

قياس أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة القرار الاستثماري (دراسة تطبيقية)

محمد رمضان ابراهيم

مدرس المحاسبة

المعهد العالى للعلوم الإدارية والتجارة الخارجية

mohamed_mol_22@yahoo.com

الكلمات الأفتتاحية : التحفظ المحاسبي ، كفاءة القرار الاستثماري ، المعايير المحاسبية

قياس أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة القرار الاستثماري (دراسة تطبيقية)

محمد رمضان ابراهيم
مدرس المحاسبة
المعهد العالى للعلوم الإدارية والتجارة الخارجية

ملخص الدراسة

أستهدفت الدراسة قياس أثر التحفظ المحاسبي في ظل المعايير المحاسبية على كفاءة القرار الاستثماري ، ولأشتقاق فروض الدراسة فقد تم إستعراض الدراسات التي تناولت تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية ، وتم قياس كفاءة القرارات الاستثمارية باستخدام نموذج التنبؤ بالاستثمار كدالة في فرص نمو المبيعات ، كما تم الاعتماد على نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية. ولاختبار مدى صحة الفروض فقد تم إجراء دراسة تطبيقية على عينة مكونة من ستة عشر شركة غير مالية مدرجة بمؤشر EGX 30 للبورصة المصرية للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2014 حتى عام 2018 وقد أظهرت النتائج أن القرار الاستثماري للشركات المقيدة في البورصة المصرية لا يتسم بالكفاءة ، كذلك لا يوجد اختلاف ذات دلالة معنوية في مستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة. كما لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على كفاءة القرار الاستثماري للشركات المقيدة بالبورصة المصرية .

الكلمات الأفتتاحية : التحفظ المحاسبي ، كفاءة القرار الاستثماري ، المعايير المحاسبية

Abstract

The study aimed to measure the effect of the accounting conservatism according to accounting standards on the efficiency of investment decision. The study hypotheses derived by reviewing the previous studies on the effect of accounting conservatism on the efficiency of investment decisions, and the efficiency of investment decisions has been measured using the investment forecasting model as a function of expected growth opportunities in sales, and the accounting conservatism has been measured using the the market-to-book (MTB) model .To test the validity of the hypotheses, an applied study was conducted on a sample of sixteen non-financial companies listed in the EGX 30 index of the Egyptian Stock Exchange during the period from 2014 to 2018.

The results reveal that both the investment decision of companies listed on the Egyptian Stock Exchange is not efficient, and there is no significant difference in the level of accounting conservatism before and after the application of the modified Egyptian accounting standards. There is also no effect of the accounting conservatism on the modified Egyptian accounting standards on the efficiency of the investment decision of companies listed on the Egyptian Stock Exchange.

Key words: Accounting conservatism, efficient investment decision

1- الإطار العام للدراسة

1/1 مقدمة ومشكلة الدراسة

تعتبر كفاءة الاستثمار أحد أهم الآليات لوجود واستمرار الشركات ، إلا أنه ووفقاً لإدبيات التمويل فإن كفاءة الاستثمار لن تتحقق بالشكل الأمثل عملياً ، وأنه من المرجح أن تتحرف الشركات عنها إلى استثمار أكثر من اللازم (الاستثمار في مشروعات تحقق صافي قيمة حالية سلبية) أو استثمار أقل من اللازم (عدم الاستثمار في المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة) نظراً لوجود ما يسمى بإحتكاكات (frictions) السوق مثل المخاطر الأخلاقية ومشكلات الاختيار السلبية، والتي تنتج من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومقدمي رأس المال (Paul André et al., 2014).

لذا فإن أى آلية تحد من عدم تماثل المعلومات يتوقع أن يحسن من كفاءة الاستثمار، حيث أشارت العديد من الدراسات مثل (Li & Wang,2010; Biddle et al.,2009; Biddle & Hilary,2006) إلى أن تقليل عدم تماثل المعلومات يؤدي إلى استثمارات أكثر كفاءة. وقد أشار (Watts, 2003) إلى أنه يمكن اعتبار التحفظ المحاسبي أحد السبل لمواجهة مشكلة الخطر الأخلاقي الناتجة عن عدم تماثل المعلومات بين الأطراف المختلفة بالشركة، وبالتالي يمكن الافتراض أن التحفظ المحاسبي - حيث من المحتمل أن يقلل من عدم تماثل المعلومات - ترتبط بشكل إيجابي بكفاءة الاستثمار (Paul André et al., 2014).

وفي ذات السياق أشار (Lawal & Shehu,2016) إلى أن هناك أهتمام من جانب الفكر المحاسبي بالعلاقة المتوقعة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار، حيث يعمل التحفظ المحاسبي كآلية حوكمة تزيد من كفاءة تخصيص رأس المال من خلال تسهيل مراقبة قرارات الاستثمار للمديرين وتحسين البيئة المعلوماتية للشركات، كما يُمكن الشركات من الحصول على التمويل الخارجي اللازم بتكلفة أقل. وبالتالي يمنع من الاستثمار الأكثر من اللازم أو الاستثمار الأقل من اللازم. وبذلك يزيد التحفظ المحاسبي من كفاءة الاستثمار من خلال:

- تقليل الآثار السلبية الناتجة عن عدم تماثل المعلومات وبالتالي تسهيل عملية الرقابة على قرارات الاستثمار الإداري.
- زيادة الحوافز الإدارية لدى المديرين للتخلي عن المشروعات التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة.
- تقليل تكلفة الحصول على التمويل الخارجي.

وبالرغم مما سبق فإنه يوجد تباين واضح بين نتائج الدراسات حول أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار، حيث أشارت نتائج العديد من دراسات مثل (Lalbar et al., 2012; Brockman et al.,) إلى وجود علاقة بين (2010; Ma,2010; Nezhad et al., 2016; Lawal & Shehu,2016; Bushman et al.,2011; 2015) وجود علاقة بين

التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار ، وأن اختلفت حول طبيعة هذا العلاقة . وعلى العكس أشارت نتائج دراسات أخرى مثل (Ahmed & Duellman, 2011; Houcine,2013; Balakrishnan et al., 2016; Naveed et. al.,2016) إلى عدم وجود علاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار .

من ناحية أخرى يعتبر تقليل عدم تماثل المعلومات أحد النتائج الإيجابية لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ، حيث أشارت الأدبيات إلى أن تبني هذه المعايير من شأنه أن يحسن من شفافية المعلومات المحاسبية وقابليتها للمقارنة ، ولذلك ينبغي أن يكون لاستخدامها تأثير إيجابي على كفاءة الاستثمار، إلا أن هذا التأثير يتأثر بتأثير هذه المعايير على التحفظ المحاسبي. فمن الناحية التجريبية أشارت دراسات مثل (Piot et al. 2011; Ahmed et al. 2013; André et al. 2013) إلى أن الانتقال إلى المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية أدى إلى انخفاض مستوى التحفظ المحاسبي مقارنة بمعايير المحاسبة المحلية. وبذلك فمن المحتمل أن يكون لتبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية تأثير مزدوج على كفاءة الاستثمار ، حيث تؤثر إيجابياً وبصورة مباشرة من خلال الحد من عدم تماثل المعلومات ، وتؤثر سلبياً وبصورة غير مباشرة من خلال الحد من التحفظ المحاسبي (Paul André et al., 2014).

وحيث أن معايير المحاسبة المصرية المعدلة قد صدرت بقرار وزير الاستثمار رقم 110 لسنة 2015 ، والذي نص على أن معايير المحاسبة المصرية أعدت طبقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية الصادرة من مجلس معايير المحاسبة الدولية . لذلك كان من الضروري قياس أثر التحفظ المحاسبي في ظل المعايير المحاسبية على كفاءة القرار الاستثماري في ظل مجموعة من المتغيرات الحاكمة ، وباستخدام أسلوب منهجي يعتمد على المدخل الكمي. وبذلك يمكن بلورة مشكلة الدراسة في التساؤلات التالية :

- هل تمتع القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية بالكفاءة ؟
- هل يختلف مستوى التحفظ المحاسبي بعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة عن قبل تطبيقها؟
- هل يؤثر مستوى التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على استثمار الزائد عن اللازم للشركات العاملة بالبيئة المصرية ؟
- هل يؤثر مستوى التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على الاستثمار الأقل من اللازم للشركات العاملة بالبيئة المصرية ؟

2/1 أهداف الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة، فإن الدراسة تهدف إلى :

- دراسة وتحليل مدى تمتع القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية بالكفاءة.
- دراسة وتحليل مدى الاختلاف في مستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة .
- قياس مدى تأثير مستوى التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على استثمار الزائد عن اللازم للشركات العاملة بالبيئة المصرية .
- قياس تأثير مستوى التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على الاستثمار الأقل من اللازم للشركات العاملة بالبيئة المصرية .
- قياس أثر التحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على كفاءة القرار الاستثماري للشركات العاملة بالبيئة المصرية.

3/1 فروض الدراسة

تسعى الدراسة بصورة رئيسية إلى اختبار مدى صحة الفروض التالية:

- 1- لا تتسم القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية بالكفاءة .
 - 2- لا يوجد أختلاف ذات دلالة معنوية في مستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة.
 - 3- لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على كفاءة القرار الاستثماري للشركات العاملة بالبيئة المصرية "، ويتفرع من هذا الفرض الثاني عدة فروض فرعية
- أ/3 لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد) للشركات العاملة بالبيئة المصرية .
- ب/3 لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) للشركات العاملة بالبيئة المصرية

4/1 أهمية الدراسة

تتبع أهمية الدراسة الحالية من كونها تمثل حلقة في سلسلة الدراسات التي تتعرض لدراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرار الاستثماري . وتتبع الأهمية الأكاديمية للدراسة الحالية من تعرضها لموضوع من الموضوعات المعاصرة الذي يكتسب أهمية في الفكر المحاسبي وخاصة على مستوى

الدراسات الأجنبية، ألا أنه على المستوى الدراسات العربية عامة والمصرية خاصة فهناك ندرة في الدراسات التي تتعرض لهذا الموضوع ، وبذلك تساهم الدراسة الحالية في تضيق الفجوة البحثية في مصر .
أما على المستوى العملي فتنبع أهمية الدراسة الحالية من أنها توفر دليل عملي على تطور مستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة وإنعكاس ذلك كفاءة القرار الاستثماري ، وهو من شأنه في رأى الباحث أن يفيد الأطراف المختلفة عند إتخاذ القرارات الاستثمارية، كما يساهم في عملية تطوير المعايير المحاسبية المصرية.

5/1 منهج الدراسة

في ضوء مشكلة الدراسة ولتحقيق أهدافها وإختبار فرضها ، فقد أعمدت الدراسة على المنهج العلمي الذي يجمع بين المنهج الاستقرائي والمنهج الاستنباطي ، من خلال إستقراء ما أتيح من مراجع تتعلق بموضوع الدراسة سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة للوقوف على أحدث التطورات المتعلقة بهذا الموضوع ، وأستنباط مدى صحة فرض الدراسة من عدمه .

6/1 نطاق الدراسة

- لتحقيق أهداف الدراسة وإختبار فرضها ، فإن الدراسة سوف تقتصر على
- معايير المحاسبة المصرية ، وبالتالي تخرج معايير المحاسبة بخلاف المعايير المصرية عن نطاق الدراسة الحالية .
 - الشركات مدرجة بمؤشر EGX 30 للبورصة المصرية للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2014 حتى عام 2018 . وبذلك فإن قابلية نتائج الدراسة للتعميم مشروطة بضوابط تحديد العينة ومنهجية الدراسة .

7/1 خطة الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة فقد تم تقسيمها إلى:

- الإطار العام للدراسة
- الدراسات السابقة
- كفاءة القرار الاستثماري (نماذج القياس)
- التحفظ المحاسبي (التصنيفات - نماذج القياس)
- الدراسة التطبيقية
- النتائج والتوصيات
- المراجع

2- الدراسات السابقة

أهتمت العديد من الدراسات بموضوع كفاءة القرارات الاستثمارية ، حيث ركزت بعضها على دراسة العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية وجودة التقارير المالية مثل (Biddle, et al., 2009; Diamond & Verrecchia, 1991; Easley & O'Hara, 2004; Li & Wang, 2010; Huang & Zhang, 2012; A. Houcine, 2017) ، وأنفقت نتائجها بصورة كبيرة على وجود تأثير إيجابي لجودة التقارير المالية على كفاءة الاستثمار . كما ركزت دراسات أخرى على دراسة العلاقة بين كفاءة القرارات الاستثمارية والتحفيز المحاسبي. حيث تناولت دراسة (Bushman et al.,2011) تأثير التحفيز المحاسبي على كل من كفاءة قرارات الاستثمار والسلوك الاستثماري للمديرين ، وقامت بقياس كفاءة القرارات الاستثمارية باستخدام حساسية استثمارات الشركة اتجاه الفرص الاستثمارية المتاحة. وتوصلت إلى نتيجة هامة مرادها أن التحفيز المحاسبي يقلل من الاستثمار حالة نقص الفرص الاستثمارية المتاحة ولا يؤثر على الاستثمار حالة زيادة الفرص الاستثمارية المتاحة. أما دراسة (Lawal & Shehu,2016) فقد تناولت العلاقة بين التحفيز المحاسبي وكفاءة الاستثمار في نيجيريا، ومن خلال تطبيق نموذج إنحدار بسيط خلال الفترة من 2005 حتى 2014 توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين التحفيز المحاسبي وكفاءة الاستثمار في الشركات النيجيرية ، كما أوصت بضرورة تطبيق التحفيز المحاسبي لدوره في إلزام المديرين بالتصرف بكفاءة عند مراقبة الاستثمار واتخاذ القرار. كما قامت دراسة (Paul André et al., 2014) بدراسة تأثير معايير التقارير المالية الدولية (IFRS) على العلاقة بين التحفيز وكفاءة الاستثمار، وإعتمدت على عينة مكونة من 455 شركة فرنسية خلال الفترة من عام 2001 حتى عام 2007 بإجمالي مشاهدات 1626 مشهدة (787 مشهدة للمبادئ الفرنسية المقبولة قبولاً عاماً ، 839 مشهدة لمعايير التقارير المالية الدولية). وتوصلت إلى عدة نتائج من أهمها أن هناك انخفاضاً كبيراً في التحفيز بعد اعتماد المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية، كما أشارت أنه في فترة ما قبل تبني معايير التقارير المالية الدولية كان التحفيز يقلل من الاستثمار الزائد أو الأقل من اللازم أما في فترة ما بعد تبني معايير التقارير المالية الدولية فإنه لا يوجد دليل على أن التحفيز يؤدي أي دور في تحسين كفاءة الاستثمار . أما على مستوى البيئات المختلفة فقد تناولت العديد من الدراسات العلاقة بين التحفيز المحاسبي وكفاءة الاستثمار. فمثلاً على مستوى البيئة الأمريكية قامت دراسة (Ma,2010) بدراسة تأثير التحفيز المحاسبي على دوافع المديرين الاستثمارية في الشركات الأمريكية خلال الفترة من عام 1997 حتى عام 2007، وتوصلت إلى وجود ارتباط عكسي بين التحفيز المحاسبي وكل من استثمارات الشركة وأدائها المستقبلي ، وبالتالي يؤثر التحفيز المحاسبي سلبياً على دوافع الاستثمار لدى المديرين . كما أشارت دراسة (Brockman et al., 2015) إلى وجود علاقة عكسية بين التحفيز المشروط واستثمارات الشركات إذا كانت الشركة تعاني من الاستثمار الزائد ، وتتحول إلى علاقة طردية في حالة إذا كانت الشركة تعاني من استثمار ضعيف ، بالتطبيق على عينة مكونة من 9805 شركة أمريكية خلال فترة زمنية من عام 1989

حتى عام 2012. كذلك توصلت دراسة (Lara et al., 2016) التي تمت خلال الفترة من 1990 حتى 2007 إلى أن زيادة مستوى التحفظ المشروط يحد من استثمارات الشركات ذات الفائض الاستثماري (استثمار زائد) ويزيد من الرغبة نحو الاستثمار لدى الشركات التي ينخفض فيها حجم الاستثمارات.

