

قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية

د. عماد سعد محمد الصايغ(*) د. حميده محمد عبد المجيد(**)

ملخص:

هدفت هذه الدراسة إلى قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية، بالإضافة إلى دراسة العوامل المؤثرة على العلاقة بينهما، وهي تحديداً التمويل من البنوك والدوافع الضريبية لإدارة الأرباح والسيولة. وقد تم تجميع البيانات من التقارير المالية السنوية لعدد ٤١ شركة غير مالية مقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠١٣م، بإجمالي مشاهدات ٤٣٨ مشاهدة. وتوصلت الدراسة إلى وجود انخفاض ملحوظ في جودة التقارير المالية للشركات المصرية محل الدراسة وزيادة عدد الشركات ذات نقص الاستثمار عن الشركات ذات زيادة الاستثمار. وتوصلت أيضاً إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية يؤدي إلى التقليل من حالات نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار. وقد كان هذا التأثير موجوداً أيضاً عند تعديل جودة التقارير المالية بأثر التمويل من البنوك والدوافع الضريبية لإدارة الأرباح. وعند تعديل جودة التقارير المالية بأثر السيولة كان هذا التأثير موجوداً فيما يخص حالة نقص الاستثمار، بينما كان العكس في حالة زيادة الاستثمار.

وتفيد هذه النتائج في القول بأن الدور الإشرافي أو الرقابي للإفصاح المحاسبي على القرارات الإدارية وخصوصاً القرارات الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية هو دور منخفض بسبب انخفاض جودة التقارير المالية للشركات المصرية المقيدة في بورصة الأوراق المالية. وتساعد هذه النتائج أيضاً الأطراف المستفيدة من التقارير المالية، وخصوصاً بورصة الأوراق المالية والمحاسبين القانونيين والمحللين الماليين والمستثمرين وكذلك الأكاديميين في زيادة المقدرة على فهم العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وكفاءة القرارات الاستثمارية. كما أنها تدعو إلى مزيد من الدراسة حول رفع مستوى جودة التقارير المالية وزيادة كفاءة القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة على العلاقة بينهما.

الكلمات المفتاحية: جودة التقارير المالية؛ كفاءة القرارات الاستثمارية؛ التمويل من البنوك؛ الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح؛ السيولة.

(*) أستاذ المحاسبة المساعد، كلية التجارة (بنين) جامعة الأزهر بالقاهرة، emad_elsaygh@gmail.com.

(**) مدرس المحاسبة، كلية التجارة (بنين)، جامعة الأزهر بالقاهرة؛ وأستاذ المحاسبة المساعد، كلية العلوم الإدارية والمالية، جامعة الملك خالد، أبها، المملكة العربية السعودية، hameda@azhar.edu.eg.

Measuring the impact of Financial Reporting Quality on Investment Efficiency of Egyptian Companies

Abstract

The aim of this study is to measure the impact of financial reporting quality (FRQ) on investment efficiency, in addition to investigating the factors affecting the relation between them, specifically finance from banks, tax incentives to earnings management and liquidity. Data were collected from the annual financial reports for 41 non-financial companies listed in the Egyptian Exchange (EGX) during the period from 1998 to 2013 with a total of 438 observations.

The study found a significant decrease in financial reporting quality for Egyptian companies under investigation and an increase in the number of companies with underinvestment compared to companies with overinvestment. Additionally, the study found that the higher financial reporting quality, the lower underinvestment and overinvestment. This effect continued when adjusting financial reporting quality by finance from banks and tax incentives to earnings management. Also, financial reporting quality, modified by liquidity, has the same effect regarding the underinvestment, while the reverse was the case for overinvestment.

According to these findings, there is a lack of supervisory or oversight role of the accounting disclosure on management decisions, particularly investment decisions in the Egyptian business environment due to the lower of financial reports quality of companies listed on the Egyptian Exchange. They also can help stakeholders, especially the Securities Exchange, chartered accountants, financial analysts, investors and academics in increasing the ability to understand the relation between accounting information quality and increase the efficiency of investment decisions. They call, also, for more study on raising the quality of financial reporting, increasing the efficiency of investment decisions and the factors affecting the relation between them.

Key words: *Financial reporting quality; investment efficiency; finance from banks; tax incentives to earnings management; liquidity.*

١. مقدمة الدراسة:

١.١ مشكلة الدراسة:

تعتبر القرارات الاستثمارية الرأسمالية قرارات استراتيجية نظراً لأنها تتعلق بتحقيق أهداف الشركة في الأجل الطويل وتتم بالعديد من الخطوات الضرورية لتقييم البدائل المختلفة للقرار الاستثماري بالشكل الذي يعظم العائد المحقق عن هذا الاستثمار في ضوء المستوى المقبول من المخاطر. وتتصف القرارات الاستثمارية بالكفاءة كلما كان مقدار الاستثمار الفعلي في سنة معينة مساوياً لحجم الاستثمار المتوقع في هذه السنة والذي يحدد في ضوء فرص النمو المتاحة للشركة (Chen et al. 2011). إلا أن هذا الوضع نادر الحدوث في الواقع العملي، وإنما عادة ما يكون هناك زيادة في الاستثمار *overinvestment* أو نقص في الاستثمار *underinvestment* عما هو متوقع، وهو ما يمثل عدم كفاءة القرارات الاستثمارية *investment inefficiency*.

ويعود عدم كفاءة القرارات الاستثمارية إلى العديد من الأسباب أهمها عدم تماثل المعلومات *information asymmetry* بين إدارة الشركة ومقدمي رأس المال إلى الشركة سواء كانوا مستثمرين حاليين أو مستقبليين. وتشير الدراسات السابقة التي تمت بالتطبيق على بيانات الشركات في الدول ذات أسواق المال المتقدمة إلى أن ارتفاع جودة المعلومات المالية المفصح عنها ضمن التقارير المالية يمكن أن يساعد في التخفيف من مشكلة عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Biddle et al. 2009). كما توصلت دراسات أخرى إلى نتائج متشابهة عند اعتمادها على بيانات الشركات التي تعمل في الدول ذات أسواق المال الناشئة (Chen et al. 2011). إلا أن هذه الدراسات لم يتناول قياس هذه العلاقة أو العوامل المؤثرة عليها بالتطبيق على بيانات الشركات المقيدة في سوق المال المصري.

وتبحث الدراسة الحالية فيما إذا كان ارتفاع جودة التقارير المالية يمكن أن يساهم في الحد من مشكلة عدم كفاءة القرارات الاستثمارية أم لا، وذلك بالتطبيق على التقارير المالية السنوية للشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

وعلى ذلك تتمثل مشكلة البحث في التساؤل التالي:

هل توجد علاقة بين ارتفاع مستوى جودة التقارير المالية السنوية وكفاءة القرارات الاستثمارية بالنسبة للشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

١.٢ هدف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى بناء نموذج تطبيقي لقياس أثر جودة التقارير المالية السنوية للشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية على كفاءة القرارات الاستثمارية في هذه الشركات، والعوامل المؤثرة على العلاقة بينهما.

ويتم تحقيق هذا الهدف العام من خلال تحقيق الأهداف الفرعية الآتية:

- إجراء دراسة نظرية لجودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، والعوامل المؤثرة على العلاقة بينهما، وكيفية قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية، كما أوضحتها الدراسات السابقة، وذلك لتحديد أنسبها الطرق التي يمكن تطبيقها على بيانات الشركات المصرية.
- قياس جودة التقارير المالية السنوية وكفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية.
- إجراء دراسة تطبيقية لقياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية باستخدام البيانات الخاصة بالتقارير المالية السنوية للشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠١٣.

١.٣ أهمية الدراسة:

تتبع أهمية الدراسة من الاعتبارات الآتية:

١. يمثل الاهتمام بالجودة في المعلومات المحاسبية مثل الأرباح ومكوناتها وكذلك جودة التقارير المالية ككل مجالا متزايدا في الدراسات الحديثة بسبب تأثير هذه الجودة على منفعة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات بصفة عامة والقرارات الاستثمارية على وجه الخصوص. وتأتي أهمية هذه الدراسة في مساهمتها في هذا المجال متزايد الاهتمام.
٢. يوجد تزايد في عدد الدراسات التي تناولت العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وذلك لان هذه العلاقة لها تطبيقات على مستوى الاقتصاد الكلي على اعتبار أن حجم الاستثمارات يمثل أحد المحددات الرئيسة للنمو داخل الدولة، كما أن لها تطبيقات على مستوى الشركات على اعتبار أن حجم الاستثمارات يمثل احد المحددات الرئيسة للعائد على رأس المال المقدم للشركة من جانب المستثمرين.
٣. اعتمدت الدراسة في قياس جودة التقارير المالية على مجموعة من النماذج وليس نموذجاً واحداً، بحيث تمكنت من قياس العديد من جوانب هذه الجودة وليس الاقتصار على جانب واحد فقط، كما أنها استخدمت بيانات عن فترة زمنية طويلة؛ مما يؤدي إلى إمكانية تعميم نتائجها بشكل كبير.
٤. تعتبر الدراسة من أوائل الدراسات التي تدرس العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية بالتطبيق على بيانات تخص الشركات المصرية، الأمر الذي يُساعد في فهم هذه العلاقة في بيئة الأعمال المصرية وكيفية تطويرها مستقبلاً.

١.٤ منهج الدراسة:

تستخدم الدراسة أسلوب الدراسة النظرية والدراسة التطبيقية. حيث يتم من خلال الدراسة النظرية مراجعة الأدب المحاسبي المتعلق بكيفية قياس جودة التقارير المالية والنماذج المستخدمة في ذلك ومميزات كل منها وكذلك النماذج المستخدمة في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية وأخيراً النماذج التي تستخدم في قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية وقياس العلاقة بينهما، وذلك بغرض بناء نموذج لقياس هذه العلاقة يصلح للتطبيق على بيانات الشركات المصرية.

ويتم من خلال الدراسة التطبيقية تطبيق النموذج المقترح من جانب الدراسة النظرية لقياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية، وقياس العلاقة بينهما، باستخدام البيانات المستخرجة من التقارير المالية السنوية للشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال فترة زمنية طويلة امتدت من عام ١٩٩٨ حتى ٢٠١٣.

١.٥ تقسيم الدراسة:

يهدف الجزء التالي إلى بيان علاقة جودة التقارير المالية بكفاءة القرارات الاستثمارية، بينما يتم في الجزء الثالث عرض الدراسات السابقة وبناء الفروض، أما تصميم الدراسة فقد خصص له الجزء الرابع، بعد ذلك فقد تم عرض تحليل بيانات الدراسة في الجزء الخامس، وقد تم عرض نتائج وتوصيات الدراسة في الجزء السادس، وأخيراً تم عرض قائمة المراجع.

٢. علاقة جودة التقارير المالية بكفاءة القرارات الاستثمارية:

٢.١ جودة التقارير المالية:

يشير مفهوم جودة التقارير المالية (financial reporting quality (FRQ إلى درجة الدقة التي تجعل التقارير المالية ذات قدرة على نقل convey معلومات إلى مستخدمي هذه التقارير المالية (وخصوصاً المستثمرين في الأسهم) عن عمليات الشركة بالشكل الذي يمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة وللمساعدة في أغراض إتمام التعاقدات المختلفة (McDermott 2012; Chen et al. 2003; Vincent and Schipper 2009; Biddle et al. 2011). ويتفق هذا المفهوم مع ما ورد في قائمة المفاهيم رقم SFAC8 الصادرة عن مجلس معايير المحاسبة المالية الأمريكي FASB والتي تقرر أن أحد وظائف التقارير المالية هو تزويد المستثمرين الحاليين والمتوقعين بالمعلومات التي تساعد في تحديد التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة واتخاذ قرارات استثمارية سليمة (FASB 2010).

ويمثل مفهوم جودة التقارير المالية أحد مجالات دراسات جودة المحاسبة، وحيث أنه لا يوجد تعريف متفق عليه لجودة المحاسبة، فقد تنوعت مداخل قياس هذه الجودة. وقد كان المدخل الأكثر شيوعاً هو قياس جودة التقارير المالية وذلك بالاعتماد على أرقام معينة واردة ضمن هذه التقارير تعكس جوانب مختلفة لهذه الجودة، بحيث قامت كل دراسة ببناء مقياس أو أكثر لجودة التقارير المالية يعتمد على أنواع محددة من المعلومات الواردة ضمن هذا التقارير. وأحد أهم المعلومات التي نالت الاهتمام الأكبر في هذا السياق كانت معلومات الأرباح ومكوناته المتمثلة في التدفقات النقدية وحسابات الاستحقاق. وقد تمثل تركيز هذه الدراسات على مدى توافر خصائص معينة في مثل هذه الأرقام لكي تتصف بالجودة من عدمه. إضافة إلى ذلك فقد قامت دراسات أخرى بقياس جودة التقارير المالية من خلال استطلاع رأي مستخدمي هذه التقارير المالية، أو من خلال دراسة بعض الاعتبارات ذات الصلة بالتقارير المالية مثل نوع المراجع أو نوع تقرير المراجعة.

٢.٢ كفاءة القرارات الاستثمارية:

يشير مفهوم الاستثمار إلى اقتناء أصل أو عنصر معين بغرض الاستفادة منه في توليد الدخل في المستقبل أو إعادة بيعه بسعر أعلى في المستقبل، لذلك فإن الاستثمار يشير إلى شراء الأصول الثابتة أو الاستثمارات المالية كالأسهم والسندات (Investopedia 2014). بينما يقصد بالقرارات الاستثمارية تلك القرارات الاستثمارية الرأسمالية *capital investment* والمتعلقة بالحصول على (أو التخلص من) الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل. وهذه القرارات هي التي ينتج عنها (ويتم تمثيلها في) القسم الثاني من قائمة التدفقات النقدية.

أما كفاءة القرارات الاستثمارية *investment efficiency* لشركة معينة فتشير إلى قيام هذه الشركة بتنفيذ مشروعات استثمارية *investment projects* ذات صافي قيمة حالية NPV موجبة في ظل عدم وجود احتكاكات سوقية *market frictions*. ويقصد بالاحتكاكات (أو المشكلات) السوقية القيود التي تفرضها طبيعة السوق المالية والتي تجعل من الصعب تحقيق النتائج المستهدفة بشكل كامل، وتتمثل في النواحي ذات الصلة بإتمام المعاملات في السوق المالية مثل الوقت والجهد والتكلفة والأعباء الضريبية اللازمة لتجميع البيانات الملائمة التي تساعد على إتمام المعاملات (Biddle et al. 2009). ويرتبط بكفاءة القرارات الاستثمارية مفهوم آخر هو المستوى الأمثل للاستثمار *optimal level of investment*، والذي يعني قيام الشركات بالاستثمار حتى تتعادل المنفعة الحدية *the marginal benefits* للاستثمارات الجديدة مع التكلفة الحدية *the marginal costs* لها، وذلك مع تعديل هذه التكلفة بتكاليف تجهيز هذه الاستثمارات الجديدة. وفي هذه الحالة فإن المديرين يمكنهم الحصول على التمويل المناسب للقيام بالمشروعات الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الموجبة وذلك بمعدل الفائدة السائد في السوق وفي نفس الوقت تحقيق فائض نقدي لصالح المستثمرين. إلا أن المستوى الأمثل للاستثمار عادة يكون نادر الحدوث ومن ثم فإن هناك غالباً ابتعاد عن مثل هذا المستوى، وهو ما يترتب عليه عدم كفاءة القرارات الاستثمارية (Biddle et al. 2009).

إن عدم كفاءة القرارات الاستثمارية يعني أن القرار الاستثماري قد يوصف بأنه زيادة (أو مغالاة) في الاستثمار *overinvestment* وذلك عند قيام الشركة بتنفيذ مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، وقد يوصف بأنه نقص (أو تخفيض) في الاستثمار *underinvestment* وذلك عند قيام الشركة بعدم تنفيذ (أو فقد) مشروعات (أو فرص) استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة (Biddle et al. 2009).

وتوجد العديد من الأسباب التي تؤدي إلى عدم تحقيق الشركات للمستوى الأمثل للاستثمار أهمها الانهيار الأخلاقي للمديرين *moral hazard*^(١) والاختيار العكسي *adverse selection*، واللذان ينتجان

^(١) يستخدم مصطلح *moral hazard* في مجال التأمين وإدارة المخاطر بشكل عام بمعنى الخطر المعنوي أو الخطر الأخلاقي، ويعني الحالة التي يكون فيها نزعة تجاه اتخاذ مخاطر لا داعي لها لأن من سيتخذ تلك المخاطر لن يتحمل تكاليف الخسارة الناتجة عن هذه المخاطر (Onali 2014).

عن حدوث عدم تماثل المعلومات information asymmetry بين إدارة الشركة ومقدمي رأس المال إلى الشركة مما يترتب عليه انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية.

وبالنسبة للانهييار الأخلاقي للمديرين فإنه يعني أن المديرين في سعيهم لتعظيم أرباحهم الشخصية قد يميلون أحياناً إلى اتخاذ بعض القرارات الاستثمارية التي قد لا تعود بأفضل المنافع أو العوائد على حملة الأسهم. وبالاعتماد على هذه الفكرة، فإن النماذج الخاصة بدراسة الانهييار الأخلاقي للمديرين تفيد بأنهم سيقومون بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة عندما يوجد اختلاف divergence بين دوافع الموكل (المستثمر) والوكيل (الإدارة) principal-agent incentives (Latsis and Repapis 2014; Onour 2014; Biddle et al. 2009; Jensen and Meckling) (1976; Berle and Means 1932).

وبناء عليه يؤدي الانهييار الأخلاقي للمديرين إلى زيادة الاستثمار أو نقص الاستثمار اعتماداً على درجة توافر availability رأس المال، وذلك لأن الميل الطبيعي لزيادة الاستثمار سوف يترتب عليه زيادة في القيمة الفعلية للاستثمارات ex-post إذا كان لدى الشركة موارد يمكن استثمارها (Biddle et al. 1986; Blanchard et al. 1994; Jensen 2009). من ناحية أخرى فإن مقدمي رأس المال للشركة عادة ما يدركون هذه المشكلة، ومن ثم فإنه يتوقع أن يقتصدوا عند استثمارهم في الشركة، وهو الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى نقص الاستثمار (Biddle et al. 2009; Lambert 2007; Stiglitz and) (Weiss. 1981).

أما بالنسبة للاختيار العكسي فإنه يعني قيام إدارة الشركة برفض زيادة رأس المال عند مستوى معين من سعر الخصم حتى لو ترتب على ذلك فقدان فرص استثمارية جيدة (Biddle et al. 2009; Myers) (and Majluf 1984). وتفيد النماذج المختلفة الخاصة بمشكلة الاختيار العكسي أنه إذا كان لدى المديرين معلومات أكثر مما يتوافر لدى المستثمرين حول الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، فإن هؤلاء المديرين سوف يحاولون التحكم في توقيت إصدار أسهم رأس المال بغرض أن يقوموا بإصدار هذه الأسهم بسعر أعلى من قيمتها الاسمية lemon's problem. وإذا نجح المديرين في ذلك، فإنه من المحتمل أن يقوموا بزيادة استثمار هذه العوائد التي حققوها (McLean and Zhao 2014; Graham) (and Harveya 2014; Biddle et al. 2009; Baker et al. 2009). ومن المتوقع أن تكون هناك استجابة منطقية من جانب المستثمرين لهذه الفكرة، مما يدفعهم إلى الاقتصاد في تقديم رأس المال إلى الشركة، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى نقص الاستثمارات التي يمكن أن تحصل عليها الشركة فعلاً (Biddle et al. 2009).

