

العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية

في ضوء الملكية الإدارية: دراسة ميدانية في البيئة الأردنية

The relationship between Accounting Conservatism and Investment Efficiency Decisions in light Managerial Ownership: The Case of Jordan

د. مؤيد محمد علي الفضل

dr.muayad_alfadheil@yahoo.com

جامعه مؤتة، الأردن

تاريخ قبول النشر: 2018/12/09

تاريخ الاستلام: 2018/10/28

تصنيف JEL: M41

المخلص:

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. تم تصميم نموذج للدراسة يقوم على أساس اعتبار التحفظ المحاسبي المتغير المستقل وكفاءة قرارات الاستثمار على أساس انها المتغير التابع. ولقد قاس الباحث التحفظ في الشركات عينة الدراسة باستخدام مقياس L997 و BASU بينما استخدم نموذج BIDDLE ET.AL,2013 لقياس المتغير التابع. ولتحقيق هدف الدراسة تم اختبار فرضيتها باستخدام النموذج المصمم ولكن بمستويات مختلفة من الملكية الإدارية وذلك بالتطبيق على عينة مؤلفة من 87 شركة أردنية للفترة 2017-2013. جاءت نتائج الدراسة مدعمة لفرضيتها، حيث أظهرت وجود علاقات مختلفة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار تبعاً لاختلاف نسبة الملكية الإدارية. فالجزء الأكبر من الشركات الأردنية لا تتبع سياسات محاسبية متحفظة لذلك سادت فيها ظاهرة عدم تماثل المعلومات ومن ثم عدم كفاءة قرارات الاستثمار، أما في الشركات المتحفظة فان كفاءة قرارات الاستثمار تعتمد على مستوى التحفظ الحدي الذي يختلف من مستوى ملكية إدارية إلى آخر. لقد دحضت نتائج الدراسة اعتبار ان منفعة التحفظ المحاسبي في تحسين جودة التقارير المالية وزيادة كفاءة قرارات الاستثمار والحد من مشاكل الوكالة، لا تتأثر بمنفعة الإدارة وذلك حينما كشفت عن وجود ما أطلق عليه الباحث بالمستوى الحدي لمنفعة التحفظ، وذلك بفعل ارتباط التحفظ بدوافع المديرين.

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

Abstract:

The aim of the study: The study aims to examine the relationship between accounting conservatism and investment efficiency decision in light of different managerial equity as the specified basis of the investment decisions efficiency.

Methodology: The study 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 independent variable to sample study by using a scale of (Basu, 1997), While the research use (Biddle et. al.,2013) model to measure the dependent variable. To achieve the objective of the study, we tested hypothesis by using the designed model but with different levels of its managerial ownership in a sample of 87 Jordanian companies for the period 2013-2017

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

Practical implication: we have found that the majority of the Jordanian companies does not follow a conservative accounting policies, so the phenomenon of asymmetry of information and inefficiency of investment decision prevailed, we have found too in conservative companies, the efficiency of investment decisions depends on the level of marginal ownership , which differs from one level to another.

Scientific Originally: The current study produced its essential contribution through empirically displaying that managerial ownership has an impact on the relationship between accounting conservatism and investment decisions efficiency, moreover, the result of the study refuted the view that the benefit of the accounting conservative is absolute in improving the quality of financial reports and increase the efficiency of investment decisions and reduce the agency problems by revealing the existence of what the researchers called the marginal level of benefit of conservative because the conservatism was linked to manager's motives.

Key words: *Accounting conservatism, Investment decisions efficiency, Managerial ownership, Jordan.*

مقدمة:

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 البعض بأنه معيار يتيح للإدارة حرية المفاضلة بين الطرق المحاسبية التي تقود الى تقليل الأرباح المتراكمة المفصح عنها في التقارير المالية عن طريق تأخير الاعتراف بالإيرادات وتعجيل الاعتراف بالمصاريف، أي تقييم الأصول بأدنى القيم وتقييم الالتزامات بأعلى القيم (Kim et.al., 2013); (Biddeet.al., 2013)

ولقد قدم الباحثون، منذ أكثر من عقدين، العديد من التعاريف 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 او مكاسب، أكثر من ذلك المطلوب للاعتراف بالأخبار السيئة على أنها خسائر. أما دراسة (Beaver and Ryan, 2005) فقد عرفته بأنه متوسط الانخفاض في القيمة الدفترية لصافي الأصول قياسا الى 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 مسبقا من قبل إدارة الشركة، ويطلق على هذا النوع، أحيانا، بالتحفظ غير الاختياري بوصفه يمثل نوعا 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 محاسبيا، وعليه فإن هذا النوع من التحفظ لا يختص بالبنود التي لها معالجة محاسبية واحدة (Lawrence et.al., 2013).

وينقسم المعنيون بالفكر المحاسبي والتطبيق العملي له بين معارض ومؤيد للتحفظ. إما وجهة النظر المعارضة فتستند على رأي الإطار المفاهيمي الجديد للـ FASB الذي يفيد بأن التمثيل الصادق للمعلومات في التقرير المالي، لا يتضمن التحفظ المحاسبي، ذلك لأنه يكون متعارضاً مع حيادية المعلومات المحاسبية (FASB, 2010, Para. BC3.27). كما بينت بعض الدراسات في هذا السياق، ان زيادة درجة التحفظ لا يؤدي الى تخفيض ربح

الشركة في الفترة الحالية، فحسب، وإنما يؤدي أيضا الى 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 سلبا على صورة أرباح الفترة الحالية، وبالتالي انخفاض قدرتها في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية انظر دراسة(المؤمنى،2018; Zhang,2002) (Penman and). أما وجهة النظر المؤيدة فتقوم على ابراز 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 الى 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 الى 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 ومجهزي السيولة 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 الذكي عن الأداء والذي ينطوي تحت ما يعرف بالمحاسبة غير المتحفظة أو المحاسبة التعسفية (Lafond, 2003) (Watt,2003)] (and Watts,2008). 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 كلفة رأس المال وذلك في ظل التغيرات الهيكلية في طبيعة المتعاملين في الأسواق المالية واستراتيجياتهم بالشكل الذي يجعل بورصات الأوراق المالية اقرب من حالات المضاربة منها إلى كونها ساحات استثمار [Francis and Shleicher *et.al.*,2007]. كما أبرزت دراسة [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 استحواذ قامت بها 4979 شركة أمريكية للفترة من 1980-2006 بينت ان الشركات التي تزيد فيها ممارسات التحفظ المحاسبي تكون بقرارات استحواذ فيها أكثر كفاءة، وان هذه الشركات تكون اقل 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، وان التحفظ المحاسبي يحد من اندفاع المديرين نحو اختيار المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية السالبة، إلى جانب دوره في الحث باتجاه 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 عن طريق التأثير على كلفة التمويل أو التخصيص الأمثل للموارد الاقتصادية، فقد شهد الفكر المحاسبي في العالم الغربي جهود حثيثة للتعرف على نوع العلاقة فيما بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية [Chen *et.al.*,2009]. أما في الوطن العربي فيلاحظ المتتبع نقصا في الجهود البحثية المبذولة من قبل الباحثين في هذا المضمار الحيوي من النظرية المحاسبية لذا جاءت الدراسة الحالية لتساهم في رfd 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

تأتي أهمية الدراسة من النقاط الآتية:

