

العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء الملكية الإدارية؛ دراسة ميدانية في البيئة الأردنية

مؤيد محمد علي الفضل

كلية العلوم الإدارية، جامعة مؤتة، الأردن

dr.muayad_alfadheil@yahoo.com

الملخص

الغرض: تستهدف الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار في ظل تباين نسبة الملكية الإدارية بوصفها المحدد الأساس من محددات كفاءة قرارات الاستثمار من خلال مستوى التحفظ في التقارير المالية.

المنهجية: تم تصميم نموذج للدراسة يقوم على أساس اعتبار التحفظ المحاسبي المتغير المستقل وكفاءة قرارات الاستثمار على أساس أنها المتغير التابع. وقد قاس الباحث التحفظ في الشركات عينة الدراسة باستخدام مقياس (Basu , 1997) بينما استخدم نموذج (Biddle et.al,2013) لقياس المتغير التابع. ولتحقيق هدف الدراسة تم اختبار فرضيتها باستخدام النموذج المُصمَّم ولكن بمستويات مختلفة من الملكية الإدارية، وذلك بالتطبيق على عينة مؤلفة من (87) شركة أردنية للفترة (2013-2017).

النتائج: جاءت نتائج الدراسة مدعومة لفرضيتها، حيث أظهرت وجود علاقات مختلفة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار تبعاً لاختلاف نسبة الملكية الإدارية.

النتائج العملية: إن الجزء الأكبر من الشركات الأردنية لا يتبع سياسات محاسبية متحفظة؛ لذلك سادت فيها ظاهرة عدم تماثل المعلومات، ومن ثم عدم كفاءة قرارات الاستثمار. أما في الشركات المتحفظة فإن كفاءة قرارات الاستثمار تعتمد على مستوى التحفظ الحدي الذي يختلف من مستوى ملكية إدارية إلى آخر.

الأصالة العلمية: لقد دحضت نتائج الدراسة اعتبار أن منفعة التحفظ المحاسبي في تحسين جودة التقارير المالية وزيادة كفاءة قرارات الاستثمار والحد من مشاكل الوكالة لا تتأثر بمنفعة الإدارة. وذلك حينما كشفت الدراسة عن وجود ما أطلق عليه الباحث بـ (المستوى الحدي لمنفعة التحفظ)، وهو مستوى ناتج بفعل ارتباط التحفظ بدوافع المديرين.

الكلمات الدالة: التحفظ المحاسبي؛ كفاءة قرارات الاستثمار؛ الملكية الإدارية؛ البيئة الأردنية.

The Correlation Between Accounting Conservatism and the Efficiency of Investment Decisions in View of Managerial Ownership: A Field Study of Jordanian Environment

Muayad Mohammed Ali Al-fadhel

University of Mu'ta, Kingdom of Jordan

dr.muayad_alfadheil@yahoo.com

Abstract

Aim: The study aims to examine the correlation between accounting conservatism and the efficiency of investment decisions in view of managerial ownership variance which is regarded as one of the main principles of determining investment decisions efficiency.

Methodology: A model was designed based on the consideration that accounting conservatism represents the independent variable, while the investment decisions efficiency represents the dependent variable. The research measured the accounting conservatism in the companies of the sample by using Basu scale (1997); while using Biddle et. al. (2009) model to measure the dependent variable. To achieve the objective of the study, the study tested the hypothesis by implementing the designed model but with different levels of managerial ownership on a sample of 87 Jordanian companies from 2013 to 2017.

Results: The results of the study supported its hypothesis; as it showed the existence of different correlations between accounting conservatism and investment efficiency decisions according to the difference in the ratio of managerial ownership.

Practical implication: It was revealed that the majority of the Jordanian companies don't implement conservative accounting policies. This has led to the prevalence of the phenomenon of asymmetry of information and consequently, inefficiency of investment decisions. The results also revealed that in conservative companies, the efficiency of investment decisions depended on the level of marginal conservatism, which differs from one managerial ownership level to another.

Scientific authenticity: The significance of the study lies in refuting the concept that the benefit of the accounting conservative in improving the quality of financial reports, the efficiency of investment decisions as well as reducing agency problems; is absolute and is not affected by the management benefit. Moreover, the study proposes what the research named as 'The Marginal Level of Conservative Benefit', which resulted as a consequence of the correlation between conservatism and managers' motivation.

Keywords: accounting conservatism; investment decisions efficiency; managerial ownership; Jordanian environment.

المقدمة

يعد التحفظ المحاسبي من المفاهيم الأساسية التي يقوم عليها الإطار الفكري للمدخل الإيجابي للنظرية المحاسبية، وذلك بفعل تركيزه على كيفية الاختيار من بين البدائل، والطرق المحاسبية التي تتعلق بزيادة دقة وشفافية التقرير المالي داخل نطاق المحاسبة المالية؛ لذا يصفه بعضهم بأنه معيار يتيح للإدارة حرية المفاضلة بين الطرق المحاسبية التي تقود إلى تقليل الأرباح المترجمة المفصح عنها في التقارير المالية عن طريق تأخير الاعتراف بالإيرادات وتعجيل الاعتراف بالمصاريف؛ أي تقييم الأصول بأدنى القيم، وتقييم الالتزامات بأعلى القيم (Biddeet.al., 2013; Kim et.al., 2013)

وقد قدم الباحثون، منذ أكثر من عقدين، العديد من التعريفات التي تفسر التحفظ، منها دراسة (Basu, 1997) التي وصفته بأنه ميل المحاسبين نحو الحصول على درجة عالية من التحقق عند الاعتراف بالأخبار السارة على أنها أرباح أو مكاسب، أكثر من ذلك المطلوب للاعتراف بالأخبار السيئة على أنها خسائر. وأما دراسة (Beaver and Ryan, 2005) فقد عرفته بأنه متوسط الانخفاض في القيمة الدفترية لاصافي الأصول قياساً إلى قيمتها السوقية التي تنتج عن وجود شهرة محل غير مسجلة.

ويوجد نوعان من التحفظ: الأول هو التحفظ المشروط؛ وهو التحفظ المعلق على شرط حدوث أحداث معينة يتم تحديد كيفية التعامل معها مسبقاً من قبل إدارة الشركة، ويطلق على هذا النوع، أحياناً، بالتحفظ غير الاختياري بوصفه يمثل نوعاً من عدم توافر عنصر الاختيار من بين الطرق المحاسبية أمام الإدارة عند معالجة بعض بنود القوائم المالية. أما النوع الثاني فهو التحفظ غير المشروط؛ ويقصد به التحفظ غير المعلق على حدوث حدث معين، وإنما هو اختيار مسبق لطريقة محاسبية معينة لمعالجة بند معين من بنود القوائم المالية، وذلك عندما يكون هناك بدائل لمعالجة هذا البند محاسبياً، وعليه فإن هذا النوع من التحفظ لا يختص بالبنود التي لها معالجة محاسبية واحدة. (Lawrence et.al., 2013).

وينقسم المعنيين بالفكر المحاسبي والتطبيق العملي للتحفظ بين معارض ومؤيد. أما وجهة النظر المعارضة فتستند إلى رأي الإطار المفاهيمي الجديد للـ FASB، الذي يفيد بأن التمثيل الصادق للمعلومات في التقرير المالي، لا يتضمن التحفظ المحاسبي؛ لأنه يكون متعارضاً مع حيادية المعلومات المحاسبية (FASB, 2010, Para. BC3.27). كما بينت بعض الدراسات في هذا السياق، أن زيادة درجة التحفظ لا يؤدي إلى خفض ربح الشركة في الفترة الحالية، فحسب، وإنما يؤدي أيضاً إلى تكوين احتياطات مستترة يمكن للإدارة استخدامها في زيادة الأرباح في الفترات اللاحقة، خاصة في حالة انخفاض معدل النمو في الاستثمارات في تلك الفترات، الأمر الذي ينعكس أثره سلباً على صورة أرباح الفترة الحالية، وبالتالي، انخفاض قدرتها في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية انظر دراسة: (المؤمنى، 2018) (Penman and Zhang, 2002).؛ وأما وجهة النظر المؤيدة فتقوم على إبراز دور التحفظ في زيادة فاعلية التعاقدات التي يتم إبرامها بين الأطراف المختلفة في علاقة الوكالة، حيث أشارت كل من دراسة [Lafond (and Watts, 2008)، (Mousa, 2014)] و(النجار، 2014)، [أن الأخذ بالقيم الدنيا للأصول والإيرادات، وبالقيم العليا للالتزامات والمصاريف، يعني تحجيم قدرة الشركة على عمل تحيز في المعلومات المحاسبية (مقاييس الأداء)، مما يؤدي إلى الحد من قدرة الإدارة على القيام بالتصرفات الانتهازية التي تحقق منافعها على حساب مصالح الأطراف الأخرى، ومن ثم، يزيد من جودة التقارير المالية التي تعمل على خفض مشكلة عدم تماثل المعلومات الناشئة من الانهيار الأخلاقي للمديرين والاختيار العكسي.

وتشير الدراسات إلى تزايد أهمية ممارسة التحفظ المحاسبي، في العقدين الماضيين، وذلك على خلفية حالات الانهيار التي شهدتها كبريات الشركات العالمية في مطلع القرن الحادي والعشرين، وما نتج عنها من خسائر فادحة تحملها ذوي المصالح في الشركات، من جهة، والمستثمرين والمؤسسات المالية في أسواق رأس المال، من جهة ثانية، وذلك بسبب الممارسات الإدارية الانتهازية، والمتمثلة في استغلال مساحة الحرية المتاحة للإدارة للاختيار من بين البدائل والسياسات المحاسبية في إطار من الإفصاح عن الأداء، الذي ينطوي تحت ما يعرف بالمحاسبة غير المتحفظة أو المحاسبة التعسفية [(Lafond and Watts, 2008)، (Watt, 2003)]. وقد بينت البحوث التي أجريت في مجال كفاءة السوق؛ أهمية التحفظ المحاسبي في سد كل الثغرات التي تسمح باختراق البورصات على نحو يضر باستقرارها ويحميها من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الإشاعات، واستخدام المعلومات

غير المتاحة لجمهور المستثمرين؛ لتحقيق أرباح غير عادية، إلى جانب دورها في تحقيق أفضل تخصيص للموارد الاقتصادية والمحافظة على استقرار تكلفة رأس المال، وذلك في ظل التغيرات الهيكلية في طبيعة المتعاملين في الأسواق المالية واستراتيجياتهم بالشكل الذي يجعل بورصات الأوراق المالية أقرب من حالات المضاربة منها إلى كونها ساحات استثمار [Schleicher et al., 2007]. كما أبرزت دراسة [Francis and Martin, 2010] مدى تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية حينما قامت باختبار العلاقة بين درجة التحفظ في التقارير المالية وربحية واحدة من أهم القرارات الاستثمارية وهو قرار الاستحواذ إذ بينت النتائج التي أجريت على 17202 قرار الاستحواذ قامت بها 4979 شركة أمريكية للفترة من 1980-2006 بينت أن الشركات التي تزيد فيها ممارسات التحفظ المحاسبي تكون بقرارات الاستحواذ فيها أكثر كفاءة، وأن هذه الشركات تكون أقل احتمالية للقيام بعمليات تصفية لهذه الاستثمارات فيما بعد، كما أشارت دراسة [Xu et al., 2012] إلى أن سياسة التحفظ تحسن من كفاءة الاستثمارات من خلال الحد من الاستثمار المفرط من قبل المديرين، وأن التحفظ المحاسبي يحد من اندفاع المديرين نحو اختيار المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية السالبة، إلى جانب دوره في الحد من اتجاه التخلي المبكر عن المشاريع ذات الأداء الضعيف.

وإزاء هذه الأهمية التي تحظى بها سياسة التحفظ المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية في أسواق رأس المال سواء أكان ذلك عن طريق التأثير على تكلفة التمويل أم التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، فقد شهد الفكر المحاسبي في العالم الغربي جهوداً حثيثة للتعرف على نوع العلاقة فيما بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية [Chen et al., 2009]. أما في الوطن العربي فيلاحظ المتتبع نقصاً في الجهود البحثية المبذولة من قبل الباحثين في هذا المضمار الحيوي من النظرية المحاسبية؛ لذا جاءت الدراسة الحالية لتساهم في رفق وتعزيز المكتبة العربية بمثل هذه المواضيع المعاصرة، حيث يستهدف البحث تقديم أدلة مستمدة من واقع البيئة الأردنية عن العلاقة بين درجة التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ظل متغير الملكية الإدارية والمتغيرات المرتبطة بقرار الاستثمار.

أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة من النقاط الآتية:

- 1- توصف كل من دراسة [Khaniet al., 2013], [Razmehet al., 2014], [Maswade, 2016] التحفظ المحاسبي بأنه يشكل نقطة الانطلاق لتقييم أداء مخاطر الشركة، لأن ارتفاع درجة التحفظ المحاسبي ترسل إشارات جيدة للمستثمرين لتجنب الاستثمار في المحافظ غير الكفوءة وتوجيه مواردهم المالية نحو الاستثمارات الناجحة، وعليه فإن دراسة التحفظ المحاسبي في الشركات الأردنية تعد بحد ذاتها فرصة لتقييم أداء الشركات في اتجاه تحسين أداء السوق من عدمه، خاصة وأن بعض الدراسات أوضحت أنه عند تمتع التقارير المالية بالتحفظ في سوق ما، يشير إلى تحقق فرضية كفاءة السوق التي تفيد بأن سعر السهم يعكس جميع المعلومات المتوافرة عنه في الوقت المناسب (ياسين، 2008).
- 2- أوضحت دراسة [Chen et al., 2017] أن كفاءة الاستثمار إنما تعتمد على الشفافية في التقارير المالية التي تعتمد على خفض مستوى عدم تماثل المعلومات بين المؤسسات المالية في سوق رأس المال، وبالتالي، خفض تكلفة التمويل التي ستنجح للإدارة فرصة الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها الجديدة...، أما في حالة انخفاض درجة الشفافية فإن ذلك يعني ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات في السوق الذي سيرسل إشارات لمجهزي السيولة في السوق عن وجود تعارض مصالح داخل الشركة قد ينتج عنها قيام الإدارة بتبني مشاريع ذات قيمة عالية سالبة أو غير كفوءة؛ بهدف تعظيم منافعها الشخصية، وهو ما قد يؤدي إلى دفع المؤسسات المالية إلى رفع تكلفة التمويل لتعويض خسائرهم المحتملة، ومن ثم، دفع الشركات نحو التخلي عن بعض الفرص الاستثمارية الجديدة لارتفاع تكلفة تمويلها، مما سينعكس أثره سلباً على حجم الاستثمار في الشركة، وبالتالي كفاءة القرارات الاستثمارية، وعليه؛ فإن البحث في العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات الأردنية؛ سيكشف ما إذا كانت هناك مشكلة عدم تماثل المعلومات من عدمه في سوق رأس المال، وهل لهذه المشكلة أثر على تكلفة رأس المال وبالتالي كفاءة القرارات الاستثمارية؟
- 3- إن سعي هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء مستويات

مختلفة من نسبة الملكية الإدارية، إنما يعني البحث في مضمون دوافع مجلس الإدارة باتجاه التحفظ (Shi and You,2016). وهو الجانب الذي غفلت عنه الدراسات السابقة، والتي تناولت الموضوع مما يضيف بعداً ثالثاً على أهميتها.

الإطار النظري للدارسة

أولاً: - التأسيس الفكري للعلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية في ضوء الملكية الإدارية:
برزت نظرية الوكالة بوصفها واحدة من نظريات تفسير الشركة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية الصريحة أو الضمنية بين طرفين هما: حملة الأسهم (الأصيل) والإدارة (الوكيل)، يكلف على أساسها الطرف الثاني بالقيام بأنشطة معينة لصالح الطرف الأول ويفوض صلاحيات اتخاذ القرارات نيابة عنه. وقد بينت الدراسة التي قاما بها ((Jensen and Meckling, 1976)) في معرض شرحها لسلوكيات حملة الأسهم والإدارة، أن دور الإدارة في كونها مفوضة من قبل حملة الأسهم، والمتمثل في إدارة الموارد المالية المتاحة للشركة والتفاوض نيابة عن حملة الأسهم مع كل الأطراف المهتمة بالشركة، التي لها علاقة مصلحية معها، ينبغي أن يكون -هذا الدور- بالطريقة والشكل اللذين يحققان نواتج إيجابية تفوق كلفة الفرصة البديلة التي كان من الممكن استثمار هذه الموارد فيها، وتعظيم ثروة حملة الأسهم. وأوضحت الدراسة أن ذلك الأمر يمكن أن يتحقق في صورته الأكثر قبولاً عندما تتمثل الإدارة بمالك الشركة الوحيد؛ حيث تتوافق عندها مصلحة الإدارة مع منفعة حملة الأسهم وتكون على نسق وأحد وتخلفي عندها مشكلة تعارض المصالح، وما يترتب عليها من تكاليف وكالة...، ولكن عندما يتفتت رأس مال الشركة على عدد كبير من حملة الأسهم، فإن ذلك سيكون مدعاة للشعور بالخوف على مصالحهم، خاصة عندما لا يكون للإدارة حقوق في التدفقات النقدية المتحققة من إدارتها لموارد الشركة إلا بالقدر المتفق عليه. فالتباين في حقوق السيطرة الإدارية وحقوق (هيكل الملكية) حملة الأسهم في التدفقات النقدية، يقود إلى انحراف الإدارة في سلوكها الوظيفي من منظور تعظيم ثروة حملة الأسهم. وذلك من خلال اتخاذ قرارات تزيد من دالة منفعتها الشخصية، من جهة، تزيد من تعرض حملة الأسهم لمخاطرة الأعمال الناشئة عن التباين بين التدفقات النقدية المتوقعة من الموارد المتاحة للشركة والتدفقات النقدية الخارجة المتفق عليها مع الإدارة، من جهة ثانية. ولعل من أبرز السلوكيات الانتهازية للإدارة، هو قرارات الاستثمار. فعن طريق القوائم المالية غير المتحفظة يحاول المديرون خلق فجوة معلومات، أو كما تعرف بعدم تماثل المعلومات، بينهم، من جهة، وبين حملة الأسهم والمؤسسات المالية في سوق رأس المال، من جهة ثانية، من شأنها (أي فجوة المعلومات) أن تجعل سلوك الطرفين في اتجاهين متعارضين يقودان في النهاية إلى فشل الشركات في بلوغ مستوى الاستثمار الأمثل، الذي يعكس كفاءة القرارات الاستثمارية، وفشل السوق المتمثل بردود الفعل السلبية للمؤسسات المالية التي تنتج عنها، في الأغلب الأعم، التخصيص غير الكفاء لمواردهم المالية وذلك بسبب اختلاف تقديراتهم للتدفقات النقدية المتوقعة من محافظهم الاستثمارية؛ نتيجة اختلافهم في تقدير المخاطرة، إذ كلما ارتفعت نسبة عدم تماثل المعلومات زادت المخاطرة المصاحبة للاستثمارات (Chen et al.,2017; Wang et al.,2015).

وتشير الدراسات إلى جود نوعين من التأثير لعدم تماثل المعلومات على كفاءة القرارات الاستثمارية هما: الأول تأثير الاختيار العكسي، وهو التأثير الناتج من تباين المعلومات بين الإدارة وكبار حملة الأسهم، من جهة، والمؤسسات المالية في سوق رأس المال، من جهة أخرى. فيموجب هذا النوع من التأثير تكون كمية المعلومات ونوعيتها التي تطلع بها الإدارة وكبار حملة الأسهم أكثر من تلك المعلومات المتاحة للمؤسسات المالية. ويؤدي هذا النوع إلى ظهور مخاطرة المعلومات التي تنشأ بسبب عدم توفر المعلومات الكافية، التي تجعل المؤسسات المالية في موقف يمكنهم من فهم وملاحظة جميع تصرفات الإدارة وقرارات المديرين، مما يصعب عليهم بالتالي معرفة أحوال الشركة ومستقبلها، ومن ثم، صعوبة تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من محافظهم الاستثمارية، ولأن هذا النوع من المخاطر لا يمكن تجنبها بالتنوع؛ لأن المستثمر الذي لديه معلومات أقل يمكنه أن يكون دائماً في وضع الخطأ عند تخصيص موارده على محفظته الاستثمارية مقارنة مع المستثمر المطلع، فإن ردة فعله الطبيعية إزاء ذلك طلب تعويض إضافي على شكل عوائد غير متوقعة تؤدي إلى رفع كلفة السيولة، ومن ثم، تكلفة التمويل التي ستكون المبرر الذي يستند عليه المديرون لإقناع حملة الأسهم في الشركة بفكرة التخلي، وبالتالي عدم بلوغ الشركة مستوى الاستثمار الأمثل، وهو ما يعرف بنقص الاستثمار.

وأما النوع الثاني من التأثير فهو تأثير السلوك اللاأخلاقي للمديرين، وينشأ هذا النوع عن اختلاف بين دوافع المديرين وحمة الأسهم الذي يضيف إلى قيام المديرين بالمبالغة في تنفيذ المشاريع الاستثمارية بهدف زيادة منافعهم الشخصية، وهو ما يعرف بالمغالاة في الاستثمار أو تنفيذ مشاريع استثمارية غير كفؤة عن طريق تمويلها بالديون للاستفادة من أثارها الإيجابية على ربحية الشركة بفعل ميزتها الضريبية التي تعرف بأدبيات الوقر الضريبي للديون (Rad et.al.,2016; Lara et.al.,2016; Francis et.al.,2013; Ting,2015).

وعلى هذا الأساس من الفهم، فإن السبب الأساس وراء عدم كفاءة القرارات الاستثمارية يرجع بالدرجة الأساسية إلى عدم تماثل المعلومات الناشئ عن تدني مستوى التحفظ للتقارير المالية، فالعلاقة بين عدم تماثل المعلومات والتحفظ المحاسبي هي علاقة مترابطة وعكسية، فكلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي انخفض عدم تماثل المعلومات، ومردده عائد إلى دور التحفظ في خفض حالة عدم التأكد الخاصة بالتدفقات النقدية المستقبلية (بسبب تأجيل الاعتراف بالأرباح الحالية لصالح الأرباح المستقبلية) مما يمكن المؤسسات المالية من تحليل وتقييم تأثيرها على الربحية الحالية والمستقبلية للشركة، التي تؤدي تباعاً إلى خفض كلفة الديون، وكلفة حق الملكية الناشئين من مخاطر المعلومات، إلى جانب أهميته في معالجة السلوك اللاأخلاقي للمديرين، فتأجيل الاعتراف بالأرباح وتعتجيل الاعتراف بالمصاريف سيقلل دافعية المديرين نحو توجيه موارد الشركة باتجاه الاستثمارات غير الكفؤة مما يؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية (Lai and Liu,2018; Shi and You,2016; Lee,2014; Wang,2013; Sofian et.al.,2011).

ومن هذا المنطلق ربط العديد من الباحثين سياسة التحفظ المحاسبي بدوافع الإدارة التي باتت تختلف تبعاً لاختلاف نسبة ملكيتها في رأس مال الشركة، حيث بينت تلك الدراسات أن العلاقة بين التحفظ المحاسبي ونسبة الملكية الإدارية هي علاقة طردية، إذ كلما زادت نسبة الملكية الإدارية اتجهت التقارير المالية للشركة نحو التحفظ المحاسبي (Bassiouny et.al.,2016; Song,2015)، وهو ما ذهب إليه الباحث عندما اعتقد أن دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية لا يمكن أن تفضي إلى نتائج منطقية دون الأخذ بالاعتبار أثر تباين نسبة الملكية الإدارية بوصفها إحدى محددات كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال مستوى التحفظ المحاسبي.

ثانياً: - الدراسات السابقة

لقد زحرت الأدبيات المحاسبية الغربية، منذ أكثر من عقدين من الزمان بالعديد من الدراسات التي بحثت العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية انظر على سبيل المثال دراسة (الصايغ وحميدة، 2015)، غير أن موضوع التحفظ المحاسبي ومدى تأثيره على كفاءة الاستثمارات لم يحظ بالاهتمام الكافي من قبل الباحثين، إلا في السنوات القليلة الماضية، وعليه؛ فإن الباحث سيقوم بعرض هذه الجهود البحثية حسب أقدميتها وهي على النحو الآتي: -

1- دراسة (dna demhA namlleuD,1002)

انطلقت هذه الدراسة من الافتراضات التي قامت عليها كل من دراسة (3002, sttaW) ودراسة (dna llaB) ودراسة (5002, ramukavihS) اللتين تفيدان أن التحفظ المحاسبي يساعد بشكل كبير في التخفيف من مشكلة المغالاة أو النقص في الاستثمار، ومن ثم، كان له دور كبير في زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية. فالتقارير المالية المتحفظة تتمتع بجودة معلومات أعلى من تلك غير المتحفظة، مما يجعلها أكثر قدرة على خفض حالة عدم تماثل المعلومات لدى المؤسسات المالية، ومن ثم، حالة عدم التأكد بشأن التدفقات المالية المستقبلية، الأمر الذي ينعكس أثره إيجابياً على تكلفة التمويل وعلى أساس تلك الافتراضات. فالدراسة كما نلاحظ حاولت اختبار ما إذا كان للتحفظ المحاسبي دور» في زيادة الربحية المستقبلية للشركة والتخفيف من مشكلة تعارض المصالح وبالتالي تكلفة الوكالة من عدمه. وقد أجريت الدراسة على 18332 شركة أمريكية للفترة من 1002-9891 ولقياس مستوى التحفظ استخدمت مقياسين هما: مقياس التوقيت غير المتماثل، ومقياس نسبة القمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحق الملكية (BTM). أما ربحية الشركة فتم التعبير عنها بربحية السهم إلى قيمته السوقية وقد تضمن نموذج الاختبار ثلاثة متغيرات ضابطة هي: الرافعة المالية، ومعدل النمو، ونسبة مصاريف البحث والتطوير والدعاية والإعلان إلى إجمالي الأصول، ولقد أيدت نتائج الدراسة صحة فرضيتي الدراسة حيث أظهرت أن الشركات الأكثر تحفظاً هي الأعلى ربحية مستقبلية قياساً «بتلك الأقل تحفظاً». كما بينت

أن الشركات الأكثر تحفظاً هي الأدنى تكلفة وكالمة من تلك الأقل تحفظاً. ويعيب الباحث على هذه الدراسة اعتمادها في قياس ربحية الشركة على عنصرين غير متناسقين هما: ربحية السهم التي تقاس على أساس نتيجة النشاط، والتي بدورها تتأثر بمستوى التحفظ أو إدارة الربح. أما العنصر الثاني فهو القيمة السوقية للسهم التي تعكس ردود فعل السوق اتجاه التحفظ أو إدارة الربح إلى جانب تأثرها بظروف ترتبط بأداء السوق المالي أكثر من ارتباطها بأداء الشركة، وعلية؛ فإن الباحث يعتقد أن هذه الدراسة لم تكن موفقة في اختيار مقياس كفاءة الاستثمارات.