٢.٣ دور ارتفاع جودة التقارير المالية في رفع كفاءة القرارات الاستثمارية:

تشير الدراسات السابقة إلى أن المعلومات المالية المفصح عنها ضمن التقارير المالية يمكن أن تساعد بشكل كبير في التخفيف من مشكلة زيادة الاستثمار أو نقص الاستثمار، ومن ثم زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية (Li and Wang 2010). فمن ناحية، فإن التقارير المالية ذات الجودة المرتفعة

يمكن أن تساعد في التقليل من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين، مما يؤدي إلى علاج مشكلات الانهيار الأخلاقي للمديرين والاختيار العكسي. كما أن هذه التقارير المالية يمكن أن تساعد في تحسين وضع السيولة في سوق المال وذلك بالشكل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل الناتجة عن الاختيار العكسي وكذلك تسهيل عملية تمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل ذات العائد المرتفع (Zhang et al. 2013; Beatty et al. 2010 ; Li and Wang 2010; Biddle et al. 2009;) (Verrecchia 2001).

ومن ناحية ثانية فإن المعلومات المالية ذات الجودة المرتفعة تمثل مصدراً هاماً للمعلومات التي يمكن لحملة الأسهم أن يستخدموها لمراقبة أعمال إدارة الشركة، مما يساعد في إيجاد دور إشرافي على سوق المال بالشكل الذي يساهم في تخفيض مشكلات الوكالة بين حملة الأسهم والمديرين، وزيادة القدرات الإشرافية لحملة الأسهم على المديرين، وتحسين أداء الإدارة عند الاختيار من بين المشروعات الاستثمارية، وتخفيض تكاليف التمويل الخارجي؛ وذلك بما يؤدي في النهاية إلى زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية (Hewitt et al. 2014; Boubaker et al. 2014; Li and Wang 2010; Bushman and) (Smith 2001). ويُطلق (Bens and Monahan (2004 على ذلك الدور الإشرافي للإفصاح the monitoring effect of disclosure.

٢.٤ العوامل المؤثرة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

اقترحت الدراسات السابقة مجموعة من المتغيرات ذات التأثير على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، تكفي الدراسة الحالية بتناول ثلاثة منها فقط هي التمويل من البنوك والدوافع الضريبية لإدارة الأرباح والسيولة.

٢.٤.١ التمويل من البنوك:

تستطيع الشركات الحصول على التمويل اللازم للاستثمارات الجديدة من خلال المصادر الخارجية مثل القروض البنكية وإصدار أسهم جديدة والتأجير التمويلي والائتمان التجاري والتمويل من جانب بعض وكالات التمويل الخاصة التي تنشأ خصيصاً لذلك في بعض الدول، والتمويل من المصادر الخارجية غير الرسمية informal financing مثل القروض من مقرضي الأموال money lenders والأصدقاء والأسرة، إضافة إلى إمكانية الحصول على التمويل من المصادر الداخلية مثل الأرباح المحتجزة والإضافات إلى رأس المال المقدمة من الملاك (Casey and O'Toole 2014; Chen et al. 2011;) (Beck et al. 2008). وقد تناولت دراسات عديدة أثر مثل هذه المصادر على القرارات الاستثمارية (مثل: (Elsas et al. 2014; Kamoto 2014; Blanchard 1994; Myers and Majluf 1984).

وبالنسبة للتمويل من خلال البنوك فإنه من المتوقع أن يكون له تأثير على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، والسبب في ذلك أنه في حالة القروض البنكية فإن هذه القروض تكون عادة ذات مبالغ كبيرة نسبياً عند مقارنتها مع مصادر التمويل الأخرى، كما تكون ذات آجال استحقاق طويلة الأجل، الأمر الذي يجعل البنوك أكثر عرضة وتأثراً بمشكلات المعلومات، ويزداد

هذا الأمر كلما كان هناك تزايداً في معدلات إفلاس الشركات المقترضة. وفي هذه الحالات فإن البنوك تريد من عنايتها بفحص المعلومات المالية عند اتخاذ قرارات الإقراض لهذه الشركات. وعلى الرغم من أنه في كثير من الأحيان يكون للبنوك الحق في الحصول على معلومات إضافية غير تلك الموجودة في التقارير المالية، فإن البنوك تعتمد بشكل جوهري على المعلومات الواردة ضمن التقارير المالية للشركات المقترضة، وهو الأمر الذي يتوقع أن يدفع بالشركات إلى زيادة جودة هذه التقارير المالية وذلك في جميع الدول سواء كانت ذات أسواق مالية متقدمة أو ناشئة (Arko et al. 2014; Chen et al. 2011; Kitindi et al. 2007; Berry 2004).

إضافة إلى ذلك فإن جودة التقارير المالية تحد من قدرة الشركة على الحصول على التمويل التقليدي مثل القروض طويلة الأجل أو الأسهم (Beatty et al. 2010). فالشركات ذات الجودة المنخفضة للمعلومات المحاسبية يكون لديها صعوبات كبيرة عند رغبتها في زيادة تمويلها سواء عن طريق القروض أو عن طريق إصدار الأسهم، ويترتب على ذلك أن تكون هذه الشركات مضطرة للاقتراض بمعدلات فائدة أكبر من الشركات الأخرى، وهو ما ينعكس بالسلب على استثماراتها والتي تصبح دون المستوى الأمثل (Bharath et al. 2008). على جانب آخر فإن الشركات ذات الجودة المرتفعة للمعلومات المحاسبية تتحمل تكلفة تمويل منخفضة (Francis et al. 2004) وتكون أكثر قدرة على الحصول على التمويل الخارجي المناسب، مما ينعكس في كفاءة القرارات الاستثمارية لديها (Hope et al. 2009).

٢.٤.٢ الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح:

تمثل التقارير المالية أساس التحاسب الضريبي كلما كان هناك تقارباً بين المحاسبة المالية والقوانين الضريبية، أو كلما كانت قوانين الضرائب تشترط صراحة أن يكون هناك معالجات مماثلة لبعض البنود في كل من المحاسبة المالية والتحاسب الضريبي (Burgstahler et al. 2006). ويمكن أن يؤدي التركيز على تخفيض الضرائب من قبل إدارة الشركات إلى التأثير السلبي على جودة التقارير المالية ومن ثم التأثير على العلاقة بينها وبين كفاءة القرارات الاستثمارية. ويرجع ذلك إلى أن الشركات التي تواجه ارتفاعاً في معدلات ضرائب الدخل وإجبار مرتفع من جانب مصلحة الضرائب (وهو ما يطلق عليه ارتفاع في ضغط الضريبة tax pressure) سوف يكون التركيز الرئيس لتقاريرها المالية منصّباً على تخفيض ضرائب الدخل أكثر من التركيز على توفير المعلومات الملائمة لمقدمي رأس المال والمديرين؛ وهو ما يؤدي إلى انخفاض دور جودة التقارير المالية في تحسين القرارات الاستثمارية (Chen et al. 2011).

٢.٤.٣ السيولة:

تؤثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية طبقاً للطرق المستخدمة في حساب هذه السيولة. وقد ورد كثيراً في الدراسات السابقة استخدام متغيرين لقياس سيولة الشركة هما النقدية والرافعة المالية (Biddle et al. 2009). وبالنسبة للنقدية فإن الشركات التي لا يتوافر لديها نقدية كافية تكون أكثر احتمالية لمواجهة قيود في عملية التمويل، وعلى العكس من ذلك فإن الشركات ذات الأرصدة النقدية الكبيرة تكون أكثر احتمالية لمواجهة مشكلات الوكالة agency problems

ومن ثم الزيادة في قيمة الاستثمار (Diamond 2014; Jensen 1986). ويعود السبب في ذلك إلى أنه عندما تتوقع إدارة الشركات بوجود قيود تمويلية فإنها تقوم بزيادة رصيد النقدية لديها (Leary and Roberts 2014; Blanchard et al. 1994)، وقد توصلت بعض الدراسات السابقة إلى أنه في المتوسط فإن الشركات ذات الأرصدة النقدية المرتفعة تكون أكثر ميلاً إلى الاستخدام غير الكفء للنقدية الزائدة مثل شراء المباني الفارغة أو الاستهلاك الزائد (مثل: Li 2014). أما بالنسبة للرافعة المالية فإن الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة تكون أكثر احتمالية لمواجهة مشكلة تزايد الديون debt overhang والتي يمكن أن تجبر الشركات على التقليل من قيمة الاستثمارات (Diamond and He 2014; Myers 1977).

٣. الدراسات السابقة وبناء الفروض:

يهدف هذا الجزء من الدراسة إلى بيان نتائج الدراسات السابقة في مجال العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة عليها، وكيفية الاعتماد عليها في بناء فروض الدراسة.

٣.١ الدراسات السابقة:

لقد تناولت العديد من الدراسات السابقة كل من جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية بالدراسة والقياس بشكل منفصل ودراسات أخرى تناولت كيفية قياس العلاقة بينهما ودراسات أخرى تناولت تحليل ومناقشة بعض العوامل ذات التأثير على هذه العلاقة. ولقد نال -ومازال- موضوع قياس جودة التقارير المالية والعوامل المؤثرة عليه اهتماماً كبيراً في الدراسات المحاسبية، وخصوصاً بعد مؤتمر جمعية المحاسبة الأمريكية AAA عام ٢٠٠٢ بعنوان "جودة الأرباح". لذلك قامت دراسات عديدة بتناول مختلف جوانب جودة التقارير المالية وذلك بالتطبيق على بيانات لشركات تعمل في دول ذات اقتصاديات متقدمة، وأخرى تعمل في دول ذات اقتصاديات ناشئة أو نامية، أو بالتطبيق على بيانات تخص شركات مسجلة في أسواق المال العربية. وبشكل مماثل فقد تناولت العديد من الدراسات بعض الجوانب الخاصة بكفاءة القرارات الاستثمارية.

وفي هذا القسم سيتم تناول الدراسات التي تناولت العلاقة بين كل من جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية.

وقد هدفت دراسة Wang (2003) إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة من ١٩٦٧ حتى ٢٠٠٠. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة وجوهرية بين كلا من جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، إلا أنها لم تقم بالفرقة بين زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار عند دراسة هذه العلاقة.

وهدف دراسة Durnev et al. (2004) إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية من خلال قياس جودة التقارير المالية باعتبارها تباين عائد السهم stock return variation لكل شركة إلى العوائد لكل الشركات داخل كل قطاع صناعي، وقياس كفاءة القرارات

الاستثمارية باستخدام نسبة q الحدية المقترحة من Tobin (1969)، وذلك بالتطبيق على عينة من ٤٠٢٩ شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٩٣ حتى ١٩٩٧. وتوصلت الدراسة إلى وجود ارتباط معنوي موجب داخل مختلف قطاعات الدراسة بين مقدار التباين في العوائد على السهم لكل شركة ومعظم قيم نسبة q الحدية.

وهدفت دراسة Bens and Monahan (2004) إلى دراسة العلاقة بين جودة الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية والقيمة الإضافية للتنوع في الاستثمارات $excess\ value\ of\ diversification$ والتي تعني الزيادة في الاستثمار. وتم قياس جودة التقارير المالية باستخدام تصنيف الإفصاح السنوي للشركات المنشور من جانب جمعية إدارة وبحوث الاستثمار AIMR الأمريكية^(٢)، بالإضافة إلى مقياس لمدى تفصيل المعلومات القطاعية $segment\ disaggregation$ ، أما القيمة الإضافية للتنوع في الاستثمار فقد تم قياسها من خلال نسبة مجموع القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيمة الدفترية لإجمالي الديون إلى القيمة الضمنية للشركة $implied\ firm\ value$. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين جودة الإفصاح المحاسبي في التقارير المالية والقيمة الإضافية للتنوع في الاستثمارات.

وهدفت دراسة Biddle and Hilary (2006) هذه الدراسة إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية الرأسمالية، وتم قياس جودة التقارير المالية من خلال خمسة مقاييس هي اندفاعية الأرباح $earnings\ aggressiveness$ وتجنب الخسارة $loss\ avoidance$ وتمهيد الأرباح $earnings\ smoothing$ والتوقيت $timeliness$ ومقياس مجمع يمثل ملخص للمقاييس الأربعة السابقة. أما كفاءة القرارات الاستثمارية فقد تم قياسها باستخدام نسبة q الحدية. وتم تطبيق الدراسة على بيانات عينة بلغت ٢٨٣٥٣ مشاهدة (شركة-سنة) من ٣٤ دولة بغرض قياس العلاقة المذكورة فيما بين الدول وكذلك بين الشركات داخل كل دولة. وتوصلت الدراسة إلى أن ارتفاع جودة الأرقام المحاسبية يؤدي إلى تدعيم كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين ومقدمي رأس المال للشركة، كما توصلت أيضاً إلى أن هذا الأثر كان أكبر في الدول التي يتم فيها الحصول على معظم التمويل من خلال بورصة الأوراق المالية، وذلك مقارنة بالدول التي يتم فيها الحصول على معظم التمويل من خلال القروض من البنوك. وقد كانت هذه النتائج صحيحة على مستوى الدول وعلى مستوى الشركات داخل كل دولة.

وهدفت دراسة Risberg (2006) إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية، والتي تم قياسها عن طريق توقيت الاعتراف بالمكاسب والخسائر، وكفاءة القرارات الاستثمارية التي تم قياسها باستخدام نسبة q الحدية المقترحة من Tobin (1969)، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في أسواق المال لتسع دول أوروبية خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٠٣. وتوصلت الدراسة إلى أن كفاءة القرارات الاستثمارية لها علاقة محدبة $convex$ مع توقيت الاعتراف بالمكاسب وعلاقة مقعرة $concave$ مع توقيت الاعتراف بالخسائر.

(٢) للمزيد حول آلية إعداد هذا التصنيف يمكن الرجوع إلى Bushee and Noe 2000.

وهدفت دراسة McNichols and Stubben (2008) إلى دراسة ما إذا كان تلاعب الشركات في نتائجها المالية (إدارة الأرباح) يمكن أن يؤدي إلى جعل القرارات الاستثمارية دون المستوى الأمثل suboptimal، وذلك مع التركيز على قرارات الاستثمار في الأصول الثابتة لعينة كبيرة من الشركات الأمريكية بلغت ١٣٤٥٦١ مشاهدة (شركة-سنة) لعدد ١٦٠٢٣ شركة. وتم قياس إدارة الأرباح من خلال مقياسين اعتمد الأول منهما على الاتهامات بارتكاب مخالفات محاسبية الموجهة إلى الشركات من جانب لجنة البورصات والأوراق المالية SEC والدعاوى القضائية المرفوعة عليها من حملة الأسهم، بينما اعتمد المقياس الثاني على الإيرادات الاختيارية. كما تم التركيز على زيادة الاستثمار والذي تم قياسه من خلال الفروق بين الاستثمار الفعلي والاستثمار المتوقع للشركة والمحسوب في ضوء فرص النمو والذي يمثل المستوى الأمثل للاستثمار لهذه الشركة. وتوصلت الدراسة إلى أنه في الفترات التي قامت فيها الشركات بالتلاعب في الأرباح بالزيادة كان هناك زيادة في نفس الفترات في الاستثمارات في الأصول الثابتة؛ مما دعى الدراسة إلى الاستنتاج بأن التلاعب بالأرباح له تأثير على القرارات الداخلية للشركة، إلا أنها لم تتمكن من تحديد ما إذا كان تأثير إدارة الأرباح تأثيراً سلبياً على فائدة المعلومات المالية للقرارات الاستثمارية للمستثمرين أنفسهم أم على الجهات والأطراف الأخرى التي يمكن أن تمتنع عن الاستثمار في الشركة.

وهدفت دراسة Biddle et al. (2009) إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية الرأسمالية وأثر ذلك على كل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار. وتم قياس جودة التقارير المالية من خلال أربعة مقاييس هي مقياس جودة حسابات الاستحقاق ومقياس جودة حسابات الاستحقاق المتداولة ومقياس القدرة على قراءة readability الفوائم المالية (والمسمى مؤشر الضباب FOG) ومؤشر جودة التقارير المالية FRQ index والذي يمثل متوسط القيم المعيارية للمقاييس الثلاثة السابقة. أما بالنسبة لكفاءة القرارات الاستثمارية فقد تم قياسها على أساس الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار المتوقع لكل شركة والذي يمثل دالة في فرص نمو الشركة والمعتمد على النمو في المبيعات. وتم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية بلغت ٣٤٧٩١ مشاهدة (شركة- سنة). وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة شرطية conditional association سالبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية بالنسبة للشركات التي تعمل في ظل أوضاع تكون أكثر ميلاً لزيادة الاستثمار والعكس بالنسبة للشركات التي تعمل في ظل أوضاع تكون أكثر ميلاً لنقص الاستثمار، كما أن الشركات ذات جودة التقارير المالية المرتفعة كانت ذات انحراف أقل عن المستوى المتوقع للاستثمار.

وهدفت دراسة Li and Wang (2010) إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية الرأسمالية، وأثر ذلك على كل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار، بشكل مماثل لدراسة Biddle et al. (2009) السابقة، حيث تم قياس جودة التقارير المالية باستخدام أربعة مقاييس هي جودة حسابات الاستحقاق المتداولة وحسابات الاستحقاق الاختيارية وتمهيد الأرباح Earnings smoothing ومؤشر مجمع يمثل متوسط القيم المعيارية للمقاييس الثلاثة السابقة. أما كفاءة القرارات

الاستثمارية فقد تم قياسها بنفس منهجية دراسة (Biddle et al. (2009 السابقة. وتم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية الصينية بلغت ٢١٣٩ مشاهدة (شركة-سنة) خلال الفترة من ١٩٩٨-٢٠٠٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية وكلا من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار، وقد كانت هذه العلاقة جوهرية عند قياس جودة التقارير المالية على أساس حسابات الاستحقاق المتداولة وعلى أساس تمهيد الأرباح.

وبدأت دراسة (Beatty et al. (2010 من نتائج بعض الدراسات السابقة التي توصلت إلى أن انخفاض جودة التقارير المالية يترتب عليه قيود تمويلية liquidity-constrained تحد من قدرة الشركة على الحصول على التمويل اللازم للاستثمار في الأصول الثابتة، ومن ثم هدفت هذه الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت مثل هذه الشركات أكثر ميلاً للاعتماد على التأجير التشغيلي operating lease بدلاً من شراء الأصول الثابتة أم لا. كما ناقشت الدراسة أيضاً ما إذا كان تفضيل هذه الشركات للتأجير التشغيلي هو رغبتها في استخدام أساليب المحاسبة عن هذه البنود باعتبارها خارج الميزانية off-balance-sheet accounting أم لا، وذلك من خلال دراسة صلاحيات البنوك للدخول على المعلومات الخاصة بهذه الشركات وممارسة التأثير الرقابي على العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية والتأجير التشغيلي. وتم التطبيق باستخدام بيانات من ٩٧٧ شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٩٥-٢٠٠٦. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات ذات القيود على السيولة تكون أكثر ميلاً إلى التأجير التشغيلي للحصول على أصولها الثابتة بدلاً من شراؤها، كما أن العلاقة بين جودة المعلومات المحاسبية وتبني سياسة التأجير التشغيلي تنخفض عندما ترتفع دوافع البنوك للرقابة على هذه الشركات.

