



**أثر مدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات علي حساسية
الاستثمار للتدفقات النقدية: دراسة تطبيقية**

**The Impact of Bid-Ask as a measure of Information Asymmetry
on Investment-Cash Flows Sensitivity: An Empirical Study**

أ/ أمل حسن محمد حسن

باحثة ماجستير

amal.hassan.mohamed2000@gmail.com

أ.م.د / إبراهيم محمد الطحان
أستاذ المحاسبة المساعد
ووكيل الكلية لشئون خدمة المجتمع
وتنمية البيئة
كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ
ibrahimeltahan608@gmail.com

مجلة الدراسات التجارية المعاصرة

كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ
المجلد (١١) - العدد (١٩) - الجزء الثالث
يناير ٢٠٢٥ م

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

ملخص البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى دراسة تأثير عدم تماثل المعلومات المقاسة من خلال مدى السعر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بالتطبيق على الشركات المتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصري. ولتحقيق هذا الهدف اعتمدت الدراسة على عينة من الشركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية مكونة من (١١٠) شركة (بعدد ٤٤٠ مشاهدة) خلال الفترة من عام ٢٠١٩ حتى عام ٢٠٢٢، كذلك تم الاعتماد على أسلوب الانحدار المتعدد في ظل وجود حجم الشركة والرفع المالي وربحية الشركة كمتغيرات رقابية.

وتوصلت النتائج إلى وجود تأثير إيجابي معنوي لمدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، وهذا يعني أن العلاقة بين الاستثمار والتدفقات النقدية تكون أقوى بالنسبة للشركات التي لديها قدر أكبر من عدم تماثل المعلومات، حيث تميل الشركات التي تواجه زيادة في عدم تماثل المعلومات إلى إظهار حساسية أعلى للتدفقات النقدية الاستثمارية.

الكلمات الافتتاحية: حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، مدى السعر، عدم تماثل المعلومات.

Abstract

This study aims to study the impact of information asymmetry measured by bid-ask on investment-cash flows sensitivity, applied to companies whose shares are traded in the Egyptian Stock Market. To achieve this goal, the study relied on a sample of joint-stock companies registered on the Egyptian Stock Exchange consisting of (110) companies (with 440 observations) during the period from 2019 to 2022. The multiple regression method was also relied upon in the presence of company size, financial leverage, and company profitability as control variables.

The results showed a significant positive impact of bid-ask as a measure of information asymmetry on investment-cash flows sensitivity, which means that the relationship between investment and cash flows is stronger for

companies that have a greater degree of information asymmetry, as companies that face increased information asymmetry tend to show higher sensitivity to investment cash flows.

Keywords: Investment-Cash Flows Sensitivity, Bid-Ask, Information Asymmetry.

القسم الأول

الإطار العام للدراسة

١/١ مقدمة:

يعتبر موضوع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية Investment Cash Flow Sensitivity من الموضوعات الهامة التي تم مناقشتها من قبل العديد من الباحثين على مدار سنوات طويلة. كما فرضت نفسها أيضاً في غضون السنوات الأخيرة، حيث يثير هذا الموضوع قضايا هامة أبرزها أنها تستخدم كمؤشر على قيود التمويل والتي تعد أحد الأسباب الرئيسية لسوء تخصيص رأس المال. كذلك مشكلتي عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة والتي ينجم عنهما إختلاف تكلفة التمويل الداخلي عن تكلفة التمويل الخارجي (أبو خزانه، ٢٠١٩: ٦٦٢).

وتشير دراسة (Pawlina and Rennboong, 2005: 484) إلى أن العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار الرأسمالي بالشركات تختلف باختلاف مدى كفاءة سوق الأوراق المالية في البيئة التي تعمل فيها هذه الشركات، ففي بيئة سوق الأوراق المالية الكفاء تتخذ الشركة قرار الاستثمار الرأسمالي إذا زادت القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المخصومة عن الإنفاق الاستثماري المرتبط بهذا الاستثمار، كما يتأثر قرار الاستثمار بشكل كبير بالفرص الاستثمارية المتاحة وبدرجة أكبر من تأثره بمصادر التمويل، ومن ثم فإن مصادر التمويل (داخلي/ خارجي) لا يمثل عاملاً مؤثراً على قرار الاستثمار في بيئة سوق الأوراق المالية ذات الكفاءة أو في ظل كفاءة السوق لأنه في العادة أن تحصل الشركة على التمويل الخارجي بتكلفة مساوية تقريباً لتكلفة رأس المال. أما في ظل ظروف عدم كفاءة السوق فيعتمد قرار الإنفاق الاستثماري بدرجة كبيرة على طريقة التمويل سواء كان تمويلاً داخلياً عن طريق التدفقات النقدية الداخلية أو عن طريق التمويل الخارجي.