2- دراسة (3102,iahT dna tidarpnaun)

حاولت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وفرص الاستثمار المستقبلية المتاحة للشركة، حيث افترضت وجود علاقة طردية بين المتغيرين واستخدمت بيانات 6931 مشاهدة تغطي السنوات 1102-5002، وقد شملت العينة جميع القطاعات الاقتصادية العاملة في السوق النرويجي. وعبرت الدراسة عن التحفظ المحاسبي بمقياس 7991,usaB بينما قاست الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة بخمسة مقاييس هي: نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية. ومعدل النمو السنوي للقيمة السوقية للأصول. ونسبة الربح إلى السعر. ومعدل العائد السنوي للأصول. وأخيراً متوسط المرتبة العشرية لكل من معدل النمو في القيمة السوقية للأصول وربحية السهم ومعدل العائد السوقي. أما المتغيرات الضابطة في نموذج الاختبار فهي: حجم الشركة وتركيز السوق والربحية، وسيولة السوق، وتوزيعات الأرباح، ومصاريح الإعلان، والترويج. وأما عن نتائج هذه الدراسة فقد أيدت فرضيتها حيث أظهرت وجود علاقة طردية ذات مغزى إحصائي بين التحفظ المحاسبي والفرص الاستثمارية المستقبلية؛ مما دفع بالباحثات في هذه الدراسة نحو استنتاج أهمية التحفظ المحاسبي في تحسين قرارات الاستثمار، وأن التحفظ يساعد على خفض مخاطر الاستثمار. ويؤخذ على هذه الدراسة؛ أن المقاييس المستخدمة في قياس الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة جميعها تعتمد على معلومات التقارير المالية التي قد تكون أساساً» وليدة السياسات المحاسبية المتحفظة لإدارة الشركة، وبالتالي، فإن نتيجة قياس علاقتها بالتحفظ المحاسبي قد يشوبها التحيز بسبب علاقة الارتباط الذاتية بين متغيرات الدراسة.

3-دراسة (4102 ,.la.te dajen)

أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 111 شركة صناعية مالية وخدمية مسجلة في بورصة طهران للفترة من 1102-6002 وكانت تستهدف إلى جانب اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءات الاستثمارات، فحص فرضيتين ثانويتين؛ الأولى العلاقة بين استحقاقات الشركة وكفاءة استثماراتها، والثانية تسعى إلى اختبار العلاقة بين الرافعة المالية للشركة وكفاءة استثماراتها. وقد بينت نتائج الدراسة وجود علاقة إيجابية بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار في الثلاثة قطاعات الاقتصادية، كما أظهرت النتائج أنه لا توجد أية علاقة بين كفاءة الاستثمار واستحقاقات الشركة، على عكس متغير الرافعة المالية. وتختلف هذه الدراسة عن الدراستين السابقتين في اختلاف منهجية قياس كفاءة الاستثمار. ومع ذلك فإنها لم تميز بين المغلات والنقص في الاستثمار وأثر التحفظ عليهما.

4- دراسة (5102,gniT)

تميزت هذه الدراسة عن سابقتها في كونها تسعى إلى اختبار أثر التحفظ على المغالاة في الاستثمار في ثلاثة أنواع مختلفة من هيكل الملكية في الصين وهي: الشركات المملوكة من قبل الحكومة المركزية، والشركات المملوكة من قبل الحكومات المحلية (المحافظات)، والشركات المملوكة من قبل الأفراد (المستثمرين). وقد تكونت عينة الدراسة من 401 شركة مملوكة من الحكومة المركزية، و203 شركة مملوكة محلياً، و252 شركة مملوكة من قبل الأفراد. وتغطي تلك الشركات ثلاثة قطاعات اقتصادية هي: الصناعية والخدمية والمالية، ولفترة زمنية محددة بين 3102-0102. وتختبر الدراسة أربع فرضيات؛ تسعى الأولى إلى بيان فيما إذا كان هنالك تباين في مستوى التحفظ المحاسبي بين الشركات تبعاً لاختلاف ملكيتها. وأما الفرضية الثانية فتختبر أي من تلك الجهات الثلاثة تعالي في الاستثمار. وأما الثالثة فتفحص العلاقة بين التحفظ والمغالاة في الاستثمار. وأما الفرضية الأخيرة فتفيد بأن مدى وظيفة آلية التحفظ المحاسبي يكون بين القوي جداً» وذلك في الشركات ذات الملكية الخاصة وضعيف في الشركات المملوكة محلياً. وقد جاءت نتائج هذه الدراسة موضحة بأن هنالك مغالاة في الاستثمار بالأنواع الثلاثة للملكية والتباين في مستوى التحفظ فيما بينها كبير جداً». أما فيما يخص المغالاة في الاستثمار فقد أظهرت النتائج بأن الملكية الخاصة هي أكثر الشركات مغالاة في الاستثمار، ثم يليها الشركات المملوكة مركزياً» وأخيراً الشركات المملوكة محلياً، أما فيما يخص التحفظ فإن الشركات ذات

الملكية المركزية هي أكثر تحفظاً» ثم يليها القطاع الخاص وأخيراً الشركات المملوكة محلياً»، وبذلك يمكن القول بأن أثر التحفظ المحاسبي على المغالاة يختلف في القطاع المملوك مركزياً» عن الشركات المملوكة محلياً» أو المملوكة من قبل الأفراد، وبذلك أيدت هذه الدراسة التوجهات الفكرية للباحث باعتبار الملكية الإدارية المؤثر الفاعل في العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمارات.

5- دراسة (6102,la.teeraL)

أجريت هذه الدراسة على الشركات الإسبانية وغطت 62614 مشاهدة للفترة 0991-7002 وكانت تستهدف إلى اختبار ثلاث فرضيات أساسية؛ تفيد الأولى بأن المزيد من التحفظ والاستثمار يقودان إلى ضعف في كفاءة الاستثمارات، بينما تحاول الفرضية الثانية الإجابة عن التساؤل الآتي: هل يكون أثر التحفظ على قرارات الاستثمارات أكثر وضوحاً» في الشركات التي تتصف بارتفاع ظاهرة عدم تماثل المعلومات فيها؟ أما الفرضية الثالثة فتفيد بوجود علاقة طردية بين التحفظ ونسبة المديونية وذلك في الشركات التي تعاني من نقص في الاستثمارات. وتظهر نتائج الدراسة أن الشركات التي تتصف بارتفاع مستوى التحفظ يكون فيها الاستثمار مبالغ فيه مما يضعف من كفاءته فيها، وأن الشركات التي يزيد فيها التحفظ تقل فيها نسبة المديونية، أي أن العلاقة بين مستوى التحفظ ونسبة المديونية، هي علاقة عكسية. وأن تلك النتائج تكون واضحة في الشركات التي ترتفع فيها ظاهرة عدم تماثل المعلومات. وبينت الدراسة أن المقرضين يرغبون بزيادة مستوى التحفظ لأن ذلك سيساعدهم في مراقبة تصرفات الإدارة ويحد من سلوكها الأخلاقي. وبذلك فقد قدمت هذه الدراسة أدلة قوية على أهمية التحفظ في ترشيد الاستثمار وتحسين كفاءته. وتميزت هذه الدراسة عن سابقتها بإدخال متغير عدم تماثل المعلومات بوصفه أحد مخرجات سياسات التحفظ المحاسبي، إلى جانب فحص أثر التحفظ على تكلفة التمويل ومن ثم عقود المديونية

6- دراسة (6102,la.teqazzaR)

حاولت هذه الدراسة اختبار ما إذا كان للتحفظ المشروط دور» هاماً» في ترشيد كفاءة الاستثمار من خلال الحد من المغالاة أو النقص في الاستثمار، وذلك على عينة بلغت 04002 مشاهدة مستمدة من الشركات الصينية للفترة من 2002 لغاية 3102. ولتحقيق هدف الدراسة فحص الباحثون في هذه الدراسة ثلاثة فرضيات تفيد الأولى بان العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمارات، هي علاقة طردية. وأما الثانية فتفترض أن التحفظ المحاسبي يخفف من سعي الشركة نحو النقص في الاستثمار. وأما الفرضية الأخيرة فتتص على أن التحفظ يخفف من مغالاة الشركة في الاستثمار. وقد جاءت نتائج التحليل الإحصائي لتلك الفرضيات مؤيدة لها حيث بينت النتائج وجود علاقة طردية بين التحفظ المشروط وكفاءة الاستثمار، وأن العلاقة بين التحفظ المشروط والنقص أو المغالاة في الاستثمار هي علاقة طردية، إذ وجد الباحث أن التحفظ المشروط يخفف من المغالاة أو النقص في الاستثمار. وركزت هذه الدراسة على أثر التحفظ على المغالاة أو النقص في الاستثمار، وهو الأمر الذي غفلت عنه الدراسات السابقة.

7- دراسة (6102,nassaH dna unimA)

أجريت هذه الدراسة على الشركات النيجيرية وبلغت حجم العينة 08 شركة غطت الفترة 5002-4102 وتشبه هذه الدراسة سابقتها التي أجريت على موضوع العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمارات، وإن نتيجتها كانت مؤيدة لنتائج الدراسات السابقة بهذا الخصوص.

8- دراسة (عبد الزهرة،7102)

أجريت هذه الدراسة على تسع شركات مصرفية مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 5002-5102 وكانت تستهدف تقييم مستوى التحفظ المحاسبي فيها وأثره على كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة. وقد جاءت نتائج الدراسة على خلاف سابقتها حيث لم تظهر أي أثر للتحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمارات رغم تدني مستوى التحفظ في الشركات عينة الدراسة.

9- دراسة (7102,la te niessuH)

أجريت هذه الدراسة على 67 شركة باكستانية للفترة من 2102-7102 وتوصلت إلى أن لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط أثر إيجابي على كفاءة الاستثمار وأن التحفظ يساعد الشركات على الحد من المغالاة أو النقص في الاستثمار حيث أظهرت النتائج أن التحفظ يقلل من مخاطر الاستثمار ويجنب إدارات الشركات من الولوج في المشاريع ذات القيمة الحالية السالبة؛ لذا فهو يعد أحد أهم أدوات حماية أصحاب المصالح في الشركات.

ويظهر التحليل المقارن تميز هذه الدراسة عن سابقتها في كونها تحاول اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار عند مستويات مختلفة من نسبة الملكية الإدارية؛ وذلك لمعرفة ما إذا كان لدوافع الإدارة دور مهم في تحديد مستوى التحفظ من عدمه، من جهة، وكفاءة الاستثمار، من جهة أخرى، وبالتالي التحقق من فكرة أن التحفظ لا يعد أكثر من كونه وسيلة من الوسائل الإدارية لجعل منافعتها تتسق ومنفعة حملة الأسهم، ومن ثم، الحد من مشكلة تعارض المصالح وخفض تكلفة الوكالة. فضلا عن أن هذه الدراسة تعد الأولى من نوعها في الوطن العربي، عموماً، والأردن، خصوصاً، مما يضيف ذلك بعداً إضافياً لأهميتها.