وهدف دراسة (Francis and Martin (2010 إلى دراسة مدى تأثير أحد أهم المبادئ المحاسبية ذات التأثير على جودة التقارير المالية وهو التحفظ المحاسبي على ربحية القرارات الاستثمارية. وتم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام نموذج انحدار خطي متجزئ piecewise بين الأرباح والعوائد على الأسهم والمقترح من جانب (Basu (1997 الخاص بالاستجابة غير المتزامنة لأسعار الأسهم بالنسبة للأخبار الجيدة والسيئة، كما تم قياس كفاءة القرارات الاستثمارية بالتركيز على أحد القرارات الاستثمارية الهامة وهو قرار الاستحواذ acquisition-investment وذلك من خلال نموذج يعتمد على التغيرات التي تحدث في العوائد على أسهم الشركة في سوق المال خلال فترة الإعلان المبدئية عن قرار الاستحواذ كما يعتمد على الأداء التشغيلي للشركة بعد إتمام عملية الاستحواذ. وتم تطبيق الدراسة على ١٧٢٠٢ عملية استحواذ قامت بها ٤٩٧٩ شركة أمريكية خلال الفترة من أول يناير ١٩٨٠ حتى آخر ديسمبر ٢٠٠٦. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التحفظ المحاسبي وربحية القرارات الاستثمارية، بمعنى أن الشركات التي تزيد فيها ممارسات التحفظ المحاسبي تقوم بقرارات استحواذ أكثر ربحية، كما أن هذه الشركات كانت أقل احتمالية للقيام بعمليات تصفية لهذه الاستثمارات فيما بعد. وقد كانت هذه النتائج أكثر وضوحاً في الشركات ذات الارتفاع في تكلفة الوكالة.

وهدفت دراسة (Chen et al. (2011 إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات الخاصة في الاقتصاديات الناشئة. واستخدمت الدراسة أربعة مقاييس لجودة التقارير المالية هي حسابات الاستحقاق الاختيارية وحسابات الاستحقاق المتداولة والإيرادات الاختيارية ومؤشر مجمع يمثل متوسط القيم المعيارية للمقاييس الثلاثة السابقة. أما كفاءة القرارات الاستثمارية فقد تم قياسها بنفس منهجية دراسة (Biddle et al. (2009 السابقة. وتم تجميع بيانات الدراسة من ٢١ دولة بعينة بلغت ٦٧٢٧ مشاهدة (شركة-سنة) خلال الفترة من ٢٠٠٢-٢٠٠٥. وتوصلت الدراسة إلى أن ارتفاع جودة التقارير المالية يؤثر بشكل إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية، وإن العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية تكون علاقة متزايدة عندما يتم الاعتماد في التمويل على البنوك بينما تكون علاقة متناقصة عندما تكون هناك دوافع للتلاعب في الأرباح لتحقيق أهداف ضريبية.

وهدفت دراسة (Bushman et al. (2011 إلى دراسة مدى تأثير التحفظ المحاسبي على كفاءة القرارات الاستثمارية بشكل مماثل لدراسة (Francis and Martin (2010 السابقة. وتم قياس التحفظ المحاسبي باستخدام نموذجين الأول منهما هو نموذج (Basu (1997 سابق الإشارة إليه، ومقياس العلاقة بين القيمة السوقية والدفترية لحقوق الملكية. كما تم قياس كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال نسبة q الحدية المقترحة من (Tobin (1969 ونموذج مرونة إجمالي الاستثمار لإضافة القيمة والذي يقيس مدى انخفاض الاستثمار في الدولة كاستجابة للنقص في الفرص الاستثمارية المتاحة ومدى الزيادة في الاستثمار في الدولة كاستجابة للزيادة في الفرص الاستثمارية المتاحة. كما تم تناول مدى تأثير سلوك الاستثمار في كل دولة بنوع سوق المال وقيود الدخول إلى هذا السوق وحقوق حملة الأسهم والدائنين والبيئة العامة للمعلومات وخصائص الشركات. وتوصلت الدراسة إلى أن استجابة القرارات الاستثمارية للشركة نتيجة النقص في الفرص الاستثمارية المتاحة تكون أكبر لدى الدول التي يزيد فيها تطبيقات وممارسات التحفظ المحاسبي، بمعنى أن التحفظ المحاسبي يقلل من الاستثمار عند نقص فرص الاستثمار المتاحة.

وهدفت دراسة (Ramalingegowda et al. (2013 إلى دراسة دور جودة التقارير المالية في التخفيف من تأثير قيود سياسة سداد التوزيعات النقدية للأرباح على القرارات الاستثمارية مع التركيز على قرارات الاستثمار في مجال البحوث والتطوير R&D investments. وتم قياس جودة التقارير المالية من خلال حسابات الاستحقاق المتداولة، وقياس إجمالي الاستثمار باعتباره مجموع نفقات البحوث والتطوير وتكاليف اقتناء الأصول الثابتة مخصوماً منه النقدية المحصلة من بيع الأصول الثابتة. وتم تطبيق الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية بلغت ٤١٤٧٥ مشاهدة (شركة-سنة) خلال الفترة من ١٩٩٤-٢٠١٠. وتوصلت الدراسة إلى أن التقارير المالية ذات الجودة المرتفعة تؤدي دوراً جوهرياً في التخفيف من التأثير السلبي لسياسة توزيع الأرباح على القرارات الاستثمارية للشركة من خلال التخفيف من التعارض بين القرارات الاستثمارية وسياسة توزيع الأرباح، ومن ثم التقليل من احتمال تخلي الشركة عن الاستثمار في مشروعات استثمارية ذات قيمة حالية موجبة لكي تقوم بسداد التوزيعات النقدية. وقد كان هذا الدور أكثر وضوحاً لدى الشركات التي قامت بتخفيض توزيعاتها النقدية مقارنة بالشركات التي قامت بزيادتها.

وهدفت دراسة (Mohammadi 2014) إلى دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية بالتطبيق على بيانات ٩٣ شركة مسجلة في بورصة الأوراق المالية الإيرانية خلال الفترة من ٢٠٠٩-٢٠١٢، وذلك بإتباع نفس منهجية دراسة (Biddle et al. 2009) السابقة مع الاكتفاء بقياس جودة التقارير المالية بمقياس واحد فقط. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية وأن هذه العلاقة تتأثر بـكلاً من حجم الشركة وفرص النمو فيها. وهدفت دراسة (Gomariz and Ballesta 2014) إلى دراسة أثر جودة التقارير المالية وآجال الديون على كفاءة القرارات الاستثمارية. وتم قياس جودة التقارير المالية باستخدام من أربعة مقاييس هي الإيرادات الاختيارية وحسابات الاستحقاق الاختيارية وجودة حسابات الاستحقاق المتداولة ومؤشر مجمع يمثل متوسط القيم المعيارية للمقاييس الثلاثة السابقة. وتم قياس كفاءة القرارات الاستثمارية بنفس منهجية دراسة (Biddle et al. 2009) السابقة. وتوصلت الدراسة إلى أن جودة التقارير المالية كانت ذات تأثير إيجابي يخفف من مشكلة زيادة الاستثمار، أما بالنسبة لآجال استحقاق الديون فقد كانت ذات تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق تخفيض كل من مشكلة زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار. إضافة إلى ذلك فإن الشركات ذات الاستخدام المنخفض للديون قصيرة الأجل كان لجودة التقارير المالية فيها تأثيراً مرتفعاً على كفاءة القرارات الاستثمارية بينما كان الأثر عكسي في حالة الاستخدام المرتفع للديون قصيرة الأجل.

وهدفت دراسة (Nan and Wen 2014) إلى دراسة تأثير التحيزات المحاسبية accounting biases على القرارات الاستثمارية ودور هذه التحيزات في زيادة جودة المعلومات، وذلك من خلال اقتراح نموذج رياضي لقياس ذلك دون تطبيقه على بيانات فعلية. وتوصلت الدراسة إلى أن نظم المعلومات المحاسبية المتحيزة كان لها دور في تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية والتمويلية للشركة مقارنة بنظم المعلومات المحاسبية المحايدة neutral system، وأن تأثير التحيزات المحاسبية هذه تعتمد على توقعات ربحية الشركات. كما توصلت الدراسة إلى أنه في القطاعات ذات الانخفاض في الأرباح low-profit prospects فإن النظم المحاسبية الأقل تحيزاً downward-biased تؤدي إلى ارتفاع جودة المعلومات المحاسبية عن النظم المحايدة، وأنه كلما انخفض التحيز فإن ذلك يساعد في التخفيف من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية والتمويلية، بينما أنه في القطاعات ذات الارتفاع في الأرباح high-profit prospects فإن النظم المحاسبية الأكثر تحيزاً upward-biased تؤدي إلى ارتفاع جودة المعلومات المحاسبية عن النظم المحايدة، وأنه كلما انخفض التحيز فإن ذلك يساعد في التخفيف من عدم كفاءة القرارات الاستثمارية والتمويلية. إضافة إلى ذلك فقد توصلت الدراسة إلى أن نظام المحاسبة ذو التحيز المنخفض يخلق الدافع لدى الشركات لبذل المزيد من الجهد لتحسين جودة المعلومات المحاسبية الأمر الذي يؤدي إلى تحسين الكفاءة الكلية.

. التعليق على الدراسات السابقة:

ركزت الدراسات السابقة على مجموعة من الجوانب يمكن تلخيصها في الآتي:

١. بالنسبة لجودة التقارير المالية:

فقد ركزت بعض الدراسات على جودة التقارير المالية ككل (مثل Chen et al. 2001; Biddle et al. 2009) أو على أحد جوانب جودة التقارير المالية مثل التركيز على ممارسات التحفظ المحاسبي (مثل Bushman et al. 2011; Li and Wang 2010; Francis and Martin 2010; Risberg 2006). أما فيما يخص المقاييس المستخدمة في قياس جودة التقارير المالية فقد كانت مقاييس عديدة مثل الاعتماد على التصنيفات الصادرة عن بعض الجهات (مثل Bens and Monahan 2004) أو استخدام تباين عائد السهم لكل شركة إلى تباين العائد لكل الشركات (مثل Bens and Monahan 2004) أو مدى تفصيل المعلومات القطاعية (مثل Bens and Monahan 2004) أو مؤشر جودة حسابات الاستحقاق (مثل Biddle et al. 2009) أو مؤشر جودة حسابات الاستحقاق المتداولة (مثل Gomariz and Ballesta 2014; Ramalingegowda et al. 2013; Li and Wang 2010; Biddle and Hilary 2006) أو مؤشر جودة حسابات الاستحقاق الاختيارية (مثل Gomariz and Ballesta 2014; Chen et al. 2011; Li and Wang 2010) أو مؤشر الإيرادات الاختيارية (مثل Gomariz and Ballesta 2014; Chen et al. 2011; McNichols and Stubben 2008) أو مؤشر الضباب (مثل Biddle et al. 2009) أو اندفاعية الأرباح (مثل Biddle and Hilary 2006) أو تجنب الخسارة (مثل Biddle and Hilary 2006) أو تمهيد الأرباح (مثل Biddle and Hilary 2006) أو التوقيت المناسب (مثل Biddle and Hilary 2006). وقد اعتمدت بعض الدراسات على مؤشر يمثل جميع لأكثر من مقياس واحد من هذه المقاييس (مثل Chen et al. 2001; Biddle et al. 2009).

٢. بالنسبة لكفاءة القرارات الاستثمارية:

فقد أوضحت بعض الدراسات كيفية تمويل الاستثمار مثل الاعتماد على التأجير التشغيلي بدلاً من التمويل (مثل Beatty et al. 2010) وأوضحت دراسات أخرى كيفية قياس الاستثمار مثل الاستثمار في الأصول الثابتة (مثل Beatty et al. 2010; McNichols and Stubben 2008) والاستثمار في البحوث والتطوير (مثل Ramalingegowda et al. 2013) أو باعتباره مجموع الاستثمار في الأصول الثابتة والبحوث والتطوير والاستثمارات المالية طويلة الأجل (مثل Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009) أو بالتركيز على قرارات الاستحواذ (مثل Francis and Martin 2010). أما فيما يخص طرق قياس كفاءة القرارات الاستثمارية فقد استخدمت الدراسات نسبة q الحدية المقترحة من Tobin (1969) (مثل Bushman et al. 2011; Risberg 2006; Biddle and Hilary 2006; Durnev et al. 2004) أو نسبة مجموع القيمة السوقية لحقوق الملكية والقيم الدفترية لإجمالي الديون إلى القيمة الضمنية للشركة (مثل Bens and Monahan 2004) أو مرونة إجمالي الاستثمار لإضافة القيمة (مثل Bushman et al. 2011) أو الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار المحسوب على أساس النمو في المبيعات أو الإيرادات بصفة عامة (مثل Li and Wang 2010; Biddle et al. 2009).

٣. بالنسبة لأثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية:

فقد توصلت غالبية الدراسات السابقة إلى وجود علاقة موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية بمعنى أن زيادة جودة التقارير المالية يؤدي إلى زيادة كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق التقليل من كل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار، وقد كانت هذه النتائج صحيحة بالنسبة للشركات المملوكة ملكية عامة (public companies) (مثل Nan and Wen 2014; Gomariz and Ballesta 2014; Mohammadi 2014; Ramalingegowda et al. 2013; Bushman et al. 2011; Francis and Martin 2010; Li and Wang 2010; Biddle et al. 2009; Biddle and Hilary 2006; Bens and Monahan 2004; Durnev et al. 2004; Wang 2003)، وفي الشركات التي تعمل في اقتصاديات متقدمة أو نامية (مثل Chen et al. 2011)، وفي الشركات الخاصة (مثل Chen et al. 2011).

٤. بالنسبة للعوامل المؤثرة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

فقد توصلت الدراسات السابقة إلى وجود بعض العوامل ذات التأثير على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية. وقد تمثلت هذه العوامل فيما يلي:

أ. التمويل من البنوك: حيث تبين أن الاعتماد بشكل كبير على التمويل من البنوك يؤدي إلى زيادة قوة العلاقة بين المتغيرين (Chen et al. 2011).

ب. آجال الديون: والتي كانت ذات تأثير إيجابي على كفاءة القرارات الاستثمارية عن طريق تخفيض مشكلة زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار، كما أنه عند انخفاض الاعتماد على الديون قصيرة الأجل كان لجودة التقارير المالية تأثيراً مرتفعاً على كفاءة القرارات الاستثمارية بينما كان الأثر عكسي في حالة زيادة الاعتماد على الديون قصيرة الأجل (Gomariz and Ballesta 2014).

ج. التمويل عن طريق الأوراق المالية: حيث تبين أن الاعتماد على التمويل من خلال الأوراق المالية كان له تأثيراً إيجابياً على العلاقة بين المتغيرين (Biddle and Hilary 2006).

د. الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح: حيث تبين أن ارتفاع الأعباء الضريبية يمثل دافعاً لإدارة الأرباح بهدف تخفيف الأعباء الضريبية، وهو ما يؤثر سلباً على العلاقة بين المتغيرين (Chen et al. 2011).

هـ. إدارة الأرباح: العلاقة حيث تبين أن إدارة الأرباح تؤثر بشكل سلبي على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (McNichols and Stubben 2008).

ز. السيولة: حيث تبين أن نقص السيولة يمكن أن يؤدي إلى قيود تمويلية (Biddle et al. 2009) وان انخفاض جودة التقارير المالية أيضاً يتسبب جزئياً في حدوث مثل هذه القيود التمويلية (Beatty et al. 2010) مما يؤدي في النهاية إلى انخفاض كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال نقص الاستثمار، كما أن زيادة النقدية قد يؤدي إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال زيادة الاستثمار (Li 2014)، كما أن ارتفاع جودة التقارير المالية يؤدي إلى التخفيف الجوهري من الآثار السلبية لسياسات توزيع الأرباح والتي تتأثر بشكل كبير بمدى توافر السيولة ومن ثم التقليل من احتمال نقص الاستثمار (Ramalingegowda et al. 2013).

ح. التحفظ المحاسبي: حيث تبين أن له تأثير جوهري على جودة التقارير المالية وعلى العلاقة بينها وبين كفاءة القرارات الاستثمارية (Bushman et al. 2011; Francis and Martin 2010).

ط. النظام المحاسبي: حيث تبين أن طبيعته له تأثير على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (Nan and Wen 2014).

٥. بالنسبة للبيانات المستخدمة في الدراسات السابقة:

وأخيراً، فإن النتائج سابق الإشارة إليها قد تمت بالتطبيق على بيانات تخص شركات تعمل معظمها في اقتصاديات متقدمة، وبالرغم من وجود بعض الدراسات التي تمت بالتطبيق على بيانات تخص شركات تعمل في أسواق المال الناشئة مثل (Chen et al. 2011) فإن هذه الدراسات لم تستخدم بيانات تخص الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية. وبالنسبة للدراسات التي تمت على الشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية فقد ركزت فقط على قياس جودة التقارير المالية دون التطرق إلى دراسة العلاقة بينها وبين كفاءة القرارات الاستثمارية، وهو ما يمثل الإضافة الرئيسة للدراسة الحالية، ومن هنا تأتي أهميتها في كونها تختبر صحة النتائج التي توصلت إليها الدراسات السابقة من خلال التطبيق على بيانات الشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية.

٣.٢ بناء الفروض:

في ضوء نتائج الدراسات السابقة يمكن صياغة فروض الدراسة على النحو التالي:

٣.٢.١ الفرض الأول للدراسة: أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية:

توصلت معظم الدراسات السابقة (مثل (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009) إلى وجود علاقة موجبة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، مما يعني أن ارتفاع جودة التقارير المالية يرتبط معه ارتفاع في كفاءة القرارات الاستثمارية، أو بتعبير آخر توجد علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية والمتمثل أساساً في زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار. وفي ضوء هذه النتائج يمكن صياغة الفرض العام للدراسة على النحو التالي:

توجد علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية وكل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار.

٣.٢.٢ الفرض الثاني: أثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

توصلت بعض الدراسات السابقة (مثل: (Chen et al. 2011) إلى أن الاعتماد بشكل كبير على التمويل من البنوك يؤدي إلى زيادة قوة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية. وفي ضوء ذلك يمكن صياغة الفرض الثاني للدراسة على النحو التالي:

توجد علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية المعدلة بأثر التمويل من البنوك وكل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار.

٣.٢.٣ الفرض الثالث: أثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

توصلت بعض الدراسات السابقة (مثل: Chen et al. 2011; McNichols and Stubben 2008) إلى أن وجود دوافع ضريبية لإدارة الأرباح يؤدي إلى أن تكون هناك علاقة متناقصة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية. وفي ضوء ذلك يمكن صياغة الفرض الثاني للدراسة على النحو التالي:

توجد علاقة موجبة بين جودة التقارير المالية المعدلة بأثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح وكل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار.

٣.٢.٤ الفرض الرابع: أثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية: توصلت بعض الدراسات السابقة (مثل: Ramalingegowda et al. 2013; Beatty et al. 2009; Biddle et al. 2010) إلى أن زيادة السيولة يؤدي إلى عدم كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال زيادة الاستثمار والعكس في حالة نقص السيولة. وفي ضوء ذلك يمكن صياغة الفرض الثاني للدراسة على النحو التالي:

العلاقة بين جودة التقارير المالية المعدلة بأثر زيادة السيولة تكون موجبة مع نقص الاستثمار وسالبة مع زيادة الاستثمار.