وتجدر الإشارة إلى أن قرار الإنفاق الاستثماري يعتبر هاماً بالنسبة للشركة؛ حيث أنها تتطلب مبالغ كبيرة تؤثر على ربحية الشركة. وبالتالي فإن التخلي عنها ينطوي على مخاطر كبيرة، بالإضافة إلى أن قرار الإنفاق الاستثماري يتطلب عملية تقييم لأحداث المستقبل، وهي عملية غير دقيقة بطبيعتها؛ لأن عملية التنبؤ بالمستقبل يكتنفها الغموض بسبب التغير السريع في الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وزيادة عوامل المخاطرة وعدم التأكد. الأمر الذي يستوجب على إدارات الشركات الاهتمام بتوفير معلومات محاسبية ذات جودة عالية لاستخدامها في ترشيد قرارات الإنفاق الاستثماري ومن ثم زيادة قيمة الشركة (بغداد، ٢٠١٩: ١٠٤٧).

وبناءً على ما سبق يتوقع الباحثين أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية يقف وراءه العديد من العوامل، ومن بين هذه العوامل عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry حيث أن عدم تماثل المعلومات يعد أحد القيود المالية التي تحد من قدرة الشركة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، مما قد يؤثر بدوره على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

٢/١ مشكلة البحث:

إن عدم تماثل المعلومات يعتبر أحد القيود المالية التي تواجه الشركات وتؤثر على قدرتها في الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، حيث أنها تؤدي إلى إختلاف المعلومات الموجودة لدى الأطراف ذوي العلاقة بالشركة مما يترتب عليه أحد الخيارين التاليين.

- **الخيار الأول:** استخدام المديرين لهذه المعلومات في تفضيل مصادر التمويل الخارجي عن مصادر التمويل الداخلي مما قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل.
- **الخيار الثاني:** افراط بعض المديرين باستخدام التدفقات النقدية الداخلية لتحقيق مصالحهم الذاتية. ومن هنا يمكن القول أن عدم تماثل المعلومات يمكن أن تؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

ويلاحظ الباحثين من خلال مراجعة نتائج الدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة واختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية أن البعض منها، مثل دراسات (Chowdhury et al., 2015؛ Ascioğlu et al., 2008؛ Mansour, 2019؛ Gaied, 2018) توصل إلى وجود علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، حيث يؤدي عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين إلى عدم كفاءة قرار الاستثمار. وبالتالي اعتماد الإدارة على التدفقات النقدية الداخلية في قرار الاستثمار الرأسمالي دون التمويل الخارجي الذي قد يعرض الإدارة إلى رقابة أكثر من قبل الأطراف الخارجية. وبالتالي فإن الحد من عدم تماثل المعلومات يساهم في ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. وعلى النقيض أشارت دراسات كل من (Pawlina and Renneboog, 2005؛ Bayat and Pirmohammadi, 2016) إلى عدم وجود علاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

وبالتالي، يتضح أن هناك تناقضاً في الأدلة البحثية حول العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. بالإضافة إلى قيام الباحثين بإجراء مراجعة للمكتبة العربية والأجنبية، وتوصلت الي وجود نقص في المكتبة العربية في الأبحاث التي تحاول دراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، وكان ذلك بمثابة الدافع الذي حرك الباحثين للقيام بإعداد هذا البحث العلمي. لذا ستسعى الدراسة الحالية إلى اختبار تلك العلاقة على الشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية لسد الفجوة البحثية الخاصة باختبار هذه العلاقة في الدول ذات الأسواق المالية الأقل تطوراً مقارنة بالدول المتقدمة ذات الأسواق المالية المتطورة. وحيث أن عدم تماثل المعلومات قد يؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، كان لابد من دراسة تبحث في مدى تأثير عدم تماثل المعلومات علي حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في البيئة المصرية. وبناء علي ما سبق يمكن صياغة مشكلة الدراسة في محاولة الباحثين الإجابة على السؤال التالي:

ما أثر مدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المساهمة المصرية؟

٣/١ هدف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في التعرف على أثر مدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات علي حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في البيئة المصرية.

٤/١ أهمية البحث:

تتلور أهمية هذه الدراسة في جانبين:

أولاً: الأهمية العلمية:

تتمثل الأهمية العلمية لهذه الدراسة فيما يلي:

- حداثه موضوع العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في البيئة العربية بوجه عام وفي البيئة المصرية بوجه خاص، نتيجة افتقار البيئة المصرية لهذه النوعية من الموضوعات التي تساهم في زيادة التدفقات النقدية.
- تعد هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.
- سوف تسهم هذه الدراسة في فتح الطريق لدراسات مستقبلية، تهدف للتعرف على أثر عدم تماثل المعلومات على متغيرات أخرى مرتبطة بحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، ومن أمثلتها مستوى الاحتفاظ بالنقدية وعوائد الأسهم.