وعلى عكس النتائج السابقة فقد قامت دراسة (Ahmed & Duellman, 2011) بدراسة تأثير التحفظ المحاسبي على القرارات الاستثمارية للمديرين وباستخدام نواتج القرارات ممثلة في الربحية المستقبلية وقدرتها المستقبلية على تحمل أعباء العناصر الخاصة لتقييم القرارات الاستثمارية للمديرين خلال الفترة من عام 1989 حتى عام 2001 ، توصلت إلى أن الشركات الأمريكية ذات التحفظ المحاسبي الأعلى مقارنة بالشركات ذات التحفظ المحاسبي الأقل لديها القدرة على تحقيق أرباحاً مستقبلية أعلى ، كما تزيد قدرتها على تحمل أعباء العناصر الخاصة. كذلك دراسة (Balakrishnan et al., 2016) التي تناولت أثر التحفظ المشروط على استثمارات الشركات خلال الأزمة المالية العالمية من عام 2006 حتى 2008 واعتماداً على عينة مكونة من 3145 شركة ، فقد توصلت إلى عدة نتائج من أهمها أن الشركات التي تتسم بتقاريرها المالية بمستوى تحفظ منخفض أنخفض نشاطها الاستثماري بعده عقب بداية الأزمة مقارنة بالشركات التي تتسم بتقاريرها المالية بمستوى تحفظ عالي.

أما على مستوى البيئة الإيرانية ، فقد تناولت دراسة (Lalbar et al., 2012) تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المقيدة ببورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2005 حتى عام 2009، وتوصلت إلى نتيجة هامة مؤادها وجود علاقة معنوية إيجابية بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية. أما دراسة (Alilou & Salteh, 2015) التي تناولت أثر التحفظ المحاسبي على مستوى الاستثمار وتحمل الخطر وعوائد المساهمين بالتطبيق على عينة مكونة من 94 شركة مقيدة بالبورصة الإيرانية خلال الفترة من 2008 حتى 2013. فقد توصلت إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية غير مباشرة بين التحفظ المحاسبي الغير مشروط وكل من مستوى الاستثمار وتقبل تحمل الخطر وعوائد الأسهم ، وإلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مباشرة بين التحفظ المحاسبي المشروط وكل من مستوى الاستثمار وتقبل تحمل الخطر. كذلك أشارت نتائج دراسة (Nezhad et al., 2016) إلى وجود علاقة طردية بين التحفظ المشروط والفرص الاستثمارية ، وذلك بالتطبيق على عينة مكونة من 122 شركة مقيدة بالبورصة الإيرانية خلال الفترة من عام 2009 حتى عام 2013.

أما على مستوى البيئة الباكستانية فقد أهتمت دراسة (Hussain, Bangash et. al.,) بالعلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار، ومن خلال عينة من 76 شركة غير مالية مدرجة في مؤشر KSE 100 لبورصة باكستان للأوراق المالية خلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2017، فقد توصلت إلى وجود تأثير إيجابي كبير لتحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على قرارات الاستثمار. كما أوضحت

أن التحفظ المحاسبي يساعد المساهمين على حماية وتعزيز قيمة استثماراتهم، من خلال استخدامه في تحديد المشروعات عالية المخاطر والمشروعات التي تحقق صافي القيمة الحالية سلبية في وقت مبكر.

وعلى عكس فقد توصلت دراسة (Naveed et. al.,2016) - التي حاولت الأجابة على سؤال هل يحفف التحفظ من استثمارات الشركات بصورة أكثر أو أقل من اللازم في باكستان - إلى أنه لا توجد علاقة إيجابية كبيرة بين التحفظ وكفاءة الاستثمار، وبالتالي لا يؤدي التحفظ إلى تحسين كفاءة الاستثمار للشركات الباكستانية إلا بشكل ضئيل . وذلك بالإعتماد على عينة مكونة من 142 شركة من الشركات المدرجة في بورصة باكستان (PSX) خلال الفترة من عام 2006 حتى عام 2011.

أما على مستوى البيئات العربية فقد هدفت دراسة (Houcine,2013) إلى اختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار في البيئة التونسية ، واعتماداً على عينة من الشركات التونسية خلال الفترة من عام 1999 حتى عام 2009 ، توصلت الدراسة إلى نتيجة هامة هي عدم وجود تأثير معنوي للتحفظ المحاسبي على كفاءة الاستثمار. وقد أرجعت هذه النتيجة لنظام الحوكمة التونسي الذي يتضمن تركيز الملكية وعدم أستقلاب مجلس الإدارة والجمع بين مناصبي رئيس مجلس الإدارة والمدير التنفيذي .

كما قامت دراسة (قنديل، 2018) بدراسة تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة في البيئة السعودية ، وأعدمت على عينة من الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية السعودي خلال الفترة من عام 2010 حتى عام 2013. وتوصلت إلى وجود تأثير عكسي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الزائد ، ووجود تأثير إيجابي ومعنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الضعيف (أقل من اللازم) .

أما دراسة (Hala & Ola, 2019) فقد قامت بدراسة العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار وتمويل الديون على الشركات المصرية ، وأعدمت على عينة مكونة من 57 شركة مصرية خلال الفترة من عام 2012 حتى عام 2016 ، فقد توصلت إلى وجود علاقة سلبية بين التحفظ المحاسبي والاستثمارات الزائدة (أقل)، مما يعني وجود ارتباط إيجابي بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار. كما يوجد علاقة إيجابية بين التحفظ المحاسبي وتمويل الديون في الشركات التي تعاني من مشاكل الاستثمار الأقل من اللازم.

في ضوء العرض السابق للدراسات السابقة يتضح ما يلي :

- أن غالبية الدراسات السابقة مثل (Lara et al., 2016; Lawal & Shehu,2016 ; Hala & Ola, 2019; Balakrishnan et al., 2016; Naveed et. al.,2016; Nezhad et al., 2016; Brockman et al., 2015; Alilou & Salteh, 2015; Paul André et al., 2014; Houcine,2013; Lalbar et al., 2012; Ahmed & Duellman, 2011; Bushman et al.,2011) قد تمت في العشر سنوات الأخيرة . مما يشير إلى أن موضوع العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار يمثل توجه بحثي حديث نسبياً في الفكر المحاسبي ، وهو ما يؤيد توجه الدراسة الحالية .

- أن غالبية الدراسات السابقة تمت في بيئات مختلفة (اقتصادياً وسياسياً واجتماعياً) بصورة كبيرة عن البيئة المصرية .
- أن هناك تباين في نتائج الدراسات بعضها البعض حتى التي تمت في نفس البيئة. فمثلاً جاءت نتائج دراسات (Ma,2010 ; Brockman et al., 2015; Lara et al., 2016) تؤيد وجود ارتباط عكسي بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار للشركات العاملة بالبيئة الأمريكية ، إلا أن نتائج دراسات (Ahmed & Duellman, 2011; Balakrishnan et al., 2016) أشارت إلى عكس ذلك .
- هناك قلت في عدد الدراسات - على حد علم الباحث- التي تناولت العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة الاستثمار في البيئات العربية بشكل عام والبيئة المصرية بشكل خاص وخاصة بعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة. لذا يتوقع أن تساهم الدراسة الحالية في سد هذه الفجوة البحثية.

3- كفاءة القرار الاستثماري (نماذج القياس)

1/3 نماذج قياس كفاءة القرار الاستثماري

قدمت العديد من الدراسات مثل (Elberry,2018; Chen et al.,2017; Biddle et al.,2009; Ru&Xin,2020) العديد من النماذج لقياس كفاءة القرار الاستثماري من أهمها :

1/1/3 نموذج Biddle et al. (2009)

قدم هذا النموذج (Biddle et al. (2009) وقام بقياس الاستثمار من خلال المعادلة التالية

$$It = ((RD_t + CAPEX_t + Acquisition_t - SalePPE_t) \times 100) \div TA$$

حيث أن: I_t تمثل الاستثمار في السنة (t) ، RD_t تمثل نفقات البحث والتطوير في السنة (t) ، $CAPEX_t$ تمثل النفقات الرأسمالية في السنة (t) ، $Acquisition_t$ تمثل نفقات الاستحواذ على الأصول في السنة (t) ، $SalePPE_t$ تمثل المقبوضات النقدية من مبيعات الممتلكات والمنشآت والمعدات.

وبذلك ووفقاً للمعادلة السابقة يقاس الاستثمار على أنه مجموع نفقات البحث والتطوير، والنفقات الرأسمالية، ونفقات الاستحواذ، مطروحاً منه المقبوضات النقدية من مبيعات الممتلكات والمنشآت والمعدات ، مضروباً في 100 ومقسوم بإجمالي الأصول أول المدة.

ويتم تحديد كفاءة الاستثمار من عدمه من خلال بواقي المعادلة السابقة والتي تأخذ قيم بين صفر وواحد، فإذا كانت القيمة صفر أو قريبة منه أشار ذلك إلى نقص الاستثمار، أما فإذا كانت القيمة واحدة أو قريبة منه أشار ذلك إلى الاستثمار المفرط.

وتتمثل ميزة هذا النموذج في أنه يأخذ في الاعتبار أنواع الاستثمار المختلفة من خلال تضمين النفقات الرأسمالية وعمليات الاستحواذ ومبيعات الأصول ونفقات البحث والتطوير. إلا أنه يهمل فرص النمو وارتباطها بالاستثمارات .

2/1/3 نموذج Chen et al. (2011)

وفقاً للانتقاد للنموذج السابق من كونه يهمل فرص النمو وارتباطها بالاستثمارات، فإن هذا النموذج يقيس كفاءة الاستثمار من خلال نموذجاً يتنبأ بالمستوى المتوقع للاستثمار بناءً على فرص النمو (ممثلة في نمو المبيعات)، وبذلك يستوعب هذا النموذج العلاقات المختلفة بين نمو المبيعات والاستثمار. ووفقاً لهذا النموذج يتم قياس الاستثمار من خلال نموذج الانحدار التالي:

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 SalesGrowth_{i,t-1} + \beta_3 NEG * SalesGrowth_{i,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

حيث أن: $Invest_{i,t}$ تمثل الاستثمار للشركة (i) في السنة (t) (الاستثمار = (النفقات الرأسمالية - مبيعات الممتلكات والمنشآت والمعدات) ÷ إجمالي الأصول أول العام)، $NEG_{i,t-1}$ تمثل متغير وهمي يأخذ

قيمة (1) إذا كان نمو المبيعات سلبياً في السنة السابقة للاستثمار والقيمة (صفر) بخلاف ذلك للشركة (i) في السنة (t-1)، $SalesGrowth_{i,t-1}$ تمثل معدل نمو المبيعات السنوية للشركة (i) في السنة (t-1) (نمو المبيعات = (مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة السابقة) ÷ مبيعات السنة السابقة) ، ε تمثل بواقى النموذج حيث تمثل قيمتها الموجبة استثماراً فائضاً في الشركة نسبة إلى تلك التي تتبأ بها النموذج (زيادة الاستثمار) ، أما قيمتها السالبة فتشير إلى أن استثمارات الشركة الفعلية أقل من المتوقع (ضعف الاستثمار) ، أى أن القيمة المطلقة لبواقى النموذج هي تقدير لعدم كفاءة الاستثمار. ولتحديد مدى تمتع الاستثمار بالكفاءة من عدمه يتم ضرب القيمة المطلقة لبواقى النموذج السالبة $\times 1 -$ لأن كل زيادة أو نقص الاستثمار يعكس علامة غير مواتية حول مستوى الكفاءة. وبذلك فإن بواقى نموذج الانحدار تكشف عن مدى الانحراف عن مستوى الاستثمار الأمثل ، وبالتالي تستخدم تلك البواقى كممثل لعدم كفاءة الاستثمار. فإذا كانت البواقى موجبة دل ذلك أن الشركة تقوم باستثمارات بمعدل أعلى مما هو متوقع من نمو المبيعات مما يعكس الاستثمار المفرط، والعكس إذا كانت البواقى سالبة دل ذلك أن الاستثمار الحقيقي للشركة أقل من المقدّر مما يعكس نقص الاستثمار.

Tobin's Q (1982) نموذج 3/1/3

تقوم فلسفة هذا النموذج على قياس الانحرافات عن استراتيجيات الاستثمار المثلى باستخدام حساسية الاستثمارات الرأسمالية إلى مستوى التدفقات النقدية المولدة داخلياً والمعروفة باسم حساسية التدفق النقدي الاستثماري. كما استخدم نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (MTB) للتحكم في فرص النمو وكممثل Tobin's Q. ويتم قياس الاستثمار من خلال نموذج انحدار خطي تعبر عنه المعادلة التالية:

$$Invest_{i,t} = \beta_{0,t} + \beta_{1,t} * OCF_{i,t-1} + \beta_{2,t} * MTB_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن: $Invest_{i,t}$ تمثل الاستثمار للشركة (i) في السنة (t)، $OCF_{i,t-1}$ تمثل التدفق النقدي التشغيلي للشركة (i) في السنة (t-1)، $MTB_{i,t-1}$ تمثل نسبة القيمة السوقية لإجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t-1) ، ε تمثل بواقى النموذج.