٤. تصميم الدراسة:

٤.١ عينة الدراسة:

تم تجميع بيانات الدراسة من خلال التقارير المالية السنوية لعدد ٤١ شركة من الشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠١٣ بإجمالي عدد مشاهدات بلغ ٤٣٨ مشاهدة (شركة-سنة). ويوضح جدول (١) بيان عينة الدراسة وذلك على حسب القطاعات التي تنتمي إليها شركات العينة وعلى حسب عدد المشاهدات المتاحة في كل سنة من سنوات الدراسة ونسبتها من إجمالي عدد الشركات المقيدة والمتداولة في البورصة المصرية.

هذا وقد تم تجميع البيانات مباشرة من التقارير المالية السنوية للشركات والمقدمة إلى إدارة الإفصاح بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة. وقد تم الحصول على هذه التقارير من خلال شبكة الإنترنت من مواقع الشركات نفسها على الإنترنت أو من خلال موقع مباشر^(٣) أو موقع أرقام^(٤).

(٣) <http://www.mubasher.info>.

(٤) <http://www.argaam.com>.

جدول (١): عينة الدراسة:

أ. توزيع مفردات العينة على حسب قطاعات البورصة المصرية:

النسبة المئوية	عدد الشركات	القطاع	النسبة المئوية	عدد الشركات	القطاع
٥٪	٢	منتجات منزلية وشخصية	٧٪	٣	الموارد الأساسية
١٤٪	٦	العقارات	٧٪	٣	الكيمائيات
٢٪	١	الإعلام	٢٦٪	١١	التشييد ومواد البناء
٧٪	٣	الاتصالات	١٠٪	٤	الأغذية والمشروبات
٢٪	١	السياحة والترفيه	٥٪	٢	الرعاية الصحية والأدوية
٢٪	١	المرافق	١٠٪	٤	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات
			٢٪	١	الغاز والبترو
١٠٠٪	٤٢				الإجمالي

ب. توزيع مفردات العينة على حسب سنوات الدراسة:

السنة	عدد شركات العينة	نسبة شركات العينة	الشركات المقيدة	٪ من الشركات المقيدة	الشركات المتداولة	٪ من الشركات المتداولة
١٩٩٨	١	٠٪	٨٧٠	٠٪	٥٥١	٠٪
١٩٩٩	١	٠٪	١٠٣٣	٠٪	٦٦٣	٠٪
٢٠٠٠	٢	٠٪	١٠٧٦	٠٪	٦٥٩	٠٪
٢٠٠١	٢	٠٪	١١١٠	٠٪	٦٤٣	٠٪
٢٠٠٢	٤	١٪	١١٥١	٠٪	٦٧١	١٪
٢٠٠٣	٣٤	٨٪	٩٧٨	٣٪	٥٤٠	٦٪
٢٠٠٤	٣٩	٩٪	٧٩٥	٥٪	٥٠٣	٨٪
٢٠٠٥	٣٨	٩٪	٧٤٤	٥٪	٤٤١	٩٪
٢٠٠٦	٣٨	٩٪	٥٩٥	٦٪	٤٠٧	٩٪
٢٠٠٧	٣٩	٩٪	٤٣٥	٩٪	٣٣٧	١٢٪
٢٠٠٨	٤٠	٩٪	٣٧٣	١١٪	٣٢٢	١٢٪
٢٠٠٩	٤١	٩٪	٣٠٦	١٣٪	٢٨٩	١٤٪
٢٠١٠	٤٠	٩٪	٢١٢	١٩٪	٢١١	١٩٪
٢٠١١	٤٠	٩٪	٢١٣	١٩٪	٢٠٤	٢٠٪
٢٠١٢	٤١	٩٪	٢١٣	١٩٪	٢٠٤	٢٠٪
٢٠١٣	٣٨	٩٪	٢١٢	١٨٪	٢٠٦	١٨٪
الإجمالي	٤٣٨	١٠٠٪				

ومن خلال القسم أ بجدول (١) يتضح أن أكثر القطاعات تمثيلاً في شركات العينة هو التشييد ومواد البناء بنسبة بلغت ٢٦٪ يليه قطاع العقارات بنسبة ١٤٪ أما القطاعات الأقل تمثيلاً فكانت قطاعات الغاز والبتروك والإعلام والسياحة والترفيه والمرافق بنسبة بلغت ٢٪، بينما لم يتم استخدام أي قوائم مالية للشركات المالية لخروجها عن نطاق تطبيق الدراسة لاتباعها لمعالجات محاسبية خاصة بها تتميزها عن الشركات غير المالية. ونشير هنا إلى أن عدد الشركات المختارة داخل كل قطاع قد تمت في ضوء ما توافر من التقارير المالية للشركات المقيدة في بورصة الأوراق المالية في المصادر السابق ذكرها لتجمع البيانات.

٤.٢ مؤشرات قياس جودة التقارير المالية:

لا يوجد مقياس أو مؤشر proxy متفق عليه بين الباحثين لقياس جودة التقارير المالية وإنما يوجد العديد من المقاييس المقترحة من الدراسات السابقة لإجراء هذا القياس (Dechow et al. 2010). ويعود السبب وراء استخدام الباحثين لأكثر من مقياس واحد لقياس جودة التقارير المالية إلى أنه لا يمكن لمقياس واحد أن يتضمن أو يغطي كل جوانب جودة التقارير المالية، وأن استخدام أكثر من مقياس واحد يُساعد على زيادة إمكانية تعميم النتائج، كما أن استخدام مقاييس بديلة يُساعد في التقليل من احتمال أن تتضمن نتائج أحد المقاييس بعض العوامل الأخرى غير عوامل جودة التقارير المالية (Hope et al. 2012; Chen et al. 2011).

بناءً على الأسباب السابقة وكما هو متبع في غالبية الدراسات السابقة فسوف نقوم باستخدام ثلاثة مقاييس مختلفة لقياس جودة التقارير المالية هي استمرارية حسابات الاستحقاق وحسابات الاستحقاق الاختيارية والإيرادات الاختيارية. وقد تم تحديد هذه المقاييس في ضوء ما هو متوافر من بيانات في التقارير المالية للشركات محل الدراسة. إضافة إلى ذلك فسوف يتم تجميع المقاييس الثلاثة في مقياس أو مؤشر واحد مجمع لهذه المقاييس الثلاثة يمثل مؤشر جودة التقارير المالية.

٤.٢.١ استمرارية حسابات الاستحقاق persistence of accruals:

تتمثل حسابات الاستحقاق accruals في الجزء غير النقدي الظاهر في قائمة الدخل والنتائج عن تطبيق أساس الاستحقاق accrual base في المحاسبة. ويتم قياس استمرارية حسابات الاستحقاق من خلال المعادلة الآتية (Hope et al. 2012; Chen et al. 2011; Givoly et al. 2010):

$$OI_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Accr_{it-1} + \alpha_2 OCF_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots \dots (1)$$

حيث أن i يمثل الشركة، t يمثل العام الذي يخص المتغير، OI يمثل دخل التشغيل بعد الاستهلاك، وعند عدم توافر هذه القيمة في التقارير المالية للشركة محل الدراسة تم استخدام صافي الربح قبل الضرائب، $Accr$ يمثل جزء حسابات الاستحقاق ضمن الأرباح وهو عبارة عن صافي ربح التشغيل مخصوماً منه التدفقات النقدية التشغيلية، OCF التدفقات النقدية التشغيلية، ε تمثل البواقي residuals أو حد الخطأ error term في معادلة الانحدار.

ويتم قياس استمرارية حسابات الاستحقاق (والتي تمثل جودة التقارير المالية في ظل هذا المقياس) من خلال قيمة بواقي معادلة الانحدار رقم (١) السابقة. ويتم ذلك بأحد أسلوبين إما استخدام قيم البواقي كما هي بدون تعديل أو استخدام الانحراف المعياري لهذه البواقي خلال فترة الدراسة لكل شركة على حدة (Chen et al. 2011)، وقد اتبعنا الأسلوب الأول في إجراء هذا القياس. إضافة إلى ذلك فإنه يتم ضرب قيمة البواقي في (-١) بحيث تكون القيم المرتفعة دلالة على ارتفاع جودة التقارير المالية والعكس بالعكس (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009). ويتم تمثيل هذا المتغير في التحليل التالي بالرمز *Persistence* أو *FRQ1*.

ويتميز هذا المقياس بأنه يُساعد في التحكم بشكل صريح في استمرارية التدفقات النقدية، لأنه يوفر وسائل للتحكم في المتغيرات المستبعدة التي يمكن أن تؤثر على الفروق في الاستمرارية فيما بين الشركات. كذلك فإن الاستمرارية لا تعتمد على مقاييس لا يمكن ملاحظتها بشكل مباشر (كما هو في مقياس حسابات الاستحقاق الاختيارية) (الذي سيتم تناوله لاحقاً). أخيراً، فإن هذا المقياس يمكن تفسيره بسهولة ويعتبر الأكثر إقناعاً لمجموعات مستخدمي التقارير المالية وواضعي معايير المحاسبة (Hope et al. 2012).

٤.٢.٢ حسابات الاستحقاق الاختيارية *discretionary accruals*:

تتمثل حسابات الاستحقاق الاختيارية *discretionary accruals* في العناصر التي يوجد عدة بدائل لتحديد قيمتها من الناحية المحاسبية، ومن ثم تستطيع إدارة الشركة الاختيار من بين هذه البدائل؛ مما يترتب عليه وجود حرية أو مرونة في تحديد قيم هذه العناصر. وتختلف هذه الحسابات عن حسابات الاستحقاق غير الاختيارية *nondiscretionary accruals* التي تمثل عناصر لا يتوافر بدائل لتحديد قيمتها، وبالتالي لا تستطيع إدارة الشركة التأثير على تحديد قيمتها (Dechow and Dichev 2002). ويتم قياس حسابات الاستحقاق الاختيارية من خلال المعادلة الآتية (Kothari et al. 2005):

$$TA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(1/Assets_{it-1}) + \alpha_2\Delta Rev_{it} + \alpha_3PPE_{it} + \alpha_4ROA_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (2)$$

حيث أن *TA* تمثل إجمالي حسابات الاستحقاق، والتي يتم قياسها عن طريق الفرق بين دخل التشغيل والتدفقات النقدية التشغيلية، *Assets* إجمالي الأصول في نهاية السنة، ΔRev تمثل التغير في الإيرادات، *PPE* تمثل الأصول الثابتة (العقارات والآلات والمعدات) خلال العام.

ويتم التعبير عن حسابات الاستحقاق الاختيارية (والتي تمثل جودة التقارير المالية في ظل هذا المقياس) من خلال قيمة بواقي معادلة الانحدار، كما تم ضرب ضرب قيمة هذه البواقي في (-١) كما هو متبع في المقياس الأول السابق. ويتم تمثيل هذا المتغير في التحليل التالي بالرمز *DisAcc* أو *FRQ2*.

٤.٢.٣ الإيرادات الاختيارية *discretionary revenues*:

تتمثل الإيرادات الاختيارية في الفرق بين التغير الفعلي في والتغير المتوقع في حسابات القبض *receivables*. وتشير القيم غير الطبيعية *abnormal* المرتفعة أو المنخفضة إلى ارتفاع درجة التلاعب في الإيرادات ومن ثم انخفاض جودة التقارير المالية (Stubben 2010). ويتم قياس الإيرادات الاختيارية

من خلال المعادلة الآتية (Stubben 2010; McNichols and Stubben 2008; Dechow and)
:(Dichev 2002

$$\Delta AR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta Rev_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

حيث أن AR تمثل حسابات القبض وهي مجموع المدينين وأوراق القبض، Rev تمثل الإيرادات. ويتم التعبير عن الإيرادات الاختيارية (والتي تمثل جودة التقارير المالية في ظل هذا المقياس) من خلال قيمة بواقي معادلة الانحدار، كما تم ضرب ضرب قيمة هذه البواقي في (-1) كما هو متبع في المقياسين الأول والثاني السابقين. ويتم تمثيل هذا المتغير في التحليل التالي بالرمز $DisRev$ أو $FRQ3$. ويتميز مقياس الإيرادات الاختيارية بأنه يُظهر انخفاض جوهري في أخطاء القياس وفي تحيز القياس مقارنة بمقياس حسابات الاستحقاق الاختيارية. كما أن بعض عناصر حسابات الاستحقاق (مثل الاستهلاك) ترتبط بشكل كبير مع الاستثمارات ومن ثم تسبب علاقة بين الاستثمارات وحسابات الاستحقاق الاختيارية. إضافة إلى ذلك فإن الإيرادات الاختيارية ترتبط بشكل كبير مع القرارات الاستثمارية، وذلك نظراً لأن النمو في الطلب على منتجات الشركة يرتبط بالنمو في الإيرادات. أخيراً فإن التلاعب في الإيرادات يمثل النموذج الأكثر شيوعاً في إدارة الأرباح، والتي تمثل أحد لهم أسباب انخفاض جودة التقارير المالية (Stubben 2010; McNichols and Stubben 2008). ويتم تمثيل هذا المتغير في التحليل التالي بالرمز $FRQ4$.

٤.٢.٤ المؤشر المجمع لقياس جودة التقارير المالية FRQ Index:

يمثل المؤشر المجمع لقياس جودة التقارير المالية جميعاً للمقاييس الثلاثة السابقة في مقياس واحد يعبر عن جودة التقارير المالية والذي سيتم قياس أثره على كفاءة القرارات الاستثمارية. والسبب في تجميع المقاييس الثلاثة في مقياس واحد هو الرغبة في إلغاء أي أثر للتحيز ناتج عن استخدام كل مقياس على حدة. ويتم حساب المؤشر المجمع لقياس جودة التقارير المالية باعتباره متوسط القيمة المعيارية $standardized average$ لكل متغير من المتغيرات الثلاثة السابقة.

٤.٣ قياس كفاءة القرارات الاستثمارية:

يوجد الكثير من المقاييس التي قدمتها الدراسات السابقة لقياس كفاءة القرارات الاستثمارية، نستخدم منها منهج دراسة (Biddle et al. 2009) في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية محل الدراسة. ويقوم هذا المنهج على قياس كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال المقارنة بين الاستثمارات الفعلية لشركة معينة في سنة معينة وبين الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع لهذه الشركة في هذه السنة المعينة.

ويتم تقدير حجم الاستثمار المتوقع للشركة في العام القادم في ضوء فرص نمو هذه الشركة في العام القادم، ويمكن قياس فرص نمو الشركة من خلال عدة أساليب مثل الاعتماد على التغير في الإيرادات من سنة لأخرى (النمو في الإيرادات) أو التغير في إجمالي الأصول من سنة لأخرى (النمو في الأصول) باعتباره مؤشراً عن فرص نمو الشركة (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009). أما

الاستثمار الفعلي للشركة في سنة معينة فانه يتمثل في مجموع الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير مخصصا منه مبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009).

وبعد تحديد كل من الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع للشركة في سنة معينة وقيمة الاستثمارات الفعلية في نفس السنة، فإن كفاءة القرارات الاستثمارية يتم قياسها باعتبارها الانحراف في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع، ومن ثم فانه يعتبر قرارا استثماريا غير كفء كل من زيادة الاستثمار، وهو الزيادة في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع، ونقص الاستثمار، وهو النقص في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع.

وبالنسبة لتقدير قيمة الاستثمارات المتوقعة باعتبارها دالة في نمو الإيرادات فان هذه العلاقة يمكن أن تختلف على حسب زيادة الإيرادات أو نقص الإيرادات، لذلك فان نموذج الانحدار الذي يستطيع مراعاة ذلك هو نموذج الانحدار المتجزئ *piecwise linear regression* والذي يأخذ الشكل التالي (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009):

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Neg_{it-1} + \alpha_2 \%RevGrowth_{it-1} + \alpha_3 Neg * \%RevGrowth_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

حيث أن *Investment* يمثل الاستثمارات الفعلية وهي عبارة عن مجموع الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير مخصصا منه مبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل، كل ذلك في العام الحالي، مع ترجيح الناتج بإجمالي الأصول في العام السابق، *RevGrowth_{it-1}* يمثل معدل النمو السنوي في الإيرادات في العام السابق، والذي يحسب باعتباره النسبة المئوية لمعدل النمو السنوي في الإيرادات من العام *t-2* إلى العام *t-1*، *Neg_{it-1}* هو متغير نوعي *indicator variable* يأخذ القيمة (١) إذا كان نمو الإيراد في العام السابق (أي *t-1*) سالبا والقيمة (صفر) في غير ذلك.

وقد تم تحديد قيمة مشتريات ومبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل من خلال قائمة التدفقات النقدية والإيضاحات المتممة للقوائم المالية، بينما تم تجاهل قيمة نفقات البحوث والتطوير نظراً لعدم الإفصاح عنها في التقارير المالية للشركات المصرية.

بعد ذلك فقد تم تحديد متغير كفاءة القرارات الاستثمارية، والذي يرمز إليه بالرمز *InvEff* من خلال تصنيف الشركات إلى مجموعتين اعتماداً على قيمة البواقي (أي الانحراف عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع) في المعادلة رقم (٤) السابقة وذلك عن طريق تقسيم الشركات إلى مجموعتين، الأولى منهما هي الشركات ذات البواقي السالبة والتي تصنف بأنها شركات ذات نقص الاستثمار (*InvEff* = *Underinvestment*) والمجموعة الثانية هي الشركات ذات البواقي الموجبة والتي تصنف بأنها شركات ذات زيادة الاستثمار (*InvEff* = *Overinvestment*). ومن المفترض أن تكون هناك علاقة سالبة بين ارتفاع جودة التقارير المالية وكل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009).

٤.٤ المتغيرات الرقابية:

لا يمكن القول أن كفاءة القرارات الاستثمارية تعود بالكامل إلى جودة التقارير المالية، وإنما توجد بعض العوامل الأخرى التي يمكن أن تؤثر على كفاءة القرارات الاستثمارية بالإضافة إلى متغير جودة التقارير المالية. وسوف يتم إضافة متغيرات تمثل هذه العوامل الأخرى ذات التأثير على كفاءة القرارات الاستثمارية إلى النموذج الذي يقيس العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وذلك بغرض الوصول إلى الحجم الحقيقي لتأثير جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية. وقد تم تحديد هذه المتغيرات الرقابية وكيفية حساب قيمتها في ضوء الدراسات السابقة وكذلك في ضوء مدى توافر البيانات اللازمة لحساب قيمة هذه المتغيرات ضمن التقارير المالية للشركات المصرية محل الدراسة. وقد تمثلت هذه المتغيرات في المتغيرات الآتية (Hope et al. 2013; Hope et al. 2012; Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009; Biddle et al. 2006):

- ٤.٤.١ الحجم *Size*: يمثل حجم الشركة، والذي يساوي اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.
- ٤.٤.٢ العمر *Age*: يمثل عمر الشركة، وهو عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لعدد السنوات منذ قيد الشركة في البورصة حتى العام الحالي موضوع التحليل.
- ٤.٤.٣ القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية *MB*: يمثل مقياس نمو الشركة، ويتم قياسه من خلال نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية لحقوق الملكية *Market-to-Book*.
- ٤.٤.٤ العائد على الأصول *ROA*: يمثل مقياس الأداء المالي للشركة، ويتم قياسه من خلال قسمة الدخل قبل البنود غير العادية على إجمالي الأصول.
- ٤.٤.٥ الرافعة المالية *LEV*: يمثل أحد مقاييس السيولة للشركة، وهو عبارة عن إجمالي الخصوم طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول.
- ٤.٤.٦ مادية الأصول *Tang*: يمثل نسبة الأصول الملموسة *tangibility*، ويحسب من خلال قسمة الأصول الثابتة الملموسة على إجمالي الأصول.
- ٤.٤.٧ النقدية *Cash*: وهو عبارة عن الأرصدة النقدية لدى الشركة مقسومة على إجمالي الأصول.
- ٤.٤.٨ الفائض النقدي *Slack*: يمثل الفائض النقدي أو النقدية الزائدة لدى الشركة، وهو مقياس للركود المالي، ويحسب من خلال قسمة النقدية على إجمالي الأصول.
- ٤.٤.٩ نسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى المبيعات *CFOsale*.
- ٤.٤.١٠ دورة التشغيل *OperatingCycle*: ويتم حسابها من خلال أخذ اللوغاريتم الطبيعي لنتائج المعادلة الآتية:

$$OperatingCycle = [(AR/Sales) + (Inventory/COGS)] * 360 \dots\dots\dots (5)$$

حيث أن *AR* تمثل حسابات القبض، *sales* تمثل المبيعات، *Inventory* تمثل المخزون، *COGS* تمثل تكلفة البضاعة المباعة.