ثانياً: الأهمية العملية:

تتمثل الأهمية العملية لهذه الدراسة فيما يلي:

- يتوقع أن تشجع نتائج هذه الدراسة الشركات على الإفصاح عن المعلومات الخاصة والحد من عدم تماثل المعلومات، فتوفير المعلومات في التوقيت المناسب يؤدي إلى بناء بيئة جديرة بالثقة في أسواق المال.
- تحاول هذه الدراسة تقديم نتائج علمية حديثة لبيان أثر عدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في البيئة المصرية.
- يتوقع أن تساعد نتائج هذه الدراسة المستثمرين الحاليين والمرتقبين في اتخاذ قرارات الاستثمار المختلفة.

٥/١ منهج الدراسة:

اعتمدت هذه الدراسة في صياغة الدراسة النظرية واشتقاق الفروض على المزج بين المنهجين الاستنباطي والاستقرائي. حيث قام الباحثين باستخدام المنهج الاستنباطي للتعرف على تأثير عدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، وذلك من خلال عرض وتحليل الدراسات السابقة بهدف اشتقاق فروض الدراسة. ثم تم استخدام المنهج الاستقرائي لاستقراء واقع الممارسة المهنية في مصر من خلال إجراء دراسة تطبيقية على الشركات المالية وغير المالية بالبورصة المصرية بغرض اختبار فروض الدراسة.

٦/١ نطاق الدراسة:

يتمثل نطاق الدراسة فيما يلي:

نطاق زمني: تم إجراء هذه الدراسة خلال الفترة من عام ٢٠١٧ حتى عام ٢٠٢٢.
نطاق مكاني: أجريت هذه الدراسة على الشركات المالية وغير المالية المدرجة بسوق الأوراق المالية في مصر.

٧/١ خطة الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة وتحقيقاً لأهدافها، تم تنظيم الدراسة على النحو التالي:

القسم الأول: الإطار العام للدراسة.

القسم الثاني: الإطار النظري للبحث.

القسم الثالث: الدراسات السابقة واشتقاق فرض البحث.

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية.

المراجع

القسم الثاني

الإطار النظري للبحث

يتمثل الإطار النظري للبحث في العناصر التالية:

١/٢ مفهوم حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية:

ظهر موضوع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في كثير من الدراسات التطبيقية التي كانت تهدف إلى اختبار مدى وجود تعارضات مالية، وقد أشار (Ek and Wu, 2018: 221) إلى أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية عادة ما تستخدم كمؤشر على قيود التمويل والتي تعد أحد الأسباب الرئيسية لسوء تخصيص رأس المال.

كذلك أوضح (Mulier et al., 2016: 183) أن الشركة تعتبر مقيدة مالياً إذا كان استثمارها قاصراً على الاعتماد على الأموال التي تتولد داخلياً، وذلك بسبب عدم قدرة الشركة على الحصول على الأموال الخارجية التي تكفي هذا الاستثمار.

ويشير (Samet and Jarbouï, 2017: 301) إلى أن المتعاملين مع أسواق رأس المال غير النموذجية إذا واجهوا عدم تأكد بدرجة كبيرة بخصوص مستقبل الشركة فإن تكلفة الأموال الخارجية تفوق تكلفة الأموال الداخلية، وهنا ترتفع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية الداخلية.

وقد عرف (أبو خزانه، ٢٠١٩: ٦٧٠) حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية من خلال طبيعة العلاقة التآثرية بين التدفقات النقدية الداخلية والاستثمار، فحينما يزيد حجم الاستثمار نتيجة زيادة

التدفقات النقدية الداخلية، يعني ذلك ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، ويكون ارتفاع تلك الحساسية دليلاً على زيادة قيود التمويل الخارجي التي تواجه الشركة، وتتركز هذه القيود بشكل رئيسي في ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي - سواء عن طريق الديون أو الملكية - عن تكلفة التمويل الداخلي، وتنشأ هذه القيود نتيجة مشاكل عديدة مثل مشكلة عدم تماثل المعلومات، ومشكلة تكاليف الوكالة، والتي تؤدي إلى حدوث فرق بين تكلفة التمويل الداخلي وتكلفة التمويل الخارجي، حيث ترتفع تكلفة التمويل الخارجي عن تكلفة التمويل الداخلي، مما يحد من قدرة الشركة على الاعتماد على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها، وهنا تعتمد بشكل كبير على التمويل الداخلي في تمويل هذه الاستثمارات، حيث ترتفع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

