ* عدم تماثل المعلومات |
| | | | | 1 | -0.05 | -0.002 | -0.08* | 0.144** | -0.01 | (٦) النقدية |
| | | | 1 | 0.01 | 0.12** | -0.07* | 0.11** | 0.02 | -0.12 | (٧) صافي التدفق التشغيلي |
| | | 1 | -0.1* | 0.06 | -0.86** | 0.03 | -0.97** | 0.001 | 0.02 | (٨) الرفع المالي |
| | 1 | -0.01 | -0.07 | -0.02 | 0.03 | -0.05 | 0.01 | 0.18** | -0.06 | (٩) نمو المبيعات |
| 1 | -0.001 | 0.11** | 0.05 | -0.1** | 0.07 | -0.2** | 0.02 | 0.02 | -0.14* | (١٠) حجم الشركة |

المصدر- إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews

* معنوي عند ٥% . ** معنوي عند ١% .

نلاحظ من الجدول رقم (٥) أن الارتباط بين التحفظ المحاسبي وكل من الإفراط الاستثماري والعجز الاستثماري ضعيفا وعكسياً وقد بلغ (٣% و ٠.٢% على التوالي). فيما كان الارتباط بين عدم تماثل المعلومات والعجز الاستثماري شبه قوي ومعنوياً عند ١% حيث بلغ ٢٢%، ولم يُظهر متغير التحفظ* عدم تماثل المعلومات ارتباطاً معنوياً مع أي من متغيري العجز والإفراط الاستثماري.

جدول رقم (٦) تابع- معاملات ارتباط بيرسون

| (7) | (6) | (5) | (4) | (3) | (2) | (1) | |
|-----|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-----------------------------------|
| | | | | | | 1 | (١) الاستثمار مع كفاية الرصيد |
| | | | | | 1 | | (٢) الاستثمار مع عدم كفاية الرصيد |
| | | | | 1 | 0.04* | -0.07 | (٣) التحفظ المحاسبي |
| | | | 1 | 0.005 | 0.41** | 0.3** | (٤) النقدية وما في حكمها |
| | | 1 | -0.01 | -0.9** | -0.05 | -0.06 | (٥) الرفع المالي |
| | 1 | -0.014 | -0.03 | 0.01 | 0.04 | 0.05 | (٦) نمو المبيعات |
| 1 | -0.001 | 0.11** | -0.02 | 0.02 | -0.01 | 0.11 | (٧) حجم الشركة |

المصدر- إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews

* معنوي عند ٥% . ** معنوي عند ١% .

يعرض الجدول رقم (٦) الارتباط بين متغيرات مجموعتي الدراسة بعد تقسيم العينة إلى مجموعتين على أساس كفاية النقدية لتمويل الإنفاق الاستثماري، وتبين النتائج المعروضة أن التحفظ المحاسبي يرتبط ارتباطاً معنوياً مع متغير الاستثمار في حالة عدم كفاية الرصيد، فيما كان ارتباطه عكسياً وغير معنوي مع الاستثمار في حالة كفاية الرصيد. وتبين النتائج أيضاً أن النقدية وما في حكمها ترتبط ارتباطاً شبه قوي ومعنوي مع الاستثمار في كلتا الحالتين.

● اختبار فرضيات الدراسة:

لغرض اختبار فرضيات الدراسة اقترحت الدراسة خمسة نماذج تمثلها المعادلات من (٤) إلى (٨) والواردة في القسم السابق. وهي تقابل الفرضيات الآتية:

ف١: توجد علاقة طردية بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات.

ف٢: في حال توفر نقدية أكبر (أقل) للاستثمار، يضطلع التحفظ المحاسبي بدور حوكمي (معلوماتي).

ف٣: توجد علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي والإفراط الاستثماري من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات.

ف٤: توجد علاقة عكسية بين التحفظ المحاسبي والعجز الاستثماري من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات.