منهجية الدراسة

مشكلة الدراسة: -

تشير الدراسات التي أجريت على التحفظ المحاسبي والعوامل المؤثرة فيه في الشركات الأردنية إلى وجود انخفاض نسبي في مستوى التحفظ إلى جانب تباينه في شركات القطاعات الاقتصادية العاملة في السوق الأردني (حمد ومحمد، 2018؛ حمدان، 2011) مما يوحي ذلك إلى وجود مشكلة عدم تماثل المعلومات التي تلقي بظلالها على كلفة التمويل في سوق رأس المال، ومن ثم، على كيفية وإمكانية تمويل الفرص الاستثمارية، وهذا ما بينته دراسة (الفضل، 2016) حينما كشفت نتائجها عن وجود علاقة عكسية بين جودة الأرباح وتكلفة رأس المال. كما أوضحت الدراسات التي أجريت في الأردن على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وهيكل الملكية أن هناك أثراً سلبياً ذو دلالة إحصائية معنوية للملكية الإدارية على التحفظ المحاسبي (Alkurdi et al., 2017؛ الشهد والعناتي، 2017؛ Sraheen et al., 2014)؛ مما يعني ذلك وجود دور للمديرين في التأثير على مستوى التحفظ المحاسبي للتأثير على كلفة التمويل ومن ثم الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة. وعلى أساس تلك النتائج بلور الباحث مشكلة دراسته بالسؤال الآتي: -

هل يختلف أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في الشركات الأردنية تبعاً لاختلاف نسبة الملكية الإدارية فيها؟

عينة الدراسة:-

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات الصناعية والخدمية والعقارية المسجلة في سوق عمان للأوراق المالية لسنوات (2013-2017-) والبالغ عددها (163) شركة، وقد سحب الباحث من ذلك المجتمع عينة للدراسة يبلغ حجمها (87) شركة موزعة على القطاعات الاقتصادية الثلاثة سابقة الذكر، وكما هو مبين في الجدول رقم (1) وذلك وفقاً للشرطين الآتيين:-

1. ضرورة توفر جميع المعلومات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة لمدة خمسة سنوات متتالية بدءاً من عام (2013) إلى عام (2017).
2. أن تكون أسهم الشركة متداولة في بورصة عمان خلال فترة الدراسة وأن لا تكون قد دمجت مع شركة أخرى خلال تلك الفترة.

جدول رقم (1)

الوصف الإحصائي لمجتمع وعينة الدراسة

على مستوى القطاعات الاقتصادية						على مستوى المجتمع		البيان
العقارية		الخدمية		الصناعية		%	العدد	
العدد	%	العدد	%	العدد	%			
33	20.2	58	35.6	72	44.2	100	163	الشركات المدرجة في السوق
18	24	31	40.7	27	35.5	100	76	الشركات المستبعدة
15	17.3	27	31	45	51.7	100	87	عينة الدراسة

فرضيات الدراسة:-

في ضوء سؤال مشكلة الدراسة تم صياغة الفرضية الآتية:-
H1:- لا يختلف أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمارات تبعاً لاختلاف نسبة الملكية الإدارية في الشركات الأردنية.

متغيرات الدراسة:-

أ- **المتغير المستقل:** استناداً إلى ما أشارت إليه بعض الدراسات مثل دراسة (Yassin et al.,2015) ودراسة (Wang,2013) عن وجود علاقة ارتباط بين التحفظ المحاسبي وعدم تماثل المعلومات، وأن تلك العلاقة تعد إحدى العوامل المهمة في التأثير على كلفة رأس المال، ومن ثم على الفرص المتاحة للشركة لتمويل مشاريعها الاستثمارية، يرى الباحث ترجيح مستوى التحفظ المحاسبي بعدم تماثل المعلومات لتمثل النتيجة المتغير المستقل في هذه الدراسة ويتم ذلك على النحو الآتي: -
1. مقياس التحفظ المحاسبي:- يوجد عدد من نماذج قياس التحفظ المحاسبي بيد أن أكثر النماذج شيوعاً في الاستخدام هو نموذج (Baus,1997)، غير أن الباحث لن يستخدمه في دراسته لأنه يستند على فرضية كفاءة سوق المال، حيث يفترض أن تجسد أسعار الأسهم الأخبار السارة وغير السارة، الأمر الذي لا يتوفر في الأسواق المالية الناشئة والضعيفة مثل بورصة عمان، لذلك اختار الباحث مقياس إجمالي المستحقات للباحثين (Givoly and Hayn,2000). الذي يعتمد على قائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية، ويقوم هذا المقياس على فرضية مفادها أن التحفظ يؤدي إلى خفض الربح على أساس الاستحقاق عن صافي التدفقات النقدية الناتجة من العمليات التشغيلية على مدى فترة زمنية طويلة، وذلك بسبب ما ينتج عن التحفظ من استحقاقات سالبة. وقد تم استخدام هذا النموذج في العديد من الدراسات مثل دراسة (Alkurdi et al.,2017). ويتم حساب التحفظ بموجب هذا النموذج وفقاً للمعادلة رقم (1):

$$UC- ACC_{it} = [(NI_{it+} - Dep_{it}) - OCF_{it}] / Average Total Assets_{it} \dots \dots \dots (1)$$

حيث إن:-

$UC- ACC_{it}$: إجمالي المستحقات للشركة (i) في السنة (t).

NI_{it} : صافي دخل الشركة (i) في السنة (t).

Dep_{it} : مصاريف الإهلاك للشركة (i) في السنة (t).

OCF_{it} : صافي التدفقات النقدية في الأنشطة التشغيلية للشركة (i) في السنة (t).

و تشير القيمة السالبة لإجمالي مستحقات الشركة إلى وجود سياسات محاسبية متحفظة والعكس صحيح. وباستخدام النموذج السابق قام الباحث باحتساب قيمة التحفظ المحاسبي للشركات عينة الدراسة للفترة 2013-2017. وبالرغم من عدم وجود قيمة معيارية للنموذج يمكن مقارنتها بالقيم المحسوبة لتحديد ما إذا كانت تلك القيم عالية أو متدنية، إلا أن نتائج اختبار (t) والانحراف المعياري لتلك القيم المدرجة في الجدول رقم (2) يمكن اعتبار تلك القيم عالية وتشير إلى انخفاض مستوى التحفظ في التقارير المالية للشركات الأردنية.

جدول رقم (2)

الوصف الاحصائي لمستوى التحفظ في الشركات عينة الدراسة

معامل الانحراف المعياري	اختبار (t)	مستوى التحفظ	عدد المشاهدات	التفاصيل
				نوع الشركة
0.485	*1.617	(0.419)	239	الشركات غير المتحفظة
0.513	*1.724	(0.124)	196	الشركات المتحفظة

* مستوى المعنوية بين 2.5 _ 5 %

2. قياس متغير عدم تماثل المعلومات:- تشير الدراسات السابقة إلى وجود أربعة مداخل لقياس ظاهرة عدم تماثل المعلومات، يرتبط المدخل الأول بالمحللين الماليين ومن مقاييس هذا المدخل اختلاف تنبؤات المحللين الماليين ومقياس مدى تتبع المحللين الماليين وأخيراً مستوى دقة تنبؤات المحللين الماليين. وتعتمد مقاييس هذا المدخل على دقة وعدالة معلومات التقارير المالية وردة فعل المستثمرين اتجاه تلك المعلومات، مما يجعل تلك التنبؤات لا تعكس حقيقة أداء الشركة، وبالتالي لا تعكس المخاطر الأخلاقية ومخاطر الاختيار العكسي. وترتبط مقاييس المدخل الثاني بأسعار وعوائد الأسهم وتشمل درجة تقلب أو تذبذب أسعار الأسهم ومقياس العائد على المبادلات الداخلية. أما المدخل الثالث فتستند مقاييسه على الفرص الاستثمارية ومعدل النمو وتشمل مقياس القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لحق الملكية ونسبة القيمة السوقية للموجودات إلى قيمتها الدفترية ونسبة السعر إلى الربح. ويلحظ على مقاييس هذا المدخل أن جزءاً منها يعتمد على معلومات التقارير المالية التي قد تتضمن سياسات متحفظة في تقييم الموجودات أو ممارسات لإدارة الربح مما يجعلها لا تعكس حقيقتها، فضلاً عن صعوبة تحديد القيمة السوقية للموجودات على وجه الدقة والموضوعية. أما المدخل الرابع فهو مدخل نظرية السوق ويشمل مقياسين هما: السعر وحجم التداول للأسعار المرغوبة. ويعد هذا المدخل أكثر مداخل قياس ظاهرة عدم تماثل المعلومات شيوعاً في الاستخدام؛ لأنه يعكس مشكلة الاختيار العكسي الناتجة عن اختلاف المعلومات (Leuz and Verrechia, 2000)، لذا؛ سيتم استخدامه في هذه الدراسة وعلى وجه التحديد مقياس مدى السعر أو كما يعرف مدى الفعالية النسبية للسعر الذي يمثل حصيلة قسمة مضاعف القيمة المطلقة للفرق بين سعر الصفقة ومتوسط أفضل سعر بيع وشراء على متوسط أفضل سعر بيع وشراء وذلك على النحو الآتي:-

$$\text{Effective Spread} = \frac{2 [\text{price} - \text{midpoint}]}{[\text{Bid} + \text{Ask}2/]} \dots\dots (2)$$

وباستخدام نموذج الفاعلية النسبية للسعر، قاس الباحث قيمة عدم تماثل المعلومات للشركات عينة الدراسة، ولناذرة الحدث. ولتحديد ما إذا كانت هذه القيم تشكل ظاهرة في بورصة عمان من عدمه، قام الباحث بإجراء اختبار لتلك القيم، وقد جاءت نتائجه مؤيدة لفرضية وجود ظاهرة عدم تماثل المعلومات في بورصة عمان، وأن هذه الظاهرة تتباين من حيث القوة بين القطاعات في الشركات المتحفظة وغير المتحفظة، حيث بلغ متوسط قيمة عدم تماثل المعلومات في الشركات المتحفظة (0.451) بينما في الشركات غير المتحفظة (0.944).

ولمعرفة ما إذا كان لتدني التحفظ المحاسبي دور في وجود هذه الظاهرة التي لم يتمكن الباحث من تحديد إن كانت قيمتها عالية أو متدنية لعدم وجود قيمة معيارية للنموذج يتم بموجبها المقارنة، فقد وجد الباحث أنه من المناسب قياس علاقة الارتباط بين هذا المتغير وقيم التحفظ المحاسبي باستخدام معامل ارتباط (سيبرمان)، الذي يقيس العلاقة أو الارتباط بين متغيرين محولين إلى رتب. وقد جاءت نتائج ذلك الاختبار مدعومة لفرضية وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية عكسية بين المتغيرين، مما يعني أن للتحفظ المحاسبي علاقة بوجود عدم تماثل المعلومات في بورصة عمان وبالتالي لابد من أخذ هذا العامل في الاعتبار، وذلك عن طريق ترجيح التحفظ المحاسبي بقيم عدم تماثل المعلومات عند اختبار فرضية الدراسة.

جدول رقم (3)

الوصف الإحصائي لعدم تماثل المعلومات للشركات عينة الدراسة

على مستوى القطاعات الاقتصادية			على مستوى العينة ككل	البيان الوصف الإحصائي
العقارية	الخدمية	الصناعية		
0.803	0.687	*0.716	0.722	متوسط قيمة عدم تماثل المعلومات
*0.259	*0.265	*0.271	*0.287	معامل ارتباط سيبرمان

* مستوى المعنوية بين 3-5 %

ب- المتغير التابع ويتمثل بكفاءة قرارات الاستثمار:- توجد عدة نماذج لقياس هذا المتغير منها نسبة (q) المقترحة من قبل (Tobin,1969) ومن أمثلة الدراسات التي استخدمت هذا المقياس: (Bushman et al,2011)، كذلك نموذج نسبة القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية لإجمالي الديون إلى القيمة السوقية للشركة، ومن أمثلة الدراسات التي استخدمت هذا المقياس هي دراسة: (Bens and Menahan,2004)، ومن المقاييس المقترحة بهذا الشأن أيضاً مقياس انحراف حجم الاستثمار الفعلي عن مستوى حجم الاستثمار الأمثل، ومن أمثلة الدراسات التي استخدمت هذا المقياس الدراسة التي قام بها (Biddle et al.,2013). ولأغراض هذه الدراسة سيستخدم الباحث النموذج الأخير في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية وذلك لتوفر المعلومات اللازمة لقياسه في التقارير المالية المنشورة للشركات الأردنية، وذلك باتباع الخطوات الآتية:-

1. تقدير حجم الاستثمار الأمثل للسنة وسيعتمد الباحث في ذلك على معدل النمو السنوي في الإيرادات وباستخدام نموذج الانحدار المتجزئ ووفقاً للمعادلة رقم (3)

$$\text{Optimal Invest.} = a_0 + a_1 \text{ Neg}_{it-1} + a_2 \% \text{ Rev Growth}_{it-1} + a_3 \text{ Neg} * \% \text{ Rev Growth}_{it-1} + \dots + \sum_{it} \dots \dots (3)$$

حيث إن:

Optimal Invest = حجم الاستثمار الأمثل للسنة.