٤.٤.١١ الانحراف المعياري للمبيعات $StdRev$: وتم حسابه باعتباره اللوغاريتم الطبيعي لصادفي المبيعات خلال آخر ثلاث سنوات.

٤.٤.١٢ الانحراف المعياري للاستثمارات $StdInvest$: وتم تحديد قيمته من خلال حساب الانحراف المعياري للاستثمارات خلال آخر ثلاث سنوات، وحسبت قيمة الاستثمارات بالمعادلة رقم (٤).

٤.٤.١٣ نمو الأصول $AssetsGrowth$: وهو عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في العام السابق (t-1) على إجمالي الأصول في العام قبل السابق (t-2).

٤.٤.١٤ مقياس التنبؤ بالإفلاس $Zscore$: وتم قياسه طبقاً للنموذج المقترح من Altman (1968) للتنبؤ بالإفلاس، والذي يحسب من خلال المعادلة الآتية:

$$Zscore = 0.012x1 + 0.14x2 + 0.033x3 + 0.006x3 + 0.006x4 + 0.999x5 \quad (6)$$

حيث أن $x1$ تمثل رأس المال العامل مقسوماً على إجمالي الأصول، $x2$ تمثل الأرباح المحتجزة مقسومة على إجمالي الأصول، $x3$ تمثل الأرباح قبل الفوائد والضرائب مقسومة على إجمالي الأصول، $x4$ تمثل القيمة السوقية لحقوق الملكية إلى القيمة الدفترية لإجمالي الخصوم، $x5$ تمثل المبيعات مقسومة على إجمالي الأصول.

٤.٥ النموذج التطبيقي:

سيتم تحقيق هدف الدراسة واختبار الفروض من خلال بناء نموذج لكل فرض من فروض الدراسة على حدة. وعلى ذلك فإنه سيتم استخدام النماذج التطبيقية الآتية:

٤.٥.١ النموذج التطبيقي الأول:

يتمثل هذا النموذج في نموذج قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية والذي يهدف إلى اختبار الفرض الأول. ويأخذ هذا النموذج الشكل التالي:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots (7)$$

حيث أن $InvEff$ يمثل متغير عدم كفاءة القرارات الاستثمارية والذي يأخذ احتمالين هما أن يكون نقص الاستثمار ($InvEff = Underinvestment$) أو أن يكون زيادة الاستثمار ($InvEff = Overinvestment$)، FRQ يمثل جودة التقارير المالية والذي يأخذ أربعة أشكال على حسب النماذج الأربعة المستخدمة في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية، $Controls$ تمثل المتغيرات الرقابية السابق توضيحها في الجزء السابق. وعلى ذلك فسوف يتم إجراء هذه المعادلة ثمان مرات على حسب تعدد متغيرات قياس كل من كفاءة القرارات الاستثمارية وجودة التقارير المالية.

والمعامل المستخدم في التحليل هو β_1 ، حيث أنه إذا كان ارتفاع جودة التقارير المالية يقلل من مشكلة نقص الاستثمار أو مشكلة زيادة الاستثمار فإنه من المتوقع أن تكون قيمة β_1 قيمة سالبة. والسبب وراء أن يكون المتغير التابع في العام t+1 والمتغيرات المستقلة في العام t هو أن استخدام بيانات المتغيرات التفسيرية في فترة سابقة يُساعد على تجنب حدوث تحيز زمني محتمل potential simultaneity bias بين المتغير التابع والمتغيرات التفسيرية (Li and Wang 2010).

٤.٥.٢ النموذج التطبيقي الثاني:

يتمثل هذا النموذج في نموذج قياس أثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية والذي يهدف إلى اختبار الفرض الثاني. ويأخذ هذا النموذج الشكل التالي:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 Bank_{i,t} + \beta_3 FRQ * Bank_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (8)$$

حيث أن $Bank$ يمثل متغير التمويل من البنوك والذي تم حسابه باعتباره ناتج قسمة التمويل قصير وطويل الأجل من البنوك إلى إجمالي الالتزامات (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009)^(٥)، وباقي المتغيرات فهي كما وردت ضمن النموذج التطبيقي الأول.

أما المعامل المستخدم في التحليل فهو β_3 ، حيث أنه إذا كان ارتفاع جودة التقارير المالية المعدلة بأثر التمويل من البنوك يقلل من مشكلة نقص الاستثمار أو مشكلة زيادة الاستثمار فإنه من المتوقع أن تكون قيمة β_3 قيمة سالبة.

٤.٥.٣ النموذج التطبيقي الثالث:

يتمثل هذا النموذج في نموذج قياس أثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية والذي يهدف إلى اختبار الفرض الثالث. ويأخذ هذا النموذج الشكل التالي:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 Tax_{i,t} + \beta_3 FRQ * Tax_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (9)$$

حيث أن Tax يمثل متغير الضرائب والذي تم حسابه باعتباره نسبة رصيد مصلحة الضرائب (بكافة أنواع الضرائب)^(٦) إلى صافي الربح، وباقي المتغيرات فهي كما وردت ضمن النموذج التطبيقي الأول. وقد تم استخدام رصيد مصلحة الضرائب بالكامل بالرغم من وجود أنواع أخرى من الضرائب تدفعها الشركة للمصلحة ولا تمثل عبئاً على الشركة مثل ضريبة المبيعات المحصلة من العملاء، وذلك بسبب عدم توافر مثل هذه التفاصيل في التقارير المالية لكل الشركات. ونرى أن ذلك لن يؤثر على دلالة النتائج لأن مثل هذه المبالغ تورد إلى المصلحة أولاً بأول وما يتبقى منها في تاريخ إعداد القوائم المالية يمثل نسبة محدودة جداً مقارنة بما تدفعه الشركات من ضرائب الدخل.

أما المعامل المستخدم في التحليل فهو β_3 ، حيث أنه إذا كان ارتفاع جودة التقارير المالية المعدلة بأثر بالضرائب يقلل من مشكلة نقص الاستثمار أو مشكلة زيادة الاستثمار فإنه من المتوقع أن تكون قيمة β_3 قيمة موجبة.

(٥) يمكن أن يتم حساب متغير التمويل من البنوك على أساس قسمة التمويل من البنوك (قصير أو طويل الأجل)

مقسوماً إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية. ولم تختلف النتائج في هذه الحالة عما هو معروض من نتائج.

(٦) تم إضافة الالتزامات الضريبية المؤجلة (الخصوم) وطرح الالتزامات الضريبية المؤجلة (الخصوم)، كما تم خصم رصيد مصلحة الضرائب المدين للوصول إلى صافي رصيد مصلحة الضرائب.

٤.٥.٤ النموذج التطبيقي الرابع:

يتمثل هذا النموذج في نموذج قياس أثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية والذي يهدف إلى اختبار الفرض الرابع. ويأخذ هذا النموذج الشكل التالي:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 Liquidity_{i,t} + \beta_3 FRQ * Liquidity_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots (10)$$

حيث أن *Liquidity* يمثل متغير السيولة وهو عبارة عن متوسط متغيرين آخرين هما النقدية والرافعة المالية، بعد ضرب الرافعة المالية في (-١). وقد تم الجمع بين متغيري النقدية والرافعة المالية بغرض تخفيض خطأ القياس في كل متغير منهما على حدة (Biddle et al. 2009). وقد تم ضرب الرافعة المالية في (-١) بهدف توحيد عملية التفسير، بحيث تكون الزيادة في النقدية مثل الارتفاع في الرافعة المالية (التي هي انخفاض في الرافعة المالية الحقيقية) من حيث الأثر المتوقع على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (Biddle et al. 2009).

أما المعامل المستخدم في التحليل فهو β_3 ، حيث أنه إذا كان ارتفاع جودة التقارير المالية متأثرة بالسيولة يقلل من مشكلة نقص الاستثمار فانه من المتوقع أن تكون قيمة β_3 قيمة موجبة وإذا كان يقلل من مشكلة زيادة الاستثمار فانه من المتوقع أن تكون قيمة β_3 قيمة سالبة.

وإلخص جدول (٢) العلاقة المتوقعة بين متغيرات الدراسة في ظل النماذج التطبيقية الأربعة المستخدمة لاختبار الفروض.

جدول (٢): العلاقة المتوقعة بين متغيرات الدراسة:

FRQ	β	InvEff	
		Underinvestment	Overinvestment
FRQ	β_1	-	-
FRQ*Bank	β_3	-	-
FRQ*Tax	β_3	+	+
FRQ*Liquidity	β_3	+	-

٥. تحليل البيانات:

٥.١ الإحصاءات الوصفية:

يوضح جدول (٣) الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (٣): الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة:

	N	Mean	25%	Median	75%	Std. Dev.	Minimum	Maximum
<i>InvEff</i> (signed values)	347	0.000	-0.350	-0.087	0.268	0.996	-12.083	6.219
<i>Underinvestment</i>	206	0.053	0.016	0.038	0.055	0.114	0.001	1.503
<i>Overinvestment</i>	141	0.077	0.020	0.047	0.104	0.094	0.000	0.773
<i>Underinvestment_{t+1}</i>	182	0.055	0.121	0.016	0.038	0.057	0.001	1.503
<i>Overinvestment_{t+1}</i>	128	0.079	0.097	0.021	0.048	0.105	0.000	0.773
<i>Persistence</i> (signed values)	460	0.000	-0.236	-0.177	0.010	0.998	-9.236	6.895
<i>DisAccr</i> (signed values)	391	0.000	-0.179	-0.037	0.107	0.995	-3.590	8.901
<i>DiscRev</i> (signed values)	396	0.000	-0.357	-0.137	0.117	0.999	-1.626	13.991
<i>FRQ1</i>	460	0.000	-0.010	0.177	0.236	0.998	-6.895	9.236
<i>FRQ2</i>	391	0.000	-0.107	0.037	0.179	0.995	-8.901	3.590
<i>FRQ3</i>	396	0.000	-0.083	0.096	0.251	0.703	-9.851	1.145
<i>FRQ4</i>	391	-0.016	-0.089	0.091	0.214	0.595	-4.588	4.224
<i>Size (AssetsLog)</i>	300	9.131	8.549	9.098	9.529	0.693	7.960	10.978
<i>Assets</i> (Thousands)	461	5,797	338	1,364	3,735	12,361	0.000	94,952
<i>Age (Log)</i>	426	1.004	0.903	1.041	1.176	0.233	0.000	1.322
<i>Age (Years)</i>	426	11.270	8.000	11.000	15.000	4.438	1.000	21.000
<i>MB</i>	456	5.279	0.922	1.949	4.398	10.486	0.000	76.152
<i>ROA</i>	438	8.399	2.386	6.880	12.630	9.674	-39.167	47.057
<i>LEV</i>	438	0.117	0.009	0.059	0.175	0.140	0.000	0.736
<i>Tang</i>	438	0.303	0.106	0.302	0.448	0.215	0.000	0.873
<i>Cash</i>	438	0.129	0.033	0.090	0.187	0.124	0.000	0.668
<i>Slack</i>	438	5.348	0.118	0.396	1.357	35.635	0.001	569.768
<i>CFOsale</i>	434	0.184	0.036	0.149	0.304	0.470	-2.192	5.206
<i>OperatingCycle</i>	434	2.396	2.048	2.304	2.580	0.564	0.147	4.491
<i>StdRev</i>	400	7.989	7.423	7.895	8.538	0.781	5.532	10.101
<i>StdInvest</i>	352	0.046	0.008	0.019	0.050	0.087	0.000	0.799
<i>AssetsGrowth</i>	355	0.050	-0.001	0.027	0.068	0.110	-0.344	0.756
<i>Zscore</i>	438	0.656	0.334	0.564	0.861	0.464	0.007	2.585
<i>Bank</i>	461	0.130	0.000	0.009	0.167	0.204	0.000	0.983
<i>Tax</i>	461	0.393	0.000	0.024	0.295	2.958	-5.173	49.028
<i>Liquidity</i>	438	0.013	-0.102	0.010	0.134	0.206	-0.704	0.649

المتغيرات *InvEff*, *Underinvestment*, *Overinvestment*, *Persistence*, *DisAccr*, *DiscRev* عبارة عن قيم البواقي الخاصة بكل معادلة من معادلات حساب كل متغير منها. والمتغيرات *FRQ1*, *FRQ2*, *FRQ3* هي عبارة عن المتغيرات *Persistence*, *DisAccr*, *DiscRev* بعد ضربها في -١. والمتغير *FRQ4* عبارة عن متوسط القيم المعيارية للمتغيرات الثلاثة *FRQ1*, *FRQ2*, *FRQ3* السابقة.

ومن جدول (٣) يتضح ما يلي:

٥.١.١ بالنسبة لكفاءة القرارات الاستثمارية:

بلغ عدد الشركات ذات نقص الاستثمار ٢٠٦ مشاهدة بينما بلغ عدد الشركات ذات زيادة الاستثمار ١٤١ مشاهدة؛ ومن هذه الأرقام يتضح زيادة عدد الشركات ذات نقص الاستثمار (٥٩.٣٧٪) عن عدد الشركات ذات زيادة الاستثمار (٤٠.٦٣٪)^(٧)، وهو ما يتفق نسبياً مع الدراسات السابقة التي تناولت هذا

^(٧) تم تحديد هذه القيم والنسب بناء على تقسيم مشاهدات الدراسة إلى نوعين فقط هما الشركات ذات نقص الاستثمار والشركات ذات زيادة الاستثمار فقط، ومن الممكن إجراء هذا التصنيف بناء على تقسيم

الموضوع بالنسبة للشركات النامية مثل دراسة Chen et al. 2011 والتي كانت هذه النسب فيها ٧٣.٠٩٪ و ٢٦.٩١٪ على الترتيب.

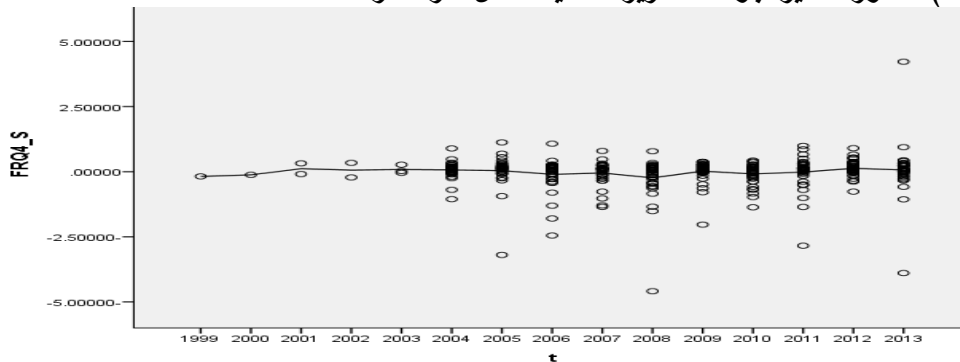
ونرى أن احد التفسيرات وراء ذلك هي ارتفاع المشكلات التي تواجهها معظم الشركات المصرية في تأمين حصولها على التمويل الخارجي المناسب، ومن ثم نقص السيولة عن المستوى الطبيعي؛ مما يجعلها أكثر عرضة لمشكلات نقص الاستثمار وليس زيادة الاستثمار.

٥.١.٢ بالنسبة لجودة التقارير المالية:

بلغ متوسط المقاييس الثلاثة لجودة التقارير المالية قيمة تقترب من الصفر، كما كان متوسط المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ قيمة سالبة (-٠.٠١٦). ومن ذلك يتضح انخفاض مستوى جودة التقارير المالية للشركات محل الدراسة بشكل حاد. وقد اختلفت هذه النتائج جزئياً عن نتائج الدراسات السابقة المماثلة، ففي دراسة Chen et al. 2001 بلغت قيمة متوسط المتغير $FRQ1$ قيمة سالبة (-٠.٠٠١) بينما كانت قيمة متوسط المتغيرين $FRQ2$ و $FRQ4$ قيمة صفر، في حين كان متوسط المقياس المجمع قيمة موجبة (٠.٠٠٧) أكبر مما هو موجود في الدراسة الحالية (-٠.٠١٦). ويعني ما سبق أن جودة التقارير المالية للشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال فترة الدراسة أقل من مثيلاتها في الدول النامية.

ويوضح شكل رقم (١) تطور متغير جودة التقارير المالية خلال فترة الدراسة، وذلك بالتركيز على المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$. ويتضح من شكل رقم (١) اقتراب قيمة المقياس المجمع لجودة التقارير المالية من الصفر خلال فترة الدراسة كما أنه لم يحدث أي تغير ملحوظ في اتجاه المتغير خلال الزمن، مما يعني أن جودة التقارير المالية للشركات المصرية محل الدراسة كانت منخفضة جداً طوال فترة الدراسة. ومن المتوقع أن يكون لهذه النتيجة التأثير السلبي على باقي نتائج الدراسة حيث لم يحدث تغير ملحوظ في قيمة هذا المتغير عبر الزمن.

شكل رقم (١): تطور متغير جودة التقارير المالية خلال فترة الدراسة:



المشاهدات إلى ربيعيات واعتبار الربع الأول هو الشركات ذات زيادة الاستثمار والربع الأخير هو الشركات ذات نقص الاستثمار، والربعين الثاني والثالث بمثابة مجموعة مرجعية تمثل الشركات ذات كفاءة الاستثمار. وهذا الآلية هي التي اتبعتها دراسة Biddle et al. 2009. ولم نستطع إتباع هذه الآلية نظراً لانخفاض عدد المشاهدات مقارنة بمشاهدات دراسة Biddle et al. 2009.

وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة حديثة هي دراسة حسين (٢٠١٢) والتي تمت على ٥٦ شركة غير مالية مقيدة ببورصة الأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٩٧ إلى ٢٠١١، حيث قدمت هذه الدراسة دليلاً تطبيقياً على أن جودة الأرباح في غالبية الشركات محل الدراسة كانت أقل من الصفر بسبب ممارسات إدارة الأرباح التي تمارسها هذه الشركات.