جدول (٧) العلاقات المتوقعة بين التحفظ المحاسبي بوساطة عدم تماثل المعلومات والكفاءة الاستثمارية

| الإفراط الاستثماري | العجز الاستثماري | الكفاءة الاستثمارية | التحفظ المحاسبي* عدم تماثل المعلومات |
|--------------------|------------------|---------------------|--------------------------------------|
| - | - | + | |

جدول (٨) العلاقة المتوقعة بين أدوار التحفظ المحاسبي والاستثمار وكفاية النقدية

| دور حوكمي | دور معلوماتي | حالة توفر نقدية كافية |
|-----------|--------------|---------------------------|
| + | ؟ | حالة توفر نقدية كافية |
| ؟ | + | حالة عدم توفر نقدية كافية |

يختبر النموذج الأول الفرضية الأولى، فيما يختبر النموذج الثاني والثالث الفرضية الثالثة والرابعة على التوالي، أما النموذج الرابع والخامس فيختبر الفرضية الثانية على أساس اثنين من السيناريوهات، الأول توفر نقدية أكبر من مبلغ الاستثمار المُنفق والثاني توفر نقدية أقل من الاستثمار المُنفق وبالتالي التوجه لسوق الديون لسد النقص.

الجدول رقم (٩) معنوية النماذج- ANOVA ومعامل التحديد

| النموذج المؤشر | النموذج الأول | النموذج الثاني | النموذج الثالث | النموذج الرابع | النموذج الخامس |
|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| قيمة F | 3.05 | 2.38 | 2.4 | 3.2 | 10.1 |
| P-Value | 0.02% | 0.4% | 0.5% | 0% | 0% |
| R-square | 7% | 9% | 13.5% | 13.1% | 20% |
| درين واتسون | 1.78 | 1.81 | 1.63 | 1.73 | 1.89 |
| عدد المشاهدات | 644 | 426 | 218 | 225 | 419 |

المصدر- إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews

يعرض الجدول رقم (٩) نتائج اختبار ANOVA لنماذج الدراسة. وقد أنتت جميع النماذج معنوية عند ١%. وتراوحت قوتها التفسيرية بين ٧% و ٢٠%. وتبين قيمة اختبار درين واتسون عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي حيث كانت جميع القيم قريبة من ٢.

الجدول رقم (١٠) تابع- مخرجات تحليل الانحدار المتعدد لنماذج الدراسة مع استخدام تأثيرات ثابتة للفترة

| النموذج | النموذج الأول | | النموذج الثاني | | النموذج الثالث | | النموذج الرابع | | النموذج الخامس | |
|-----------------------------|---------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|
| | المعامل | قيمة t | المعامل | قيمة t | المعامل | قيمة t | المعامل | قيمة t | المعامل | قيمة t |
| الثابت الإحصائي | 0.02 | 0.48 | 0.017 | 1.4 | 0.24 | 1.3 | -0.2* | -2.2 | -0.01 | -0.9 |
| التحفظ المحاسبي | 0.09 | 1.9 | 0.001 | 0.09 | 0.45* | 2.5 | -0.1 | - | 0.014* | -2.4 |
| عدم تماثل المعلومات | 0.51* | 2.26 | -0.07 | -1.3 | 1.7** | 3.03 | | | | |
| التحفظ* عدم تماثل المعلومات | -0.04 | 0.08 | -0.14 | -1.3 | -0.58 | -0.28 | | | | |
| النقدية | 0.67** | 4.4 | 0.11** | 3.35 | 0.001 | 0.004 | | | | |
| النقدية وما في حكمها | | | | | | | 1.2** | 3.1 | 0.35** | 9.2 |
| صافي التدفق التشغيلي | -0.03 | -1.2 | 0.0001 | 0.02 | -0.12 | -1.5 | | | | |
| الرفع المالي | 0.05* | 2.18 | -0.002 | -0.4 | 0.23* | 2.1 | -0.06 | -1.3 | -0.001* | -2.3 |
| نمو المبيعات | 0.003 | 0.36 | 0.007** | 3.9 | -0.01 | -0.7 | 0.01 | 1.1 | 0.004* | 1.98 |
| حجم الشركة | -0.004 | -1.6 | 0.0005 | 1.04 | -0.02* | -2.1 | 0.01* | 2.4 | 0.0006 | 0.9 |
| عدد المشاهدات | 644 | | 426 | | 218 | | 225 | | 419 | |

المصدر- إعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews

* معنوي عند ٥%. ** معنوي عند ١%.