1- توصف كل من دراسة [Maswade,2016],[Razmehet.al.,2014],[Khaniet.al., 2013] التحفظ المحاسبي بأنه يشكل نقطة الانطلاق لتقييم أداء مخاطر الشركة، لان ارتفاع درجة التحفظ المحاسبي ترسل إشارات جيدة للمستثمرين لتجنب الاستثمار في المحافظ غير الكفوة وتوجيه مواردهم المالية نحو الاستثمارات الناجحة، وعليه فان دراسة التحفظ المحاسبي في الشركات الأردنية تعد بحد ذاتها فرصة لتقييم أداء الشركات في اتجاه تحسين أداء السوق من عدمه، خاصة وان بعض الدراسات أوضحت انه عند تمتع التقارير المالية بالتحفظ في سوق ما يشير الى 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] ان كفاءة الاستثمار أنما تعتمد على الشفافية في التقارير المالية التي تعتمد على خفض مستوى عدم تماثل المعلومات بين مجهزي السيولة في سوق رأس المال، وبالتالي الى خفض كلفة التمويل التي ستنجح للإدارة فرصة الحصول على التمويل اللازم لمشاريعها الجديدة ... أما في حالة انخفاض درجة الشفافية فأن ذلك يعني ارتفاع مستوى عدم تماثل المعلومات في السوق الذي سيرسل إichاءات لمجهزي السيولة في السوق عن وجود تعارض مصالح داخل الشركة قد ينتج عنها قيام الإدارة بتبني مشاريع ذات قيمة حالية سالبة أو غير كفوة بهدف تعظيم منافعها الشخصية، وهو ما قد يؤدي إلى دفع مجهزي السيولة إلى رفع كلفة التمويل لتعويض خسائهم المحتملة، ومن ثم، دفع الشركات نحو التخلي عن بعض الفرص الاستثمارية الجديدة لارتفاع كلفة تمويلها،

الأمر الذي 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 اثر على كلفة رأس المال وبالتالي كفاءة القرارات الاستثمارية.

3- أن 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 التي تناولت الموضوع مما يضيف بعداً ثالثاً على أهميتها.

الإطار النظري للدراسة

أولاً: - التأصيل 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 دراسة [Jensen and Meckling,1976] في معرض شرحها لسلوكيات حملة الأسهم والإدارة، إن دور الإدارة في كونها مفوضه من قبل حملة الأسهم، والمتمثل في إدارة الموارد المالية المتاحة للشركة والتفاوض نيابة عن حملة الأسهم مع كل الأطراف المهمة بالشركة والتي لها علاقة مصلحة معها، ينبغي إن يكون (هذا الدور) بالطريقة والشكل الذي يحقق نواتج إيجابية تفوق كلفة الفرصة البديلة التي كان من الممكن استثمار هذه الموارد فيها وتعظيم ثروة حملة الأسهم، وأوضحت الدراسة إن ذلك يتحقق في صورته الأكثر قبولاً عندما تتمثل الإدارة بمالك الشركة الوحيد حيث تتوافق عندها مصلحة الإدارة مع منفعة حملة الأسهم وتكون على نسق واحد وتختفي 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 أدارتها لموارد الشركة ألا 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، وتزيد من تعرض حملة الأسهم لمخاطرة الأعمال الناشئة من التباين بين التدفقات النقدية المتوقعة من الموارد المتاحة للشركة والتدفقات النقدية الخارجة المتفق عليها مع الإدارة، من جهة ثانية، ولعل من ابرز السلوك الانتهازي للإدارة، هو، قرارات الاستثمار، فعن طريق القوائم المالية غير المتحفظة يحاول المديرين خلق فجوة معلومات، أو كما تعرف بعدم تماثل المعلومات، بينهم، من جهة، وبين حملة الأسهم ومجهزي السيولة في سوق رأس المال، من جهة ثانية، من شأنها (أي فجوة المعلومات) ان تجعل سلوك الطرفين في اتجاهين متعارضين يقودان في النهاية الى فشل الشركات في بلوغ مستوى الاستثمار الأمثل الذي يعكس كفاءة القرارات الاستثمارية، وفشل السوق المتمثل بردود الفعل السلبية لمجهزي السيولة 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، اذ كلما ارتفعت نسبة عدم تماثل المعلومات زادت المخاطرة المصاحبة للاستثمارات [(Wang et al., 2015); (Chen et al., 2017)].

وتشير الدراسات الى جود نوعين من التأثير لعدم تماثل المعلومات على كفاءة القرارات الاستثمارية، هما: الأول تأثير الاختيار العكسي، هو التأثير الناتج من تباين المعلومات بين الإدارة وكبار حملة الأسهم، من جهة، ومجهزي السيولة في سوق رأس المال، من جهة أخرى.

فبموجب هذا النوع من التأثير تكون كمية المعلومات ونوعيتها التي تطلع بها الإدارة وكبار حملة الأسهم، هي أكثر من تلك المعلومات المتاحة لمجهزي السيولة ويؤدي هذا النوع إلى ظهور مخاطرة المعلومات التي تنشأ بسبب عدم توفر المعلومات الكافية التي تجعل لمجهزي

السيولة 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 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، كلفة التمويل التي ستكون المبرر الذي يستند عليه المديرين لإقناع حملة الأسهم في الشركة بفكرة التخلي عن زيادة رأس المال للاستثمار في الفرص الجديدة وذلك وفقاً لفرضية التحسين، الأمر الذي يؤدي إلى نقص في حجم الاستثمار وبالتالي عدم بلوغ الشركة مستوى الاستثمار الأمثل، وهو، ما يعرف بنقص الاستثمار. أما النوع الثاني من التأثير فهو التأثير السلوكي للأخلاقي للمديرين الذي ينشأ عن اختلاف بين دوافع المديرين وحملة الأسهم والذي يضيء 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 بالأدبيات بالوقر الضريبي للديون (Lara et al., 2016); (Rad et al., 2016); (Francis et al., 2013); (Ting, 2015);].

وعلى هذا أساس من الفهم، فإن السبب الأساس وراء عدم كفاءة القرارات الاستثمارية يرجع بالدرجة الأساسية إلى عدم تماثل المعلومات الناشئ من تدني مستوى التحفظ للتقارير المالية، فالعلاقة بين عدم تماثل المعلومات والتحفظ المحاسبي هي علاقة مترابطة وعكسية، فكلما زاد مستوى التحفظ المحاسبي كلما انخفض عدم تماثل المعلومات، وذلك لدور التحفظ في خفض حالة عدم التأكد الخاصة بالتدفقات النقدية المستقبلية (بسبب تأجيل الاعتراف بالأرباح الحالية لصالح الأرباح المستقبلية) مما يمكن مجهزي السيولة من تحليل وتقييم تأثيرها على الربحية الحالية والمستقبلية للشركة والتي تؤدي تبعاً إلى خفض كلفة الديون وكلفة حق الملكية الناشئين من مخاطر المعلومات، إلى جانب أهميته في معالجة السلوك للأخلاقي

للمديرين، فتأجيل الاعتراف بالأرباح وتعجيل الاعتراف بالمصاريف سيقلل دافعية المديرين نحو توجيه موارد الشركة باتجاه الاستثمارات غير الكفوة مما يؤدي إلى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية [(Lai and Liu,2018); (Shi and You,2016); (Lee,2014); (Sofianet.al.,2011); (Wang,2013)]. ومن هذا المنطلق ربط العديد من الباحثين سياسة التحفظ المحاسبي بدوافع الإدارة التي باتت تختلف تبعا 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 كلما اتجهت التقارير المالية للشركة نحو التحفظ المحاسبي [(Bassiouny et.al.,2016); (Song,2015)]، وهو ما ذهب إليه الباحث عندما اعتقد ان دراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية لا يمكن ان تقضي الى نتائج منطقية دون الأخذ بالاعتبار اثر تباين نسبة الملكية الإدارية بوصفها احد المحدد كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال مستوى التحفظ المحاسبي.