هذا وهناك عدة إنتقادات لإستخدام (MTB) لقياس حساسية التدفق النقدي الاستثماري. حيث أن (MTB) لا تستوعب التباين في فرص النمو التي تنعكس في التدفقات النقدية بصورة كلية، كما أنها تعتمد على التقنيات المحاسبية القابلة للتغير وفقاً لتطور معايير التقارير المالية الدولية . يتم حساب كفاءة الاستثمار باستخدام البواقى أو معدل الخطأ في المعادلة السابقة، حيث أن البواقى الموجبة تدل على الاستثمار المفرط ، والسالبة تدل على نقص الاستثمار.

Garcia Lara et al. (2016) نموذج 4/1/3

تقوم فلسفة هذا النموذج على أن هناك استثمارات غير واضحة ويصعب مراقبتها مثل النفقات الرأسمالية أو البحث والتطوير ، فالنفقات الرأسمالية وما ينتج عنها من إستحواذ واضحة ويسهل رصدها . أما البحث والتطوير فالأولى توجد أسواق منظمة لها ، وبالتالي لا يمكن للمستثمرين الحصول على كمية مناسبة من المعلومات حولها من خلال تتبع أداء الشركات ، بالإضافة إلى أن المصروفات الفورية لمصروفات البحث والتطوير تمنع تقديم تقارير دقيقة للمستثمرين . لذا هذا النموذج يعد تطوير لنموذج Biddle et al. (2009) بعد إجراء اختبارات المتانة عليه ، وتعتبر المعادلة التالية عن هذا النموذج

$$It = CAPEX_t + RD_t$$

وبذلك يحدد هذا النموذج الاستثمار كنفقات رأسمالية مستقبلية بالإضافة إلى نفقات البحث والتطوير نسبة مئوية إلى مبيعات أول المدة . وبذلك يركز هذا النموذج على الاستثمارات. كما يحدد مستويات كفاءة الاستثمار ، في ضوء إشارة بواقي المعادلة السابقة فإذا كانت إشارة البواقي موجبة دل ذلك على استثمار أكثر من اللازم (الزائد)، أما إذا كانت إشارة البواقي سالبة دل ذلك على استثمار أقل من اللازم (ضعيف) ويتم ضربه $\times -1$.

هذا وتجدر الإشارة إلى أن قرارات الاستثمار تعد وسيلة أساسية لدى الشركات لخلق قيمة لأصحاب المصالح فيها، وتعتبر القرارات الاستثمارية للشركة ذات كفاءة إذا تعلقة بمشروعات تحقق صافي قيمة مالية موجبة. ويرتبط القرار الاستثماري في الشركة بتخصيص مواردها المالية ، فعدم التخصيص الأمثل للموارد المتاحة يؤثر سلباً على أداء الشركة في الأجلين القصير والطويل، وقد يؤدي إلى أن تعلن الشركة إفلاسها. ويتمثل التخصيص الأمثل للموارد في استثمار هذه الموارد في مشروعات تحقق صافي قيمة مالية موجبة ، وعدم توجيهها إلى مشروعات تحقق صافي قيمة مالية سالبة (قنديل، 2018، S. Roychowdhury et al., 2019).

هذا وتحقق كفاءة الأستثمار عندما تتساوى الفائدة الحدية لرأس المال المستثمر مع تكلفته الحدية. إلا أن ذلك نادر الحدوث عملياً نتيجة نظراً لوجود ما يسمى بإحتكاكات (frictions) السوق والتي تنتج من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة ومقدمي رأس المال، حيث أوضحت نظريات الاستثمار الحديثة أن مشكلة الوكالة والقيود المالية لعدم تماثل المعلومات هما السببان الرئيسيان لعدم كفاءة الاستثمار في الشركات. حيث ينجم عن عدم تماثل المعلومات كل من المخاطر الأخلاقية ومشاكل الاختيار السلبية (الاختيار المعاكس). وتستند المخاطر الأخلاقية على فكرة ميل المديرين أحياناً إلى القيام باستثمارات لا تخدم مصالح المساهمين بغرض تعظيم ثروتهم الشخصية ، وبالتالي عند وجود فائض في رأس المال قد تؤدي المخاطر الأخلاقية إلى الاستثمار الزائد عن اللازم . أما مشاكل الاختيار المعاكس (السلبية) فتتسبب من كون المديرين أكثر معرفة بأحوال الشركة من الآخرين، لذا فإنهم يحاولوا عند إصدار أسهم رأس المال

أن تباع بأسعار مرتفعة فتتوفر فوائض مالية توجه إلى الاستثمار فيتحقق الاستثمار الزائد. ولكن قد يستجيب المستثمرين بشكل عقلاني لذلك من خلال تقنين رأس المال أو زيادة تكلفة رأس المال مما قد يؤدي إلى أن تمرر الشركات فرص استثمارية جيدة وبالتالي نقص الاستثمار. وبذلك تتحرف الشركات عن مستوى الاستثمار الأمثل إما عن طريق الاستثمار الزائد أو نقص الاستثمار (J. Shi, et al., 2020; A. Paul) (André et al., 2014; Houcine, 2017).

هذا وتنقسم القرارات الاستثمارية عديمة الكفاءة إلى نوعان يتمثل النوع الأول في الاستثمار الزائد (المفرط) *overinvestment* والذي يتحقق عندما تستثمر الشركة أموالاً زائدة في مشروعات لا تحقق صافي قيمة حالية موجبة ولا تزيد من قيمة الشركة. أما النوع الثاني فهو ضعف الاستثمار (نقص الاستثمار) *underinvestment* ويحدث عندما تختار شركة مشروعات تحقق صافي قيمة حالية سالبة أو تضطر إلى التخلي عن فرص الاستثمار تحسن من قيمتها (J. Shi, et al., 2020).

يتضح مما سبق تعدد نماذج قياس القرار الاستثماري ومدى أهميته ، كما أن عدم تماثل المعلومات أحد أهم أسباب عدم كفاءة الاستثمار ، ومن ثم فإن أي آلية تقلل من عدم تماثل المعلومات يتوقع أن تزيد من كفاءة القرار الاستثماري ، وحيث أن التحفظ المحاسبي أحد آليات تقلل من عدم تماثل المعلومات فمن المتوقع أن يرتبط إيجابياً بكفاءة القرار الاستثماري . حيث أشار (Brockman et al., 2008) إلى أن التحفظ المحاسبي بسرعة جميع الخسائر الناتجة عن المشروعات الاستثمارية عديمة الكفاءة ، فالاعتراف بالخسارة في الوقت المناسب تعد أداة جيدة لإدارة الشركات ، لأنها تمنع المديرين من الاستثمار في المشروعات التي لا تحقق صافي قيمة حالية موجبة. وبالتالي لا يتخذ المديرون قرارات الاستثمار الانتهازية لتحقيق مصلحتهم الشخصية (نقلًا عن : Hussain, Bangash et. al.,).

4- التحفظ المحاسبي (التصنيفات ، نماذج القياس)

يؤدي التحفظ المحاسبي دوراً هاماً في إعداد التقارير المالية ، لذا فقد نال اهتمام الأدبيات المحاسبية باعتباره أحد أهم خصائص إعداد التقارير المالية بما تضمنته المعايير المحاسبية من مبادئ التحفظ مثل مبدأ التكلفة أو السوق أيهما أقل. وبالرغم من ذلك فقد تم استبعاد التحفظ من الإطار المفاهيمي المشترك الذي اقترحه مجلس معايير المحاسبة الدولية (IASB) ومجلس معايير المحاسبة المالية (FASB) في عام 2010 (Yuxiang& Wanli,2017).

هذا وقد أشارت العديد من الدراسات مثل (علي & شحاته ، 2017 ؛ رمضان ، 2016 ؛ Basu, 1997; Watts, 2016; Chen et al., 2009; Li et al.,2015; 2003) إلى عدم الاتفاق على مفهوم محدد للتحفظ المحاسبي. فعلى مستوى الباحثين عرفه (Bliss, 1924) بصورة إستدلالية بسيطة بأنه "توقع عدم وجود أرباح ولكن توقع جميع الخسائر". كما عرفه (Devine, 1963) من خلال الربط بينه وبين أهداف كل من مستخدمى المعلومات المحاسبية والشركات بأنه "القاعدة التي تؤدي إلى انخفاض متوسط توقعات تحقيق الهدف مقارنةً بقواعد القياس والإبلاغ البديلة". أما (Watts&Zimmerman ,1986) فعرف التحفظ من منطلق أنه سمة من سمات التقارير المالية بأنه "قاعدة مفادها أنه يجب على المحاسبين أن يبلغوا عن أدنى قيمة بين القيم البديلة المحتملة للأصول وأعلى قيمة بديلة للإلتزامات ، كما يجب تأجيل الاعتراف بالإيرادات وتعجيل الاعتراف بالمصروفات" (Yuxiang& Wanli, 2017) . أو الإيرادات بأزيد مما يجب ولا تقييم الإلتزامات والمصروفات بأقل مما يجب . (رمضان ، 2016)

ونتيجة لعدم أخذ التعاريف السابقة للبيئة الاقتصادية الفعلية في الاعتبار وعدم تميزها لأنواع المختلفة للتحفظ ، أصبحت عملية القياس للتحفظ أمراً صعباً وبالتالي تناقضت الإستنتاجات التي يصل إليها الباحثين (Yuxiang& Wanli,2017). لذا فقد عرف (Basu,1997) التحفظ بأنه "ميل المحاسبون للحصول على درجة عالية من التحقق للأعتراف بالأخبار الحسنة (المكاسب) أكبر من تلك التي يطلبها للأعتراف بالأخبار السيئة (الخسائر) " (نقلًا عن : أبو الخير ، 2008 ؛ رمضان ، 2016) .

أما على مستوى الهيئات المهنية فقد عرف مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي (FASB) التحفظ في بيان المفاهيم رقم (2) بأنه "تصرف حذر حيال عدم التأكد لضمان أن عدم التأكد والمخاطر الملازمة له في بيئة الأعمال قد أخذ في الاعتبار" (نقلًا عن : أبو الخير ، 2008) . كما فسّر الإطار المفاهيمي لمجلس معايير المحاسبة الدولية (ISAB) الصادر في 1989 التحفظ تفسيراً عاماً بأنه درجة الحذر في ممارسة الأحكام المطلوبة في صناعة تقديرات مطلوبة في ظل ظروف عدم تأكد ، بحيث لا تقيم الأصول (نقلًا عن : رمضان ، 2016)

هذا ويتفق الباحث مع دراسة (الرشدي ، 2011) بأن هناك ثلاث إتجاهات فى تعريف التحفظ المحاسبي يركز الإتجاه الأول على علاقة التحفظ بالجانب المهني ووفقاً لهذا الإتجاه فأن التحفظ المحاسبي

معتقد محاسبي يميل إليه المحاسبون في التطبيق العملي. أما الإتجاه الثاني فيركز على الحالة التي تستدعي تطبيق التحفظ المحاسبي ووفقاً لهذا الإتجاه فأن التحفظ المحاسبي يمثل قيد أساسى على القياس والإفصاح في ظروف عدم التأكد. أما الإتجاه الثالث والأخير فيركز على آثار تطبيق التحفظ المحاسبي ووفقاً لهذا الإتجاه فأن التحفظ المحاسبي يمثل طريقة اختيار البدائل المحاسبية الأكثر صرامة وينتج عنه تأجيل الاعتراف بالإيرادات وتعجيل الاعتراف بالمصروفات مع التقييم المنخفض للأصول والتقييم المرتفع للإلتزامات .

1/4 تصنيفات التحفظ المحاسبي

تعددت تصنيفات التحفظ المحاسبي فى الفكر المحاسبي ، إلا أن الباحث يتفق مع رأى (الرشيدى، 2011) بأنه لا يوجد حدود قاطعة بشكل تام بين هذه التصنيفات ، فضلاً عن وجود تداخل فيما بينها. حيث ينقسم التحفظ المحاسبي من حيث الإلزام إلى التحفظ الإلزامي والتحفط الاختيارى ، ومن حيث أبعاد التأثير إلى التحفظ السابق والتحفط اللاحق ، ومن حيث الدرجة إلى التحفظ لأقصى درجة والتحفط لأدنى درجة ، ومن حيث مدي الاستمرار إلى التحفظ الدائم والتحفط المؤقت ، ومن حيث النطاق إلى التحفظ الكلي والتحفط الجزئي ، ومن حيث الارتباط بالأحداث إلى التحفظ المشروط والتحفط غير المشروط (راجع تفصيلاً: الرشيدى، 2011) .

هذا وقد أشارت العديد من الدراسات مثل (Beaver and Ryan, 2005; El Allali, 2010; Ismail and Elbolok, 2011; الرشيدى، 2011; 2012; Salehi et al., 2017; Yuxiang& Wanli, 2017; علي & شحاته، 2017) إلى أن تصنيف التحفظ المحاسبي إلى مشروط وغير مشروط من أكثر التصنيفات شيوعاً. حيث يعنى التحفظ المشروط بإستخدام المعلومات المستقبلية وبالتالي يعتمد على وقوع أحداث أو أنباء معينة ، ويتم من خلاله تعجيل الاعتراف بالخسائر المحتملة وتأجيل بالأرباح بالخسائر المحتملة . وقد أشار (Ball et al., 2013) إلى أن التحفظ المشروط يحمل معلومات جديدة ويعتمد على البيئـة الاقتصادية للشركات ، وأنه يتطلب الاعتراف بالخسائر الاقتصادية في الوقت المناسب أكثر من المكاسب الاقتصادية. ومن أمثلة التحفظ المشروط تطبيق قاعدة التكلفة أو السوق أيهما أقل عند تقييم المخزون. وينشأ التحفظ المشروط لرفع كفاءة التعاقدات أو متطلبات الحوكمة.

أما التحفظ غير المشروط فيعنى بإستخدام المعلومات المتاحة (المعروفة) فقط في بداية حياة الأصل وبالتالي فهو مستقل عن وقوع أحداث أو أنباء معينة ، ويعتمد على الرغبة والقدرة الاختيارية للإدارة من بين السياسات المحاسبية لتجنب تعظيم قيم الأصول والإيرادات أو تقليل قيم الإلتزامات والمصروفات . وينشأ التحفظ غير المشروط من العوامل الضريبية أو العوامل السياسية أو العوامل المرتبطة بمصلحة الإدارة الذاتية .