٥.١.٣ بالنسبة للمتغيرات الرقابية:

بالنسبة لمتغير حجم الشركة *Size* عند قياسه على أساس إجمالي الأصول فقد بلغ متوسط حجم الشركات ٥,٧٩٧، وقد كان هناك اختلافات كبيرة بين الشركات ($Std. Dev.=12,361$)، وقد كان نصف هذه الشركات ذات رأس مال يبلغ ١٣٦٤ مليون جنيه أو أقل ($Median =1,364$). أما متغير عمر الشركة *Age* عند قياسه على أساس عدد السنوات فقد بلغ متوسط عمر الشركات ١١.٢٧٠، مع وجود اختلافات فيما بين الشركات ($Std. Dev.= 4.438$)، وقد كان نصف هذه الشركات ذات عمر أكثر من ١١ سنة ($Median =11.000$) بشكل يتفق مع المتوسط. وقد تمت كل الاختبارات باستخدام اللوغاريتم الطبيعي لكل من حجم الشركة وعمر الشركة.

كما يقدم جدول (٣) أيضاً الإحصاءات الوصفية لباقي المتغيرات الرقابية، ومنه يتضح وجود فروق كبيرة فيما بين الشركات بالنسبة لمتغير *MB* ومتغير *Slack* ومتغير *ROA*، أما باقي المتغيرات فقد كانت انحرافاتها المعيارية أقل من الواحد الصحيح.

٥.١.٤ بالنسبة للمتغيرات ذات التأثير على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

بالنسبة لمتغير التمويل من البنوك *Bank* فقد بلغ متوسطة ٠.١٣٠ من إجمالي مصادر التمويل، مما يؤكد على ضعف الاعتماد على التمويل من البنوك، مع وجود اختلافات ضئيلة فيما بين الشركات ($Std. Dev.= 0.204$).

أما متغير الضرائب *Tax* فقد بلغ متوسطة ٠.٣٩٣ من صافي الربح وهي نسب تختلف كثيراً عن نسبة الضرائب المفروضة على الشركات المصرية طبقاً لقانون الضريبة على الدخل رقم ٩١ لسنة ٢٠٠٥ مادة (٤٩)، وذلك بسبب ضم كل أنواع الضرائب التي على الشركة عند حساب العبء الضريبي على الشركة، كما أن هناك شركات قد حققت خسائر خلال فترة الدراسة وبعض منها كان معفى من الضرائب، إضافة إلى ذلك فإن الأرصدة الخاصة بمصلحة الضرائب في القوائم المالية لسنة معينة لا ترتبط ارتباطاً مباشراً بصافي الربح في نفس السنة فقط وإنما تتأثر بالمستحقات الضريبية في السنة أو السنوات السابقة، ويمكن الاستدلال على ذلك أيضاً من خلال المشاهدات العليا والدنيا.

وبالنسبة لمتغير السيولة *Liquidity* فقد كان متوسطه صغيراً جداً بلغ ٠.٠١٣ مما يدل على انخفاض نسبة السيولة في الشركات المصرية محل الدراسة والمعتمد في حسابه على كل من الأرصدة النقدية والرافعة المالية.

٥.٢ التحليل أحادي المتغير (تحليل الارتباط):

يوضح جدول (٤) معاملات ارتباط بيرسون Pearson بين متغيرات الدراسة.

جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

	InvEff	FRQ1	FRQ2	FRQ3	FRQ4	Bank	Tax
InvEff	1						
FRQ1	-.243**	1					
FRQ2	-.042	.047	1				
FRQ3	-.024	.076	.010	1			
FRQ4	-.174**	.612**	.593**	.588**	1		
Bank	-.021	.063	-.077	-.027	-.006	1	
Tax	-.048	.010	.002	-.017	.007	.011	1
Liquidity	-.048	.215**	.035	-.032	.121*	-.127**	-.022
Size	.022	-.128*	-.079	.024	-.118	-.105	-.118*
Age	-.087	.149**	.186**	.045	.200**	.043	.070
MB	.061	-.045	-.301**	-.068	-.233**	-.079	-.047
ROA	.104	-.240**	.000	-.122*	-.213**	-.207**	-.072
LEV	.151**	-.268**	-.026	.031	-.152**	-.084	-.027
Tang	-.057	-.148**	.177**	.102*	.074	-.023	.032
Cash	.078	.057	.028	-.019	.031	-.308**	-.066
Slack	.044	.019	-.006	-.026	-.011	.087	-.018
CFOsales	.058	-.042	.128*	-.042	.025	-.096*	.009
OperatingCycle	-.063	.152**	-.121*	-.071	-.023	-.084	-.013
StdRev	.130*	-.291**	-.181**	-.080	-.337**	-.011	-.077
StdInvest	.570**	-.191**	-.050	-.061	-.171**	.034	-.025
AssetsGrowth	.302**	-.084	-.075	-.086	-.141**	.098	-.019
Zscore	-.080	-.020	-.073	.051	-.030	.152**	.089

تابع جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

	Liquidity	Size	Age	MB	ROA	LEV	Tang
Liquidity	1						
Size	-.347**	1					
Age	.149**	-.264**	1				
MB	-.148**	.263**	.014	1			
ROA	.401**	-.105	-.115*	-.019	1		
LEV	-.813**	.381**	-.188**	.176**	-.224**	1	
Tang	-.310**	.249**	-.122*	-.087	.051	.295**	1
Cash	.753**	-.146*	.042	-.050	.416**	-.228**	-.185**
Slack	.188**	-.149*	-.048	-.023	.053	-.081	-.195**
CFOsales	.059	-.005	-.062	-.042	.134**	-.006	.015
OperatingCycle	.033	-.101	.067	.049	-.290**	-.150**	-.567**
StdRev	-.265**	.701**	-.274**	.320**	.156**	.354**	.318**
StdInvest	-.012	.061	-.002	.222**	.070	.085	-.108*
AssetsGrowth	.092	-.086	-.101	.001	.100	-.009	-.169**
Zscore	.093	-.210**	-.068	.027	.262**	-.121*	.242**

تابع جدول رقم (٤): مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة:

	Cash	Slack	CFO sales	Operating Cycle	StdRev	StdInvest	Assets Growth
Cash	1						
Slack	.222**	1					
CFOsales	.092	.002	1				
OperatingCycle	-.117*	.014	.010	1			
StdRev	-.048	-.010	.047	-.385**	1		
StdInvest	.070	.104	.044	-.011	.167**	1	
AssetsGrowth	.135*	.093	.134*	.054	.163**	.208**	1
Zscore	.020	-.128**	-.120*	-.544**	.182**	-.166**	-.103

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**-. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

ومن جدول (٤) يتضح الآتي:

٥.٢.١ الارتباط بين متغيرات جودة التقارير المالية ومتغيري كفاءة القرارات الاستثمارية:

لم تكن علاقة الارتباط بين متغيرات جودة التقارير المالية ومتغيري كفاءة القرارات الاستثمارية متشابهة في اتجاهها أو في معنويتها، فقد كانت العلاقة بين المقاييس الأربعة لقياس جودة التقارير المالية والانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار (نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار) علاقة سالبة، وهو ما يتفق مع الفرض الأول الذي توقع أن تكون هذه العلاقة سالبة. وقد كانت العلاقة السالبة السابقة جوهرياً بالنسبة للمقياس الأول FRQ1 (-٠.٢٤٣) وللمقياس الرابع المجمع للمقاييس الثلاثة الأخرى FRQ4 (-٠.١٧٤)، وهو ما يدعم قبول الفرض الأول للدراسة. وهو ما يتفق مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2009; Biddle et al. 2011. كما كانت علاقة الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار علاقة سالبة مع متغير التمويل من البنوك، وهو المتغير المدروس في ظل الفرض الثاني (-٠.٠٢١) ومتغير الضريبة، وهو المتغير المدروس في ظل الفرض الثالث (-٠.٠٤٨) ومتغير السيولة، وهو الفرض المدروس في ظل الفرض الرابع (-٠.٠٤٨)، وهو ما يدعم قبول هذه الفروض الثلاثة بشكل يتفق مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009.

٥.٢.٢ الارتباط بين متغيرات جودة التقارير المالية ومتغيرات الدراسة:

توجد علاقة ارتباط موجبة ومعنوية بين المقياس المجمع لجودة التقارير المالية FRQ4 والمقاييس الثلاثة الأخرى لقياس جودة التقارير المالية، بشكل يتفق مع نتائج الدراسات السابقة (مثل Chen et al. 2009; Biddle et al. 2011). وبالنسبة للمقياس المجمع لجودة التقارير المالية FRQ4 فقد كان ذو علاقة سالبة مع متغيرات Bank، Size، MB، ROA، LEV، Slack، OperatingCycle، StdInvest، StdRev، AssetsGrowth، Zscore، وذلك بشكل يتفق مع نتائج الدراسات السابقة. بينما كان ذو علاقة موجبة مع متغيرات Tax، Liquidity، Age، Tang، Cash، CFOsales، وذلك بشكل يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة.

٥.٢.٣ الارتباط بين متغيري كفاءة القرارات الاستثمارية ومتغيرات الدراسة:

كانت علاقة الارتباط بين متغيري كفاءة القرارات الاستثمارية والمتغيرات الأخرى غير متماثلة، حيث كانت هذه العلاقة علاقة سالبة مع متغيرات *Age*، *Tang*، *OperatingCycle*، *Zscore*، وذلك بشكل يتفق مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009. بينما كانت هذه العلاقة علاقة موجبة مع متغيرات *MB*، *ROA*، *LEV*، *Cash*، *Slack*، *CFOsales*، *StdRev*، *AssetsGrowth*، *StdInvest*، وذلك بشكل يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009.

٥.٣ قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الأول:

يمكن بيان أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الأول من خلال النقاط الآتية:

٥.٣.١ قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية:

يوضح جدول (٥) نتائج تطبيق النموذج التطبيقي الثاني والخاص بانحدار متغير جودة التقارير المالية على متغير كفاءة القرارات الاستثمارية (ويمثله المعامل β_1). وقد تم إجراء هذا النموذج ثمان مرات على حسب مقاييس جودة التقارير المالية الأربعة وعلى أساس كون المتغير التابع هو نقص الاستثمار أو زيادة الاستثمار.

ومن جدول (٥) يتضح أن نماذج الانحدار الأربعة الأولى قد حققت معاملات تحديد (R^2 المعدلة) تراوحت بين ١١.٠٪ إلى ١١.٦٪ ونماذج الانحدار الأربعة الثانية تراوحت بين ٤٩.٢٪ إلى ٥٦.٩٪، وهو ما يعني ارتفاع القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة زيادة الاستثمار عن القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة نقص الاستثمار، وذلك على الرغم من زيادة عدد المشاهدات في حالة نقص الاستثمار.

أما بالنسبة لأثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية (والتي يعبر عنها المعامل β_1) فقد كانت النتائج متماثلة في ظل الأوضاع كلها (ما عدا الوضع رقم (٦) فقط) من أن العلاقة كانت سالبة؛ مما يعني أن ارتفاع جودة التقارير المالية يؤدي إلى التقليل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار. وقد تراوحت العلاقة السالبة بين ٠.٠٠٠٨ إلى ٠.٠٠٠١. بالنسبة لنقص الاستثمار وبين ٠.٠٣٥ إلى ٠.٠١٠. بالنسبة لزيادة الاستثمار. وتتفق هذه النتائج مع نتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة، كما تتفق مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009. إلا أنه يُلاحظ أن العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية لم تكن معنوية في النماذج الثمانية، والذي قد يعود في جزء منه إلى انخفاض حجم العينة كما يرى Biddle et al. 2009.

جدول رقم (٥): نتائج تحليل الانحدار للنموذج التطبيقي الأول:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

		Dependent Variable=Underinvestment				Dependent Variable=Overinvestment			
		1 FRQ1	2 FRQ2	3 FRQ3	4 FRQ4	5 FRQ1	6 FRQ2	7 FRQ3	8 FRQ4
(Constant)	B	.203*	.213*	.201*	.203*	-.097	-.101	-.152	-.135
	t	2.048	2.139	2.029	2.055	-4.82	-5.35	-8.35	-7.25
FRQ	B	-.001	-.008	-.001	-.004	-.010	.010	-.035	-.030
	t	-2.19	-9.78	-2.31	-5.90	-3.89	.915	-2.410	-1.231
Size	B	-.02*	-.019*	-.02*	-.02*	.012	.006	.019	.022
	t	-2.22	-2.141	-2.195	-2.156	.519	.254	.858	.941
Age	B	-.015	-.013	-.015	-.015	.048	.041	.040	.050
	t	-.732	-.628	-.716	-.687	1.178	1.015	1.038	1.262
MB	B	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001
	t	-1.194	-1.113	-1.231	-1.254	-.460	-.717	-.809	-.489
ROA	B	.000	.000	.000	.000	.001	.001	.001	.001
	T	.244	.215	.453	.122	.536	.557	.782	.714
LEV	B	.008	.006	.009	.007	.177*	.173*	.190*	.191*
	T	.161	.121	.198	.146	2.160	2.161	2.465	2.419
Tang	B	-.023	-.020	-.023	-.023	-.069	-.083	-.052	-.050
	T	-.809	-.680	-.795	-.806	-1.066	-1.26	-.813	-.753
Cash	B	-.002	.001	-.005	.003	-.094	-.091	-.056	-.079
	T	-.046	.02	-.114	.063	-1.191	-1.171	-.727	-1.010
Slack	B	.000	.000	.000	.000	-.007*	-.007*	-.008*	-.007*
	T	-.108	-.053	-.133	-.167	-2.853	-2.901	-3.319	-2.979
CFOsale	B	-.015	-.016	-.016	-.016	-.009	-.011	-.014	-.009
	T	-1.158	-1.231	-1.17	-1.162	-.846	-1.042	-1.290	-.804
OperatingCycle	B	-.004	-.007	-.003	-.004	-.013	-.013	-.009	-.012
	T	-.221	-.402	-.199	-.246	-.603	-.615	-.450	-.558
StdRev	B	.007	.006	.007	.006	-.002	.006	-.005	-.011
	T	.734	.592	.719	.672	-.121	.285	-.262	-.508
StdInvest	B	.254*	.261*	.252*	.252*	.995*	.971*	1.008*	1.021*
	T	3.345	3.430	3.313	3.327	7.999	7.766	8.387	8.145
AssetsGrowth	B	.024	.026	.026	.027	.372*	.381*	.335*	.346*
	T	.526	.559	.566	.581	3.665	3.750	3.388	3.389
Zscore	B	-.004	-.006	-.003	-.004	.014	.020	.017	.010
	T	-.329	-.520	-.303	-.326	.434	.617	.553	.321
R ²		.201	.206	.201	.202	.566	.569	.592	.573
Adjusted R ²		.110	.116	.110	.112	.492	.496	.523	.500
Durbin-Watson		1.845	1.867	1.847	1.844	2.666	2.625	2.701	2.689
F		2.225	2.301	2.226	2.25	7.653	7.758	8.521	7.862
Sig.		.008	.006	.008	.008	.000	.000	.000	.000
N		149	149	149	149	104	104	104	104

وفيما يخص المتغيرات الرقابية الداخلة في النموذج التطبيقي الأول فقد كانت العلاقة بين كل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار في ظل الأوضاع الثمانية علاقة سالبة مع متغيرات *Tang*،

OperatingCycle، كما كانت هذه العلاقة موجبة مع متغيرات *ROA*، *LEV*، *StdInvest*، *AssetsGrowth* وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة ومع نتائج الدراسات السابقة ومع توقعات الدراسة الحالية. بينما كانت هذه العلاقة سالبة مع متغيرات *MB*، *CFOsale* بشكل يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة ونتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة، وقد كانت هذه العلاقة سالبة بالنسبة لمتغير *Cash* في ستة أوضاع، أما باقي المتغيرات الرقابية فقد كانت ذات علاقات غير متماثلة.

٥.٣.٢ اختبار الفرض الأول:

بناءً على التحليل السابق فإنه يتضح أن العلاقة بين جودة التقارير المالية ومتغيري نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار علاقة سالبة، في سبعة أوضاع من بين ثمانية محل التحليل؛ وهو ما يعني أن ارتفاع جودة التقارير المالية يؤدي إلى التقليل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار في الشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية. ويترتب على ذلك قبول الفرض الأول والذي يقضي بوجود علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية وكل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار.

٥.٤ أثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الثاني:

يمكن بيان أثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الثاني من خلال النقاط الآتية:

٥.٤.١ أثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

يوضح جدول (٦) نتائج تطبيق النموذج التطبيقي الثاني والخاص بانحدار متغير جودة التقارير المالية على متغير كفاءة القرارات الاستثمارية (ويمثله المعامل β_1)، مع إضافة متغير التمويل من البنوك (ويمثله المعامل β_2) إلى العلاقة، وكذلك إضافة الأثر المشترك بين متغير جودة التقارير المالية ومتغير التمويل من البنوك (ويمثله المعامل β_3) إلى العلاقة، وهو الذي يمثل مجال الاهتمام في هذه الحالة. ومن جدول (٦) يتضح أن نماذج الانحدار الأربعة الأولى قد حققت معاملات تحديد (R^2 المعدلة) تراوحت بين ٩.٨٪ إلى ١١.٢٪ ونماذج الانحدار الأربعة الثانية تراوحت بين ٤٤.٩٪ إلى ٥٩.٣٪، وهو ما يعني ارتفاع القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة زيادة الاستثمار عن القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة نقص الاستثمار، وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل النموذج التطبيقي الأول. وبالنسبة للعلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (والتي يعبر عنها المعامل β_1) فقد كانت العلاقة سالبة في ستة أوضاع من الثمانية، إلا أنها لم تكن معنوية، وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل النموذج التطبيقي الأول.