ثانياً: - الدراسات السابقة

لقد زخرت 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)]، ولكن موضوع التحفظ المحاسبي ومدى تأثيره على كفاءة الاستثمارات لم يحظى بالاهتمام الكافي من قبل الباحثين، إلا في السنوات القليلة الماضية، ولهذا سيقوم الباحث بعرض هذه الجهود البحثية بحسب اقدميتها وعلى النحو التالي: -

1- دراسة [Ahmed and Duellman,2001]

انطلقت هذه الدراسة من الافتراضات التي قامت عليها كل من دراسة [Watts,2003] ودراسة [Ball and Shivakumar,2005] اللتين تفيدان بأن التحفظ المحاسبي يساعد بشكل كبير في التخفيف من مشكلة المغالاة او النقص في الاستثمار، ومن ثم، كان له دور كبير في زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية. فالتقارير المالية المتحفظة تتمتع بجودة معلومات

اعلي من تلك غير المتحفظة مما يجعلها أكثر قدرة على خفض حالة عدم تماثل المعلومات لدى مجهزي السيولة، ومن ثم، حالة عدم التأكد بشأن التدفقات المالية المستقبلية، الأمر الذي ينعكس أثره إيجابيا على كلفة التمويل. وعلى أساس تلك الافتراضات حاولت هذه الدراسة اختبار ما إذا كان للتحفظ المحاسبي دورا" في زيادة الربحية المستقبلية للشركة والتخفيف من مشكلة تعارض المصالح وبالتالي تكلفة الوكالة من عدمه. وقد أجريت الدراسة على 23381 شركة أمريكية للفترة من 1989-2001 ولقياس مستوى التحفظ استخدمت مقياسين هما مقياس التوقيت غير المتماثل ومقياس نسبة القمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحق الملكية (MTB). إما ربحية الشركة فتم التعبير عنها بربحية السهم الى 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 إن الشركات الأكثر تحفظا هي الأعلى ربحية مستقبلية قياسا" بتلك الأقل تحفظا". كما بينت إن الشركات الأكثر تحفظا" هي الأدنى تكلفة وكالة من تلك الأقل تحفظا. ويعيب الباحث على هذه الدراسة باعتبارها 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 تأثيرها بظروف ترتبط بأداء السوق المالي أكثر من ارتباطها لأداء الشركة ' وعليه يعتقد الباحث أن هذه الدراسة لم تكن موفقة في اختيار مقياس كفاءة الاستثمارات

2- دراسة [Nuanpradit and Thai,2013]

حاولت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وفرص الاستثمار المستقبلية المتاحة للشركة، حيث افترضت وجود علاقة طردية بين المتغيرين واستخدمت بيانات 1396 مشاهدة تغطي ا لسنوات 2005-2011، وقد شملت العينة جميع القطاعات الاقتصادية العاملة في السوق التايلندي. وقد عبرت الدراسة عن التحفظ المحاسبي بمقياس Baus,1997 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، وأخيرا متوسط المرتبة العشرية لكل من معدل النمو في القيمة السوقية للأصول وربحية السهم ومعدل العائد السوقي، إما المتغيرات الضابطة في نموذج الاختبار فهي: حجم الشركة وتركيز السوق والربحية وسيولة السوق وتوزيعات الأرباح ومصاريف الإعلان والترويج، إما 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، وان التحفظ يساعد على خفض مخاطر الاستثمار. ويؤخذ على هذه الدراسة بأن المقاييس المستخدمة في قياس الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة جميعها تعتمد على معلومات التقارير المالية التي قد تكون أساسا" 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 [Nejad et al., 2014]

أجريت هذه الدراسة على عينة مكونة من 111 شركة صناعية مالية وخدمية مسجلة في بورصة طهران للفترة من 2006-2011 وكانت تستهدف الى جانب اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءات الاستثمارات، فحص فرضيتين ثانويتين الأولى العلاقة بين استحقاقات الشركة وكفاءة استثماراتها بينما تسعى الثانية 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 لا توجد أية علاقة بين كفاءة الاستثمار واستحقاقات الشركة على عكس متغير الرافعة المالية. وعلى الرغم من اختلاف هذه الدراسة عن الدراستين السابقتين هو في اختلاف منهجية قياس كفاءة الاستثمار إلا أنها لم تميز بين المغلات والنقص في الاستثمار وأثر التحفظ عليهما.

تميزت هذه الدراسة عن سابقتها بكونها 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 104 شركة مملوكة من الحكومة المركزية، و302 شركة مملوكة محليا وأخيرا 252 شركة مملوكة من قبل الأفراد، وتغطي تلك الشركات ثلاث قطاعات اقتصادية هي: صناعية وخدمية ومالية، ولفترة من 2010-2013. وتختبر الدراسة أربع فرضيات، تسعى الأولى إلى بيان فيما إذا كان هنالك تباين في مستوى التحفظ المحاسبي بين الشركات تبعا لاختلاف ملكيتها. إما الفرضية الثانية فتختبر أي من تلك الجهات الثلاثة تغالي في الاستثمار. إما الثالثة فتفحص العلاقة بين التحفظ والمغالاة في الاستثمار. إما الفرضية الأخيرة فتفيد بأن مدى وظيفة إلية التحفظ المحاسبي يكون بين القوي جدا" وذلك في الشركات ذات الملكية الخاصة وضعيف في الشركات المملوكة محليا. ولقياس التحفظ فقد استخدمت الدراسة نموذج [khan and Watts,2009] إما لقياس المغالاة في الاستثمار فقد استخدمت مقياس [Richardson,2006] وقد جاءت نتائج الدراسة موضحة بأن هنالك مغالاة في الاستثمار بالأنواع الثلاثة للملكية والتباين في مستوى التحفظ فيما بينها كبير جدا". إما فيما يخص المغالاة في الاستثمار فقد أظهرت نتائج بأن الملكية الخاصة هي أكثر الشركات مغالاة في الاستثمار، ثم يليها الشركات المملوكة مركزيا" وأخيرا الشركات المملوكة محليا، إما بخصوص التحفظ فأن الشركات ذات الملكية المركزية هي أكثر تحفظا" ثم يليها القطاع الخاص وأخيرا الشركات المملوكة محليا"، وبذلك يمكن القول بأن أثر التحفظ المحاسبي على المغالاة يختلف في القطاع المملوك مركزيا" عن الشركات المملوكة محليا" او المملوكة من قبل الأفراد، وبذلك أيدت هذه الدراسة التوجهات الفكرية للباحث باعتبار الملكية الإدارية المؤثر الفاعل في العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءات الاستثمارات.