هذا وتجدر الإشارة إلى الجدل حول مدى التكامل بين التحفظ المشروع وغير المشروع ، حيث أشار (الرشدي، 2011) إلى أن الدراسات الميدانية اكدت على أنهما متكاملان ويكونا معاً التحفظ بوجه عام ، ولا يعتبر أحدهما مستقل عن الآخر تماماً . كما أوضح (Kabir and Laswad 2014) أن التحفظ المشروع وغير المشروع يؤديان إلى انخفاض القيمة الدفترية لصافي الأصول عن قيمتها السوقية. من ناحية أخرى قدمت دراسة (Qiang,2007) دليلاً تجريبياً على وجود علاقة سلبية بين التحفظ المشروع وغير المشروع وأنهما يلعبون أدواراً مختلفة في الشركات لذلك يجب المبادلة بينهما. وفي نفس السياق أشار (Ball & Shivakumar, 2005) إلى أن التحفظ المشروع يمكن أن يحسن من كفاءة التعاقد والاستثمار من خلال الاعتراف بالخسائر في الوقت المناسب ، وبالتالي سيحد من الإجراءات الانتهازية للمديرين. أما التحفظ غير المشروع سيمنع التحفظ المشروع من تحسين كفاءة العقد ، كما يمكنه أن يشوه التقارير المالية التي يستخدمها المستثمرون. يتضح مما سبق تعدد تصنيفات التحفظ المحاسبي ، وأن أكثرها شيوعاً هو التصنيف من حيث الارتباط بالأحداث والذي يقسم التحفظ إلى تحفظ مشروع وغير مشروع . إلا أن هناك جدل في الفكر المحاسبي حول طبيعة العلاقة بين التحفظ المشروع وغير المشروع.

2/4 نماذج قياس التحفظ المحاسبي

قدم الفكر المحاسبي العديد من النماذج لقياس التحفظ المحاسبي ، منها ما يعتمد على القياس المباشر من القوائم المالية ومنها ما يعتمد على القيم السوقية وعلاقتها بالقيم المحاسبية . ويرى (S.H. Badloe, 2012) أن تقوم نماذج قياس التحفظ على فكرة أن المعلومات المحاسبية المفيدة هي المعلومات ذات القيمة الملائمة لأصحاب المصالح ، وتكون المعلومات المحاسبية ذات القيمة الملائمة عند تتوافق القيم المحاسبية الواردة في القوائم المالية مع القيم العادلة التي تقدمها أسعار الأسهم والعوائد ، و لا تمارس الإدارة السلطة التقديرية في الأرقام المحاسبية . وبذلك فمستوى التحفظ يؤكد قيمة المعلومات المحاسبية الملائمة . وفيما يلي عرض لنماذج قياس التحفظ المحاسبي الأكثر شيوعاً .

1/2/4 نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية the market-to-book (MTB) ratio

يعتمد هذا النموذج في قياس التحفظ على دراسة العلاقة بين القيمة الدفترية لحقوق الملكية وقيمتها السوقية. وقد قدم (Feltham & Ohlson,1995) هذا النموذج من منطلق أن التحفظ يمثل الفرق بين القيمة السوقية لحقوق الملكية في تاريخ معين وقيمتها الدفترية في نفس التاريخ ، ولا يساوي الصفر حتى في الأجل الطويل. مما يعني أن القيمة السوقية ستظل أكبر من القيمة الدفترية. ويقوم هذا النموذج على فرض أن التحفظ المحاسبي يتجه الى تخفيض صافي القيم الدفترية لتقترب من القيمة الاقتصادية للمنشأة ،

وبالتالي كلما زادت نسبة MTB كلما زاد التحفظ . حيث تتضمن القيمة السوقية كل من القيمة وفرصة النمو المتوقعة ، بينما تميل القيمة الدفترية إلى التعرف على الأخبار بحكمة. أي أن عندما تكون القيمة الدفترية أقل فعلياً من القيمة السوقية ، أي عندما تكون نسبة MTB أكبر من الواحد تعتبر التقارير المالية متحفظة (Yuxiang & Wanli, 2017).

وتعتبر المعادلة التالية عن النموذج:

$$MTB = \sum MV \div \sum BV$$

حيث تمثل (MV) تعبر عن القيمة السوقية* لحقوق الملكية ، BV تعبر عن القيمة الدفترية لحقوق الملكية). هذا وقد أتمدت العديد من الدراسات في الفكر المحاسبي على هذا النموذج في قياس التحفظ مثل (Callen & Segal, 2005; Beaver & Ryan, 2000, 2005) سعد الدين ، Khodabakhshi, & Geimechi 2014 (2015; علي & شحاته , 2017) نظراً لسهولة استخدامه . إلا أنه بالرغم من القبول الذي لقيه نموذج MTB فقد إنتقد كونه لا يحكم السيطرة على الفوائض الاقتصادية للمنشآت .

2/2/4 نموذج Basu (نموذج الإستجابة غير المتماثلة)

يقوم هذا النموذج على فكرة أن الأرباح تعكس "الأخبار السيئة" بشكل أسرع من "الأخبار الجيدة" ، والتي تُعرف باسم الوقت غير المتماثل للأرباح. وكلما زاد التوقيت غير المتماثل ، زادت درجة التحفظ المحاسبي (Wang, 2009). كما أوضح (أبو الخير ، 2008) أن الفكرة الأساسية لنموذج Basu هي أن السوق يقود الأرباح المحاسبية ، حيث يعكس السوق الأخبار السيئة والجيدة بصورة أسرع من النظام المحاسبي ، وذلك لتعدد المعلومات الواردة إلى السوق من مصادر مختلفة ، والتي يستجيب لها بصورة فورية ويعكسها في أسعار الأسهم وبالتالي يقيس أثر هذه المعلومات على صافي أصول الشركة . كما أن أدراك السوق لطبيعة النظام المحاسبي في التفرقة بين الأرباح والخسائر وعدم تماثل المعالجة المحاسبية لها يجعل إستجابته أكبر للأخبار السيئة المنطوية على خسائر مقارنة لإستجابته للأخبار الجيدة المنطوية على أرباح.

يمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية :

$$EPS_{it} / P_{it} = \alpha_0 + \beta_1 R_{it} + \beta_2 DM_{it} + \beta_3 (DUM_{it} R_{it}) + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل (EPS_{it}) ربحية السهم لشركة (I) في نهاية السنة (T) ، P_{it} سعر السهم الأفتتاحي لشركة (I) في نهاية السنة (T) ، R_{it} العوائد السوقية لسهم الشركة (I) في نهاية السنة (T) ، DUM متغير يأخذ القيمة (1) إذا كانت العوائد إشارتها سالبة والقيمة (صفر) إذا كانت العوائد إشارتها غير سالبة ، ε الخطأ العشوائى).

* القيمة السوقية لحقوق الملكية = عدد الأسهم المتداولة للشركة ما × السعر السوقى للسهم . ويتمثل السعر السوقى للسهم في سعر الأفعال في نهاية السنة المالية . (قنديل ، 2018)

ووفقاً للمعادلة السابقة فقد فصل Basu بين الأخبار الجيدة والسيئة مستخدماً إشارة العائد السوقي ، ومن خلال متغير ثنائي يأخذ القيمة (1) إذا كان العائد سالب والقيمة (صفر) إذا كان العائد غير سالب . كما أثبت أن معامل انحدار الريح على العوائد السالبة (الأخبار السيئة) يعادل خمسة أضعافه على العوائد الموجبة (الأخبار الجيدة) ، واعتبر عدم تماثل معامل استجابة الأرباح للعوائد مقياساً للحفاظ المحاسبي (أبو الخير ، 2008) . أى أن إذا كانت قيمة β_3 سالبة دل ذلك على التحفظ المحاسبي .

هذا وقد لقي نموذج Basu قبول عام وانتشار واسعاً لكونه يغطي معظم حوافز التحفظ ، إلا أنه وجه بثلاث إنتقادات رئيسية يتمثل الإنتقاد الأول في تحيز المقاييس الإحصائية للنموذج. أما الإنتقاد الثاني فيتمثل في عدم قدرة النموذج على اكتشاف كل حالات التحفظ المحاسبي. أما الإنتقاد الثالث فيتعلق بتعارض نتائجه مع نتائج نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية (Dietrich et.al,2007; Givoloy et.al,2007) . (Roychowdhury & Watts,2007; نقلاً عن : أبو الخير ، 2008) .

ووفقاً لدراسة (أبو الخير ، 2008) فإن الإنتقادات السابقة لم تقلل من القبول المتزايد للنموذج لعدة أسباب من أهمها أن مشكلة التحيز الإحصائي ي تواجه هذا النموذج تحديداً وأما تواجه كل نماذج الاختبار السوقي المعتمدة على العوائد والأرباح. ويتفق الباحث مع الرأى السابق من كون الإنتقادات الموجهة لنموذج Basu لم تقلل من تزايد قبوله لدى الباحثين وليس أدل من ذلك مما أشار إليه الحصر الذي قامت به دراسة (Wang,2009) حيث أوضح هذا الحصر أن نموذج Basu أستخدم بنسبة 44% في الدراسات السابقة (37 مرة من إجمالي 85 دراسة. منها 22 مرة بصورة منفردة بنسبة 59% (22÷37) ، و15 مرة مع نماذج أخرى بنسبة 41%) ، وأذا ما تم أخذ ما تلى هذه الدراسة من دراسات في الحسبان فيتوقع الباحث أن تزداد نسبة تطبيق نموذج Basu من قبل الباحثين.

3/2/4 نموذج الاستحقاقات السالبة

قدم (Givoloy & Hayn,2000) هذا النموذج لقياس التحفظ المحاسبي من خلال الإستحقاقات السالبة ، مركزاً على الاستحقاقات غير التشغيلية كجزء من القيمة الدفترية للشركة. ويقوم هذا النموذج على أساسى منطقي هو أن الشركات تقدم الأبناء السيئة أسرع من الأبناء الجيدة وهو مايزيد من تراكم الاستحقاقات أكثر وتصبح أكثر سلبية ، وبالتالي زيادة الاستحقاقات السالبة تعبر عن زيادة التحفظ المحاسبي (Wang,2009; علي & شحاته ، 2017) .

وقد أشارت العديد من الدراسات مثل (رمضان ، 2016; Beatty et al. 2008; Givoloy & Hayn 2000; Wang, 2009; Ahmed & Duellman 2013; Aier et al. 2014; إلى أنه بدون التحفظ المحاسبي ستختفي الاستحقاقات ، فعادة ما يتم الاعتراف بالأرباح على أساس الاستحقاق. وبالتالي فيمرور الوقت سوف يتقارب صافي الدخل إلى التدفقات النقدية بمرور الوقت ، حيث يستخدم التحفظ المحاسبي آلية

الاستحقاقات لتعجيل الاعتراف بالخسائر الاقتصادية وتأجيل الاعتراف بالمكاسب الاقتصادية ، وينتج عن الاعتراف بالخسارة في الوقت المناسب والاعتراف التدريجي للمكاسب صافي استحقاقات سلبية. لذلك ، يمكن استخدام مستوى ومعدل صافي الاستحقاقات السلبية التراكمية لتقدير التحفظ .

وتعبر المعادلات التالية عن نموذج Givoly & Hayn:

(1) الاستحقاقات الكلية (قبل الأهلاك) = (صافي الربح + الأهلاك) - التدفق النقدي من النشاط التشغيلي.
(2) الاستحقاقات التشغيلية = Δ العملاء + Δ المخزون + Δ المصروفات المقدمة - Δ الدائون - Δ الضرائب المستحقة

(3) الاستحقاقات غير التشغيلية = الاستحقاقات الكلية - الاستحقاقات التشغيلية

هذا ويستمد نموذج Givoly & Hayn قوته من كونه مقياس محدد للتحفظ المحاسبي ، بالإضافة إلى سهولة تطبيقه لأنه لا يتطلب العديد من البيانات كما أنه لا يعتمد على السوق . وبالرغم من المميزات السابقة إلا أن هذا النموذج له نقطتا ضعف . تتمثل الأولى في أنه يتطلب قياس الاستحقاقات المتراكمة خلال فترة طويلة تبدأ من سنة الأساس ، ومن الصعب عملياً توحيد سنة الأساس للشركات المختلفة . أما النقطة الثانية فتتمثل في تجاهله للأهلاك الذي يعد أحد العناصر الهامة في المحاسبة على أساس الاستحقاق (رمضان ، 2016; Wang, 2009).

4/2/4 نموذج الاستحقاقات / التدفقات النقدية

يطلق عليه أيضاً نموذج الاستحقاقات غير المتماثلة لقياس التدفق النقدي Asymmetric Accrual to Cash-flow Measure (AACF) . وقد قدم (Ball & Shivakumar, 2005) هذا النموذج للتغلب على مشكلة عدم وجود معلومات عن أسعار الأسهم للشركات غير المقيدة بالبورصة ، وبالتالي يصعب تطبيق نموذج Basu . من منطلق أن الاستحقاقات ترتبط بشكل إيجابي ولكن غير متماثل بالتدفقات النقدية التشغيلية الجارية بسبب التحفظ ، حيث ترتبط التغيرات في التدفقات النقدية الحالية لمشروع ما بشكل إيجابي بالتغيرات المستقبلية المتوقعة للتدفقات النقدية والتي يتم الاعتراف بها في الأرباح الحالية على أساس الاستحقاقات . أي أن الاستحقاقات ترتبط إيجابياً بالتغيرات المتوقعة في التدفقات النقدية. وبالتالي ترتبط إيجابياً أيضاً بالتدفقات النقدية الحالية. وحيث أنه يتم الاعتراف بالخسائر الاقتصادية في الفترة الحالية، في حين يتم الاعتراف بالمكاسب الاقتصادية بشكل تدريجي، وبالتالي ستزيد العلاقة الإيجابية بين الاستحقاقات والتدفقات النقدية في حالة الخسائر (Wang, 2009; Yuxiang & Wanli, 2017).

هذا وتعبر المعادلة التالية عن نموذج (AACF) .

$$ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DCFO_{it} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 DCFO_{it} \times CFO_{it} + \varepsilon_{it}$$

حيث تمثل (ACC_{it}) الاستحقاقات التشغيلية* لشركة (I) في نهاية السنة (T) ، CFO_{it} التدفق النقدي لشركة (I) في نهاية السنة (T) ، $DCFO_{it}$ متغير وهمي يأخذ القيمة (صفر) إذا كان التدفق النقدي أكبر أو يساوي صفر ويأخذ القيمة (1) إذا كان التدفق النقدي أقل من الصفر ، ε الخطأ العشوائي).