لغرض اختبار الفرضيات محل الدراسة فقد اقترح الباحث خمسة نماذج تُقابل الفرضيات المقترحة. وتبين النتائج المعروضة في الجدول رقم (١٠) ما يلي:

- فيما يخص الفرضية الأولى فقد تبين رفضها حيث أظهرت النتائج عدم معنوية معامل التحفظ* عدم تماثل المعلومات كما يظهر في نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الأول.

- فيما يتصل بالفرضية الثانية أظهر تحليل الانحدار المتعدد للنموذج الخامس وجود علاقة عكسية ومعنوية عند ٥% بين التحفظ المحاسبي والاستثمار في حالة عدم كفاية الرصيد النقدي، وهو عكس ما توقعته الدراسة. بيد أنه في حالة توفر رصيد كافٍ للاستثمار فلا يضطلع التحفظ المحاسبي بأي دور حوكمي أو معلوماتي. مما يعني رفض الفرضية.

- أما فيما يتصل بالفرضية الثالثة والرابعة فقد تبين رفضهما لعدم معنوية معامل التحفظ* عدم تماثل المعلومات. أي أنه لا وجود لعلاقة بين التحفظ المحاسبي والعجز/الإفراط الاستثماري بوساطة عدم تماثل المعلومات. لكن كشفت النتائج عن وجود علاقة طردية بين التحفظ المحاسبي والعجز الاستثماري عند مستوى دلالة ٥%، ما يدل على أن التحفظ المحاسبي يفاقم مشكلة العجز الاستثماري.

- تبين كذلك أن معامل عدم تماثل المعلومات كان معنويًا وموجبًا في النموذج الثالث، أي في حالة العجز الاستثماري يفاقم عدم تماثل المعلومات من هذا العجز، فيما كان عدم تماثل المعلومات غير معنوي في حالة الإفراط الاستثماري.

- أما بالنسبة لمتغير النقدية، فقد أظهرت النتائج أن هذا المتغير ذا تأثير معنوي وموجب عند مستوى دلالة ١%، في حالة الإفراط الاستثماري، ولكنه في حالة العجز الاستثماري لم يكن معنويًا.

- فيما يتصل بمجموعتي الدراسة (مجموعة كفاية الرصيد ومجموعة عدم كفاية الرصيد لمقابلة الإنفاق الاستثماري) حيث يمثلها النموذجين الرابع والخامس على التوالي، تبين النتائج أن متغير النقدية وما في حكمها ذا تأثير معنوي وموجب عند مستوى دلالة ١% في كلا النموذجين، مما يعني أن توفر النقدية يلعب دورًا هامًا في الإنفاق الاستثماري.

- وفيما يتصل بمجموعة عدم كفاية الرصيد، تبين النتائج أن نمو المبيعات يؤثر تأثيرًا معنويًا موجبًا عند مستوى دلالة ٥%، ما يعني أنه بزيادة المبيعات وتوفر النقدية ستكون الإنفاقات الاستثمارية أكبر.

- وأظهر الرفع المالي علاقة معنوية عكسية عند مستوى دلالة ٥% مع الإنفاق الاستثماري في مجموعة عدم كفاية الرصيد، حيث قد يدل ذلك على أن الشركات التي تلجأ إلى الديون بشكل أكبر تُظهر إنفاقًا استثماريًا أقل مقارنة مع الشركات التي تلجأ إلى الديون بشكل أقل.

يعرض الجدول رقم (١١) والجدول رقم (١٢) النتائج النهائية لتحليل الانحدار المتعدد وفقًا للفرضيات المقترحة.