5- دراسة [Lareet.al.,2016]

أجريت هذه الدراسة على الشركات الاسبانية وغطت 41626 مشاهدة للفترة 1990-2007 وكانت تستهدف اختبار ثلاثة فرضيات أساسية تفيد الأولى بأن المزيد من التحفظ والاستثمار يقودان إلى ضعف في كفاءة الاستثمارات، بينما تحاول الفرضية الثانية الإجابة على التساؤل الآتي: هل يكون أثر التحفظ على قرارات الاستثمارات أكثر وضوحاً في الشركات التي تتصف بارتفاع ظاهرة عدم تماثل المعلومات فيها؟ إما تضمن الفرضية الثالثة أنه في الشركات التي تعاني من نقص في الاستثمارات تكون هناك علاقة عكسية بين التحفظ ونسبة المديونية. وقد اعتمدت الدراسة في اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار على نموذج [Biddle et.al.,2009] أما نموذج الفرضية الثانية فقد تم ترجيح التحفظ بقيمة عدم تماثل المعلومات. وتظهر نتائج الدراسة إن الشركات التي تتصف بارتفاع مستوى التحفظ يكون فيها الاستثمار مبالغ فيه مما يضعف من كفاءته فيها، وإن الشركات التي يزيد فيها التحفظ تقل فيها نسبة المديونية، أي إن العلاقة بين مستوى التحفظ ونسبة المديونية، هي، علاقة عكسية. وإن تلك النتائج تكون واضحة في الشركات التي ترتفع فيها ظاهرة عدم تماثل المعلومات، كما بينت 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 عن 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 كلفة التمويل ومن ثم عقود المديونية.

6- دراسة [Razzaqet.al.,2016]

حاولت هذه الدراسة اختبار ما إذا كان للتحفظ المشروط دوراً هاماً في ترشيد كفاءة الاستثمار من خلال الحد من المغالاة أو النقص في الاستثمار وذلك على عينة بلغت 20040 مشاهدة مستمدة من الشركات الصينية للفترة من 2002 لغاية 2013. ولتحقيق هدف الدراسة فحص الباحثون في هذه الدراسة ثلاث فرضيات تفيد الأولى بأن العلاقة بين

التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمارات، هي علاقة طردية، إما الثانية فنفترض إن التحفظ المحاسبي يخفف من سعي الشركة نحو النقص في الاستثمار، إما الفرضية الأخيرة فتتص على ان 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 وان العلاقة بين التحفظ المشروط والنقص او المغالاة في الاستثمار هي علاقة طردية، اذ وجد الباحث ان التحفظ المشروط يخفف من المغالاة او النقص في الاستثمار. وركزت هذه الدراسة على أثر التحفظ على المغالاة أو النقص في الاستثمار ' وهو الأمر الذي غفلت عنه الدراسات السابقة

7- دراسة [Aminu and Hassan,2016]

أجريت هذه الدراسة على الشركات النيجيرية وبلغت حجم العينة 80 مشاهدة غطت الفترة 2005-2014 وان هذه الدراسة تشبه سابقتها التي أجريت على موضوع العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمارات، وان نتيجتها كانت مؤيدة لنتائج الدراسات السابقة بهذا الخصوص.

8- دراسة (عبد الزهرة،2017)

أجريت هذه الدراسة على تسعة شركات مصرفية مسجلة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2005-2015 وكانت تستهدف تقييم مستوى التحفظ المحاسبي فيها وأثره على كفاءة القرارات الاستثمارية وقيمة الشركة وقد استخدمت الدراسة مقياس الاستحقاقات الذي قدمه Givoly and Hayn لقياس مستوى التحفظ بينما لقياس مستوى كفاءة الاستثمار فقد استخدمت نموذج [Biddle et.al., 2009] الذي يقوم على قياس كفاءات الاستثمار من خلال المقارنة بين الاستثمارات الفعلية لشركة معينة في سنة معينة وبين الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع لهذه الشركة في هذه السنة. 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 [Hussein et al.,2017]

أجريت هذه الدراسة على 76 شركة باكستانية للفترة من 2012-2017 وتوصلت الى ان لكل من التحفظ المشروط وغير المشروط أثر إيجابي على كفاءة الاستثمار وان التحفظ يساعد الشركات على الحد من المغالاة او النقص في الاستثمار حيث أظهرت النتائج ان التحفظ يقلل من مخاطر الاستثمار ويجنب إدارات الشركات من الولوج في المشاريع ذات القيمة الحالية السالبة، لذا فهو يعد أحد اهم 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 دوراً هاماً في تحديد مستوى التحفظ من عدمه، من جهة، وكفاءة الاستثمار، من جهة أخرى، وبالتالي التحقق من فكرة إن التحفظ لا يعد أكثر من كونه وسيلة من الوسائل الإدارية لرص منافعها مع منفعة حملة الأسهم، ومن ثم، الحد من مشكلة تعارض المصالح وخفض تكلفة الوكالة. ناهيك عن إن 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 عليه في الشركات الأردنية، تشير الى وجود انخفاض نسبي في مستوى التحفظ الى 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 وكلفة رأس المال. كما أوضحت الدراسات التي أجريت في الأردن على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وهيكل الملكية، أوضحت بأن هناك أثر سلبي ذا دلالة

إحصائية معنوية للملكية الإدارية على التحفظ المحاسبي [(Alkurdiet. al., 2017); (الشهد والعناتي، 2017); (Al Sraheen et. al., 2014)]، مما يعني ذلك وجود دوراً 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 لسنة (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 مبين في الجدول رقم (1) وذلك وفقاً للشرطين الآتيين:

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

جدول رقم (1) الوصف الإحصائي لمجتمع وعينة الدراسة

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

فرضيات الدراسة: -

في ضوء سؤال مشكلة الدراسة صاغ الباحث الفرضية الآتية: -
 H1: - لا يختلف اثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمارات تبعاً لاختلاف نسبة الملكية الادارية في الشركات الأردنية.

متغيرات الدراسة: -

أ- المتغير المستقل: استناداً الى ما أشارت إليه بعض الدراسات مثل دراسة (Yassin et al.,2015) ودراسة (Wang,2013) عن وجود علاقة ارتباط بين التحفظ المحاسبي وعدم تماثل المعلومات، وان تلك العلاقة تعد إحدى العوامل الهامة في التأثير على كفاءة رأس المال، ومن ثم على الفرص المتاحة للشركة لتمويل مشاريعها الاستثمارية، لذا يرى الباحث من المهم 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 ان أكثر النماذج شيوعاً في الاستخدام هو نموذج {Baus,1997}، غير ان الباحث لن يستخدمه في دراسته لأنه يستند على فرضية كفاءة سوق المال ، حيث يفترض ان تجسد أسعار الأسهم الإخبار السارة وغير السارة ، الأمر الذي لا يتوفر في الأسواق المالية الناشئة و الضعيفة مثل بورصة عمان ، لذلك اختار الباحث مقياس إجمالي المستحقات للباحثين {Givoly and Hayn,2000} الذي يعتمد على قائمة الدخل و قائمة التدفقات النقدية، ويقوم هذا المقياس على فرضية مفادها ان 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 من التحفظ من استحقاقات سالبة . وقد تم استخدام هذا النموذج العديد من الدراسات مثل دراسة {Alkurdi et al.,2017}. ويتم حساب التحفظ بموجب هذا النموذج وفقاً للمعادلة رقم (1):

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

حيث ان: -

$UC- ACC_{it}$: 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)

وتشير 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 او 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 و من مقاييس هذا المدخل اختلاف تنبؤات المحللين الماليين و مقياس مدى تتبع المحللين الماليين و أخيراً" مستوى دقة تنبؤات المحللين الماليين ، و تعتمد مقاييس هذا المدخل على دقة وعدالة معلومات التقارير المالية و ردة فعل المستثمرين تجاه تلك المعلومات ، مما