ووفقاً للمعادلة السابقة فإن قيمة β_3 تعبر عن التحفظ المحاسبي ، فكلما زادت قيمة β_3 زاد التحفظ المحاسبي . من ناحية أخرى فقد أشار (رمضان ، 2016) إلى عدم خضوع نموذج (AACF) لتقييم في الفكر المحاسبي نظراً لحدائته مقارنة بال نماذج الأخرى .

5/2/4 نموذج الاحتياطات السرية (HR) The Hidden Reserves Measure

قدم (Penman & Zhang, 2002) هذا النموذج من منطلق أن التحفظ المحاسبي يخلق احتياطات سرية ، يمكن استخدامها في قياس مستوى التحفظ في الشركة. حيث كلما زاد حجم الاحتياطات السرية ، كلما كانت التقارير المالية أكثر تحفظاً. وحيث أن هذه الاحتياطات لا يتم الإبلاغ عنها بصورة واضحة بالقوائم المالية أو في أي مكان آخر ، فلا يقدرها إلا الباحثين أنفسهم. (علي & شحاته، 2017 ; رمضان ، Wang, 2009; 2016)

هذا ويوجد طريقتان لتقدير الاحتياطات السرية ، تعتمد الطريقة الأولى على إستخدام نسبتيين كممثلات للاحتياطات السرية هما نسبة مصاريف الابحاث والتطوير إلى المبيعات ، ونسبة مصاريف الإعلان إلى المبيعات . أما الطريقة الثانية وتسمى طريقة C score ، حيث

$$C_{it} = ER_{it} \div NOA_{it}$$

حيث تمثل (ER_{it}) الاحتياطات السرية الناتجة عن التحفظ المحاسبي في الشركة (I) في نهاية السنة (T) ، NOA_{it} صافي الأصول التشغيلية (القيمة الدفترية للأصول المتداولة مطروحاً منها الخصوم المتداولة ، باستثناء الأصول والخصوم المالية) في الشركة (I) في نهاية السنة (T).

ولتقدير ER_{it} (الاحتياطات السرية الناتجة عن التحفظ المحاسبي) فقد تم إستخدام المعادلة التالية :

$$ER_{it} = INV_{it}^{res} + RD_{it}^{res} + ADV_{it}^{res}$$

حيث أن :

INV_{it}^{res} - تمثل احتياطي المخزون ، وهو قيمة المخزون الظاهر في إيضاحات التقارير المالية وفقاً لطريقة LIFO.

* الاستحقاقات التشغيلية = Δ العملاء + Δ المخزون + Δ الأصول المتداولة الأخرى - Δ الدائنون - Δ الإلتزامات المتداولة الأخرى - الإهلاك

- RD^{res} : تمثل احتياطي البحث والتطوير ، ويقاس بنفقات البحث والتطوير التي يمكن رسمتها وفقاً للمعايير المحاسبية. وللوصول إلى RD^{res} يتم أولاً رسمة مصروفات البحث والتطوير من قائمة الدخل كما لو أعتبرت كأصل . ثانياً يتم إستنفاد (إطفاء) نفقات البحث والتطوير التي تم رسمتها في أولاً بإستخدام معدل الاستنفاد (إطفاء) السائد في الصناعة ، وبذلك فإن قيمة RD^{res} هي صافي قيمة الأصل (البحث والتطوير) بعد الاستفاد.
- ADV^{res} : تمثل أصل العلامة التجارية ، ويحسب بنفس طريقة حساب احتياطي البحث والتطوير ، فمثلاً احتياطي الإعلان كأحد أصول العلامة التجارية المقدره ، يتحدد من رسمة جميع نفقات الإعلان أولاً ثم استهلاكها ثانياً.

هذا وقد أشار البعض (Wang, 2009; Penman & Zhang, 2002; Rajan et al., 2007) نقلاً عن (Wang, 2009) إلى أن نموذج الاحتياطيات السرية (HR) مقياساً متحيزاً للتحفظ المحاسبي . حيث أوضحت الأدلة النظرية والتجريبية من وجود تشابك بين الاحتياطيات السرية (HR) ومعدلات نمو الاستثمار في الشركات ، حيث تتراكم الاحتياطيات السرية (HR) عندما ترتفع معدلات نمو استثمارات الشركة. والعكس عندما تتباطأ معدلات نمو استثمارات الشركة تنخفض الاحتياطيات السرية (HR) وتميل إلى العودة إلى الأرباح. وبالتالي قد يكون هناك مبالغة في تقدير المستوى الحقيقي للتحفظ المحاسبي بالشركة ، فإذا كان معدل النمو الاستثمارات إيجابياً ، فقد يكون التحيز في تقدير مستوى التحفظ المحاسبي إيجابياً ؛ والعكس صحيح. من ناحية أخرى فقد أشار (رمضان ، 2016 ، Wang, 2009) إلى أن نموذج الاحتياطيات السرية (HR) يتطلب العديد من البيانات (مثل نفقات البحث والتطوير ومصروفات الإعلانات) يصعب توافرها في كثير من الأحيان ، حيث لا تفصح عنها الشركات في كثير من الأحيان. لذا تقل حجم العينات في الدراسات التي تتبنى هذا النموذج لقياس التحفظ مقارنة بحجم العينات بالدراسات التي تتبنى النماذج الأخرى. كما أختلف النظم المحاسبية في دول العالم حول إلزام الشركات بالإفصاح عن مصاريف البحث والتطوير ومصاريف الإعلان يفسر عدم الإعتماد على هذا النموذج من قبل دراسات المقارنة الدولية المهمة بالتحفظ المحاسبي.

يتضح مما سبق تعدد نماذج قياس التحفظ المحاسبي في الفكر المحاسبي . وبالرغم من أن نموذج Basu يعد من أكثر النماذج قبولاً وانتشاراً ، إلا أنه يصعب تطبيقه لقياس التحفظ المحاسبي بالشركات غير المدرجة بالبورصة لعدم توافر معلومات عن عوائد الأسهم . كما أن نموذج MTB من النماذج المنتشرة في الدراسات التجريبية لسهولة تطبيقه ورصانة نتائجه مقارنة بالنماذج الأخرى .

3/4 موقف معايير المحاسبة المصرية المعدلة من التحفظ المحاسبي

تباينت نتائج الدراسات في الفكر المحاسبي حول تأثير المعايير المحاسبية على التحفظ المحاسبي. فقد أشارت دراسة (Piot et al., 2010) التي ركزت على الفترة من 2001 حتى 2008 ، إلى أن تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية يؤدي إلى زيادة التحفظ المحاسبي غير المشروط ويقلل من التحفظ المحاسبي المشروط. وفي نفس السياق جاءت نتائج دراسة (André et al., 2015) حيث أكدت على انخفاض التحفظ المحاسبي المشروط في ظل التبني الألزامي للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية. كما أشارت دراسة (Zeghal et al., 2012) إلى انخفاض التحفظ المحاسبي بعد التبني الألزامي للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية. كما بينت نتائج دراسة (Daniel, 2016) أن مستوى التحفظ المحاسبي أنخفض بعد تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية ، حيث أشارت إلى زيادة استخدام الاستحقاقات التقديرية وانخفاض الاعتراف بالأخبار السيئة على الأخبار الجيدة عند تطبيق المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية. وعلى عكس النتائج السابقة فقد أشارت دراسة (Zhuang et al., 2013) التي ركزت على الفترة من 2005 حتى 2008 ، إلى أن المعايير الدولية للتقارير المالية ليس لها تأثير على التحفظ المحاسبي (Daniel, 2016). وبذلك يتضح تباين نتائج الدراسات حول أثر تبني المعايير الدولية لإعداد التقارير المالية على التحفظ المحاسبي، وأن كان معظم الدراسات أشارت أن التوجه نحو تبني هذه المعايير من شأنه أن يقلل من ممارسة التحفظ المحاسبي.

هذا وقد صدرت معايير المحاسبة المصرية المعدلة بقرار وزير الاستثمار رقم 110 لسنة 2015، على أن يبدأ العمل بها من أول يناير 2016. كما أشار تمهيد معايير المحاسبة المصرية المعدلة أنها أعدت طبقاً للمعايير الدولية لإعداد التقارير المالية الصادرة من مجلس معايير المحاسبة الدولية. ويتفق الباحث مع رأى (محمد، 2019) بأن المعايير المحاسبية المعدلة قد قللت من ممارسة التحفظ المحاسبي من خلال تقليل نطاق الاختيار بين بدائل السياسات المحاسبية المتاحة للإدارة ، فمثلاً ألغيت المعايير المحاسبية المصرية المعدل أرقام (10، 23) استخدام نموذج إعادة التقييم عند القياس اللاحق للأصول الثابتة وللأصول غير المملوسة وأقتصرى باستخدام نموذج التكلفة. كما ألغى المعيار المحاسبي المصري المعدل رقم (34) اختيار القيمة العادلة في الاستثمار العقاري وأكتفى بنموذج التكلفة عند القياس اللاحق للعقارات الاستثمارية.

هذا ويرى الباحث أن المعايير المحاسبية المعدلة قد قللت فقط من ممارسة التحفظ المحاسبي ولم تمنعه ، وهو ما أشار إليه (محمد، 2019) بأن المعيار المحاسبي المصري المعدل رقم (2) يحدد قيمة المخزون على أساس التكلفة أو صافي القيمة البيعية أيهما أقل. كذلك يقيس المعيار المحاسبي المصري المعدل رقم (32) الأصول غير المتداولة المحتفظ بها لغرض البيع على أساس القيمة الدفترية أو القيمة العادلة مخصوماً منها تكاليف البيع أيهما أقل. كما أن المعيار المحاسبي المصري المعدل رقم (23) لا

يعترف بالأصل غير الملموسة الناشء عن الأبحاث وإنما يعترف بنفقات هذه الأبحاث كمصروف فور أنفاقها . كما يعترف المعيار المحاسبي المصري المعدل رقم (28) بالمخصصات ويعتبرها مصروف يحمل في قائمة الدخل . كذلك يعترف المعيار المحاسبي المصري المعدل رقم (31) يخسائر الاضمحلال في قيمة الأصول ويحملها كمصروف في قائمة الدخل.

5- الدراسة التطبيقية

1/5 هدف الدراسة التطبيقية

تسعى الدراسة التطبيقية إلى اختبار فروض الدراسة لقياس أثر التحفظ على كفاءة القرار الاستثماري للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

2/5 مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية في الفترة من 2014 حتى 2018 . وقد تم تحديد هذه الفترة في ضوء هدف الدراسة المتمثل في قياس أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة القرار الاستثماري للشركات العاملة بالبيئة المصرية ، وحيث أن معايير المحاسبة المصرية المعدلة صدرت بقرار وزير الاستثمار رقم 110 لسنة 2015 وبدأ تطبيقها فعلياً من يناير 2016. فقد تم اختيار عامان قبل تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة وعامان بعدها وإعتبار عام 2016 عام التحول إليها. وقد تم تحديد عينة الدراسة من شركات مؤشر EGX 30 . وقد تم اختيار هذا المؤشر لكونه يتضمن أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط يتم ترجيحها برأس المال السوقي المعدل بنسبة التداول الحر للأسهم. فضلاً عن ما يتميز به هذا المؤشر من عدم تركيزه على صناعة بعينها ، وبالتالي توفيره تمثيلاً جيداً لمختلف الصناعات والقطاعات العاملة داخل الاقتصاد المصري. وقد تم اختيار شركات عينة الدراسة في ضوء المعايير التالية :

- ألا تكون من شركات قطاع البنوك والخدمات المالية أو قطاع التأمين نظراً لما تتمتع به شركات هذه القطاعات من طبيعة خاصة فيما يتعلق بقواعد الإفصاح، بالإضافة إلى تأثير قرارات الاستثمار فيها بإعتبارات ومحددات مختلفة عن شركات القطاعات الأخرى.
- أن تنتهي السنة المالية للشركة في 31 ديسمبر من كل عام .
- أن تتوفر كافة البيانات اللازمة لقياس متغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة .

- أن تكون العملة هي الجنيه المصري .

وفي ضوء المعايير السابقة فقد تكونت عينة الدراسة من 16 شركة بإجمالي عدد مشاهدات بلغ 80 مشاهدة. ويوضح الجدول رقم (1) القطاعات التي تنتمي إليها عينة الدراسة وعدد ونسبة المشاهدات لكل قطاع منسوب إلى إجمالي مفردات العينة .

جدول (1) توزيع عينة الدراسة وفقاً للقطاعات

النسبة	عدد المشاهدات	أسم القطاع
%12.5	10	قطاع الرعاية الصحية والأدوية
%31.25	25	قطاع العقارات
%12.5	10	قطاع الخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات
%12.5	10	قطاع السياحة والترفيه
%12.5	10	قطاع الاتصالات
%6.25	5	قطاع المنتجات المنزلية والشخصية
%6.25	5	قطاع الأغذية والمشروبات
%6.25	5	قطاع الكيماويات
%100	80	الإجمالي

المصدر: إعداد الباحث

يتضح من الجدول رقم (1) أن عينة الدراسة مثلت 9 قطاعات من قطاعات البورصة المصرية البالغ عددها 18 قطاع ، أى بنسبة 44.4% . كما يتضح أن القطاع الأكثر تمثيلاً كان قطاع العقارات بنسبة 31.25% ، ثم قطاعات الرعاية الصحية والأدوية والخدمات والمنتجات الصناعية والسيارات والسياحة والترفيه والاتصالات بنفس النسبة 12.5% ، أما القطاعات الأقل تمثيلاً فقد شملت قطاعات المنتجات المنزلية والشخصية والأغذية والمشروبات والكيماويات بنفس النسبة 6.25% .

3/5 أسلوب جمع البيانات

تم الحصول على البيانات الخاصة بالدراسة بالإعتماد على التقارير والقوائم المالية للشركات التي تشملها عينة الدراسة ، وقد تم الحصول عليها من موقع مباشر مصر ومن مواقع الشركات الإلكترونية.

أما أسعار أفعال أسهم شركات العينة في نهاية كل عام وعدد أسهمها المتداولة فقد تم الوصول إليها من خلال التقارير الاحصائية السنوية الصادرة عن البورصة المصرية والمنشورة على موقعها.