جدول رقم (٦): نتائج تحليل الانحدار للنموذج التطبيقي الثاني:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 Bank_{i,t} + \beta_3 FRQ * Bank_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

		Dependent Variable=Underinvestment				Dependent Variable=Overinvestment			
		1 FRQ1	2 FRQ2	3 FRQ3	4 FRQ4	5 FRQ1	6 FRQ2	7 FRQ3	8 FRQ4
(Constant)	B	.225*	.205*	.200*	.213*	-.165	-.139	-.148	-.136
	t	2.192	2.056	2.006	2.128	-.813	-.720	-.803	-.723
FRQ	B	.001	-.003	-.001	-.003	-.020	.003	-.039	-.025
	t	.139	-.372	-.315	-.355	-.735	.225	-1.624	-.836
Bank	B	.005	-.001	-.002	.003	-.035	.008	-.018	-.003
	t	.196	-.063	-.070	.121	-.705	.189	-.404	-.059
FRQ*Bank	B	-.050	-.051	.019	-.062	.275*	.055	.005	-.026
	t	-.896	-1.129	.411	-.861	1.907	1.029	.110	-.297
Size	B	-.022	-.020*	-.020*	-.020*	.018	.015	.019	.022
	t	-2.321	-2.201	-2.180	-2.182	.745	.588	.814	.889
Age	B	-.019	-.013	-.015	-.016	.025	.027	.040	.053
	t	-.868	-.621	-.704	-.735	.602	.631	1.021	1.282
MB	B	-.001	-.001	-.001	-.001	-.002	-.001	-.001	-.001
	t	-1.247	-1.164	-1.231	-1.243	-.978	-.939	-.892	-.433
ROA	B	.000	.000	.000	.000	.000	.001	.001	.001
	t	.328	.293	.454	.106	.436	.534	.531	.674
LEV	B	.000	.007	.007	.006	.182*	.179*	.183*	.191*
	t	.000	.135	.143	.127	2.213	2.188	2.308	2.353
Tang	B	-.024	-.020	-.023	-.023	-.081	-.088	-.054	-.049
	t	-.819	-.692	-.786	-.796	-1.234	-1.317	-.836	-.729
Cash	B	-.013	-.003	-.006	-.001	-.073	-.079	-.063	-.081
	t	-.236	-.067	-.114	-.019	-.893	-.972	-.787	-.984
Slack	B	.000	.000	.000	.000	-.006*	-.007*	-.008*	-.007*
	t	-.100	-.025	-.138	-.126	-2.749	-2.876	-2.970	-2.645
CFOsale	B	-.016	-.016	-.016	-.015	-.016	-.012	-.013	-.010
	t	-1.211	-1.203	-1.198	-1.104	-1.446	-1.120	-1.143	-.847
OperatingCycle	B	-.004	-.005	-.003	-.004	-.009	-.012	-.009	-.012
	t	-.239	-.284	-.203	-.238	-.423	-.587	-.443	-.560
StdRev	B	.007	.007	.007	.006	.002	.002	-.004	-.010
	t	.718	.713	.749	.620	.084	.079	-.205	-.463
StdInvest	B	.255	.255*	.254*	.248*	.983*	.974*	1.005*	1.015*
	t	3.342	3.339	3.312	3.252	7.902	7.701	8.078	7.859
AssetsGrowth	B	.023	.019	.024	.027	.368*	.388*	.341*	.342*
	t	.499	.420	.511	.581	3.619	3.737	3.382	3.272
Zscore	B	-.004	-.004	-.004	-.003	.030	.027	.020	.011
	t	-.373	-.392	-.332	-.276	.869	.785	.606	.315
R ²		.205	.214	.202	.207	.584	.575	.593	.573
Adjusted R ²		.102	.112	.098	.104	.502	.491	.513	.489
Durbin-Watson		1.841	1.868	1.844	1.849	2.668	2.647	2.701	2.695
F		1.993	2.094	1.947	2.010	7.102	6.844	7.376	6.792
Sig.		.016	.011	.019	.015	.000	.000	.000	.000
N		149	149	149	149	104	104	104	104

أما بالنسبة لأثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (ويمثله المعامل β_3) فقد كانت النتائج غير متماثلة في الأوضاع الثمانية. فبالنسبة لوضع نقص الاستثمار كان المعامل سالباً ما عدا في حالة استخدام المقياس الثالث لجودة التقارير المالية $FRQ3$ ، وهو ما يتفق مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009. أما

بالنسبة لوضع زيادة الاستثمار فقد كان المعامل سالباً فقط في حالة استخدام المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ ، وهو ما يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة. إضافة إلى ذلك فقد كانت العلاقات غير معنوية في الأوضاع الثمانية، كما كان في ظل النموذج التطبيقي الأول. وقد يعود عدم المعنوية هذا في جزء منه إلى صغر حجم العينة (Biddle et al. 2009).

وفيما يخص المتغيرات الرقابية الداخلة في النموذج التطبيقي الثاني فقد كانت العلاقة بين كل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار في ظل الأوضاع الثمانية علاقة سالبة مع متغيرات $Tang$ ، $OperatingCycle$ ، كما كانت هذه العلاقة موجبة مع متغيرات ROA ، LEV ، $StdInvest$ ، $AssetsGrowth$ وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة ومع نتائج الدراسات السابقة ومع توقعات الدراسة الحالية ومع نتائج تحليل النموذج التطبيقي الأول، بينما كانت هذه العلاقة سالبة مع متغيرات MB ، $CFOsale$ ، $Cash$ وذلك بشكل يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة ونتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة إلا أنه يتفق مع نتائج تحليل النموذج التطبيقي الأول، أما باقي المتغيرات الرقابية فقد كانت ذات علاقات غير متماثلة مثلما هو وارد في تحليل النموذج التطبيقي الأول.

٥.٤.٢ اختبار الفرض الثاني:

يُلاحظ من التحليل السابق أن النتائج لم تكن متجانسة في ظل الأوضاع الثمانية لنماذج الانحدار التي تقيس أثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية ومتغيري نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار، فقد كانت هذه العلاقة سالبة وموجبة في نفس الوقت ولم تكن ذات اتجاه عام واحد. ونرى أنه في هذه الحالة يمكن الاعتماد فقط على المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ لتحديد علاقته مع متغيري نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار، حيث أنه يتضمن تأثيرات المقاييس الثلاثة الأخرى. وقد كان المعامل β_3 سالبا في كل من حالة نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار، وهو ما يعني أنه بعد الأخذ في الاعتبار أثر التمويل من البنوك فقد كانت العلاقة سالبة بين جودة التقارير المالية وكل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار، إلا أن هذه العلاقة لم تكن معنوية.

وبناء على ذلك فإنه يتم قبول الفرض الثاني والذي يقضي بوجود علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية المعدلة بأثر التمويل من البنوك وكل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار.

٥.٥ أثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الثالث:

يمكن بيان أثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الثالث من خلال النقاط الآتية:

٥.٥.١ أثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

يوضح جدول (٧) نتائج تطبيق النموذج التطبيقي الثالث والخاص بانحدار متغير جودة التقارير المالية على متغير كفاءة القرارات الاستثمارية (ويمثله المعامل β_1)، مع إضافة متغير العبء الضريبي

(ويمثله المعامل β_2) إلى العلاقة، وكذلك إضافة الأثر المشترك بين متغير جودة التقارير المالية ومتغير العبء الضريبي (ويمثله المعامل β_3) وهو الذي يمثل مجال الاهتمام في هذه الحالة.

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار للنموذج التطبيقي الثالث:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 Tax_{i,t} + \beta_3 FRQ * Tax_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

		Dependent Variable=Underinvestment				Dependent Variable=Overinvestment			
		1 FRQ1	2 FRQ2	3 FRQ3	4 FRQ4	5 FRQ1	6 FRQ2	7 FRQ3	8 FRQ4
(Constant)	B	.222*	.231*	.198*	.216*	-.141	-.135	-.149	-.122
	t	2.173	2.291	1.972	2.173	-.653	-.698	-.801	-.647
FRQ	B	.000	-.003	.000	-.001	-.011	.011	-.033	-.021
	t	.062	-.354	-.111	-.153	-.402	1.037	-1.557	-.772
Tax	B	.003	-.001	.001	.004	-.002	-.001	-.001	.001
	t	.872	-.583	.651	1.372	-.365	-.211	-.194	.265
FRQ*Tax	B	-.012	-.022	-.006	-.027	.011	.005	-.001	-.008
	t	-.804	-1.129	-.535	-1.322	.640	.909	-.177	-1.155
Size	B	-.022*	-.023*	-.019*	-.021*	.016	.012	.019	.021
	t	-2.331	-2.383	-2.106	-2.325	.661	.459	.837	.858
Age	B	-.018	-.015	-.015	-.016	.051	.046	.040	.041
	t	-.845	-.705	-.718	-.752	1.233	1.136	1.014	1.000
MB	B	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001
	t	-1.188	-1.122	-1.207	-1.194	-.499	-.598	-.811	-.649
ROA	B	.000	.000	.000	.000	.001	.000	.001	.001
	t	.445	.367	.497	.361	.567	.483	.783	.839
LEV	B	.011	.012	.010	.011	.197*	.195*	.190*	.176*
	t	.225	.240	.201	.222	2.243	2.323	2.436	2.190
Tang	B	-.025	-.017	-.025	-.023	-.067	-.088	-.052	-.050
	t	-.845	-.588	-.839	-.789	-1.024	-1.327	-.804	-.749
Cash	B	-.011	-.008	-.006	-.006	-.088	-.093	-.058	-.072
	t	-.205	-.168	-.124	-.115	-1.103	-1.174	-.738	-.915
Slack	B	.000	.000	.000	.000	-.006*	-.007*	-.007*	-.006*
	t	-.113	.049	-.139	-.107	-2.699	-2.865	-2.865	-2.547
CFOsale	B	-.016	-.018	-.015	-.016	-.011	-.012	-.014	-.014
	t	-1.203	-1.345	-1.124	-1.174	-.982	-1.069	-1.248	-1.189
OperatingCycle	B	-.005	-.009	-.003	-.005	-.012	-.013	-.009	-.011
	t	-.284	-.513	-.188	-.279	-.551	-.607	-.450	-.553
StdRev	B	.008	.009	.006	.007	-.003	.003	-.005	-.009
	t	.799	.870	.682	.758	-.152	.127	-.276	-.430
StdInvest	B	.251*	.251*	.257*	.258*	1.000*	.980*	1.005*	1.002*
	t	3.283	3.279	3.339	3.395	7.952	7.771	8.244	7.881
AssetsGrowth	B	.020	.023	.027	.023	.370*	.389*	.335*	.329*
	t	.430	.507	.587	.502	3.586	3.764	3.330	3.174
Zscore	B	-.006	-.010	-.003	-.006	.019	.027	.018	.013
	t	-.543	-.810	-.275	-.490	.561	.792	.558	.408
R ²		.205	.214	.203	.214	.568	.574	.593	.579
Adjusted R ²		.102	.112	.100	.112	.483	.490	.512	.496
Durbin-Watson		1.833	1.870	1.847	1.855	2.675	2.636	2.708	2.707
F		1.992	2.103	1.966	2.094	6.661	6.820	7.356	6.963
Sig.		.016	.010	.018	.010	.000	.000	.000	.000
N		149	149	149	149	104	104	104	104

ومن جدول (٧) يتضح أن نماذج الانحدار الأربعة الأولى قد حققت معاملات تحديد (R^2 المعدلة) تراوحت بين ١٠.٠٪ إلى ١١.٢٪ ونماذج الانحدار الأربعة الثانية تراوحت بين ٤٨.٣٪ إلى ٥١.٢٪، وهو ما يعني ارتفاع القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة زيادة الاستثمار عن القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة نقص الاستثمار، وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل النموذجين التطبيقيين السابقين.

وبالنسبة للعلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (والتي يعبر عنها المعامل β_1) فقد كانت العلاقة سالبة في خمسة أوضاع من الثمانية، من بينها المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ ، إلا أنها لم تكن معنوية، وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل النموذجين التطبيقيين السابقين. أما بالنسبة لأثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (ويمثله المعامل β_3) فقد كانت النتائج غير متماثلة في الأوضاع الثمانية. فقد كان المعامل سالباً في ظل النماذج الأربعة لوضع نقص الاستثمار، وهو ما يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009، ويتعارض مع نتائج تحليل الارتباط السابق الإشارة إليه في الفقرة ٥.٢.١، وهو ما يدعم أيضاً رفض الفرض الثالث. أما بالنسبة لوضع زيادة الاستثمار فقد كان المعامل موجباً بالنسبة للمقياس الأول والثاني بينما كان سالباً بالنسبة للمقياس الثالث والمقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ ، وهو ما يعني أن الوضع في ظل زيادة الاستثمار يتشابه مع حالة نقص الاستثمار نظراً لكون المقياس المجمع لجودة التقارير المالية ذو علاقة سالبة. ويترتب على ما سبق تأكيد رفض الفرض الثالث، وهو ما يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة.

وفيما يخص المتغيرات الرقابية الداخلة في النموذج التطبيقي الثالث فقد كانت العلاقة بين كل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار في ظل الأوضاع الثمانية علاقة سالبة مع متغيرات $Tang$ ، $OperatingCycle$ ، كما كانت هذه العلاقة موجبة مع متغيرات ROA ، LEV ، $StdInvest$ ، $AssetsGrowth$ وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة ومع نتائج الدراسات السابقة ومع توقعات الدراسة الحالية ومع نتائج تحليل النموذجين التطبيقيين السابقين، بينما كانت هذه العلاقة سالبة مع متغيرات MB ، $CFOsale$ ، $Cash$ وذلك بشكل يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة ونتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة إلا أنه يتفق مع نتائج تحليل النموذجين التطبيقيين السابقين، أما باقي المتغيرات الرقابية فقد كانت ذات علاقات غير متماثلة مثلما هو وارد في تحليل النموذج التطبيقي الأول والثاني.

٥.٥.٢ اختبار الفرض الثالث:

بناء على التحليل السابق فقد كانت النتائج غير متجانسة في ظل الأوضاع الثمانية لنماذج الانحدار التي تقيس أثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية ومتغيري نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار، فقد كانت هذه العلاقة سالبة في ستة نماذج منها المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ ، وهو ما يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة وكذلك مع الفرض الثالث للدراسة؛ ويؤدي إلى رفض هذا الفرض. وبناء عليه فإن هذه النتائج تفيد بأن زيادة العبء الضريبي يؤدي إلى زيادة

الدور الذي يؤديه ارتفاع جودة التقارير المالية في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وهذا عكس ما توصلت إليه دراسة Chen et al. 2011.

ويمكن تفسير هذه النتيجة بان انخفاض مستوى جودة التقارير المالية للشركات المصرية محل الدراسة قد يكون هو السبب وراء هذه النتيجة المختلفة عن نتائج الدراسات السابقة.

٥.٦ أثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الرابع:

يمكن بيان أثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية واختبار الفرض الثالث من خلال النقاط الآتية:

٥.٦.١ أثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية:

يوضح جدول (٨) نتائج تطبيق النموذج التطبيقي الرابع والخاص بانحدار متغير جودة التقارير المالية على متغير كفاءة القرارات الاستثمارية (ويمثله المعامل β_1)، مع إضافة متغير السيولة الضريبي (ويمثله المعامل β_2) إلى العلاقة، وكذلك إضافة الأثر المشترك بين متغير جودة التقارير المالية ومتغير السيولة (ويمثله المعامل β_3) والذي يمثل مجال الاهتمام في هذه الحالة.

ومن جدول (٨) يتضح أن نماذج الانحدار الأربعة الأولى قد حققت معاملات تحديد (R^2 المعدلة) تراوحت بين ١٠.٥٪ إلى ١٢.٨٪ ونماذج الانحدار الأربعة الثانية تراوحت بين ٤٩.٢٪ إلى ٥٢.٤٪، وهو ما يعني ارتفاع القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة زيادة الاستثمار عن القوة التفسيرية للنماذج المستخدمة في حالة نقص الاستثمار، وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل النماذج التطبيقية الثلاثة السابقة. وبالنسبة للعلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (والتي يعبر عنها المعامل β_1) فقد كانت العلاقة سالبة في ستة أوضاع من الثمانية، من بينها المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ ، وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل النماذج التطبيقية الثلاثة السابقة. وقد كانت هذه العلاقة معنوية في نموذج الانحدار السابع فقط.

أما بالنسبة لأثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية (ويمثله المعامل β_3) فقد كانت النتائج غير متماثلة في الأوضاع الثمانية. فقد كان المعامل موجبا في ظل النماذج الأربعة لوضع نقص الاستثمار، وهو ما يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة مثل Chen et al. 2011؛ Biddle et al. 2009، ويتعارض مع نتائج تحليل الارتباط السابق الإشارة إليه في الفقرة ٥.٢.١، وهو ما يدعم أيضاً رفض الفرض الرابع. كما كان هذا المعامل موجبا في ظل النموذجين الأول والثاني لوضع زيادة الاستثمار، وهو ما يدعم أيضاً رفض الفرض الرابع. وعلى الرغم من أن وضع زيادة الاستثمار في هذه الحالة يختلف نوعاً ما عن وضع نقص الاستثمار، حيث كان المقياس المجمع لجودة التقارير المالية $FRQ4$ ذو علاقة سالبة مع زيادة الاستثمار، إلا أن ذلك لم يغير من الاتجاه العام للعلاقة بين المتغيرين كثيراً، حيث أن هذا الاتجاه العام يفيد بان العلاقة موجبة ومن ثم رفض الفرض الرابع، ويؤيد ذلك أيضاً أن كل العلاقات لم تكن معنوية إحصائياً.

جدول رقم (٨): نتائج تحليل الانحدار للنموذج التطبيقي الرابع:

$$InvEff_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 FRQ_{i,t} + \beta_2 Liquidity_{i,t} + \beta_3 FRQ * Liquidity_{i,t} + \beta_n Controls_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

		Dependent Variable=Underinvestment				Dependent Variable=Overinvestment			
		1	2	3	4	5	6	7	8
		FRQ1	FRQ2	FRQ3	FRQ4	FRQ1	FRQ2	FRQ3	FRQ4
(Constant)	B	.213*	.214*	.207*	.221*	-.211	-.083	-.176	-.141
	t	2.072	2.154	2.107	2.227	-.979	-.433	-.962	-.745
FRQ	B	-.004	-.009	-.002	-.008	.031	.012	-.031*	-.032
	t	-.430	-1.095	-.498	-1.031	.803	1.055	-2.039	-1.237
Liquidity	B	-.3104	-.2426	-.2823	-.189	-.154*	-.194*	-.203*	-.1898
	t	-1.132	-.889	-1.067	-.691	-1.863	-2.211	-2.611	-2.359
FRQ* Liquidity	B	.012	.036	.060	.063	.150	.028	-.123	-.022
	t	.379	.661	1.900	1.520	1.461	.601	-1.092	-.217
Size	B	-.021*	-.020*	-.021*	-.022*	.028	.006	.023	.022
	t	-2.228	-2.221	-2.343	-2.433	1.075	.240	1.009	.937
Age	B	-.016	-.010	-.018	-.014	.025	.040	.041	.051
	t	-.752	-.458	-.875	-.687	.569	.986	1.069	1.271
MB	B	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001	-.001
	t	-1.215	-1.136	-1.354	-1.450	-.655	-.568	-.689	-.519
ROA	B	.000	.000	.000	.001	.001	.001	.001	.001
	t	.322	.491	.916	.907	.750	.609	.853	.708
LEV	B	.010	.009	.018	.022	2328	2424	1466	2286
	t	.212	.181	.372	.450	1.328	1.380	.824	1.295
Tang	B	-.024	-.016	-.019	-.018	-.073	-.088	-.056	-.049
	t	-.817	-.551	-.657	-.625	-1.127	-1.322	-.878	-.725
Cash	B	-.008	-.008	-.015	-.027	.087	.092	.146	.113
	t	-.146	-.163	-.317	-.504	.790	.843	1.380	1.044
Slack	B	.000	.000	.000	.000	-.006*	-.007*	-.008*	-.007*
	t	-.104	.041	-.132	-.131	-2.626	-2.927	-3.496	-2.961
CFOsale	B	-.016	-.018	-.016	-.017	-.009	-.011	-.013	-.009
	t	-1.179	-1.314	-1.182	-1.310	-.854	-1.036	-1.202	-.808
OperatingCycle	B	-.004	-.006	-.002	-.003	-.012	-.014	-.005	-.011
	t	-.221	-.372	-.137	-.160	-.603	-.670	-.236	-.515
StdRev	B	.007	.006	.007	.007	-.003	.004	-.008	-.010
	t	.751	.611	.782	.726	-.171	.207	-.419	-.485
StdInvest	B	.251*	.258*	.284*	.258*	.980*	.973*	1.026*	1.023*
	t	3.271	3.379	3.678	3.412	7.902	7.752	8.467	8.101
AssetsGrowth	B	.021	.028	.016	.020	.335	.393*	.333*	.343*
	t	.435	.603	.338	.425	3.215	3.781	3.369	3.311
Zscore	B	-.004	-.006	-.004	-.005	.021	.022	.022	.011
	t	-.376	-.494	-.374	-.409	.634	.653	.704	.322
R ²		.201	.209	.222	.216	.576	.571	.598	.573
Adjusted R ²		.105	.113	.128	.121	.499	.492	.524	.494
Durbin-Watson		1.842	1.866	1.908	1.877	2.748	2.628	2.686	2.682
F		2.082	2.175	2.353	2.275	7.401	7.243	8.080	7.294
Sig.		.013	.009	.004	.006	.000	.000	.000	.000
N		149	149	149	149	104	104	104	104

وفيما يخص المتغيرات الرقابية الداخلة في النموذج التطبيقي الرابع فقد كانت العلاقة بين كل من نقص الاستثمار وزيادة الاستثمار في ظل الأوضاع الثمانية علاقة سالبة مع متغيرات *Tang*، *OperatingCycle*، كما كانت هذه العلاقة موجبة مع متغيرات *ROA*، *LEV*، *StdInvest*، *AssetsGrowth* وذلك بشكل يتفق مع نتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة ومع نتائج الدراسات

السابقة ومع توقعات الدراسة الحالية ومع نتائج تحليل النماذج التطبيقية الثلاثة السابقة، بينما كانت هذه العلاقة سالبة مع متغيرات *MB*، *CFOsale* وذلك بشكل يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة ونتائج تحليل معاملات ارتباط بيرسون السابقة إلا أنه يتفق مع نتائج تحليل النماذج التطبيقية الثلاثة السابقة، أما باقي المتغيرات الرقابية فقد كانت ذات علاقات غير متماثلة مثلما هو وارد في تحليل النماذج التطبيقية الثلاثة السابقة.