يجعل تلك التنبؤات لا تعكس حقيقة أداء الشركة ، و بالتالي لا تعكس المخاطر الأخلاقية و مخاطر الاختيار العكسي . وترتبط مقاييس المدخل الثاني بأسعار وعوائد الأسهم وتشمل درجة تقلب أو تذبذب أسعار الأسهم ومقياس العائد على المبادلات الداخلية. إما 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. ويلاحظ على مقاييس هذا المدخل ان جزء منها يعتمد على معلومات التقارير المالية التي قد تتضمن سياسات متحفظة في تقييم الموجودات او ممارسات لإدارة الربح مما يجعلها لا تعكس حقيقتها ناهيك 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 من اختلاف المعلومات (Leuz and Verrechia,2000)، لذا سيتم استخدامه في هذه الدراسة وعلى وجه التحديد مقياس مدى السعر او 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 وعلى النحو الآتي: -

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

وباستخدام نموذج الفعالية النسبية للسعر، قاس الباحث قيمة عدم تماثل المعلومات للشركات عينة الدراسة ولنافذة الحدث. ولتحديد ما إذا كانت هذه القيم تشكل ظاهرة في بورصة عمان من عدمه، قام الباحث بأجراء اختبار لتلك القيم، وقد جاءت نتائجه مؤيدة

لفرضية وجود ظاهرة عدم تماثل المعلومات في بورصة عمان، وان 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).

و لمعرفة ما إذا كان لتدني التحفظ المحاسبي دوراً في وجود هذه الظاهرة التي لم يتمكن الباحث من تحديد ان كانت قيمتها عالية أم متدنية لعدم وجود قيمة معيارية للنموذج يتم بموجبها المقارنة ، فقد وجد الباحث انه من المناسب قياس علاقة الارتباط بين هذا المتغير و قيم التحفظ المحاسبي باستخدام معامل ارتباط سيبرمان الذي يقيس العلاقة او الارتباط بين متغيرين محولين الى رتب ، جاءت نتائج ذلك الاختبار مدعمة لفرضية وجود علاقة ارتباط ذات دلالة إحصائية معنوية عكسية بين المتغيرين ، مما يعني ذلك ان للتحفظ المحاسبي علاقة بوجود عدم تماثل المعلومات في بورصة عمان و بالتالي لا بد من اخذ هذا العامل في الاعتبار و ذلك 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
عقارية	خدمية	صناعية		
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 و القيمة الدفترية لإجمالي الديون الى 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 و من أمثلة الدراسات التي استخدمت هذا المقياس دراسة (Biddle *et al.*, 2009).

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)

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

حيث ان:

Optimal Invest. = حجم الاستثمار الأمثل للسنة.

Neg_{it} = متغير نوعي يأخذ القيمة (1) إذا كان النمو في الإيرادات سالباً و القيمة (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 بالخطوة (1) فإذا كانت النتيجة موجبة فان ذلك يعني وجود

مغالاة في الاستثمار، إما إذا كانت النتيجة سالبة، فإن ذلك يعني وجود نقص في الاستثمار وفي كلا الحالتين يعني 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
عقارية	خدمية	صناعية		
75	135	225	435	عدد المشاهدات
8	18	41	67	عدد المشاهدات التي تظهر كفاءة الاستثمار
21	32	59	112	عدد المشاهدات التي تظهر مغالاة في الاستثمار
46	85	125	256	عدد المشاهدات التي تظهر نقص في الاستثمار

وتوضح نتائج عملية قياس كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات الأردنية للفترة 2013-2017 والمدرجة في الجدول رقم (4) ان الجزء الأكبر من قرارات الاستثمار لا تتصف بالكفاءة وان النقص في الاستثمار هي الصفة الغالبة على تلك القرارات، مما يشير إلى تأثيرها بدوافع المديرين بدلالة أولاً نتيجة اختبار ارتباط سبيرمان 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. إما 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 % بينما بلغت في النوع الثاني كمتوسط 23.67 % ، ذلك ما يدعم توجه الباحث في هذه الدراسة و المتمثل في اختبار العلاقة بين التحفظ المحاسبي و كفاءة

قرارات الاستثمار في ظل اختلاف نسبة الملكية الإدارية بوصفها المحدد الأساس لتلكما المتغيرين .

جدول رقم (5) نتائج اختبار ارتباط سيرمان بين نسبة الملكية الإدارية والمغالة أو النقص في الاستثمار

على مستوى القطاعات الاقتصادية			على مستوى العينة ككل	البيان
عقارية	خدمية	صناعية		
*0.408	**0.273	**0.273	*0.287	1. العلاقة بين النسبة الملكية الإدارية والمغالة 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 $\leq 5\%$

المتغيرات الضابطة: - وهي المتغيرات التي تعد بمثابة محددات لكفاءة القرارات الاستثمارية وقد تبينت الدراسات حول عدد هذه المتغيرات [Lard et (Ting,2015)]; (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: و لقياس قيمة هذا المتغير يستخدم الباحث اللوغاريتم الطبيعي لمجموع أصول الشركة ، وتأتي أهمية اعتبار حجم الشركة من المحددات الهامة لكفاءة القرارات الاستثمارية بين الشركات الكبيرة و صغيرة الحجم بسبب ظاهرة عدم تماثل المعلومات، حيث أظهرت الدراسات إن الشركات صغيرة الحجم اقل قبولاً للحفاظ و بالتالي الأكثر وجوداً لظاهرة عدم تماثل المعلومات الأمر الذي يلقي بظلاله على كلفة التمويل مقارنة بالشركات الكبيرة، مما يؤدي ذلك إلى تقليص خيارات التمويل إمامها، ومن ثم عزوفها عن الاستثمار (Weinberg,1994) أما الناحية الثانية فتتعلق باحتمالية الإفلاس ، إذ تشير الدراسات ان الشركات صغيرة الحجم هي أكثر عرضة للإفلاس من الشركات كبيرة الحجم . (Abdullahiet al.,2011)

2. الديون المستحقة: يقصد بالديون المستحقة بالديون الواجبة السداد خلال السنة سواء كانت ديون قصيرة الأجل أو 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 من كونه يعطي تصوراً لمجهزي السيولة عن القدرة الايفائية للشركة التي من شأنها إن تخفف أو تزيد من حدة القيود المفروضة من قبلهم على حرية الإدارة في اتخاذ القرارات الاستثمارية. ولقد تناولت عدة دراسات أثر هذا المتغير على كفاءة القرارات الاستثمارية، فعلى سبيل المثال أوضحت دراسة (Mehrban and Salteh,2014) انه 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. إما (Aulia and Sirgor, 2018) فقد أظهرت إن للديون المستحقة علاقة معنوية مع حالة المبالغة في الاستثمار بينما ليس لها أثر في حالة النقص في الاستثمار.

3. الفائض النقدي: ويمثل هذا المتغير 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) إثر هذا المتغير على الاستثمارات المستقبلية للشركة حينما كشفت عن تأثيره الايجابي 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، تتجسد في تحسين ايجابية 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 والمدبرين التنفيذيين في رأس مال الشركة، وعليه تقاس بقسمة عدد الأسهم المملوكة من قبل تلك الشريحة على مجموع أسهم رأس المال المدفوع. تظهر نتيجة قياس نسبة الملكية الإدارية ارتفاعها في الشركات عينة الدراسة حيث بلغ متوسطها 22.71% وان القطاع الخدمي أكثر القطاعات ارتفاعاً إذ بلغ متوسطها فيه 26.51% بينما النسبة الأقل كانت 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 ان اقل قيمة لهذه النسبة في مشاهدات الدراسة البالغة (435) مشاهدة كانت 3.2% وأن أكبر قيمة كان 38.4%، وهذا يعني ان طول الفئة في المستويات الأربعة يكون متناسق. إما المعيار الثاني فهو لمعرفة طبيعة وشكل تأثير الزيادة في نسبة الملكية الإدارية على العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية، يتطلب الأمر تقسيم الملكية الإدارية إلى هذه المستويات.