4/5 توصيف وقياس متغيرات الدراسة

يتضمن نموذج الدراسة من متغير تابع وهو كفاءة القرار الاستثماري للشركات، ومتغير مستقل وهو التحفظ المحاسبي، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الرقابية التي يعتقد الباحث أنها تؤثر على العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل. وفيما يلي توصيف لمتغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

1/4/5 المتغير التابع

يتمثل المتغير التابع في كفاءة القرار الاستثماري للشركات، وقد اعتمد الباحث على النموذج الذي قدمه (Chen et al. (2011) للتنبؤ بالاستثمار، حيث أن هذا النموذج من أكثر النماذج استخداماً في الأدبيات، كما أنه يستوعب العلاقات المختلفة بين نمو المبيعات والاستثمار، وبالتالي لا يهمل فرص النمو وارتباطها بالاستثمارات. وتعتبر عنه المعادلة التالية :

$$Invest_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{i,t-1} + \beta_2 SalesGrowth_{i,t-1} + \beta_3 NEG * SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (1)$$

حيث أن:

- $Invest_{i,t}$ تمثل الاستثمار للشركة (i) في السنة (t) ، ويقاس الاستثمار = (النفقات الرأسمالية - مبيعات الممتلكات والمنشآت والمعدات) ÷ إجمالي الأصول أول العام
- $NEG_{i,t-1}$ تمثل متغير وهمي يأخذ قيمة (1) إذا كان نمو المبيعات سلبياً في السنة السابقة للاستثمار والقيمة (صفر) بخلاف ذلك للشركة (i) في السنة (t-1)
- $SalesGrowth_{i,t-1}$ تمثل معدل نمو المبيعات السنوية للشركة (i) في السنة (t-1) ، ويقاس نمو المبيعات = (مبيعات السنة الحالية - مبيعات السنة السابقة) ÷ مبيعات السنة السابقة
- ε تمثل بواقي نموذج الانحدار (الخطأ العشوائي)
- β_0 الجز الثابت من معادلة الانحدار
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ معاملات نموذج الانحدار

2/4/5 المتغير المستقل

يتمثل المتغير المستقل في التحفظ المحاسبي، وأتساقاً إلى العديد من الدراسات السابقة مثل (راشد، 2010; Duellman, 2011; سعد الدين، 2014; Geimechi & Khodabakhshi, 2015; فؤاد، 2016; علي & شحاته، 2017)، فقد أعتمد الباحث على نموذج القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية والذي تعبر عنه المعادلة التالية:

$$MTB = \sum MV \div \sum BV \dots\dots(2)$$

حيث أن:

- MV تمثل القيمة السوقية لحقوق الملكية، والتي = عدد الأسهم المتداولة للشركة × السعر السوقي للسهم. ويتمثل السعر السوقي للسهم في سعر الأفعال في نهاية السنة المالية. وقد تم الوصول إلى هذه البيانات من خلال التقارير الاحصائية السنوية الصادرة عن البورصة المصرية والمنشورة على موقعها.

- BV تمثل القيمة الدفترية لحقوق الملكية (مجموع حقوق الملكية من واقع قائمة المركز المالي).

3/4/5 المتغيرات الرقابية

نظراً لتأثر كفاءة القرار الاستثماري للشركات بالعديد من المتغيرات بخلاف التحفظ المحاسبي، فقد أضاف الباحث مجموعة من المتغيرات الرقابية التي يعتقد أن تكون مؤثرة على العلاقة بين كفاءة القرار الاستثماري للشركات والتحفظ المحاسبي. وقد تم تحديد هذه المتغيرات في ضوء دراسة وتحليل الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة الحالية. ويوضح الجدول رقم (2) المتغيرات الرقابية ورموزها وكيفية قياسها .

جدول رقم (2) رموز ومقاييس المتغيرات الرقابية

مصادر البيانات	طريقة القياس	المتغير	
		اسم المتغير	رمز المتغير
القوائم المالية	اللورغارتيم الطبيعي لأجمالي الأصول	حجم الشركة	Size
القوائم المالية	أجمالي الأصول في العام الحالي ÷ إجمالي الأصول في العام السابق	نمو الشركة	Grow
القوائم المالية	أجمالي الديون ÷ إجمالي الأصول	نسبة الرافعة المالية	Lev

5/5 منهجية الدراسة التطبيقية

تقوم الدراسة التطبيقية على مرحلتين هما :

- **المرحلة الأولى:** ويتم خلال هذه المرحلة قياس كفاءة القرار الاستثماري للشركات من خلال نموذج الانحدار الموضح أعلاه (قياس المتغير التابع) ، وفي ضوء قيم بواقي نموذج الانحدار يمكن تحديد مدى كفاءة القرار الاستثماري من عدمه. حيث تمثل البواقي الفرق بين كل من الاستثمار الفعلي والمتوقع ، فإذا كانت إشارة البواقي موجبة دلت على الاستثمار الأكبر من اللازم (الزائد) ، أما إذا كانت إشارة البواقي سالبة دلت على الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف). ووفقاً لمنهجية النموذج المستخدم يتم ضرب البواقي السالبة $\times -1$ ، بحيث تشير القيم الأكبر إلى زيادة الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف).

هذا وقد نتج خلال هذه المرحلة أن بلغت عدد المشاهدات للشركات ذات الاستثمار الزائد عن اللازم 24 مشاهدة بنسبة 30% من إجمالي عدد المشاهدات العينة ، كما بلغت عدد المشاهدات للشركات ذات الاستثمار الأقل عن اللازم 56 مشاهدة بنسبة 70% من إجمالي عدد المشاهدات العينة. الأمر الذي يشير إلى زيادة عدد الشركات العاملة في البيئة المصرية ذات الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) مقارنة بالشركات ذات الاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد). وفي ضوء ما سبق يمكن تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين ، تتضمن المجموعة الأولى الشركات ذات الاستثمار الأكثر من اللازم ، أما المجموعة الثانية فتتضمن الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم .

- **المرحلة الثانية:** ويتم خلالها اختبار تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرار الاستثماري للشركات، من خلال معادلة انحدار متعدد لكل مجموعة من المجموعتين السابق الإشارة إليهم ، وذلك لاختبار الفروض الفرعية لفرض الدراسة الثالث. حيث يتم إجراء التحليل للشركات ذات الاستثمار الأكبر من اللازم والأقل من اللازم كل على حده. وتعتبر المعادلة التالية عن معادلة الانحدار المستخدمة:

$$\text{InvEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Con}_{i,t} + \beta_2 \text{Grow}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots (3)$$

حيث أن:

- $\text{InvEff}_{i,t}$ تمثل كفاءة القرار الاستثماري للشركة (i) في السنة (t)، ويقاس بالقيمة المتبقية للشركة (i) في السنة (t) .
- $\text{Con}_{i,t}$ تمثل مستوى التحفظ المحاسبي للشركة (i) في السنة (t)

- $Grow_{i,t}$ تمثل نمو الشركة (i) في السنة (t)

- $Lev_{i,t}$ تمثل نسبة الرفعة المالية بالشركة (i) في السنة (t)

- $Size_{i,t}$ تمثل حجم الشركة (i) في السنة (t)

- ε تمثل بواقي نموذج الانحدار (الخطأ العشوائي)

- β_0 الجز الثابت من معادلة الانحدار

- $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ معاملات نموذج الانحدار

6/5 نتائج اختبار فروض الدراسة

تحقيقاً لأهداف الدراسة واختبار فروضها ، فقد تم الاعتماد على مجموعة من الأساليب الاحصائية مثل التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة ، تحليل الارتباط ، تحليل الانحدار ، اختبار T-Statistic ، اختبار F-Statistic . وتم معالجة البيانات من خلال برنامج spss 22 ، وتم اختبار الفروض عند مستوى معنوية (0.05) ، وفيما يلي عرض لنتائج اختبار كل فرض على حدة .

1/6/5 اختبار الفرض الأول

لقد تم اختبار هذا الفرض من خلال معادلة الانحدار رقم (1) والتي تقيس الاستثمار كدالة في فرص النمو في المبيعات، وتتحدد كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات من عدمه في ضوء إشارة بواقي معادلة الانحدار رقم (1) . وقد بلغت عدد المشاهدات للشركات ذات الاستثمار الزائد عن اللازم 24 مشاهدة بنسبة 30% من إجمالي عدد مشاهدات العينة (المشاهدات ذات إشارة البواقي الموجبة)، كما بلغت عدد المشاهدات للشركات ذات الاستثمار الأقل عن اللازم 56 مشاهدة بنسبة 70% من إجمالي عدد مشاهدات العينة (المشاهدات ذات إشارة البواقي السالبة). الأمر الذي يشير إلى زيادة عدد الشركات العاملة في البيئة المصرية ذات الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) مقارنة بالشركات ذات الاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد). ومما يدعم هذه النسب أتفقها مع نتائج دراسات (Houcine,2013; قنديل، 2018) التي تمت في الدول النامية ، كما تشير إلى أن الشركات العاملة في البيئة المصرية تواجه صعوبة في الوصول إلى مصادر تمويل خارجي ، ومن ثم تتعرض لمشكلة الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) أكثر من تعرضها لمشكلة الاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد). وبذلك يقبل الفرض الأول القائل "لا تتسم القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية بالكفاءة" .

2/6/5 اختبار الفرض الثاني

لاختبار هذا الفرض فقد تم الاعتماد على اختبار (T-Test) لعينتين مستقلتين independent-sample T-Test (علي & شحاته، 2017). حيث تم تقسيم نواتج المعادلة رقم (2) الخاصة بقياس التحفظ المحاسبي إلى عينتين. حيث تختص العينة الأولى بفترة ما قبل تطبيق معايير محاسبة المصرية المعدلة ، لذا تتضمن النواتج الخاص بعامي 2014 ، 2015 . أما العينة الثانية فتختص بفترة ما بعد تطبيق معايير محاسبة المصرية المعدلة ، لذا تتضمن النواتج الخاص بعامي 2017 ، 2018 . ويوضح الجدول رقم (3) نتائج اختبار الفرض الثاني.

جدول رقم (3) نتائج اختبار الفرض الثاني

Levene's test		T- Test			متوسط العينة		
F	p. value	قيمة (t) المحسوبة	درجات الحرية df	p. value	قبل التطبيق	بعد التطبيق	مقدار الأختلاف
0.590	0.449	0.710-	62	0.480	2.175	2.6134	0.4384

المصدر : إعداد الباحث في ضوء مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (3)

- أن قيمة (p. Value) في اختبار Levene's test قد بلغت 0.449 (أى 44.9%) وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% ، مما يشير إلى أن تباين المجتمع المحسوب منه العينة الأولى يساوي تباين المجتمع المحسوب منه العينة الثانية. ومن ثم يوجد تجانس بين العينتين وبالتالي يمكن الاعتماد على نتائج اختبار (T- Test).

- أن قيمة (p. Value) في اختبار (T- Test) قد بلغت 48% وهي أكبر من مستوى المعنوية 5% ، مما يشير زيادة متوسط التحفظ المحاسبي بعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة عن قبل تطبيقها ولكن بصورة غير معنوية.

وفي ضوء ما سبق يقبل الفرض الثاني القائل "لا يوجد أختلاف ذات دلالة معنوية في مستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة"

3/6/5 اختبار الفرض الثالث

تم اختبار الفرض الثالث للدراسة من خلال اختبار فروضه الفرعية ، وذلك اعتماداً على تقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين في ضوء إشارة بواقي معادلة الانحدار رقم (1) ، حيث تمثل المجموعة الأولى الشركات ذات الأستثمار الأكثر من اللازم ، أما المجموعة الثانية فتمثل الشركات ذات الأستثمار الأقل من اللازم .

1/3/6/5 اختبار الفرض الفرعي من الفرض الثالث

لاختبار هذا الفرض تم الاعتماد على المجموعة الأولى الشركات ذات الأستثمار الأكثر من اللازم

1/1/3/6/5 الاحصاء الوصفي

تم إجراء الاحصاء الوصفي لوصف متغيرات الدراسة (كفاءة الاستثمار ، التحفظ المحاسبي، نمو الشركة ، نسبة الرافعة المالية ، حجم الشركة) من حيث مقاييس النزعة المركزية والتشتت ، وكانت النتائج كما بالجدول رقم (4).

جدول (4) الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات ذات الأستثمار الأكثر من اللازم

Std, Deviation	Mean	Maximum	Minimum	N	المتغيرات
المتغير التابع					
1.384534	0.918193	5.33013	0.01265	24	InvEff
المتغيرات المستقلة					
2.963805	2.761389	13.3006	0.4441	24	Con
المتغيرات الرقابية					
0.2563785	1.208641	2.0635	0.8952	24	Grow
0.2752431	0.486009	0.93968	0.00089	24	Lev
0.5751011	9.7406338	10.80555	8.48975	24	Size

المصدر: إعداد الباحث في ضوء مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (4)

- بالنسبة للمتغير التابع كفاءة القرار الاستثماري (InvEff) بلغ المتوسط الحسابي 0.91819 وبانحراف معياري 1.3845 . وبلغت أقل قيمة 0.01265 وبلغت أعلى قيمة 5.33013 ، مما يشير إلى مدى التفاوت بين الشركات العاملة في البيئة المصرية فيما يتعلق بالاستثمار الأكثر من اللازم.

- بالنسبة للمتغير المستقل التحفظ المحاسبي (Con) فقد بلغ المتوسط الحسابي 2.76139، مما يشير إلى وجود تحفظ محاسبي بالتقارير المالية للشركات العاملة في البيئة المصرية ذات الاستثمار الأكثر حيث زاد متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية عن الواحد الصحيح. كما بلغت أقل قيمة 0.4441 وأعلى قيمة 13.3006، مما يشير إلى مدى التفاوت في مستوى التحفظ بين الشركات العاملة في البيئة المصرية ذات الاستثمار الأكثر لذلك بلغ الانحراف المعياري 2.96381 .
- بالنسبة للمتغير الرقابي نمو الشركة (Grow) فقد بلغ المتوسط الحسابي 1.2086 وبانحراف معياري 0.25638 ، كما بلغت أقل قيمة 0.8952 وأعلى قيمة 2.0635 .
- بالنسبة للمتغير الرقابي نسبة الرافعة المالية (Lev) فقد بلغ المتوسط الحسابي 0.48601 وبانحراف معياري 0.27524 ، كما بلغت أقل قيمة 0.0009 وأعلى قيمة 0.9397 .
- بالنسبة للمتغير الرقابي حجم الشركة (Size) فقد بلغ المتوسط الحسابي 9.7406 وبانحراف معياري 0.5751 ، كما بلغت أقل قيمة 8.4898 وأعلى قيمة 10.8056 .