Neg_{it} = متغير نوعي يأخذ القيمة (1) إذا كان النمو في الإيرادات سالباً والقيمة (صفر) إذا كان موجباً.

$\% \text{ Rev Growth}$ = معدل النمو في الإيرادات الذي يحسب على أساس الفرق بين إيرادات السنة الحالية والسنة السابقة ÷ إيرادات السنة السابقة.

2. حساب حجم الاستثمار الفعلي للسنة (t): ويتم عن طريق طرح مجموع الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة، والاستثمارات طويلة الأجل، ونفقات البحث، والتطوير من قيمة الأصول الثابتة، والاستثمارات طويلة الأجل المباعة خلال السنة.

3. قياس كفاءة القرارات الاستثمارية: ويتم عن طريق طرح نتيجة الخطوة (2) من حجم الاستثمار الأمثل المقاس في الخطوة (1). فإذا كانت النتيجة موجبة؛ فإن ذلك يعني وجود مغالاة في الاستثمار، إما إذا كانت النتيجة سالبة فإن ذلك يعني وجود نقص في الاستثمار، وفي كلا الحالتين يعني ذلك عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.

جدول رقم (4)

الوصف الإحصائي لكفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات عينة الدراسة

على مستوى القطاعات الاقتصادية						على مستوى العينة ككل	البيان
العقارية	الخدمية	الصناعية					
17,3%	75	31%	135	51,7%	225	435	عدد المشاهدات
22,9	8	26,9	18	61,2	41	67	عدد المشاهدات التي تظهر كفاءة الاستثمار
18,8	21	28,6	32	52,6	59	112	عدد المشاهدات التي تظهر مغالاة في الاستثمار
18	46	33,2	85	48,8	125	256	عدد المشاهدات التي تظهر نقصاً في الاستثمار

وتوضح نتائج عملية قياس كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات الأردنية للفترة 2013-2017 والمدرجة في الجدول رقم (4) أن الجزء الأكبر من قرارات الاستثمار لا تتصف بالكفاءة، وأن النقص في الاستثمار هو الصفة الغالبة على تلك القرارات، مما يشير إلى تأثرها بدوافع المديرين بدلالة الآتي:

أولاً. نتيجة اختبار ارتباط سيبرمان الذي أجراه الباحث بين نسبة الملكية الإدارية والنقص في الاستثمار، والموضح في الجدول رقم (5). والتي تظهر وجود علاقة ارتباط قوية عكسية ذات دلالة إحصائية معنوية بين تلك المتغيرين.

ثانياً. تحليل نسبة المديونية الذي كشف عن ارتفاعها في الشركات التي تتصف بالمغالاة في الاستثمار، مما يعني لجوء المديرين إلى الاقتراض لتمويل المشاريع الاستثمارية، من جهة، وانخفاضها في الشركات التي تتصف بالنقص في الاستثمار، من جهة ثانية، حيث بلغت كمتوسطة في النوع الأول (33.42%)^a بينما بلغت في النوع الثاني كمتوسط (23.67%)^a، ذلك ما يدعم توجه الباحث في هذه الدراسة، والمتمثل في اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي، وكفاءة قرارات الاستثمار، في ظل اختلاف نسبة الملكية الإدارية بوصفها المحدد الأساس لتلك المتغيرين.

جدول رقم (5)

نتائج اختبار ارتباط سيبرمان بين نسبة الملكية الإدارية والمغالاة أو النقص في الاستثمار

على مستوى القطاعات الاقتصادية			على مستوى العينة ككل	البيان
العقارية	الخدمية	الصناعية		
*(0.408)	** (0.273)	** (0.273)	*(0.287)	1. العلاقة بين النسبة الملكية الإدارية والمغالاة في الاستثمار
(0.398)	** (0.275)	** (0.276)	*(0.279)	2. العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية والنقص في الاستثمار

* نسبة المعنوية $\leq 3\%$ ** نسبة المعنوية $\leq 5\%$

^a: تم حساب نسبه المديونية على اساس: - نسبه القيمة الدفترية للديون طويلة الاجل إلى القيمة الدفترية لإجمالي أصول الظاهرة في التقارير المالية لمشاهدات عينه الدراسة.

المتغيرات الضابطة:- وهي المتغيرات التي تعد بمثابة محددات لكفاءة القرارات الاستثمارية وقد تباينت الدراسات حول عدد هذه المتغيرات [Ting, 2015]; [Lard et al., 2016]] لذا سيتم اختيار أكثرها تأثيراً على كفاءة القرارات الاستثمارية إلى جانب بعض المتغيرات التي لم تتناولها تلك الدراسات وعلى النحو الآتي:-

1. حجم الشركة: ولقياس قيمة هذا المتغير يستخدم الباحث اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة، وتأتي أهمية اعتبار حجم الشركة من المحددات المهمة لكفاءة القرارات الاستثمارية بين الشركات الكبيرة وصغيرة الحجم؛ بسبب ظاهرة عدم تماثل المعلومات، حيث أظهرت الدراسات أن الشركات صغيرة الحجم أقل قبولاً للتحفظ، وبالتالي الأكثر وجوداً لظاهرة عدم تماثل المعلومات؛ الأمر الذي يلقي بظلاله على كلفة التمويل مقارنة بالشركات الكبيرة، مما يؤدي ذلك إلى تقليص خيارات التمويل أمامها، ومن ثم عزوفها عن الاستثمار (Weinberg, 1994). أما الناحية الثانية فتتعلق باحتمالية الإفلاس، إذ تشير الدراسات أن الشركات صغيرة الحجم هي أكثر عرضة للإفلاس من الشركات كبيرة الحجم (Abdullahiet al., 2011).
2. الديون المستحقة: يقصد بالديون المستحقة تلك الديون الواجبة السداد خلال السنة سواء أكانت ديون قصيرة الأجل أم الجزء المستحق من الديون طويلة الأجل، ويتم حسابها على أساس قسمة الديون المستحقة على إجمالي الديون (Gomaliz and Ballesta, 2014).

وتأتي أهمية هذا المتغير بوصفه أحد محددات كفاءة القرارات الاستثمارية، حيث يعطي تصوراً لمجهزي السيولة عن القدرة الإيفائية للشركة التي من شأنها أن تخفف أو تزيد من حدة القيود المفروضة من قبلهم على حرية الإدارة في اتخاذ القرارات الاستثمارية. وقد تناولت عدة دراسات أثر هذا المتغير على كفاءة القرارات

- الاستثمارية، فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة (Mehrban and Salteh,2014) أنه لا يوجد أي أثر للديون المستحقة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وقد دعمت تلك النتيجة دراسة (Jafari,2016) التي أجريت على (36) شركة إيرانية. أما (Aulia and Sirgor, 2018) فقد أظهرت أن للديون المستحقة علاقة معنوية مع حالة المبالغة في الاستثمار بينما ليس لها أثر في حالة النقص في الاستثمار.
3. الفائض النقدي: ويمثل هذا المتغير القيمة النقدية الزائدة لدى الشركة. وهو مقياس للركود المالي ويحسب بقسمة الأرصدة النقدية على إجمالي الأصول. وتأتي أهمية هذا المتغير كمحدد لكفاءة القرارات الاستثمارية من كونه أحد محفزات المديرين نحو الاستثمار، إذ كلما ارتفعت قيمته كلما زاد حافز المديرين نحو الاستثمار وذلك لتجنب مخاطر الركود المالي، ولقد أوضحت دراسة (Wang,2014) أثر هذا المتغير على الاستثمارات المستقبلية للشركة حينما كشفت عن تأثيره الإيجابي على استثمارات الشركة خاصة في ظل ارتفاع المخاطرة المالية.
4. معدل العائد على الأصول: ويمثل مقياس الأداء المالي للشركة. ويتم قياسه بقسمة الدخل قبل البنود غير العادية على إجمالي الأصول، وأهمية إدخال هذا المتغير ضمن نموذج اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية، وتتجسد في تحسين إيجابية العلاقة باعتبار العائد على الأصول أحد محددات كفاءة قرارات الاستثمار [(Stubelj,2014 (Tariverdi and Keivanfar,2017)].
- ج- نسبة الملكية الإدارية:- يقصد بالملكية الإدارية؛ نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين في رأس مال الشركة، وعليه؛ فإنها تقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل تلك الشريحة على مجموع أسهم رأس المال المدفوع. وتظهر نتيجة قياس نسبة الملكية الإدارية ارتفاعها في الشركات عينة الدراسة؛ حيث بلغ متوسطها %22.71 ويعد القطاع الخدمي أكثر القطاعات ارتفاعاً، إذ بلغ متوسطها فيه %26.51، بينما تمثلت النسبة الأقل في القطاع العقاري حيث بلغ متوسطها فيه %13.2. ولغرض اختبار فرضية الدراسة قام الباحث بتقسيم نسبة الملكية الإدارية إلى أربعة مستويات هي %5 فأقل، %6، %15، %16، %25، أكثر من %25.
- ويستند الباحث في هذا التقسيم على معيارين؛ أولهما: أن أقل قيمة لهذه النسبة في مشاهدات الدراسة البالغة (435) مشاهدة كانت %3.2. وأن أكبر قيمة كان %38.4، وهذا يعني أن طول الفئة في المستويات الأربعة يكون متناسق. أما المعيار الثاني؛ فهو معرفة طبيعة وشكل تأثير الزيادة في نسبة الملكية الإدارية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية، ويتطلب الأمر تقسيم الملكية الإدارية إلى هذه المستويات.

و بتوزيع مشاهدات عينة الدراسة البالغة (435) مشاهدة خلال نافذة الحدث على نسب الملكية الإدارية وفقاً لمستوى التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار يظهر بوضوح أن حالات المغالاة في الاستثمار تكون مصاحبة لانخفاض نسبة الملكية الإدارية وهذا ما قد يوحي بوجود علاقة ارتباط فيما بين المتغيرين، وهو ما أكدته نتيجة اختبار سيبرمان الذي أظهر قيمة معنوية عالية تبلغ 0.489 بمستوى معنوية %3,2 (العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية وكفاءة قرارات الاستثمار).

جدول رقم (6)
الوصف والتوزيع الإحصائي لعينة الدراسة وفقاً للملكية الإدارية

على مستوى القطاعات الاقتصادية			على مستوى العينة ككل	البيان	توزيع المشاهدات على الفئات
العقارية	الخدمية	الصناعية			
13.2%	26.51%	23.6%	22.71%	الوسط الحسابي	
3279	0.3435	32530.	0.3321	الانحراف المعياري	
31230.	0.3017	0.3114	0.2895	معامل التشتت	
17	24	26	67	5% فأقل	
19	26	43	88	6%-15%	
16	34	65	115	16%-25%	
23	51	91	165	أكثر من 25%	
75	135	225		مجموع المشاهدات	

جدول رقم (7)
توزيع عينة الدراسة على أساس متغيرات الدراسة

على مستوى كفاءة قرارات الاستثمار			على أساس مستوى التحفظ				مستوى الملكية الإدارية		
نقص	مغلاة	كفوة	غير متحفظة		متحفظة				
4,5%	3	95,5%	64	-	100%	67	-	5% فأقل	
34	30	66	58	-	93,2	82	6,8%	6-15%	
78,3	90	-	21,7%	25	44,3	51	55,7	64	16-25%
74,5	123	-	25,5	42	23,6	39	76,4	126	أكثر من 25%
	246		122	67		239	196		مجموع المشاهدات

الأسلوب الإحصائي المستخدم في اختبار فرضية الدراسة:-

قبل اختيار الأسلوب الإحصائي المناسب لاختبار فرضية الدراسة فإنه ينبغي اختبار ما إذا كان توزيع المجتمع الأصلي الذي سحبت منه العينة طبيعياً من عدمه، ولهذا الغرض يستخدم الباحث اختبار (Lillefors Test for Normality) الذي يعتمد على المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لمفردات مجموع الأصول لعينة الدراسة، حيث تم اختبار الفرضية الآتية:-
Ho: تعني أن بيانات عينة الدراسة المسحوبة من المجتمع الأصلي ذات توزيع طبيعي عند مستوى معنوية مساوية أو أقل من 5%.

وبعد إجراء الاختبار وجد أن قيمة T المحسوبة أصغر من قيمة $W_{.95}$ الجدولية، وعليه؛ تقبل فرضية العدم، مما يعني أن الشركات عينة الدراسة ذات توزيع طبيعي عند مستوى 5% وبالتالي ينبغي استخدام الاختبارات الإحصائية (البارا مترية) لأن الاختبارات (البارا مترية) تصبح غير ملائمة. وفي ضوء ذلك يستخدم الباحث تحليل الانحدار لاختبار فرضية الدراسة وعلى النحو الآتي:-

$$INVEFF_{it} = a_j + B_1 CON_{it} * ES_{it} + B_2 SIZE_{it} + B_3 DEMAT_{it} + B_4 FINSLA_{it} + B_5 ROA_{it} + \sum_j \dots \dots (4)$$

حيث أن:-

INVEFF = كفاءة القرارات الاستثمارية.