٥.٥.٢ اختبار الفرض الرابع:

بناء على التحليل السابق فقد كانت نتائج نماذج الانحدار الخاصة بالآثر المشترك لجودة التقارير المالية والسيولة علاقة موجبة في ستة من نماذج الانحدار الثمانية، وهو ما يتعارض مع نتائج الدراسات السابقة وكذلك مع الفرض الرابع للدراسة؛ ويؤدي إلى رفض هذا الفرض. وتفيد هذه النتيجة في القول بأن السيولة لم تكن ذات تأثير على تحسين كفاءة القرارات الاستثمارية نتيجة لارتفاع جودة التقارير المالية، وهو عكس ما توصلت إليه دراسة Biddle et al. 2009.

٥.٧ التعليق على نتائج الدراسة التطبيقية:

هدفت الدراسة التطبيقية إلى قياس أثر ارتفاع جودة التقارير المالية على التقليل من حالات الابتعاد عن المستوى الأمثل للاستثمار المتوقع في الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠١٣. إضافة إلى ذلك فقد تم دراسة هذا الأثر بعد تعديل جودة التقارير المالية بثلاثة من العوامل ذات التأثير على العلاقة بينه وبين كفاءة القرارات الاستثمارية، وهي التمويل من البنوك، الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح، والسيولة.

وقد تبين من تحليل بيانات الدراسة التطبيقية وجود انخفاض ملحوظ في مستوى جودة التقارير المالية للشركات محل الدراسة، وأن عدد الشركات ذات نقص الاستثمار كان أكبر من عدد الشركات ذات زيادة الاستثمار. كما تبين أن ارتفاع جودة التقارير المالية يؤدي إلى تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية من خلال التقليل من حالات نقص الاستثمار وحالات زيادة الاستثمار، وهو ما يتفق مع الفرض الأول للدراسة.

كما كان لجودة التقارير المالية المعدلة بآثر التمويل من البنوك أيضا دورا في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وهو ما يتفق مع الفرض الثاني للدراسة. أما جودة التقارير المالية المعدلة بآثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح والسيولة فقد كان لهما أيضا دورا في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وهو ما يتفق مع الفرض الثالث والرابع للدراسة. ويمكن تفسير ذلك بأن انخفاض مستوى جودة التقارير المالية للشركات المصرية محل الدراسة هو السبب وراء اختلاف نتائج الدراسة الحالية عن نتائج الدراسات السابقة، وأن التقارير المالية للشركات المصرية ما تزال في حاجة ماسة لتحسين مستوى جودتها.

٦. نتائج الدراسة ومقترحات بدراسات مستقبلية:

٦.١ نتائج الدراسة:

هدفت الدراسة إلى قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية في الشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠١٣. وقد اعتمدت الدراسة في تحديد كفاءة القرارات الاستثمارية على تقدير مستوى أمتل متوقع للاستثمار لكل شركة بناء على فرص النمو في إيرادات كل شركة ثم تحديد الانحراف عن المستوى الأمتل للاستثمار باعتباره يمثل عدم كفاءة الاستثمار، حيث يمثل الزيادة عن المستوى الأمتل للاستثمار زيادة الاستثمار بينما يمثل النقص عن المستوى الأمتل للاستثمار نقص الاستثمار. كما اعتمدت الدراسة في قياس جودة التقارير المالية على أربعة مقاييس هي مقياس استمرارية حسابات الاستحقاق ومقياس حسابات الاستحقاق الاختيارية ومقياس الإيرادات الاختيارية، ثم تم بناء مؤشر مجمع لقياس جودة التقارير المالية FRQ Index يمثل المقياس الرابع لقياس جودة التقارير المالية وهو عبارة عن تجميع للمقاييس الثلاثة الأخرى.

ومن خلال استعراض نتائج الدراسات السابقة تم وضع أربعة فروض للدراسة يتعلق الفرض الأول منها بقياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية، وتعلق الفرض الثاني منها بدراسة أثر التمويل من البنوك على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، وتعلق الفرض الثالث منها بدراسة أثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، بينما تعلق الفرض الرابع بدراسة أثر السيولة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية.

وقد تم بناء أربعة نماذج تطبيقية لقياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية بحيث يُساعد كل نموذج منها في اختبار فرضاً من الفروض الأربعة للدراسة، كما تم الاعتماد على مجموعة كبيرة من المتغيرات الرقابية بلغت أربعة عشر متغيراً رقابياً تم تحديدها بناء على ما ورد في الدراسات السابقة وبناء على ما هو متوافر منها في التقارير المالية للشركات المصرية محل الدراسة، وذلك حتى يمكن الوصول بدرجة أكثر دقة لدرجة تأثير جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية، وقد تم إدخال كافة هذه المتغيرات الرقابية ضمن النماذج التطبيقية الأربعة المستخدمة في الدراسة.

وقد توصلت الدراسة إلى النتائج الآتية:

١. وجود انخفاض ملحوظ في مستوى جودة التقارير المالية للشركات المصرية محل الدراسة.
٢. زيادة عدد الشركات ذات نقص الاستثمار عن عدد الشركات ذات زيادة الاستثمار للشركات المصرية محل الدراسة.
٣. وجود علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية وعدم كفاءة القرارات الاستثمارية (زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار)، بمعنى أن ارتفاع جودة التقارير المالية كان له دور في تخفيض كل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار، للشركات المصرية محل الدراسة.

٤. وجود علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية المعدلة بأثر التمويل من البنوك وكل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار، للشركات المصرية محل الدراسة.

٥. توجد علاقة سالبة بين جودة التقارير المالية المعدلة بأثر الدوافع الضريبية لإدارة الأرباح وكل من زيادة الاستثمار ونقص الاستثمار، للشركات المصرية محل الدراسة.

٦. جودة التقارير المالية المعدلة بأثر السيولة ذات علاقة سالبة مع نقص الاستثمار وذات علاقة موجبة مع زيادة الاستثمار.

ويعني ما سبق أن الدور الإشرافي أو الرقابي للإفصاح المحاسبي على القرارات الإدارية وخصوصا القرارات الاستثمارية في بيئة الأعمال المصرية هو دور منخفض بسبب انخفاض جودة التقارير المالية للشركات غير المالية المقيدة في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من ١٩٩٨ حتى ٢٠١٣.

٦.٢ مقترحات بدراسات مستقبلية:

ما زالت العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة على هذه العلاقة تحتاج إلى مزيد من الدراسات المستقبلية. فبالنسبة لجودة التقارير المالية، فقد ركزت الدراسات السابقة في هذا المجال على رقم الأرباح أو مكوناته (وخصوصا حسابات الاستحقاق) لقياس هذه الجودة، ومن ثم فإن كل المقاييس المقترحة قد ركزت على الأرباح التاريخية ex-post earnings realization وقياس جودة الأرباح الفعلية أو حسابات الاستحقاق الفعلية، وليس بالضرورة جودة النظام المحاسبي ككل (وهو نفس الأسلوب الذي تم استخدامه في الدراسة الحالية)؛ لذلك يرى Hribar et al. (2014) أنه يجب التركيز عند قياس جودة المعلومات المحاسبية على جوانب أخرى بخلاف الأرباح أو مكوناتها مثل العلاقة بين المحاسبة والمراجعة وخصوصا أتعاب المراجعة.

وبالنسبة لقياس الاستثمارات الفعلية فإن المقياس الذي تم استخدامه في الدراسة الحالية هو مقياس شامل تضمن كل أنواع الاستثمارات من أصول ثابتة واستثمارات مالية طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير وغيرها، ويكون مطلوباً من الدراسات المستقبلية أن يتم دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية في ظل تقسيم الاستثمار إلى الاستثمارات في الأصول الثابتة والاستثمارات المالية طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير، كل على حدة.

وبالنسبة لقياس كفاءة القرارات الاستثمارية، يوجد العديد من المناهج الأخرى التي يمكن استخدامه في قياس كفاءة القرارات الاستثمارية بخلاف المنهج المستخدم في الدراسة الحالية، ويمكن أن تختلف النتائج عند استخدام أي من هذه المناهج البديلة. وأهم هذه المناهج البديلة هو منهج حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية investment-cash flow sensitivity (Biddle et al. 2011) ومنهج تحمل مخاطر تعزيز القيمة value-enhancing risk-taking (Schleicher et al. 2010).

أما بالنسبة للعوامل المؤثرة على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية، فقد تناولت الدراسة الحالية مناقشة ثلاثة فقط من هذه العوامل هي التمويل من البنوك والدوافع الضريبية لإدارة الأرباح والسيولة. ويكون مطلوباً من الدراسات المستقبلية إعادة دراسة مثل هذه العوامل مرة أخرى مع

التركيز على جوانب تفصيلية لقياس هذه العوامل. على سبيل المثال فإنه بالنسبة للتمويل من البنوك، فإن الدراسة الحالية قد ركزت على كل أنواع القروض من البنوك دون تفرقة بينها، ويمكن أن تختلف النتائج إذا تم التفرقة بين هذه القروض على حسب آجالها من قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل. ونفس الأمر ينطبق على السيولة التي تم قياسها في الدراسة الحالية من خلال الجمع بين متغيري النقدية والرافعة المالية، ويمكن أن تختلف النتائج إذا تم دراسة كل متغير منهما على حدة. أيضا مطلوب من الدراسات المستقبلية دراسة العوامل الأخرى التي يمكن أن تكون ذات تأثير على العلاقة بين جودة التقارير المالية وكفاءة القرارات الاستثمارية والتي لم يتم دراستها في الدراسة الحالية. ومن هذه العوامل على سبيل المثال، التمويل عن طريق الأوراق المالية من أسهم وسندات.

أخيرا فقد كان لصغر حجم العينة دوره في النتائج التي توصلت إليها الدراسة الحالية، ويمكن عند زيادة حجم العينة أن تتوصل الدراسات المستقبلية إلى نتائج مختلفة.

قائمة المراجع:

المراجع العربية:

١. حسين، محمد إبراهيم محمد (٢٠١٢). مؤشر مقترح لتصنيف الشركات غير المالية المقيدة ببورصة الأوراق المالية المصرية طبقا لجودة الأرباح المحاسبية: دراسة تطبيقية. *الفكر المحاسبي*. مجلد ١٦. عدد ٤. ص ص: ٢٢٧-٢٠٣.

المراجع الأجنبية:

- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609.
- American Accounting Association (AAA). (2002). *Quality of Earnings Conference*. Atlanta.
- Arko, A. C., Abor, J., Adjasi, C. K., & Amidu, M. (2014). What influence dividend decisions of firms in Sub-Saharan African?. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(1), 57-78.
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005.
- Beatty, A., Liao, S., & Weber, J. (2010). Financial reporting quality, private information, monitoring and the lease-versus-buy decision. *The Accounting Review*, 85(4), 1215-1238.
- Beck, T., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing patterns around the world: Are small firms different? *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467-487.
- Bens, D., & Monahan, S. (2004). Disclosure quality and the excess value of diversification. *Journal of Accounting Research*, 42(4), 691-730.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan, New York.
- Berry, A., Grant, P. & Jarvis, R. (2004). European bank lending to the UK SME sector. *International Small Business Journal*, 22(2), 115-130.
- Bharath, T., Sunder, J. & Sunder, S. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1-28.

11. Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The Accounting Review*, 81(5), 963-982.
12. Biddle, G. C., Callahan, C. M., Hong, H. A., & Knowles, R. L. (2011). *Does Mandatory Adoption of International Financial Reporting Standards Increase Investment Efficiency*. Working paper. The University of Hong Kong, University of Memphis, and Texas State University.
13. Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131.
14. Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36(3), 337-360.
15. Boubaker, S., Mansali, H. & Rjiba, H. (2014). Large controlling shareholders and stock price synchronicity. *Journal of Banking & Finance*, 40(March), 80-96.
16. Burgstahler, D., Hail, L. & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016.
17. Bushee, B. J., & Noe, C. F. (2000). Disclosure quality, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, 38(Supplement), 171-202.
18. Bushman, R. M. (2014). Thoughts on financial accounting and the banking industry. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2), 384-395.
19. Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 237-333.
20. Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2011). Capital allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(1-2), 1-33.
21. Casey, E., & O'Toole, C. M. (2014). Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs. *Journal of Corporate Finance*, 27(August), 173-193.
22. Chen, F., Hope, O.-L., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The Accounting Review*, 86(4), 1255-1288.
23. Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(Supplement), 35-59.
24. Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344-401.
25. Diamond, D. W., & He, Z. (2014). A theory of debt maturity: The long and short of debt overhang. *The Journal of Finance*, 69(2), 719-762.
26. Durnev, A., Morck, R. & Yeung, B. (2004). Value-enhancing capital budgeting and firm-specific stock return variation. *The Journal of Finance*, 59(1), 65-105.
27. Elsas, R., Flannery, M. J. & Garfinkel, J. A. (2014). Financing Major Investments: Information about Capital Structure Decisions. *Review of Finance*, 18 (4), 1341-1386.
28. 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 (a replacement of FASB Concepts Statements No. 1 and No. 2)*. Statement of Financial Accounting Concepts No. 8.
29. *Financial Glossary*. (2011). Frictions. Retrieved March 24, 2014 from <http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Frictions>

30. Francis, J. R., & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*, 49(1–2), 161–178.
31. Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
32. Givoly, D., Hayn, C. & Katz, S. P. (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *The Accounting Review*, 85(1), 195–225.
33. Gomariz, M. F. C., & Ballesta, J. P. S. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40(March), 494–506.
34. Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2014). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243.
35. Hewitt, M., Hodge, F., & Pratt, J. (2014). *How the Discovery of Accruals-Based versus Real Earnings Management Affects Investment Decisions: The Importance of Trust*. Working Paper. Available at: http://accounting.eller.arizona.edu/docs/Workshop_papers/Fall/202014/Max/20Hewitt/20Workshop/20paper.pdf.
36. Hope, O. K., Thomas, W. B. & Vyas, D. (2009). *Transparency, ownership, and financing constraints in private firms*. Working Paper, University of Toronto and University of Oklahoma.
37. Hope, O.-K., Thomas, W. B. & Vyas, D. (2012). *Financial Reporting Quality in U.S. Private Firms*, Working paper, University of Toronto, University of Oklahoma, and University of Minnesota. Available at: <https://www.nhh.no/Files/Billeder/forskningogfagmiljo/RRR/Seminar/Financial/20Reporting/20Quality/20in/20U.S./20Private/20Firms.pdf>.
38. Hope, O.-K., Thomas, W.B., & D. Vyas. (2013). Financial reporting quality of U.S. private and public firms. *The Accounting Review*, 88(5), 1715–1742.
39. Hribar, P., Kravet, T., & Wilson, R. (2014). A new measure of accounting quality. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 506–538.
40. Investopedia. (2014). www.investopedia.com/terms/i/investment.asp.
41. Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
42. Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
43. Kamoto, S. (2014). Impacts of internal financing on investment decisions by optimistic and overconfident managers. *European Financial Management*, 20(1), 107–125.
44. Kitindi, E. G., Magembe, B. S. & Sethibe, A. (2007). Lending decision making and financial information: The usefulness of corporate annual reports to lenders in Botswana. *The International Journal of Applied Economics and Finance*, 1(2), 55–66.
45. Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures, *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 163–197.
46. Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420.
47. Latsis, J., & Repapis, C. (2014). A model intervenes: the many faces of moral hazard. *Cambridge Journal of Economics*, 38(4), 743–760.
48. Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2014). Do peer firms affect corporate financial policy? *The Journal of Finance*, 69(1), 139–178.

49. Li, D. (2013). Empire-building incentives and the effectiveness of accrual investment. *International Journal of Business*, 18 (3), 177-197.
50. Li, Q., & Wang, T. (2010). Financial reporting quality and corporate investment efficiency: Chinese experience. *Nankai Business Review International*, 1(2), 197-213.
51. McDermott, K. E. (2012). *Financial Reporting Quality and Investment in Corporate Social Responsibility*. Ph.D. dissertation, University of North Carolina at Chapel Hill.
52. McLean, R. D., & Zhao, M. (2014). The business cycle, investor sentiment, and costly external finance. *The Journal of Finance*, 69(3), 1377-1409.
53. McNichols, M. F. (2002). Discussion of the quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(Supplement), 61-69.
54. McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603.
55. Mohammadi, S. M. (2014). The relationship between financial reporting quality and investment efficiency in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 4(6), 104-113.
56. Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
57. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
58. Nan, L., & Wen, X. (2014). Financing and investment efficiency, information quality, and accounting biases. *Management Science*, 60(9), 2308-2323.
59. Onali, E. (2014). Moral hazard, dividends, and risk in banks. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(1-2), 128-155.
60. Onour, I. A. (2014). Assessing the cost of deposit insurance and moral hazard effect: evidence from banking sector in Sudan. *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting*, 4(3), 339-348.
61. Ramalingegowda, S., Wang, C. S., & Yu, Y. (2013). The role of financial reporting quality in mitigating the constraining effect of dividend policy on investment decisions. *The Accounting Review*, 88(3), 1007-1039.
62. Risberg, M. (2006). *Does earnings quality matter for the investment decision?* Working Paper. University of Göteborg, Göteborg.
63. Schipper, K. & Vincent, L. (2003). Earnings quality, *Accounting Horizons*, 17(Supplement), 97-110.
64. Schleicher, T., Tahoun, A., & Walker, M. (2010). Response to discussant IFRS adoption in Europe and investment-cash flow sensitivity: Outsider versus insider economies. *The International Journal of Accounting*, 45(2), 173-174.
65. Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71(3), 393-410.
66. Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
67. Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 91-180.
68. Wang, X. (2003). *Capital allocation and accounting information properties*. Working Paper. Emory University.
69. Zhang, Q., Cai, C. X., & Keasey, K. (2013). Market reaction to earnings news: A unified test of information risk and transaction costs. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2), 251-266.