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

على مستوى القطاعات الاقتصادية			على مستوى العينة ككل	البيان	توزيع المشاهدات على الفئات
عقارية	خدمية	صناعية			
13.2%	26.51%	23.6%	22.71%	الوسط الحسابي	
3279	0.3435	0.3253	0.3321	الانحراف المعياري	
0.3123	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		

وبتوزيع مشاهدات عينة الدراسة البالغة (435) مشاهدة خلال نافذة الحدث على نسب الملكية الإدارية وفقاً لمستوى التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار يظهر بوضوح ان

حالات المغالاة في الاستثمار تكون مصاحبة لانخفاض نسبة الملكية الإدارية وهذا ما قد يوحي الى وجود علاقة ارتباط فيما بين المتغيرين، وهو ما أكدته نتيجة اختبار سبيرمان الذي اظهر قيمة معنوية عالية تبلغ 0.489 بمستوى معنوية 3,2% (العلاقة بين نسبة الملكية الإدارية وكفاءة قرارات الاستثمار).

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

على مستوى كفاءة قرارات الاستثمار		على اساس مستوى التحفظ		مستوى الملكية الادارية
نقص	مغالاة	كفوة	غير متحفظة	
3	64	—	67	5% فأقل
30	58	—	82	6-15%
90	—	25	51	16-25%
133	—	42	39	أكثر من 25%
256	112	67	239	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 من 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: -

H_0 : ان بيانات عينة الدراسة المسحوبة من المجتمع الأصلي ذات توزيع طبيعي عند مستوى معنوية مساوية او اقل من 5%.

وقد تم إجراء الاختبار على أساس النموذج الآتي:

$$T = \text{Sup} * |F^*(x) - S(x)|$$

حيث ان:

Sup = أكبر فرق أو مساحة عمودية بين $F^*(x)$ و $S(x)$.

$F^*(x)$ = دالة التوزيع الطبيعي المعياري .

$S(x)$ = دالة التوزيع الاختباري للعينة .

وبعد إجراء الاختبار وجد ان قيمة T المحسوبة أصغر من قيمة W.95 الجدولية، وعليه تقبل فرضية العدم، مما يعني ان الشركات عينة الدراسة ذات توزيع طبيعي عند مستوى 5% وبالتالي ينبغي استخدام الاختبارات الإحصائية البارامترية لان الاختبارات اللابارامترية تصبح غير ملائمة. وفي ضوء ذلك يستخدم الباحث تحليل الانحدار لاختبار فرضية الدراسة وعلى النحو الآتي: -

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

حيث ان: -

INVEFF = كفاءة القرارات الاستثمارية.

a_j = الحد الثابت في النموذج .

$CON_{it} * ES_{it}$ = التحفظ المحاسبي المرجح بعدم تماثل المعلومات .

$SIZE_{it}$ = لوغاريتم 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

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 انه عند مستوى ملكية إدارية لا تزيد عن 5%، كان الأثر ذات دلالة إحصائية معنوية ايجابية، بمعنى كلما قل مستوى التحفظ المحاسبي كلما قلت كفاءة القرارات الاستثمارية. يفسر هذه النتيجة نظام الحوافز و المكافآت الإدارية الذي يقوم على أساس نسبة من صافي الربح و ليس على أساس الراتب الثابت ، المتبع في معظم شركات هذه الشريحة، الذي قد يعد السبب الأساس وراء حوالي 95.5% من قرارات الاستثمار في هذه الشركات هي قرارات مغالى فيها (انظر جدول رقم 7) . وبلا شك ان هذه النتيجة تدعم فرضية الدراسة لان نظام الحوافز و المكافآت الإدارية يعد واحد من بواعث اختيار السياسات المحاسبية غير المتحفظة ، مما يعزز من تفسير الباحث لهذه النتيجة هو نسبة المديونية في شركات هذه الشريحة و 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 و ذلك لما لها من اثار ايجابية على زيادة ارباح الشركة بفعل الفارق بين عائد استثمارها و كلفتها (أي القروض) ، من جهة ، و ميزت القروض الضريبية باعتبار فوائدها جزء من المصاريف التي تطرح من الدخل الخاضع للضريبة ، و التي تعرف هذه الميزة في نظرية التمويل المعاصرة بالوقر الضريبي للديون من جهة ثانية .

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

المستوى الثاني: 6-15%					المستوى الأول: 5% فأقل					مستوى الملكية الإدارية
مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الانحدار B	المتوسط	قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة المحسوبة t	معامل الانحدار B	المتوسط	التفاصيل	
3.1	1.867	0.57	0.365	76.5%	3.8	1.805	1.48	0.403	CON*ES	
4.4	1.755	0.021	6.15	36.9%	4.1	1.79	0.045	6.4	SIZE	
4.5	1.746	0.78	6.9	8.6%	3.6	1.865	1.25	5.4	%DEMAT	
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					المحسوبة F قيمة
4.2					3.6					مستوى المعنوية

أما بشأن المتغيرات الضابطة، فقد أظهرت نتيجة الاختبار الإحصائي المدرجة في الجدول رقم (9) انه بالرغم من صغر حجم الشركات في هذا المستوى من الملكية الإدارية ، إلا انه كان له (أي حجم الشركة) دوراً مؤثراً و بشكل ايجابي على المغالاة في الاستثمار ، وهذا ما يؤكد ما ذهب إليه الباحث، بأن رغبة المديرين في زيادة منافعهم الشخصية تجعلهم لا يبالون بمخاطر الاستثمار التي في الأغلب الأعم تصاحب الشركات صغيرة الحجم ، إما متغير الديون المستحقة فقد جاءت نتيجة مدعمة لفرضية اعتباره من محددات كفاءة قرارات

الاستثمار ، فانخفاض متوسط قيمته يبدو كان حافزاً لمجهزي السيولة لتمويل الشركات والحال كذلك مع الفائض النقدي الذي أظهرت النتائج عن وجود له اثر ايجابي على المغالاة في الاستثمار .إما معدل العائد على الاستثمار فلم يكن له أي أثر .

ثانياً : يختلف المستوى الثاني للملكية الإدارية (6-15%) عن سابقة بوجود شركات متحفظة تبلغ نسبتها 6.8%. كما إن ما يميز هذا المستوى، أيضاً، هو تضمنه على كلا نوعي عدم كفاءة قرارات الاستثمار، المغالى والنقص في الاستثمار وبنسبة 2 : 1، وبالرغم من وجود هذين الاختلافيين إلا إن نوع الأثر لم يختلف، إذ اظهر الاختبار الإحصائي وجود أثر ذو دلالة معنوية ايجابية للتحفظ المحاسبي على المغالاة في الاستثمار ولكن بقوة اقل 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 ان السبب الأساس وراء انخفاض قوة التأثير في هذا المستوى من الملكية الإدارية يعود الى اختلاف التوجهات الاستثمارية لمديري شركات هذه الشريحة ، فارتفاع نسبة الملكية الإدارية يؤدي الى بروز فرضية التحصين الى جانب فرضية تقارب المصالح في تفسير سلوك الاختيار العكسي و اللاأخلاقي للمديرين ، اذ في مثل هذه الأوضاع يكون المديرون أكثر ميولاً لتجنب مخاطر الاستثمار وما يترتب عليها من مشاكل الإفلاس و قيود عقود المديونية ، وهو ما يفسر وجود حالة النقص في الاستثمار التي بلغت نسبتها حوالي 34% و انخفاض نسبة المديونية الى 34.6% . وبلا شك فان تضارب التوجهات الاستثمارية بهذه الطريقة ستؤدي حتماً الى خفض قوة التأثير، اما المتغيرات الضابطة فان نتائجها لم تختلف عن نظيرتها في المستوى السابق .