 $a_j =$ الحد الثابت في النموذج.CON_{it} * ES_{it} = التحفظ المحاسبي المرجح بعدم تماثل المعلومات.SIZE_{it} = لوغار يتم إجمالي الأصول (حجم الشركة).DEMAT_{it} = الديون المستحقة.FINSLA_{it} = الركود المالي (الفائض النقدي).ROA_{it} = العائد على الأصول.

وتشير مصفوفة الارتباط الذاتية للمتغيرات الرقابية والمستقلة، إلى عدم وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية بين تلك المتغيرات، مما يعني إمكانية الاعتماد على نتائج النموذج في تفسير فرضية الدراسة.

جدول رقم (8)
مصفوفة الارتباط الذاتية للنموذج

ROA	FINSLA	DEMAT	SIZE	CON*ES	المتغيرات
0.1087	0.0832	0.0655	0.1215	1	CON*ES
0.0847	0.1045	0.1062	1	0.1215	SIZE
0.1032	0.1047	1	0.1062	0.0655	DEMAT
0.1007	1	0.1047	0.1045	0.0832	FINSLA
1	0.1007	0.1032	0.0847	0.1087	ROA

نتائج اختبار فرضية الدراسة

أولاً: يلاحظ أنه عند مستوى ملكية إدارية لا تزيد عن 5%، كان الأثر ذا دلالة إحصائية معنوية إيجابية، بمعنى كلما قل مستوى التحفظ المحاسبي قلت كفاءة القرارات الاستثمارية. ويفسر هذه النتيجة نظام الحوافز والمكافآت الإدارية، الذي يقوم على أساس نسبة من صافي الربح وليس على أساس الراتب الثابت المتبع في معظم شركات هذه الشريحة، والذي قد يعد السبب الأساس وراء حوالي 95.5% من قرارات الاستثمار في هذه الشركات هي قرارات مغالى فيها (انظر جدول رقم 7). وبلا شك أن هذه النتيجة تدعم فرضية الدراسة؛ لأن نظام الحوافز والمكافآت الإدارية؛ يعد وأحدًا من بواعث اختيار السياسات المحاسبية غير المتحفظة، مما يعزز من تفسير الباحث لهذه النتيجة؛ وهو نسبة المديونية في شركات هذه الشريحة، التي تبلغ حوالي 39.4%، حيث تشير هذه النسبة العالية من المديونية إلى رغبة المديرين في تعظيم منافعهم الشخصية على حساب منافع حملة الأسهم من خلال الاعتماد على القروض لتمويل المشاريع. وذلك لما لها من آثار إيجابية على زيادة أرباح الشركة بفعل الفارق بين عائد استثمارها وكلفتها (أي القروض)، من جهة، وميزة القروض الضريبية باعتبار فوائدها جزءًا من المصاريف التي تطرح من الدخل الخاضع للضريبة التي تعرف هذه الميزة في نظرية التمويل المعاصرة بالوقر الضريبي للديون من جهة ثانية.

أما بشأن المتغيرات الضابطة، فقد أظهرت نتيجة الاختبار الإحصائي المدرجة في الجدول رقم (9) أنه بالرغم من صغر حجم الشركات في هذا المستوى من الملكية الإدارية، إلا أنه كان له (أي حجم الشركة) دور مؤثر، وبشكل إيجابي على المغالاة في الاستثمار، وهذا ما يؤكد ما ذهب إليه الباحث بأن رغبة المديرين في زيادة منافعهم الشخصية تجعلهم لا يباليون بمخاطر الاستثمار التي في الأغلب الأعم تصاحب الشركات صغيرة الحجم، أما متغير الديون المستحقة؛ فقد جاءت نتيجته مدعمة لفرضية اعتباره من محددات كفاءة قرارات الاستثمار، فانخفاض

متوسط قيمته يبدو أنه كان حافظاً لمجهزي السيولة لتمويل الشركات. والحال كذلك مع الفائض النقدي الذي أظهرت نتائجه عن وجود أثره الإيجابي على المغالاة في الاستثمار. أما معدل العائد على الاستثمار فلم يكن له أي أثر.

جدول رقم (9)
نتائج اختبار فرضية الدراسة لمستويين 5% فأقل و6-15% فأقل

المستوى الأول: 6-15 % فأقل					المستوى الأول: 5 % فأقل					مستوى الملكية الإدارية
قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة المحسوبة	معامل الاحتمال B	المتوسط	قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة المحسوبة	معامل الاحتمال B	المتوسط	
56.7%	3.1	1.867	0.57	0.365	76.5%	3.8	1.805	1.48	0.403	CON*ES
35.2%	4.4	1.755	0.021	6.15	36.9%	4.1	1.79	0.045	6.4	SIZE
14.7%	4.5	1.746	0.78	6.9	8.6%	3.6	1.865	1.25	5.4	%DEMAT
22.7%	3.3	1.826	0.185	0.45	38.6%	3.2	1.86	(1.075)	0.28	FINSLA
-	غ.م	1.357	0.65	16.2	-	غ.م	1.451	0.401	19.4	ROA
0.367					0.78					INVEFF
1.165					1.075					a _j
68.4%					72.3%					معامل التحديد R ²
0.014					0.017					الخطأ المعياري
7.8					8.15					قيمة F المحسوبة
4.2					3.6					مستوى المعنوية

ثانياً: يختلف المستوى الثاني للملكية الإدارية (6-15%) عن سابقة بوجود شركات متحفظة تبلغ نسبتها 6.8%. كما أن ما يميز هذا المستوى، أيضاً، هو تضمنه على كلا النوعين عدم كفاءة قرارات الاستثمار المعالي، والنقص في الاستثمار، وبنسبة 2:1، وبالرغم من وجود هذين الاختلافيين إلا أن نوع الأثر لم يختلف، إذ أظهر الاختبار الإحصائي وجود أثر ذي دلالة معنوية إيجابية للتحفظ المحاسبي على المغالاة في الاستثمار ولكن بقوة أقل شدة مما هو عليه في المستوى الأول حيث بلغ معامل التأثير (المرونة) في المستوى الأول 76.5% بينما بلغ في المستوى الثاني 56.7%. ويعتقد الباحث أن السبب الأساس وراء انخفاض قوة التأثير في هذا المستوى من الملكية الإدارية يعود إلى اختلاف التوجهات الاستثمارية لمديري شركات هذه الشريحة، فارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي إلى بروز فرضية التحصين إلى جانب فرضية تقارب المصالح في تفسير سلوك الاختيار العكسي والأخلاقي للمديرين، إذ في مثل هذه الأوضاع يكون المديرون أكثر ميولاً لتجنب مخاطر الاستثمار، وما يترتب عليها من مشاكل الإفلاس وقيود عقود المديونية، وهو ما يفسر وجود حالة النقص في الاستثمار التي بلغت نسبتها حوالي 34% وانخفاض نسبة المديونية إلى (34.6%)^b. وبلا شك فإن تضارب التوجهات الاستثمارية بهذه الطريقة ستؤدي حتماً إلى خفض قوة التأثير، أما المتغيرات الضابطة فإن نتائجها لم تختلف عن نظيرتها في المستوى السابق.

^{b/} تعكس هذه النسبة متوسط نسبة المديونية المستخرجة من بيانات القوائم المالية لمشاهدات هذه الشريحة.

ثالثاً: سادت في هذا المستوى من الملكية الإدارية (16-25%) حالة التحفظ على عدم التحفظ، حيث بلغت نسبة الشركات المتحفظة 55.7%، وظهرت حالة القرارات الاستثمارية الكفوءة، حيث شكلت نسبة حوالي 21.7% واختفت حالة المغالاة في الاستثمار (انظر جدول رقم 7). مما يعني ذلك أن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يصاحبها زيادة في التحفظ المحاسبي الذي بدوره قد يقود إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية، من جهة، وأن ظاهرة المغالاة

في الاستثمار لا ترتبط بالضرورة الحتمية مع حالة عدم التحفظ، رغم ما بينته نتائج اختبار المستوى الأول والثاني وذلك بدلالة أن نسبة 44.3% من شركات هذه الشريحة هي غير متحفظة.

وإزاء تلك الخصائص لبيانات هذه الشريحة فإن اختبار فرضية الدراسة يتطلب إعادة تبويب البيانات وجعلها متجانسة لكي يمكن الاعتماد على نتائجها وتفسيرها. ولهذا الغرض قام الباحث بتبويب مستوى التحفظ إلى خمسة فئات طول الفئة 0.03 والحد الأدنى للفئة الأولى (-0.132) وهي أصغر قيمة في البيانات لكنها تمثل أعلى مستوى للتحفظ في مشاهدات هذه الشريحة من الملكية الإدارية، ثم بعد ذلك توزيع مشاهدات كفاءة قرارات الاستثمار على تلك الفئات وكما هو مبين في الجدول رقم (10) الذي يوضح وجود مشاهدات من حالة نقص في الاستثمار ضمن مستويات التحفظ يبلغ عددها 40 مشاهدة وقد تركز 36 مشاهدة منها في الفئتين الأولى والثانية، أما المشاهدات الباقية فقد كانت ضمن الفئة الخامسة، بالرغم من استثنائية هذه الحالة باعتبار عدم كفاءة قرارات الاستثمار عادة ترتبط بعدم التحفظ وليس بالتحفظ، إلا أن الباحث لا يراها كذلك لأن مثل هذه الحالة يمكن أن تظهر في الشركات العائلية، مثل التي تتصف بها شركات تلك المشاهدات، وذلك بدوافع الاستحواذ عن طريق ترغيب حملة الأسهم بالتخلي عن استثماراتهم من خلال اتخاذ سياسات محاسبية متعسفة. أما القرارات الكفوءة فقد تركزت في الفئة الثالثة والرابعة بواقع 23 مشاهدة، وأما المتبقي فقد كان ضمن الفئة الأخيرة، مما يعني ذلك أن للتحفظ منفعة حدية وليست مطلقة في القرارات الاستثمارية وتتمثل في حدود أقل من (0.101) إلى (0.009).

جدول رقم (10)

التوزيع التكراري لكفاءة قرارات الاستثمار على فئات التحفظ

فئات التحفظ	(0.102) - (0.132)	(0.071) - (0.101)	(0.04) - (0.07)	(0.009) - (0.039)	(0.008) فأكثر
التوزيع التكراري	22	19	9	14	52

وفي ضوء تلك المعطيات أجري اختبار فرضية الدراسة الذي بدأ بفحص أثر التحفظ في مشاهدات الفئة الأولى والثانية بوصفهما متجانستين، وقد أظهر وجود أثر عكسي ذي دلالة إحصائية معنوية للتحفظ على حالة النقص في الاستثمار وأن هذا الأثر يبدأ بالتلاشي كلما نقص مستوى التحفظ حتى يصل إلى الفئتين الثالثة والرابعة، الذي عندهما يتحول إلى أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية معنوية، إذ كلما نقص مستوى التحفظ اتجهت القرارات الاستثمارية إلى حالة الكفاءة؛ حتى يصل مستوى التحفظ إلى (-0.009)، وبعدها يعود الأثر إلى حالته السلبية ويستمر مع حالة عدم التحفظ، وبهذه النتيجة فإن العلاقة بين التحفظ وكفاءة قرارات الاستثمار في مشاهدات هذه الشريحة من الملكية الإدارية تأخذ شكل المقعر. وبلا شك هذه النتيجة كانت متوقعة من قبل الباحث لأن المنطق يفترض وجود مستوى أمثل للتحفظ تكون عنده قرارات الاستثمار في أفضل الأحوال، وأن زيادة مستوى التحفظ عن تلك الحدود لا بد أن يكون مرتبطاً بدوافع أخرى عدا تحسين قرارات الاستثمار كما هو الحال مع دوافع مديري الشركات العائلية التي تتصف بها مشاهدات ذلك المستوى من التحفظ. أما نتيجة أثر عدم التحفظ مع النقص في الاستثمار فينسبها الباحث إلى دوافع مديري الشركات التي قد تتجه نحو رغبتهم في الاستمرار بوظائفهم، لذلك فقد إلى ما يعرف بإدارة الأرباح، التي هي نقيض التحفظ، لتحسين أداء الشركة وإعطاء تصوراً جيداً عن تدفقاتها النقدية الحالية والمستقبلية للمستثمرين، إلى جانب كونها (أي إدارة الأرباح) تعد من الأدوات الفاعلة لمواجهة الآثار السلبية لحالة النقص في الاستثمار على القيمة السوقية للشركة. وعلى أساس ذلك التحليل يمكن القبول بفرضية الدراسة لهذا المستوى من الملكية الإدارية.