جدول (١١) نتائج اختبار الفرضيات

| الإفراط الاستثماري | العجز الاستثماري | الكفاءة الاستثمارية | |
|--------------------|------------------|---------------------|-------------------------------------|
| - (رفض الفرضية) | - (رفض الفرضية) | + (رفض الفرضية) | التحفظ المحاسبي* عدم تماثل المعومات |

جدول (١٢) نتائج اختبار الفرضيات

| دور معلوماتي | دور حوكمي | |
|-----------------|-----------------|---------------------------|
| ؟ | + (رفض الفرضية) | حالة توفر نقدية كافية |
| + (رفض الفرضية) | ؟ | حالة عدم توفر نقدية كافية |

القسم الخامس

مناقشة النتائج

أظهرت النتائج المعروضة في القسم الرابع رفض فرضيات الدراسة. من جهة فإنّ رفض الفرضيات الثلاث المتعلقة بالكفاءة الاستثمارية والإفراط والعجز الاستثماري يتعارض مع ما توصلت إليه دراسة العرب والسجاعي (٢٠١٧) التي توصلت إلى أنّ التحفظ المحاسبي يخفف من حالة الإفراط الاستثماري وبالتالي يحسن من الكفاءة الاستثمارية، غير أنّ هذه الدراسة اقتصرت على عينة من الشركات المدرجة بمؤشر EGX ١٠٠ وليس كل الشركات المدرجة في السوق المالي المصري ككل، كما أنّ نموذجها يحتوي على عدد كبير من المتغيرات يتطلب تشغيله وجود عينة أكبر من ٢١١ مشاهدة. كما تختلف عن نتائج (الخرزاعلة والدلاييح، ٢٠١٩) التي جرت على السوق الأردني وتوصلت إلى أنّ التحفظ المحاسبي يحسن من الكفاءة الاستثمارية، لكن عينة هذه الدراسة اقتصرت على بضعة شركات من قطاع واحد، وهو ما يجعل نتائجها ضعيفة وغير قابلة للتعميم. في حين تتفق الدراسة الحالية مع ما توصلت إليه دراسة (Houcine, 2013)، ويعد السوق المصري مشابهاً للسوق التونسي الذي كوّن مجتمع الدراسة عند (Houcine, 2013) لجهة كونه سوقاً نامياً لا يضطلع التحفظ المحاسبي فيه بأثر مُنظّم، بمعنى معاقبة المديرين ممن يُظهرون سلوكاً في غير مصلحة أطراف السوق، ما يفيد بدوره بأنّ أطراف السوق لا تعتمد على مستوى التحفظ المحاسبي في نماذجها القرارية. غير أنّ تأثير التحفظ المحاسبي على الكفاءة الاستثمارية لربما يتوقف على آليات الحوكمة الأخرى و/أو العوامل المؤسسية. من جهة ثانية، تبين نتائج تحليل الانحدار المتعدد أنّ عدم تماثل المعلومات في حالة العجز الاستثماري تزيد من حالة العجز. أما في حالة الإفراط الاستثماري فلم يكن لعدم تماثل المعلومات أي تأثير معنوي، غير أنّ توفر نقدية أكبر يزيد من حالة الإفراط الاستثماري، ما يعني أنّ المديرين سوف ينفقون الموارد الجديدة على الاستثمار متسببين بتفاقم حالة الإفراط الاستثماري.