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 إن ارتفاع نسبة الملكية الإدارية يصاحبها زيادة في التحفظ المحاسبي

الذي بدوره قد يقود الى تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية، من جهة، وان ظاهرة المغالاة في الاستثمار لا ترتبط بالضرورة الحتمية مع حالة عدم التحفظ، رغم ما بينته نتائج اختبار المستوى الأول والثاني وذلك بدلالة إن نسبة 44.3% من شركات هذه الشريحة هي غير متحفظة. وإزاء تلك الخصائص لبيانات هذه الشريحة فأن اختبار فرضية الدراسة يتطلب إعادة تبويب البيانات و جعلها متجانسة لكي يمكن الاعتماد على نتائجها و تفسيرها و لهذا الغرض قام الباحث بتبويب مستوى التحفظ الى خمسة فئات طول الفئة 0.03 و الحد الأدنى للفئة الأولى (- 0.132) و هي اصغر قيمة في البيانات لكنها تمثل اعلي مستوى للتحفظ في مشاهدات هذه الشريحة من الملكية الإدارية ، ثم بعد ذلك توزيع مشاهدات كفاءة قرارات الاستثمار على تلك الفئات و كما هو مبين في الجدول رقم (10) الذي يوضح وجود مشاهدات من حالة نقص في الاستثمار ضمن مستويات التحفظ يبلغ عددها 40 مشاهدة و قد تركز 36 مشاهدة منها في الفئتين الأولى والثانية ، إما المشاهدات الباقية فقد كانت ضمن الفئة الخامسة ، بالرغم من استثنائية هذه الحالة باعتبار عدم كفاءة قرارات الاستثمار عادة ترتبط بعدم التحفظ و ليس بالتحفظ ، الا ان الباحث لا يراها كذلك لان مثل هذه الحالة يمكن ان 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 . إما القرارات الكفوءة فقد تركزت في الفئة الثالثة والرابعة بواقع 23 مشاهدة إما المتبقي فقد كان ضمن الفئة الأخيرة، مما يعني ذلك ان للتحفظ منفعة حدية وليست مطلقة في القرارات الاستثمارية وتتمثل في حدود اقل 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

و في ضوء تلك المعطيات اجري اختبار فرضية الدراسة الذي بدأ بفحص اثر التحفظ في مشاهدات الفئة الأولى و الثانية بوصفها متجانستين ، و قد اظهر وجود اثر عكسي ذات

دلالة إحصائية معنوية للتحفظ على حالة النقص في الاستثمار و ان هذا الأثر يبدأ يتلاشى كلما نقص مستوى التحفظ حتى يصل الى الفئتين الثالثة و الرابعة ، الذي عندهما يتحول إلى اثر ايجابي ذات دلالة إحصائية معنوية إذ كلما نقص مستوى التحفظ كلما اتجهت القرارات الاستثمارية إلى حالة الكفاء حتى يصل مستوى التحفظ إلى (- 0.009) بعدها يعود الأثر الى حالته السلبية و يستمر مع حالة عدم التحفظ ، وبهذه النتيجة فأن العلاقة بين التحفظ وكفاءة قرارات الاستثمار في مشاهدات هذه الشريحة من الملكية الإدارية تأخذ شكل مقعر .و بلا شك هذه النتيجة كانت متوقعة من قبل الباحث لان المنطق يفترض وجود مستوى امثل للتحفظ تكون عنده قرارات الاستثمار في أفضل الأحوال ، وان زيادة مستوى التحفظ عن تلك الحدود لأبد ان يكون مرتبط بدوافع أخرى عدا تحسين قرارات الاستثمار كما هو الحال مع دوافع مديري الشركات العائلية التي تتصف بها مشاهدات ذلك المستوى من التحفظ . إما نتيجة أثر عدم التحفظ مع النقص في الاستثمار فينسبها الباحث إلى دوافع مديري الشركات التي قد تتجه نحو رغبتهم في الاستمرار بوظائفهم، لذلك فقد لجئوا الى ما يعرف بإدارة الأرباح، التي هي نقيض التحفظ، لتحسين أداء الشركة وإعطاء تصوراً جيداً عن تدفقاتها النقدية الحالية والمستقبلية للمستثمرين، الى 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. وتجدر الإشارة ان الاختبار لم يظهر أثر لأي من المتغيرات الضابطة، فانخفاض مجموع الديون المستحقة في فئة مستوى التحفظ (0.132 - 0.071) وتوفر الفائض النقدي لم تشجع وتحفز مديري شركات مشاهدات هذه الشريحة نحو الاستثمار وذلك بدوافع المنفعة الشخصية المتمثلة في رغبتهم في استحواذ 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%

															مستوى الملكية الإدارية	
(0.008) فأكثر					(0.071) - (0.009)					(0.132)-(0.071)					لتفاصيل	
قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t المحسوبة	معامل الاحتمال B	المتوسط	قوة التأثير	م م	قيمة t المحسوبة	معامل الاحتمال B	المتوسط	قوة التأثير	مستوى المعنوية	قيمة t	B	المتوسط		
%36.9	4.1	1.73	0.286)	0.443	%36	4.1	0.98	0.06	(0.06)	%34.80	%3.20	1.96 5	0.84)	(0.099)	CON*ES	
-	غ.م	1.435	0.645	10.7	-	غ.م	1.55	0.317	10.8	-	غ.م	1.43 2	0.651	12.1	SIZE	
-	غ.م	1.345	0.118	4.1	-	غ.م	1.313	0.128	4.4	-	غ.م	1.22 4	0.121	4.3	%DEMAT	
-	غ.م	1.415	0.217	%7.10	-	غ.م	1.351	0.317	0.75	-	غ.م	1.47 1	0.247	0.91	FINSLA	
-	غ.م	1.371	0.281	11.9	-	غ.م	1.451	0.288	11.9	-	غ.م	1.32 1	0.181	12.4	%ROA	
(0.342)					0.001					(0.239)					INVEFF	
0.645					0.795					0.089					a _j	
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 ان الشركات أكثر تحفظاً من المستويات الثلاثة السابقة حيث تبلغ نسبتها في هذه الشريحة 76.4% مما يعني ذلك ان زياد ملكية المديرين تجعلهم أكثر ميولاً نحو التحفظ ، ويلاحظ على هذه الشركات ان 36.5% منها تتصف بتركز الملكية و 17.5% منها تصف بالملكية الأجنبية ، لهذا يعتقد الباحث ان السبب الأساس وراء تحفظ الجزء الأكبر من هذه الشركات ربما يعود إلى رغبة المديرين فيها على تخفيض التكاليف السياسية و ذلك من خلال ممارستها التأثير على الإدارة نحو زيادة التحفظ ، و ذلك بفعل وجودهما ضمن فريق مجلس الإدارة . كما يلاحظ على هذه الشركات ان 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. اما الشركات غير المتحفظة فقد لاحظ الباحث ان 59% منها تتصف بالملكية المؤسسية والأفراد. ولاختبار 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 ان قرارات الاستثمار المثلى تتركز في الفئة الثانية التي جميع مشاهدات تمثل قرارات كفؤة. إما النقص في الاستثمار لمشاهدات الشركات المتحفظة فقد توزعت على الفئة الأولى والثالثة والرابعة وبعضها ضمن الفئة الخامسة. إما نتيجة الاختبار الإحصائي فقد أكد ما ذهب إليه الباحث سابقاً بخصوص وجود منفعة حدية للتحفظ المحاسبي، حيث اظهرت النتائج وجود أثر ايجابي للتحفظ على قرارات الاستثمار للمشاهدات المحصورة بين مستوى التحفظ (0.110) - (0.08)، إما عندما يقل مستوى التحفظ عن ذلك المستوى او يزيد يكون الأثر سلبي.