2/1/3/6/5 تحليل الارتباط بين المتغيرات

يوضح الجدول رقم (5) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة ، والتي توضح مدى وجود علاقة ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المستقل والمتغيرات الرقابية .

جدول (5) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

Size	Lev	Grow	Con	InvEff	المتغيرات
				1	InvEff
			1	0.125- 0,561	Con
		1	0,256 0,228	0.239- 0,261	Grow
	1	*0,417 0,043	*0,475 0,019	*0.494- 0,014	Lev
1	0.201- 0,347	0,184- 0,388	*0.426- 0,0.38	0,017- 0,937	Size

السطر الأول يمثل معامل الارتباط بيرسون ، والسطر الثاني يمثل درجة المعنوية (*) معنوي بمستوى 0.05

يتضح من الجدول رقم (5)

- يوجد علاقة ارتباط سالبة ومعنوية بين المتغير الرقابي نسبة الرافعة المالية والمتغير التابع كفاءة القرارات الاستثمارية حيث بلغ معامل الارتباط -0.494 بمستوى معنوية 0.014 عند مستوى معنوية 5% ، كما

توجد علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين المتغير الرقابي نسبة الرافعة المالية وكل من المتغير المستقل التحفظ المحاسبي والمتغير التابع نمو الشركة حيث بلغ معاملات الارتباط 0,475، 0,417، على التوالي وبمستويات معنوية 0,019 ، 0,043 عند مستوى معنوية 5% .

• يوجد علاقة ارتباط سالبة ومعنوية بين المتغير الرقابي حجم الشركة وبين المتغير المستقل التحفظ المحاسبي حيث بلغ معامل الارتباط -0.426 بمستوى معنوية 0.038 عند مستوى معنوية 5% .

3/1/3/6/5 تحليل الانحدار للمتغيرات

يوضح الجدول رقم (6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمعادلة الانحدار رقم (3) بالتطبيق على مجموعة الشركات ذات الاستثمار الأكثر من اللازم

جدول (6) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للشركات ذات الاستثمار الأكثر من اللازم

InvEff _{i,t} =β ₀ + β ₁ Con _{i,t} + β ₂ Grow _{i,t} + β ₃ Lev _{i,t} + β ₄ Size _{i,t} +ε _{i,t}				
Size	Lev	Grow	Con	
(0,218)	(2.707)	(0.317)	0.050	B
(0.415)	(2.261)	(0.270)	0.444	T
0,683	0,036	0,790	0,662	p-value
1.232	1.470	1.227	1.515	VIF
4.599				β (constant)
1.737				F المحسوبة
0.183				Significance F
0,114				R ² adjusted

المصدر: إعداد الباحث في ضوء مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (6):

- بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R² 11.4% مما يعني أن متغيرات النموذج تفسر 11.4% من التغيرات في المتغير التابع .
- بلغت Significance F 1.737 بمستوى معنوية 0.183 وهي أكبر من مستوى المعنوية المقبول 5% ، مما يشير إلى عدم معنوية النموذج .
- لا يوجد ارتباط خطي متعدد Multicollineary بين المتغيرات المستقلة بعضها وبعض ، حيث كان معامل تضخم التباين Variance inflation factor (VIF) للمتغيرات المستقلة أقل من 10 .
- يوجد تأثير طردي غير معنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم (الزائد) ، حيث بلغ معامل الانحدار 0.050 بمستوى معنوية 0.662 وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول 5% .

وبذلك يقبل الفرض الفرعي الأول من الفرض الثالث القائل " لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد) للشركات العاملة بالبيئة المصرية "

- يؤثر المتغير الرقابي نسبة الرافعة المالية يؤثر عكسياً وبصورة معنوية على الاستثمار الأكثر من اللازم ، وبالتالي ذات تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية. أي أن زيادة نسبة الرافعة المالية تؤدي إلى تقليل الاستثمار الأكثر من اللازم وتزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية . أما المتغير الرقابي نمو الشركة والمتغير الرقابي حجم الشركة فيؤثران عكسياً وبصورة غير معنوية على الاستثمار الأكثر من اللازم ، وبالتالي لا يؤثران على كفاءة القرارات الاستثمارية بالشركات ذات الاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد) .

2/3/6/5 اختبار الفرض الفرعي الثاني من الفرض الثالث

لاختبار هذا الفرض تم الاعتماد على المجموعة الثانية الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم

1/2/3/6/5 الاحصاء الوصفي

تم إجراء الاحصاء الوصفي لوصف متغيرات الدراسة (كفاءة الاستثمار ، التحفظ المحاسبي، نمو الشركة ، نسبة الرافعة المالية ، حجم الشركة) من حيث مقاييس النزعة المركزية والتشتت ، وكانت النتائج كما بالجدول رقم (7).

جدول (7) الاحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم

Std, Deviation	Mean	Maximum	Minimum	N	المتغيرات
المتغير التابع					
0.233741	0.39351	0.96727	0.03877	56	InvEff
المتغيرات المستقلة					
3.57223	3.0319	15.555	5.87194-	56	Con
المتغيرات الرقابية					
0.418551	1.289533	2.94273	0.44232	56	Grow
0.235494	0.55333	1.04771	0.0013	56	Lev
0.577724	9.903	10.984	8.2838	56	Size

المصدر: إعداد الباحث في ضوء مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (7)

- بالنسبة للمتغير التابع كفاءة القرار الاستثماري (InvEff) بلغ المتوسط الحسابي 0.39351 وبانحراف معياري 0.233741 ، كما بلغت أقل قيمة 0.03877 وبلغت أعلى قيمة 0.96727 ، مما يشير إلى مدى التفاوت بين الشركات العاملة في البيئة المصرية فيما يتعلق بالاستثمار الأقل من اللازم.
- بالنسبة للمتغير المستقل التحفظ المحاسبي (Con) فقد بلغ المتوسط الحسابي 3.0319، مما يشير إلى وجود تحفظ محاسبي بالتقارير المالية للشركات العاملة في البيئة المصرية ذات الاستثمار الأقل حيث زاد متوسط نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية عن الواحد الصحيح. كما بلغت أقل قيمة (5.87194) وأعلى قيمة 15.555، مما يشير إلى مدى التفاوت في مستوى التحفظ بين الشركات العاملة في البيئة المصرية ذات الاستثمار الأقل لذلك بلغ الانحراف المعياري 3.57223 .
- بالنسبة للمتغير الرقابي نمو الشركة (Grow) فقد بلغ المتوسط الحسابي 1.2895 وبانحراف معياري 0.418551 ، كما بلغت أقل قيمة 0.44232 وأعلى قيمة 2.94273 .
- بالنسبة للمتغير الرقابي نسبة الرافعة المالية (Lev) فقد بلغ المتوسط الحسابي 0.55333 وبانحراف معياري 0.235494 ، كما بلغت أقل قيمة 0.0013 وأعلى قيمة 1.04771
- بالنسبة للمتغير الرقابي حجم الشركة (Size) فقد بلغ المتوسط الحسابي 9.903 وبانحراف معياري 0.5777 ، كما بلغت أقل قيمة 8.2838 وأعلى قيمة 10.984.

2/2/3/6/5 تحليل الارتباط بين المتغيرات

يوضح الجدول رقم (8) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة ، والتي توضح مدى وجود علاقة ارتباط بين المتغير التابع والمتغير المستقل والمتغيرات الرقابية .

جدول (8) مصفوفة الارتباط بين المتغيرات

Size	Lev	Grow	Con	InvEff	المتغيرات
				1	InvEff
			1	0.243- 0,071	Con
		1	0,152 0,262	0.077- 0,570	Grow
	1	*0,322 0,016	0,155 0,253	0.252- 0,061	Lev
1	0.129 0,343	0,142- 0,297	**0.519- 0,000	0,036- 0,790	Size

السطر الأول يمثل معامل الارتباط بيرسون ، والسطر الثاني يمثل درجة المعنوية (*) معنوي بمستوى 0.05 ، (**معنوي بمستوى 0.1

يتضح من الجدول رقم (8)

- يوجد علاقة ارتباط سالبة وغير معنوية بين المتغير التابع كفاءة القرارات الاستثمارية وبين كل من المتغير المستقل التحفظ المحاسبي والمتغيرات الرقابية (نمو الشركة ، نسبة الرافعة المالية ، حجم الشركة)
- توجد علاقة ارتباط سالبة ومعنوية بين المتغير الرقابي حجم الشركة والمتغير المستقل التحفظ المحاسبي ، حيث بلغ معامل الارتباط -0.519 بمستوى معنوية 0.000 عند مستوى معنوية 1% . كما توجد علاقة ارتباط موجبة وغير معنوية بين المتغير المستقل التحفظ المحاسبي والمتغيرين الرقابين نمو الشركة وحجم الشركة ، حيث بلغت معاملات الارتباط 0,152 ، 0,155 على التوالي وبمستويات معنوية 0.262 ، 0,253 عند مستوى معنوية 5% .
- يوجد علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين المتغير الرقابي نمو الشركة وبين المتغير الرقابي نسبة الرافعة المالية حيث بلغ معامل الارتباط 0.322 بمستوى معنوية 0.016 عند مستوى معنوية 5% .

3/2/3/6/5 تحليل الانحدار للمتغيرات

يوضح الجدول رقم (9) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمعادلة الانحدار رقم (3) بالتطبيق على مجموعة الشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم

جدول (9) نتائج تحليل الانحدار المتعدد للشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم

InvEff _{i,t} =β ₀ + β ₁ Con _{i,t} + β ₂ Grow _{i,t} + β ₃ Lev _{i,t} + β ₄ Size _{i,t} +ε _{i,t}				
Size	Lev	Grow	Con	
(0,069)	(0.183)	0.002	(0.020)	B
(1.058)	(1.270)	0.004	(0.303)	T
0,295	0,210	0,977	0,062	p-value
1.499	1.230	1.160	1.470	VIF
1.231				β (constant)
1.841				F المحسوبة
0.153				Significance F
0,058				R ² adjusted

المصدر: إعداد الباحث في ضوء مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (9):

- بلغ معامل التحديد المعدل Adjusted R² 5.8% مما يعني أن متغيرات النموذج تفسر 5.8% من التغيرات في المتغير التابع .
- بلغت Significance F 1.841 بمستوى معنوية 0.153 وهي أكبر من مستوى المعنوية المقبول 5% ، مما يشير إلى عدم معنوية النموذج .
- لا يوجد ارتباط خطي متعدد Multicollineary بين المتغيرات المستقلة بعضها وبعض ، حيث كان معامل تضخم التباين Variance inflation factor (VIF) للمتغيرات المستقلة أقل من 10 .
- يوجد تأثير عكسي غير معنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) ، حيث بلغ معامل الانحدار (0.020) بمستوى معنوية 0.062 وهو أكبر من مستوى المعنوية المقبول 5% . وبذلك يقبل الفرض الفرعي الثاني من الفرض الثالث القائل "لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأقل من اللازم للشركات العاملة بالبيئة المصرية"
- تؤثر المتغيرات الرقابية نسبة الرافعة المالية وحجم الشركة عكسياً وبصورة غير معنوية على الاستثمار الأقل من اللازم ، كما يؤثر المتغير الرقابي نمو الشركة طردياً وبصورة غير معنوية على الاستثمار الأقل من اللازم ، وبالتالي لا تؤثر المتغيرات الرقابية على كفاءة القرارات الاستثمارية بالشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) .

هذا ويوضح الجدول رقم (10) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمعادلة الانحدار رقم (3) بالتطبيق على مجموعة الشركات ذات الاستثمار الأكثر والأقل من اللازم خلال سنوات الدراسة

جدول (10) نتائج تحليل الانحدار المتعدد خلال سنوات الدراسة

$$\text{InvEff}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Con}_{i,t} + \beta_2 \text{Grow}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{Size}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Size			Lev			Grow			Con			R ²	السنة
p-value	t	β_4	p-value	t	β_3	p-value	t	β_2	p-value	t	β_1		
0,654	0,461	0,061	0,435	(0,810)	(0,272)	0,275	1,148	0,452	0,398	(0,879)	(0,009)	0,212	2014
0,304	(1,074)	(0,858)	0,034	(2,399)	(3,654)	0,756	(0,318)	(0,294)	0,788	0,275	0,032	0,398	2015
0,356	(0,969)	(0,135)	0,240	(1,249)	(0,414)	0,201	(1,368)	(0,262)	0,835	(0,213)	(0,005)	0,261	2016
0,565	(0,594)	(0,140)	0,252	1,209	0,931	0,428	(0,823)	(0,179)	0,135	(1,614)	(0,070)	0,216	2017
0,456	0,773	0,121	0,154	(1,571)	(0,583)	0,823	0,228	0,119	0,624	0,504	0,21	0,199	2018

المصدر: إعداد الباحث في ضوء مخرجات برنامج SPSS

يتضح من الجدول رقم (10) :

1. تباين القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة للتغير في المتغير التابع كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات العاملة بالبيئة المصرية خلال فترة الدراسة ، وهو ما يعكسه معامل التحديد R² والذي تراوح بين 39.8% ، 19.9% ، وقد بلغت أعلى قدرة تفسيرية 39.8% في عام 2015 كما بلغ أقل قدرة تفسيرية 19.9% في عام 2018 .
2. تباين تأثير التحفظ المحاسبي بالتقارير المالية للشركات العاملة بالبيئة المصرية على كفاءة القرارات الاستثمارية بها . فقد بلغ معامل الانحدار في فترة قبل تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة بين (0.009) في عام 2014 ، بلغ 0.032 في عام 2015 وبصورة غير معنوية حيث بلغ مستوى المعنوية 0.398 ، 0.788 على التوالي وهما أكبر من مستوى المعنوية المقبول 5% . أما فترة ما بعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة فقد بلغ معامل الانحدار (0.070) لعام 2017 وبلغ 0.21 لعام 2018 ، حيث بلغ أقل معامل انحدار (0.070) في عام 2017 وأعلى معامل انحدار 0.21 في عام 2018 وبصورة غير معنوية حيث بلغ مستوى المعنوية 0.135 ، 0.624 على التوالي وهما أكبر من مستوى المعنوية المقبول 5% . مما يشير إلى أن تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة لم تغير من تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات العاملة بالبيئة المصرية .