و تجدر الإشارة إلى أن الاختبار لم يظهر أثرًا لأي من المتغيرات الضابطة، فانخفاض مجموع الديون المستحقة في فئة مستوى التحفظ (0.071 - 0.132) وتوفر الفائض النقدي لم تشجع وتحفز مديري شركات مشاهدات هذه الشريحة نحو الاستثمار وذلك بدوافع المنفعة الشخصية المتمثلة في رغبتهم في استحواد استثمارات حملة الأسهم من خلال نقص في الاستثمار وزيادة التحفظ اللذان يعملان على إرسال إشارات سلبية عن حملة الأسهم عن مستقبل الشركة وأدائها.

جدول رقم (11)
نتائج اختبار فرضية الدراسة لمستوى ملكية إدارية 16%-25%

(0.008) فأكثر					(0.071) – (0.009)					(0.071)-(0.132)					مستوى الملكية الإدارية	
قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار B	المتوسط	قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار B	المتوسط	قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار B	المتوسط	التفاصيل	
36.9%	4.1	1.73) 0.286	0.443	36%	4.1	0.98	0.06	(0.06)	34.80%	3.20%	1.965	(0.84)	(0.099)	CON*ES	المتغيرات
-	غ.م	1.435	0.645	10.7	-	غ.م	1.55	0.317	10.8	-	غ.م	1.432	0.651	12.1	SIZE	
-	غ.م	1.345	0.118	4.1	-	غ.م	1.313	0.128	4.4	-	غ.م	1.224	0.121	4.3	DEMAT%	
-	غ.م	1.415	0.217	7.10%	-	غ.م	1.351	0.317	0.75	-	غ.م	1.471	0.247	0.91	FINSLA	
-	غ.م	1.371	0.281	11.9	-	غ.م	1.451	0.288	11.9	-	غ.م	1.321	0.181	12.4	ROA%	
(0.342)					0.001					(0.239)					INVEFF	معطيات نموذج الاختبار
0.645					0.795					0.089					a _p	
67.4					57.8					72.4					معامل التحديد R ²	
0.101					0.038					0.118					الخطأ المعياري	
10.9					7.5					7.56					قيمة F المحسوبة	
2.7					2.3					3.40%					مستوى المعنوية	

رابعاً: عند مستوى ملكية إدارية أكثر من 25% يلاحظ أن الشركات أكثر تحفظاً من المستويات الثلاثة السابقة حيث تبلغ نسبتها في هذه الشريحة (76.4%) مما يعني ذلك أن زياد ملكية المديرين تجعلهم أكثر ميلاً نحو التحفظ، ويلاحظ على هذه الشركات أن (36.5%) منها تتصف بتركز الملكية و(17.5%) منها تتصف بالملكية الأجنبية، لهذا يعتقد الباحث أن السبب الأساس وراء تحفظ الجزء الأكبر من هذه الشركات ربما يعود إلى رغبة المديرين فيها على تخفيض التكاليف السياسية وذلك من خلال ممارستها التأثير على الإدارة نحو زيادة التحفظ، وذلك بفعل وجودهما ضمن فريق مجلس الإدارة. كما يلاحظ على هذه الشركات أن (21.4%) منها تتصف بارتفاع الملكية الحكومية التي قد يكون سبب ميل المديرين فيها نحو التحفظ هو تحسين الحاكمية المؤسسية لدعم وجود سوق كفوء يجلب رأس المال المحلي والأجنبي وتخفيض كلفة رأس المال للشركات المحلية. أما الشركات غير المتحفظة فقد لاحظ الباحث أن 59% منها تتصف بالملكية المؤسسية والإفراد.

و لاختبار فرضية الدراسة لهذه الشريحة من الملكية الإدارية، قام الباحث بنفس الإجراءات التي قام بها عند المستوى الثالث (16-25%) وكما هو مبين في الجدول رقم (12) الذي يكشف أن قرارات الاستثمار المثلى تتركز في الفئة الثانية التي جميع مشاهداتها تمثل قرارات كفوة. أما النقص في الاستثمار لمشاهدات الشركات المتحفظة فقد توزعت على الفئة الأولى والثالثة والرابعة وبعضها ضمن الفئة الخامسة. وأما نتيجة الاختبار الإحصائي فقد أكد ما ذهب إليه الباحث سابقاً بخصوص وجود منفعة حدية للتحفظ المحاسبي، حيث أظهرت النتائج وجود أثر إيجابي للتحفظ على قرارات الاستثمار للمشاهدات المحصورة بين مستوى التحفظ (0.110) - (0.08)، وأما عندما يقل مستوى التحفظ عن ذلك المستوى أو يزيد يكون الأثر سلبياً.

جدول رقم (12)

التوزيع التكراري لكفاءة قرارات الاستثمار على فئات التحفظ

فئات التحفظ	(0.111) - (0.141)	(0.08) - (0.110)	(0.049) - (0.079)	(0.018) - (0.048)	فاكثر (0.017)
التوزيع التكراري	38	41	23	21	42

والجدير بالذكر أن الشركات ذات القرارات الاستثمارية المثلى تنتمي للشركات التي تتصف بالملكية الأجنبية أو الحكومية. ويعتقد الباحث أن هذه النتيجة منطقية بخصوص الشركات ذات الملكية الأجنبية لأن المستثمرين الأجانب يمارسون دورهم الرقابي على الشركات المحلية بشكل مباشر وغير مباشر. وأما الرقابة المباشرة فتكون عن طريق استخدام حق التصويت للتأثير على قرارات الإدارة، وأما الرقابة غير المباشرة فتتم عن طريق التهديد بسحب استثماراتهم من الشركات المحلية، الأمر الذي يؤثر إيجابياً على جودة التقارير المالية ومن ثم قرارات الاستثمار. وأما بالنسبة للشركات الممولة حكومياً فقد كانت النتيجة غير متوقعة للأسباب الآتية:-

1. لأن الحكومة تلجأ إلى التحفظ لإخفاء موارد الشركة لأهداف سياسية.
2. تعاني الشركات التي بها تواجد حكومي عالٍ من مشكلة الوكالة بشكل واضح لأن تعيين المديرين في هذه الشركات يتم من قبل الحكومة وليس من قبل المالكين العاديين.
3. تقوم الحكومة باستخدام هذه الشركات لتحقيق أهداف اجتماعية وسياسية قصيرة الأجل وغالباً ما تتعارض مع تعظيم منافع حملة الأسهم.

ولكن يبدو وفقاً لهذه النتيجة أن وجهة النظر الأرجح لتفسيرها ترتبط بالدور الرقابي للحكومة والمتمثل في استخدام هذه الشركات كنموذج لاستقطاب الاستثمار الأجنبي لتحقيق التنمية المستدامة في البلد.

وعلى أساس هذه النتيجة فإن شكل العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار تأخذ الشكل المقعر، وأن دوافع الإدارة هي المحرك الأساس لمستوى التحفظ بدلالة الأثر العكسي الذي أظهره اختيار الفئة الأولى، حيث تزامن التحفظ المحاسبي مع النقص في الاستثمار وكلاهما يهدفان إلى تحقيق منفعة الإدارة، فالدافع الضريبي هو السبب وراء تزايد مستوى التحفظ، والرغبة في الاستحواذ على استثمارات حملة الأسهم هو الحافز وراء النقص في الاستثمار حالة عدم التحفظ في ظل وجود النقص في الاستثمار فقد كان يهدف إلى المحافظة على القيمة السوقية للشركة من الآثار السلبية لنقص الاستثمار.

c/ لقد تم احتساب نسب هيكل الملكية بالاعتماد على معلومات التقارير المالية للشركات عينه الدراسة.

جدول رقم (13)
نتائج اختبار فرضيات الدراسة لمستوى ملكية إدارية 25% فأكثر

(0.008) فأكثر					(0.08) – (0.11)					(0.111) - (0.141)					مستوى الملكية الإدارية التفاصيل	
قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار B	المتوسط	قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار B	المتوسط	قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار B	المتوسط		
30%	4.5	1.781	(1.675)	0.065	71.25%	2.9	1.95	0.015	0.095	45.90%	3.7	1.971	1.083)	(0.125)	CON*ES	المتغيرات معطيات نموذج الاختبار
-	غ.م	1.453	(0.748)	10.8	-	غ.م	1.651	0.675	12.6	-	غ.م	1.641	0.971	10.1	SIZE	
21.30%	4.2	1.811	(1.072)	7.2	34.80%	3.6	1.875	0.012	5.8	25.10%	4.2	1.84	(0.891)	8.3	%DEMAT	
10.70%	3.8	1.871	(0.057)	68%	40.50%	3.2	1.88	0.003	0.27	33.7	4.1	1.851	(0.142)	0.72	FINSLA	
-	غ.م	1.432	(1.011)	16.10%	-	غ.م	1.432	0.645	18.20%	-	غ.م	1.435	1.115	15.60%	ROA	
0.362					0.002					0.295					INVEFF	
0.324					0.435					0.185					Aj	
68.3					71.4					67.6					معامل التحديد R2	
0.016					0.015					0.028					الخطأ المعياري	
8.12					7.65					9.22					قيمة F المحسوبة	
2.75					3.4					3.3					مستوى المعنوية	

أما بخصوص المتغيرات الضابطة فقد كشفت نتائج اختبار النموذج عدم وجود أثر لكل من حجم الشركة ومعدل العائد على الاستثمار على كفاءة قرارات الاستثمار. وأما الديون المستحقة والفائض النقدي فقد أظهرت النتائج عن وجود أثر سلبي لهما على النقص في الاستثمار وإيجابي على حالة القرارات الاستثمارية المثلى.

الاستنتاجات والآفاق البحثية المستقبلية

أولاً: الاستنتاجات

لقد أسفر التحليل الإحصائي ومناقشة نتائجه عن مجموعة من الاستنتاجات المهمة إلى جانب دعمه لفرضية الدراسة، وذلك على النحو الآتي:-

- 1- إن الجزء الأكبر من الشركات الأردنية لا تتبع سياسات محاسبية متحفظة، وإن التحفظ الموجود في التقارير المالية لشركات الجزء الآخر لم يكن بدواعي تحسين جودة المعلومات المحاسبية وزيادة الشفافية، وإنما بدوافع تعظيم منافع المديرين على حساب منفعة حملة الأسهم بدلالة المبالغة في التحفظ وما ترتب عليه من آثار سلبية مثل ظاهرة عدم تماثل المعلومات في السوق المالي الأردني، وعدم كفاءة قرارات الاستثمار سواء بالنقص أو المبالغة.
- 2- يتأثر مستوى التحفظ بمستوى الملكية الإدارية، فكلما زادت نسبة ملكية المديرين في رأس المال الشركة زاد مستوى التحفظ والعكس صحيح، مما يعني ذلك أن مستوى التحفظ مرتبط بالبواعث الاقتصادية للمديرين والتي تختلف تبعاً لاختلاف نسبة ملكيتهم في رأس المال.
- 3- تكون القرارات الاستثمارية غير كفوءة في الشركات غير المتحفظة، أما في الشركات المتحفظة فتعتمد كفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى التحفظ الحدي، إذ عند هذا المستوى من التحفظ تحقق الشركة حجم الاستثمار الأمثل. ومما لا شك فيه أن هذا المستوى يختلف باختلاف نسبة الملكية الإدارية، وبالتالي يمكن الاستنتاج بأن منفعة التحفظ في الحد من مشاكل الوكالة وتعارض المصالح ليست مطلقة وإن كانت مقيدة بمستوى التحفظ الحدي.
- 4- لا يوجد لمتغير حجم الشركة ومعدل العائد على الاستثمار أثر على نتائج نموذج الاختبار، على العكس من متغير الديون المستحقة والفائض النقدي اللذين أظهر الاختبار الإحصائي لهما أثر العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار وخاصة في المستوى الثالث والرابع من الملكية الإدارية.

ثانياً: الآفاق البحثية المستقبلية

في ضوء نتائج الدراسة واستنتاجاتها يقترح الباحث الآفاق البحثية المستقبلية الآتية:

- 1- نموذج كمي مقترح لقياس المستوى الأمثل للتحفظ في التقارير المالية.
- 2- أثر السياسات المتحفظة على النقص في الاستثمار.
- 3- العلاقة بين كفاءة قرارات الاستثمار والفائض النقدي في ضوء التحفظ المحاسبي.
- 4- أثر هيكل الملكية على العلاقة بين الديون المستحقة والتحفظ.
- 5- أثر هيكل التمويل على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار.
- 6- أيهما أكثر تأثيراً التحفظ المحاسبي أم إدارة الأرباح على كلفة رأس المال.