أما بالنسبة لتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين بناءً على كفاية الرصيد الداخلي لمقابلة الإنفاق الاستثماري، فقد تبين رفض الفرضية القائلة بأنه في حال توفر نقدية أكبر (أقل) للاستثمار، يضطلع التحفظ المحاسبي بدور حوكمي (معلوماتي). فمن جهة، لم يكن متغير التحفظ المحاسبي معنوياً في حالة كفاية الرصيد، فيما أتى معنوياً وسالباً في حالة عدم كفاية الرصيد وهو عكس ما توقعته الدراسة؛ إذ كان من المتوقع أن يكون معامل هذا المتغير موجباً ومعنوياً. ما يعني أن ازدياد التحفظ يرافقه انخفاض في الإنفاق الاستثماري، وهنا لا يمكن الجزم بدور التحفظ ويمكن للباحثين في المستقبل استكشاف هذه العلاقة ودراستها بمزيد من التفصيل وفي ضوء مختلف آليات الحوكمة. من جهة ثانية، تبين توفر نقدية أكثر يزيد من الإنفاق الاستثماري في كلا المجموعتين، بينما يؤثر نمو المبيعات في حالة عدم كفاية الرصيد على الإنفاق الاستثماري تأثيراً موجباً. فيما كان متغير الرفع المالي في حالة عدم كفاية الرصيد معنوياً وسالباً، ما يدل على أن زيادة اللجوء إلى الديون سيقابله انخفاض في الإنفاق الاستثماري ولربما يرتبط هذا بتعهدات المديونية ومراقبة أصحاب الديون للإدارة.

هكذا، توصلت الدراسة الحالية على أساس استخدام عينة من ١١٥ شركة من مختلف قطاعات السوق المصري، وعلى أساس فترة امتدت من ٢٠١٤ ولغاية ٢٠١٩ بإجمالي مشاهدات بلغ ٦٤٤ مشاهدة، إلى رفض فرضيات الدراسة، والخلوص إلى عدم وجود علاقة بين التحفظ المحاسبي والكفاءة الاستثمارية عبر تخفيف حالة عدم تماثل المعلومات. غير أن التحفظ المحاسبي في حالة الإفراط الاستثماري يسبب في تفاقم هذا الإفراط، كذا يتسبب في تخفيض الإنفاق الاستثماري في حالة عدم كفاية الرصيد الداخلي.

أخيراً، تؤيد هذه الدراسة نتائج دراسة (Houcine, 2013) في أن علاقة التحفظ المحاسبي بالكفاءة الاستثمارية في حالة الأسواق النامية تختلف عنها في الأسواق المتقدمة. مما يطرح أمام الباحثين مساراً بحثياً مقارناً لدراسة العلاقات بين البيئة المحلية والبيئات الأخرى المماثلة أو البيئات المتقدمة. كما يمكن للباحثين دراسة العلاقة في ضوء استخدام مقاييس أخرى للتحفظ المحاسبي، كذلك دراستها في ضوء علاقتها مع آليات الحوكمة الأخرى. كما يمكن دراسة أثر اتباع سياسة استثمارية كفوءة على إمكانية الشركة الحصول على تمويل خارجي بيسر وسهولة، ومقارنتها مع حالة شركات لا تتبع سياسات كفوءة.

المصادر والمراجع

- أبو العلا، أ. (٢٠١٨). أثر تبني معايير التقرير المالي الدولية على التحفظ المحاسبي ودور هذا الأثر على كفاءة استثمار الشركات: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية المصري. *مجلة المحاسبة والمراجعة*، ١، ٩٢-١٩٤.
- الجبوري، م. (٢٠١٩). قياس أثر جودة التقارير المالية وآليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية. *الفكر المحاسبي*، ٢٣(٢)، ٥٧-١.
- الخرزاعلة، ق.، والدلايخ، ع. (٢٠١٩). أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في الشركات المساهمة العامة الأردنية. *جامعة آل البيت*.
- العرب، أ. م. م. ع.، والسجاعي، م. م. إ. (٢٠١٧). قياس أثر التحفظ المحاسبي على الكفاءة الاستثمارية في ضوء آليات حوكمة الشركات: مع دراسة تطبيقية. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، ٣، ٨٤-٥٧.
- حماد، م. (٢٠١٨). دور التحفظ المحاسبي المشروط في الحد من ممارسات التلاعب في الأرباح وأثره على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية. *الفكر المحاسبي*، ٢٢(٢)، ٣٠٤-٣٦١.
- قنديل، ي. س. (٢٠١٨). تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودي. *مجلة البحوث المحاسبية*، ١، ٣٥٠-٤١٤.
- كشك، ع. ع. أ. (١٩٩٠). دراسة تحليلية وعملية لأهمية دور البيانات المحاسبية في زيادة كفاءة سوق الأوراق المالية. *المجلة العالمية للاقتصاد والأعمال*، ٢، ٨٠١-٨٦٠.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2-3), 411-437. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.01.005>
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting & Finance*, 51(3), 609-633. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00369.x>
- Aier, J., Chen, L., & Pevzner, M. (2014). Debtholders' demand for conservatism: Evidence from changes in directors' fiduciary duties. *Journal of Accounting Research*, 52(5), 993-1027. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12062>
- Aminu, L., & Hassan, S. U. (2017). ACCOUNTING CONSERVATISM