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)	(0.017) فأكثر
التوزيع التكراري	38	41	23	21	42

والجدير بالذكر ان الشركات ذات القرارات الاستثمارية المثلى تنتمي للشركات التي تتصف بالملكية الأجنبية أو الحكومية. ويعتقد الباحث ان هذه النتيجة منطقية بخصوص الشركات ذات

الملكية الأجنبية لان المستثمرون الأجانب يمارسون دورهم الرقابي على الشركات المحلية بشكل مباشر وغير مباشر اما الرقابة المباشرة فتكون عن طريق استخدام حق التصويت للتأثير على قرارات الإدارة، إما الرقابة غير المباشرة فتتم عن طريق التهديد بسحب استثماراتهم من الشركات المحلية، الأمر الذي يؤثر ايجابياً على جودة التقارير المالية ومن ثم قرارات الاستثمار. أما بالنسبة للشركات الممولة حكومياً فقد كانت النتيجة غير متوقعة للأسباب الآتية: -

1. لان الحكومة تلجأ إلى التحفظ لإخفاء موارد الشركة لأهداف سياسية.
2. تعاني الشركات التي بها وجود حكومي عالٍ، تعاني من مشكلة الوكالة بشكل واضح لأنه في هذه الشركات المديرون يعينون من قبل الحكومة وليس من قبل المالكين العاديين.
3. تقوم الحكومة باستخدام هذه الشركات لتحقيق أهداف اجتماعية وسياسية قصيرة الأجل التي غالباً ما تتعارض مع تعظيم منافع حملة الأسهم ...

ولكن يبدو وفقاً لهذه النتيجة إن 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 فان شكل العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار تأخذ الشكل المقعر، وان دوافع الإدارة هي المحرك الأساس لمستوى التحفظ بدلالة الأثر العكسي الذي أظهره اختيار الفئة الأولى ، حيث تزامن التحفظ المحاسبي مع النقص في الاستثمار و كلاهما يهدفان الى تحقيق منفعة الإدارة ، فالدافع الضريبي هو السبب وراء تزايد مستوى التحفظ ، و الرغبة في الاستحواذ على استثمارات حملة الأسهم هو الحافز وراء النقص في الاستثمار حالة عدم التحفظ في ظل وجود النقص في الاستثمار فقد كان يهدف الى المحافظة على القيمة السوقية للشركة من الآثار السلبية لنقص الاستثمار .اما بخصوص المتغيرات الضابطة فقد كشفت نتائج اختبار النموذج عدم وجود اثر لكل من حجم الشركة و معدل العائد على الاستثمار على كفاءة قرارات الاستثمار إما الديون المستحقة و الفائض النقدي فقد أظهرت النتائج عن وجود اثر سلبي لهما على النقص في الاستثمار وايجابي على حالة القرارات الاستثمارية المثلى.

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		
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		
%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	
-	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		معطيات نموذج الاختبار
0.324					0.435					0.185					Aj		
68.3					71.4					67.6					معامل التحديد 2R		
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		

الاستنتاجات والأفاق البحثية المستقبلية

أولاً: الاستنتاجات

لقد أسفر التحليل الإحصائي ومناقشة نتائجه عن مجموعة من الاستنتاجات الهامة الى جانب

دعمه لفرضية الدراسة، وعلى النحو الآتي:-

1- ان الجزء الأكبر من الشركات الأردنية لا تتبع سياسات محاسبية متحفظة، وان التحفظ الموجود

في التقارير المالية لشركات الجزء الأخر 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 اثار سلبية مثل ظاهرة عدم تماثل المعلومات في السوق

المالي الأردني وعدم كفاءة قرارات الاستثمار سواء بالنقص او المبالاة.

2- ينادر مستوى التحفظ بمستوى الملكية الإدارية، فكلما زادت نسبة ملكية المديرين في رأس المال

الشركة، كلما زاد مستوى التحفظ والعكس صحيح، مما يعني ذلك ان مستوى التحفظ مرتبط

بالبواعث الاقتصادية للمديرين والتي تختلف تبعاً لاختلاف نسبة ملكيتهم في رأس المال.

3- تكون القرارات الاستثمارية غير كفؤة في الشركات غير المتحفظة، إما في الشركات المتحفظة

فتعتمد كفاءة القرارات الاستثمارية على مستوى التحفظ الحدي، اذ عند هذا المستوى من التحفظ

تحقق الشركة حجم الاستثمار الأمثل. ويلاحظ إن هذا المستوى يختلف باختلاف نسبة الملكية

الإدارية، وبالتالي يمكن الاستنتاج بأن منفعة التحفظ في الحد من مشاكل الوكالة وتعارض

المصالح ليست مطلقة وان مقيدة بمستوى التحفظ الحدي.

4- ان الصفة الغالبة لهيكل ملكية الشركات المتحفظة هي الملكية العائلية والأجنبية إلى جانب

الحكومية بينما الصفة الغالبة على هيكل ملكية الشركات غير المتحفظة، هي، الملكية المؤسسية

والإفراد وذلك لكون الهدف من الاستثمار في هذين النوعين من هيكل الملكية يرجح أثر

المضاربة على المراقبة، مما يدعم ذلك فرضية البحث.

5- لا يوجد لمتغير حجم الشركة ومعدل العائد على الاستثمار أثر على نتائج نموذج الاختبار، على

العكس من متغير الديون المستحقة والفائض النقدي اللذين اظهر الاختبار الإحصائي لهما أثر

العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة قرارات الاستثمار وخاصة في المستوى الثالث والرابع من الملكية الإدارية.

ثانياً: "الأفاق البحثية المستقبلية"

في ضوء نتائج الدراسة واستنتاجاتها يقترح الباحث الأفاق 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 تأثير التحفظ المحاسبي أم إدارة الأرباح على كلفة رأس المال.

المراجع

- 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. 1-49
- 2- الشاهد، ريم 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، 16-30.
- 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. 9-45.
- 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 البقاء للبحوث والدراسات*، جامعة عمان الأهلية، المجلد 17، العدد 2، 177-224
- 5- حمد، أمنة 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، 81-106.

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، 415-433.

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، 374-404.

8- ياسين، محمد، (2008)، " قياس مستوى التحفظ في السياسات المحاسبية في ظل الحاکمية 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), "Evidance 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>*.
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 Accuals: 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 I. Zuo, (2013), " The Role of Accounting Conservatism The Equity Market :Evidence From Seconed 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 Fernando Penalva, (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 Cnservatism 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 Overinvestment 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 Emprical 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.