وعلى ما سبق وفي ضوء نتائج الفرضيين الفرعيين الأول والثاني يمكن قبول الفرض الرئيسي الثالث القائل "لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على كفاءة القرار الاستثماري للشركات العاملة بالبيئة المصرية"

وفيما يلي خلاصة بنتائج اختبار فروض الدراسة الرئيسية (والفرعية)

الفرض	صياغة الفرض	نتيجة اختبار الفرض
الأول	لا تتسم القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية بالكفاءة	تم قبول الفرض
الثاني	لا يوجد أختلاف ذات دلالة معنوية في مستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة	تم قبول الفرض
الثالث	لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على كفاءة القرار الاستثماري للشركات العاملة بالبيئة المصرية	تم قبول الفرض
	3/أ لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد) للشركات العاملة بالبيئة المصرية	تم قبول الفرض
	3/ب لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) للشركات العاملة بالبيئة المصرية	تم قبول الفرض

6- النتائج والتوصيات ومجالات البحوث المقترحة

هدفت الدراسة إلى دراسة أثر التحفظ المحاسبي في ظل معايير المحاسبة المصرية المعدلة على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية ، وذلك من خلال التطبيق على عينة من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية . وفيما يلي عرض لنتائج الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي وتوصيات الدراسة ، بالإضافة إلى إقتراح بعض مجالات البحث المستقبلية .

1/6 النتائج

بالنظر إلى الجانب النظري للدراسة ، يمكن للباحث أن يخلص إلى تعدد مفاهيم التحفظ المحاسبي إلا أن أغلبها يدور حول ميل المحاسبين للإعتراف المبكر بالأخبار السيئة مقارنة بالإعتراف بالأخبار الجيدة . كما أن هناك عدة تصنيفات للتحفظ المحاسبي إلا ان أكثرها شيوعاً في الأدبيات هو تصنيفها إلى تحفظ مشروط وغير مشروط ، كما يوجد عدة مقاييس لقياس التحفظ المحاسبي لكل منها مزاياه وإنتقاداته ومن ثم لا يوجد اتفاق على مقياس مثالي لقياس التحفظ المحاسبي صالح في جميع الحالات. كما أن هناك شبه اتفاق بين الدراسات على أن التوجه إلى معايير التقارير المالية الدولية يقلل من ممارسات التحفظ المحاسبي ، كذلك معايير المحاسبة المصرية المعدلة لكونها معده وفقاً لمعايير التقارير المالية الدولية .

كما تناولت الدراسة مفهوم كفاءة القرارات الاستثمارية ، وقد خلص الباحث إلى أن القرار الاستثماري من اهم القرارات على مستوى الشركة والمستوى القومي لارتباطه بتخصيص مواردها المالية. كما تتحقق كفاءة الأستثمار عندما تتساوى الفائدة الحدية لرأس المال المستثمر مع التكلفة الحدية، إلا أنه عملياً ذلك نادر الحدوث نتيجة وجد تجزئة للسوق وعدم تماثل للمعلومات. وتنقسم القرارات الاستثمارية عديمة الكفاءة إلى نوعان، يتمثل النوع الأول في الأستثمار الأكثر من اللازم (الزائد) overinvestment ويتحقق هذا النوع عندما تستثمر الشركة أموالاً زائدة في مشروعات غير مربحة لا تزيد من قيمة الشركة إلى أقصى حد. أما النوع الثاني فهو الأستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) underinvestment، ويتحقق عندما تختار شركة أو تضطر إلى التخلي عن فرص الأستثمار مربحة تحسن من قيمتها .

وبذلك فإن أى آلية تحد من عدم تماثل المعلومات يتوقع أن يحسن من كفاءة الأستثمار ، وحيث أن التحفظ المحاسبي يعد أحد أهم الآليات التي تخفض من عدم تماثل المعلومات لذا فيتوقع أن يكون له تأثير على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية. إلا أن الدراسات أختلفت حول العلاقة بين التحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية .

أما فيما يتعلق بنتائج الدراسات التطبيقية ، فقد توصلت الدراسة إلى :

1. توجه الشركات العاملة في البيئة المصرية صعوبة في الحصول على مصادر تمويل خارجي ، حيث زادت عدد الشركات التي لديها استثمار أقل من اللازم (70 مشاهدة) مقارنة بعدد الشركات التي لديها استثمار أكثر من اللازم (30 مشاهدة) .
2. لا تتسم القرارات الاستثمارية للشركات العاملة في البيئة المصرية بالكفاءة ، حيث تم قبول الفرض الأول للدراسة.
3. لا يوجد أختلاف في مستوى التحفظ المحاسبي قبل وبعد تطبيق معايير المحاسبة المصرية المعدلة ، حيث تم قبول الفرض الثاني للدراسة.
4. يوجد تأثير طردي غير معنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأكبر من اللازم ، كما يوجد تأثير عكسي ومعنوي لنسبة الرافعة المالية على الاستثمار الأكثر من اللازم ، وبالتالي ذات تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية. وبذلك فإن زيادة نسبة الرافعة المالية ستقلل الاستثمار الأكثر من اللازم وستزيد من كفاءة القرارات الاستثمارية. وبذلك لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأكثر من اللازم (الزائد) للشركات العاملة بالبيئة المصرية .
5. يوجد تأثير عكسي غير معنوي للتحفظ المحاسبي على الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) ، كما تؤثر المتغيرات الرقابية نسبة الرافعة المالية وحجم الشركة عكسياً وبصورة غير معنوية على الاستثمار الأقل من اللازم ، ويؤثر المتغير الرقابي نمو الشركة طردياً وبصورة غير معنوية على الاستثمار الأقل من اللازم ، وبالتالي لا تؤثر المتغيرات الرقابية على كفاءة القرارات الاستثمارية بالشركات ذات الاستثمار الأقل من اللازم (الضعيف) . وبذلك لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة احصائية بين مستوى التحفظ المحاسبي والاستثمار الأقل عن اللازم للشركات العاملة بالبيئة المصرية .
6. لا يوجد تأثير للتحفظ المحاسبي في معايير المحاسبة المصرية المعدلة على كفاءة القرار الاستثماري للشركات العاملة بالبيئة المصرية .

2/6 التوصيات

في ضوء نتائج الدراسة النظرية والتطبيقية يوصي الباحث بما يلي :

1. ضرورة إجراء المزيد من البحوث المحاسبية لمقارنة مستوى التحفظ المحاسبي بمعايير المحاسبة المصرية المعدلة وبمعايير التقارير المالية الدولية .
2. يجب على واضعي معايير المحاسبة المصرية إعادة النظر في موقف هذه المعايير من التحفظ المحاسبي .
3. ضرورة إجراء المزيد من الدراسات ذات الصلة بالتحفظ المحاسبي وكفاءة القرارات الاستثمارية ، نظراً لقلّة الدراسات التي أهتمت بهذا الموضوع في البيئة المصرية .

3/6 مجالات البحث المقترحة

يمكن للباحث في ضوء ما خلصت إليه الدراسة بشقيها النظري والتطبيقي أن يقترح عدد من مجالات البحث المستقبلية كما يلي :

- أثر التحفظ المحاسبي على كفاءة القرار الاستثماري ، دراسة تطبيقية على الشركات العائلية وغير العائلية المقيدة بالبورصة المصرية .
- أثر التوجه نحو معايير التقارير المالية الدولية على مستوى التحفظ المحاسبي وإنعكاسه على قرار منح الأئتمان ، دراسة تجريبية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .
- دراسة مقارنة لمستوى التحفظ المحاسبي في ظل معايير التقارير المالية الدولية ومعايير المحاسبة المصرية لإغراض تعظيم قيمة المنشأة .
- دور التحفظ المحاسبي في ظل معايير المحاسبة المصرية المعدلة في دعم قرارات المستثمرين ، دراسة تطبيقية .

المراجع

1. أبو الخير، مدثر طه السيد، " المنظور المعاصر للحفاظ المحاسبي بالتطبيق على الشركات المتداولة في سوق الأسهم المصرية "، مجلة التجارة والتمويل - كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد (1) ، 2008 .
2. الرشيدى ، ممدوح صادق محمد ، " تقييم التحفظ المحاسبي من منظور المستخدم دراسة نظرية ميدانية"، مجلة البحوث التجارية المعاصرة - كلية التجارة - جامعة سوهاج ، العدد (2) ، المجلد (25) ، ديسمبر 2011 .
3. رمضان، حمدي أحمد،"التحفظ المحاسبي : تأصيل نظرى وتدليل تجريبى يستهدف تقييم صحة مقاييس التحفظ "، المجلة المصرية للدراسات التجارية - كلية التجارة - جامعة المنصورة، العدد (2) ، المجلد (40) ، 2016 .
4. علي ، عبد الوهاب نصر ، شحاته السيد شحاته ، " أثر طبيعة الملكية والخصائص التشغيلية للشركات على مستوى التحفظ المحاسبي بالقوائم المالية دراسة تطبيقية مقارنة على الشركات العائلية وغير العائلية المقيدة بالبورصة المصرية " ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية ، العدد (1) ، المجلد (54) ، يناير 2017
5. قنديل، ياسر سعيد ،" تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المدرجة فى سوق الأوراق المالية السعودى "، مجلة البحوث المحاسبية- قسم المحاسبة- كلية التجارة - جامعة طنطا، العدد (1) ، يونيو - 2018 .
6. شتيوي ، أيمن أحمد أحمد ،" دراسة ميدانية مقارنة لأثر التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط على كفاءة استثمارات الشركة والقيمة المضافة لحملة الأسهم : بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية "، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية ، العدد (1) ، المجلد (54) ، يناير 2017
7. محمد، تامر سعيد عبدالمنعم،" قياس وتحليل تأثير مستوى التحفظ المحاسبي المشروط وغير المشروط عند إعداد التقارير المالية على مخاطر هبوط التدفقات النقدية التشغيلية :دراسة تطبيقية"، مجلة الفكر المحاسبي ، قسم المحاسبة والمراجعة - كلية التجارة- جامعة عين شمس ، مجلد (23) ، العدد (2) ، 2019

1. Ahmed, A. S., and Duellman, S., "Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions", **accounting and finance**, No.51, Vol. 3, 2011.

2. Arif Hussain, Romana Bangash, Syed Imran Khan, and Sham Ur Rehman," Accounting Conservatism and Firm Investment Decisions: A Case of Pakistan", **Journal of Managerial Sciences, Vol. (XI), No. 3.** Available at [www. google](http://www.google)
3. Asma Houcine," The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market", **Research in International Business and Finance, Vol. 42, 2017.**
4. Ball, R., Kothari, S. and Nikolaev, V.V., "Econometrics of the Basu Asymmetric Timeliness Coefficient and Accounting Conservatism", **Journal of Accounting Research, No.51, Vol. 5, 2013.**
5. Ball, R. and Shivakumar, L., "Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness", **Journal of Accounting and Economics, No. 39, Vol. 1, 2005.**
6. Bushman, R. M., Piotroski, J. D., and Smith, A. J.M.," capital allocation and timely accounting recognition of economic losses", **journal of business finance and accounting, No. 38, Vol. 1-2, 2011.**
7. Biddle G.C, Hilary G., and Verdi R. S," How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?", **Journal of Accounting and Economics, No. 48, 2009**
8. Chen JG, Smith D., and Wirth C.," How is investment efficiency related to investment transparency?", July 2017. Available at [www. google](http://www.google)
9. Kabir, M.H. and Laswad, F., "The Behaviour of Earnings Accruals and Impairment Losses of Failed New Zealand Finance Companies", **Australian Accounting Review, No. 24, Vol. 3, 2014.**
- 10.Li, Q., & Wang, T.," Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience", **Nankai Business Review International, Vol. 1, No. 2, 2010**
- 11.Lalbar, A., Ghaemmaghami, M., Pourmansoor, M.H., and Karamali, M.,"A study of the relationship between accounting conservatism and investment efficiency in Tehran stock exchange", **journal of basic and applied scientific research, Vol. 6, No. 2, 2012**
- 12.Lawal Aminu, Shehu Usman Hassan, "Accounting Conservatism and Investment Efficiency of Listed Nigerian Conglomerate Firms", **International Journal of Business Policy & Governance, Vol.03, Issue 11, 2016.**
- 13.Elberry, Noha Said," Corporate Investment Efficiency, Disclosure Practices and Governance: A Systematic Literature Review and Empirical Evidence", **PhD in Accounting and Financial Management - Faculty of Business and Law -University of Portsmouth- United Kingdom,2018**
- 14.Ma, T.," accounting conservatism and corporate investment ", **working paper, Washington University in St.Louis, 2010.**

15. Naveed R., Khurram A., Zhang R., and Zhou D., "Does Conservatism Alleviate Firms from Under-over Investments in Pakistan?", **Research Journal of Finance and Accounting, Vol.7, No.17, 2016**
16. Hala Abd-Elnaby, Ola Aref, "The Effect of Accounting Conservatism on Investment Efficiency and Debt Financing: Evidence From Egyptian Listed Companies", **International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol. 9, No. 2, 2019.**
17. Houcine, A., "Does accounting conservatism affect firm investment efficiency in an emerging market? Evidence from Tunisian context", **African journal of accounting, auditing and finance, Vol. 2, No. 3, 2013.**
18. Qiang, X., "The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross-sectional Evidence at the Firm Level", **The Accounting Review, No. 82, Vol. 3, 2007.**
19. Paul André, Andrei Filip, and Sophie Marmousez, "The Impact Of Ifrs on The Relationship Between Conservatism and Investment Efficiency", **Comptabilité - Contrôle – Audit, No. 3, Vol. 20, 2014**
20. Ru Gao, Xin Yu, "How to measure capital investment efficiency: a literature synthesis", **Accounting & Finance No. 60, 2020**
21. Shi Jinyan, Jianheng Yang, Yanxi Li, "Does supply network location affect corporate investment efficiency?", **Research in International Business and Finance, Vol. 51, 2020.**
22. Sugata Roychowdhury, Nemit Shroff, Rodrigo S. Verdi, "The effects of financial reporting and disclosure on corporate investment: A review", **Journal of Accounting and Economics Vol. 68, 2019.**
23. Yuxiang Zhong, Wanli Li, "Accounting Conservatism: A Literature Review", **Australian Accounting Review, No. 81, Vol. 27, Issue 2, 2017**
24. Zhe Wang, "Accounting Conservatism", **PhD in Accounting - Victoria University of Wellington, 2009**
25. Daniel Zeghal, "The Impact of IFRS Adoption on Accounting Conservatism in the European Union", **International Journal of Accounting and Financial Reporting, Vol. 6, No. 1, 2016**