- AND INVESTMENT EFFICIENCY OF LISTED NIGERIAN CONGLOMERATE FIRMS. *Scholedge International Journal of Business Policy & Governance* ISSN 2394-3351, 3(11), 167-177. <https://doi.org/10.19085/journal.sijbpg031101>
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.04.001>
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. In *Journal of Accounting & Economics* (Vol. 24, pp. 3-37). [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00014-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00014-1)
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *Accounting Review*, 81(5), 963-982. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.963>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112-131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>
- Chiou, B.-H., & Chang, S.-H. (2020). Influence of Investment Efficiency by Managers and Accounting Conservatism on Idiosyncratic Risks to Investors. *Advances in Management and Applied Economics*, 10(1), 105-133.
- García Lara, J. M., García Osma, B., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 221-238. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.07.003>
- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting & Economics*, 29, 287-320.
- Ha, J., & Feng, M. (2018). Conditional conservatism and labor investment efficiency. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14(2), 143-163. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2018.05.002>

- Houcine, A. (2013). Does accounting conservatism affect firm investment efficiency in an emerging market? Evidence from Tunisian context. *African J. of Accounting, Auditing and Finance*, 2(3), 209. <https://doi.org/10.1504/ajaaf.2013.057630>
- Khan, M., & Watts, R. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 132-150. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.08.002>
- Khodami Pour, A., & Panahi Gonharani, R. (2017). The Impact of Accounting Conservatism on the Investment Efficiency Considering Information Asymmetry. *Journal of Financial Accounting Research*, 9(3), 91-110.
- Panda, B., & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory : Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>
- Razzaq, N. (2016). Accounting Conservatism Alleviates Firm's Investment Efficiency: An Evidence from China. *International Journal of Business and Economics Research*, 5(4), 85-94. <https://doi.org/10.11648/j.ijber.20160504.12>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Roychowdhury, S., & 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. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.12.003>
- Ruch, G. W., & Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34, 17-38. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2015.02.001>
- Watts, R. (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.4.287>
- Xu, X., Wang, X., & Han, N. (2012). Accounting conservatism, ultimate

ownership and investment efficiency. *China Finance Review International*, 2(1), 53-77.
<https://doi.org/10.1108/20441391211197456>

Yasir, M. (2018). *Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency*. Islamabad University.

The relationship between conditional conservatism and investment efficiency

Elsaid Abdelazim Tolba Elsharkawi

Abstract

This study aimed to investigate the relationship between conditional conservatism and investment efficiency. Based on a sample from Egyptian stock market consisting from 115 listed companies (644 observation), the current study examined this relationship. The results found that there is no relationship between conditional conservatism and investment efficiency through the mediation of information asymmetry. However, conditional conservatism, regardless of the mediation of information asymmetry, has shown a positive relationship with under-investment, which meant that it exacerbate this problem. In addition, the study examined the role of conditional conservatism in two frameworks, the first was to test the governance role of conservatism by examining the relationship between the conservatism and investment spending in light of the availability of sufficient internal fund to meet the investment spending, and the results showed the insignificance of this relationship, that is, conservatism in this framework does not play a governance role. As for the lack of sufficient funds to meet the investment spending (the second framework) and the company resorted to the debt market to secure financing for this spending, the results showed a negative relationship between conservatism and investment spending, rejecting the hypothesis of the informational role.