المراجع

أولاً: -المراجع العربية

- 1- الصايغ، عصام سعد محمد وحميذة محمد عبد الحميد، (2015)، « قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية»، *مجلة المحاسبة والمراجعة*، جامعة بني سويف، مصر، المجلد 3، ص ص. 49-1.
- 2- الشاهد، ريما محمود سليمان ورضوان محمد العناتي، (2017)، «أثر هيكل الملكية وخصائص الشركة على جودة الأرباح: دراسة اختبارية على قطاع التأمين الأردني»، *مجلة الزرقاء للبحوث والدراسات الإنسانية*، الأردن، المجلد 17، العدد 21، ص ص. 30-16.
- 3- الفضل، مؤيد محمد علي، (2016)، « العلاقة بين جودة الأرباح وكلفة رأس المال في ضوء نظرية الوكالة: دراسة لحالة الأردن»، *دورية الإداري*، معهد الإدارة العامة، سلطنة عمان، المجلد 38، العدد 146، ص ص. 45-9.
- 4- النجار، جميل، (2014)، « قياس التحفظ المحاسبي في التقارير والقوائم المالية وأثره على القيمة السوقية للسهم: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة المدرجة في فلسطين»، *مجلة البلقاء للبحوث والدراسات*، جامعة عمان الأهلية، المجلد 17، العدد 2، ص ص. 224-177.
- 5- حمد، آمنة خميس ومحمد عبد الله المومني، (2018)، « أثر التحفظ المحاسبي في إدارة مخاطر هبوط التدفقات النقدية التشغيلية في الشركات المدرجة في بورصة عمان: دراسة تحليلية»، *المجلة الأردنية في إدارة الأعمال*، المجلد 14، العدد 1، ص ص. 106-81.
- 6- حمدان، علام محمد موسى، (2011)، « أثر التحفظ المحاسبي في تحسين جودة التقارير المالية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة الأردنية»، *مجلة العلوم الإدارية*، الجامعة الأردنية، عمان، المجلد 38، العدد 2، ص ص. 433-415.
- 7- عبد الزهرة، كرار سليم، (2017)، « ممارسات التحفظ المحاسبي وتأثيرها في تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية وتقرير قيمة الشركة»، *مجلة الغري*، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 14، العدد 3، ص ص. 404-374.
- 8- ياسين، محمد، (2008)، « قياس مستوى التحفظ في السياسات المحاسبية في ظل الحاكمية المؤسسية وأثره على جودة الإفصاح عن البيانات المالية للبنوك التجارية الأردنية»، رسالة دكتوراه غير منشورة مقدمة للأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان.

ثانياً: - المراجع الأجنبية

1. Abdullahi, I.B, W.A. Lawal and G.F. Etudaiye-Muhtar, (2011), "The Effects of Firm Size on Risk Return in The Nigerian Stock Market: A Sectoral Analysis", *British Journal of Economics, Finance and Management Sciences*, Vol. 1, No. 2, 1-11.
2. Ahmed, Anwar S., and Scott Duelman, (2011), "Evidence on The Role of Accounting Conservatism in Monitoring Manager's Investment Decisions", *Accounting and Finance*, Vol. 51, 609-633
3. Alkurdi, Amneh, N. Al-Nimer, and Mohammad D., (2017), "Accounting Conservatism and Ownership Structure Effects: Evidence From Industrial and Financial Jordanian Listed Companies", *International Journal of Economics and Financial*, Vol.7, no.2, 608-619.
4. Al-Sraheen, Dea'a Al-Deen Omar, F. F. HanimBtFadzil and Syed S.Bin Syed Ismail, (2014), "The Influence of Corporate Ownership Structure and Board Member's Skills on The Accounting Conservatism: Evidence From Non-Financial Listed Firms in Amman Stock Exchange", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 4,

- No. 1, 177-197.
5. Aminu, Lawal, and ShehuUsman Hassan, (2016), "Accounting Conservatism and Investment Efficiency of Listed Nigerian Conglomerate Firms", *Scholedge International Journal of Business Policy and Governance*, Vol. 3, issue 11, 167-177.
 6. Aulia D. and S. V. Siregor, (2018), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity, and Chief Executive Officer Career Concerns on Investment Efficiency", *Brazilian Administration Review*, Vol. 15, No. 2, 1-16.
 7. Bassiouny, Sara W., Mohamed M. Soliman and AimanRagab, (2016), "The Impact of Firm Characteristics on Earnings, Management: An Empirical Study on The Listed Firms in Egypt", *The Business of Management Review*, Vol. 7, No. 2, 91-101.
 8. Basu, S., (1997),"The Conservatism Principle and The Asymmetric Timeliness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, 3-37
 9. Beaver, W. and S. Ryan, (2005), "Conditional and Unconditional Conservatism Concepts and Modeling", *Review of Accounting Studies*, Vol. 10, 269-309.
 10. Bens, D., and S. Monahan, (2004), "Disclosure Quality and The Excess Value of Diversification", *Journal of Accounting Research*, Vol. 42, No.4, 691-730.
 11. Biddle,G.C,M.L.Ma.and F.H. Sony, (2013), "The Risk Management Role of Accounting Conservatism for Operating Cash Flows", Available at [ssrn:http://ssrn.Com/ Abstract =1695629](http://ssrn.com/abstract=1695629).
 12. Bushman R. M., J. D. Piotroski and A. J. Smith, (2011), "Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 38, No. 1-2, 1-33.
 13. Chan, A., S., Lin, and N.Stiong, (2009), "Accounting Conservatism and The Cost of Equity: UK Evidence", *Managerial Finance*, vol. 35, No. 4, 325-345.
 14. Chen, IG, David Smith and Carolyn Wirth, (2017), "How is Investment Efficiency Related to Investment Transparency?", Available at: <https://ssrn.com/abstract=3005686>.
 15. Financial Accounting Standards Board (FASB), (2010), "Conceptual Framework for Financial Reporting-Chapter 1, The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3, Qualitative Characteristics of Useful Financial Information, *Statement of Financial Accounting Concepts No. 8*
 16. Francis, B., I., Nassan and W. Wu, (2013), "The Benefits of Conservatism Accounting to Shareholders: Evidence From the Financial Crisis ", *Accounting Horizons*, Vol. 27, No. 2, 319-345.
 17. Francis, J., R. and X. Martin, (2010), "Acquisition Profitability and Timely Loss Recognition", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 49, No. 102, 161-178.
 18. Givoly, D. and C. Hayn, (2000), "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flow and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative?", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, 287-320.
 19. Gomaliz, M. F. C. and Joan P. S. Ballesta, (2014), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity, and Investment Efficiency", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 4, 494-506.
 20. Hussain, Arif, Romana B. Syed Imran K. Mukharif Shah, and Sham ur. R., (2017), "Accounting Conservatism and Firm Investment Decisions: A Case of Pakistan", *Education and Information Management*, Vol. x1, No. 3, 401-412.
 21. Jafari, H., (2016), "Financial Reporting Quality, Debt Maturity and Investment Efficiency",

- Bulletin de La Socie'te' Sciences de Lie'ge*, Vol. 85, 1283-1296.
22. Jensen, M., and W.H. Meckling, (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 305-360.
 23. Khani, S., Makarani K. F., A. Zabihi and H. Emamgholipour, (2013), "The Relationship Between Accounting Conservatism and Bankruptcy Risk: Evidence From Iran", *World of Science Journal*, Vol. 1, No. 5, 183-190.
 24. kim,y.li,c.Pan and l. Zuo, (2013)," The Role of Accounting Conservatism The Equity Market: Evidence From Second Equity Offering", *The Accounting Review*, Vol.88.no.4, 1327-56.
 25. Lafond, R. and R. Watts, (2008), "The Information Role of Conservatism", *The Accounting Review*, Vol. 83, No.2, 447-78.
 26. Lai, Shu-Miao and Chih-liang Liu, (2018), "Management Characteristics and Corporate Investment Efficiency", *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, Issue 3-4, 295-312.
 27. Lara, Garcia, J, Manuel, Beatriz G. Osma, and FemandoPenalva, (2016), "Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11, 221-238.
 28. Lawrence, A., R. Sloan, and Y. Sun, (2013), "Non-Discretionary Conservatism: Evidence and Implication", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 56, 112-133.
 29. Lee, Tan, (2014), "Agency Cost of Equity and Accounting Conservatism: A Real Options Approach", Available at <http://ssrn.com/abstract=2399329>.
 30. Maswade, S.M., (2016)," The Effect of Accounting Conservatism on Financial Performance Indicators in The Jordanian Insurance Companies", *Journal of Internet Banking and Commerce*, Vol. 21, No. 1, 1-16.
 31. Meharban, Neda and H. M. Salteh, (2014), " The Role of Debt Maturities on Relationship Between Financial Reporting Quality and Investment Efficiency", *Indian Journal of Fundamental and Applied Life Sciences*, Vol. 4, No. 54, 3031-3043.
 32. Mousa, Gehan, (2014), "The Association Between Accounting Conservatism and Cash Dividends: Evidence From Emerging Markets", *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Vol. 4, No.4, 210-220.
 33. Nejad, Javad C. Mahdi k and Mohammad Dohmarde, (2014)," Investigating The Relationship Between Accounting Conservatism and Investment Efficiency in Companies Accept in Tehran Stock Exchange", *World Journal of Environmental Biosciences*, Vol. 6, 41-45.
 34. Nuanpradit, Sirada, and K.Boonict-U-Thai,(2013),"Accounting Conservatism and Future Investment Opportunities: Empirical Evidence From Thailand", *Proceeding of Global Business and Finance Research House, Taipei, Taiwan*, 1-12.
 35. Penman, S. and X. Zhang, (2002), "Accounting Conservatism The Quality of Earnings and Stock Return", *The Accounting Review*, Vol. 77, 1-3.
 36. Rad, Seyed S.E., Zain Embong, Norman Mohd-Saleh, and R. Jaffar, (2016), "Financial Information Quality and Investment Efficiency: Evidence From Malaysia", *Asian Academy of Management Journal of Accounting, and Finance*, Vol. 12, No.1,129-151.
 37. Razmeh, A., H. Dowraghi and H. Dowraghi, (2014), "Investigate The Relationship Between Auonting Conservatism Firm Size and Cash Flow, The Risk of Bankruptcy, The

- Companies Listed in Tehran Stock Exchange”, *Indian Journal Science Research*, Vol. 7, No. 1, 539-545.
38. Razzaq, Naveed, Zhang Rui, and ZouDonghua, (2016), “Accounting Conservatism Alleviates Firm’s Investment Efficiency: An Evidence From China”, *International Journal of Business and Economics Research*, Vol. 5, No 4, 85-94.
39. Schleicher, t., K. Hussainey and H. Walter, (2007), “Loss Firms Annual Repor Narrative and Share Price Anticipation of Earning”, *British Accounting Review*, Vol. 39, Issue, 2, 135-171.
40. Shi, Wei, and Haifeng You, (2016), “Agency Conflicts and Accounting Conservatism, Evidence From Exogenous Shocks to Analyst Coverage”, Working Paper, *Issn 2464-4005, www. Nhh.no.*
41. Sofian, S., Siti Z. Abdul R. and Mohammad Ghorban M., (2016), “Conservatism of Earning and Investor Protection”, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 2, No. 14, 143-148.
42. Song, Fangfang, (2015), “Ownership Structure and Accounting Conservatism: A Literature Review”, *Modern Economy*, Vol. 6, 478-483.
43. Stubeli, Igor, (2014), “Investment and Profits: Countries”, *Managing Global Transitions*, Vol. 12, No. 4, 395-413.
44. Ting, Fu. (2015), “Empirical Research of Accounting Conservatism and Over-investment in Listed Firms of China”, *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 111, Issue 5, May,145-159.
45. Tobin. J., (1969), “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 1, No. 1, 15-29.
46. Triverdi, Y. and M. Keivanfar, (2017), “The Effect of Financial Constraints on Relationship Between Financial Reporting Quality and Investment Inefficiency”, *International Journal of Economics and Financial*, Vol. 7, No. 5, 161-168.
47. Wang, Fusheng, Z. Zhn and John H., (2015), “Financial Reporting Quality, Free Cash Flow, and Investment Efficiency”, SHS Web of Conference, Available at <http://www.shs-conforencess.org>.
48. Wang, Jie, (2014), “Research on The Influence of Financial Stock on Investment ...Based on the Empirical Analysis of China’s A-Share Listed Company in Manufacturing Industry”, *International Journal of Business Administration*, Vol. 5, No. 4, 52-59.
49. Wang, Juo-Lien, (2013), “Accounting Conservatism and Information Asymmetry: Evidence Firm Taiwan”, *International Business Research*, Vol. 6, No. 7, 32-43.
50. Watts, R., (2003), “Conservatism in Accounting Part 1: Explanations and Implications”, *Accounting Horizons*, Vol. 17, No. 3, 207-21.
51. Weinberg, John A., (1994), “Firm Size, Finance, and Investment”, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic*, Vol. 80, No. 1, 19-40.
52. Xu, X., Wang X. and Han N., (2012), “Accounting Conservatism, Ultimate Ownership, and Investment Efficiency”, *China Finance Review International*, Vol. 2, No. 1, 53-77.
53. Yassin, Mohammad M., Haitham Y. Ali and Madher E. Hamdallah, (2015), “The Relationship Between Information Asymmetry and Stock Return in The Presence of Accounting Conservatism”, *International Journal of Business and Management*, Vol. 10, No. 5, 126-134.