٢/٢ محددات حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، والتي سوف يتناولها الباحثون على النحو التالي (أبو خزانه، ٢٠١٩: ٦٧٥-٦٧٨):

١/٢/٢ القيود المالية:

توصلت دراسة (بوراس، ٢٠١٢: ٩٥) إلى ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات التي لديها قيود مالية وذلك مع المقارنة بالشركات التي لا تواجه قيود مالية، كذلك توصلت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط عكسية بين حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وكلاً من نسبة توزيعات الأرباح وحجم الشركة وذلك باستخدام عينة من الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان - الأردن خلال السنوات من ٢٠٠٢ إلى ٢٠٠٩.

٢/٢/٢ الأصول الملموسة وغير الملموسة:

توصلت دراسة (Moshirian et al., 2017: 1) إلى أن الأصول الملموسة تؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بشكل قوي، وذلك من خلال قناتين رئيسيتين هما كثافة الاستثمار واستمرارية التدفقات النقدية، كما أوضحت نتائج الدراسة أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية كانت ضعيفة في الدول المتقدمة، بينما كانت مستقرة في الدول النامية، وقد فسر الباحثون ذلك بأن الشركات التي تعمل في الاقتصاديات المتقدمة تعتمد على رأس المال الملموس في العملية الإنتاجية بدرجة محدودة، بينما يكون اعتمادها الأكبر على رأس المال غير الملموس، أما في الاقتصاديات النامية فإن رأس المال الملموس يشكل الجزء الأكبر من أصولها، وبالتالي تكون معدلات الاستثمار واستمرارية التدفقات النقدية في شركات الاقتصاديات النامية أكبر منها في شركات الاقتصاديات المتطورة، حيث تؤدي زيادة حيازة الأصول الرأسمالية إلى الإنفاق على الاستثمار بدرجة أكبر، وارتفاع معدل استمرارية التدفقات النقدية.

٣/٢/٢ حوكمة الشركات:

أشارت دراسة (Francis et al., 2013: 57) إلى أن ارتفاع مستوى حوكمة الشركات يؤدي إلى تخفيض حساسية الاستثمار إلى التدفقات النقدية، حيث يؤدي زيادة مستوى حوكمة الشركات إلى تخفيض اعتماد الشركات على التدفقات النقدية التي تنشأ داخل الشركة، وكذا يؤدي إلى تخفيض قيود التمويل.

٤/٢/٢ الملكية العائلية:

أظهرت نتائج دراسة (Pindado et al., 2011: 1389) أن السيطرة العائلية على الشركات تؤدي إلى تخفيض حساسية الاستثمار إلى التدفقات النقدية، كما تبين أن هذا الانخفاض يكون بشكل رئيسي في الشركات العائلية التي يتقلد بها أفراد العائلة مناصب إدارية في الشركة، وأيضاً الشركات التي لا يكون بها تفاوت بين حقوق التصويت وحقوق التدفقات النقدية.

٥/٢/٢ المسؤولية الاجتماعية وتكاليف الوكالة:

توصلت دراسة (Samet and Jarboui, 2017: 299) إلى أن أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات لها تأثير سلبي على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية الداخلية، كذلك فإن تكاليف الوكالة تلعب دور المتغير الوسيط في العلاقة العكسية السابقة، وبالتالي فإن الشركات التي تقوم بأداء المسؤولية الاجتماعية يكون لديها فرص أفضل للحصول على التمويل من خلال أسواق رأس المال، حيث يخفف أداء المسؤولية الاجتماعية كلاً من التعارضات المتواجدة في هذه الأسواق وتكاليف الوكالة.

٦/٢/٢ خصائص الشركات:

أشارت دراسة (Colombo et al., 2013: 1605) أن الاستثمارات في الشركات الصغيرة التي تعتمد على التكنولوجيا الحديثة تكون حساسة للتدفقات النقدية، وذلك على عكس الشركات الكبيرة التي تعتمد على نفس التكنولوجيا. كما بينت النتائج أن تلقي الشركات الصغيرة التي تعتمد على التكنولوجيا الحديثة للدعم الحكومي يؤدي إلى انخفاض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في العام التالي.

٧/٢/٢ المستوى الاقتصادي للدول:

توصلت دراسة (Larkin et al., 2018: 294) إلى أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية قد انخفضت بشكل كبير بمرور الزمن بالشركات التي تقع في الدول الغنية، وقد بينت النتائج أن السبب وراء ذلك يرجع إلى نمو الثروات وتخفيف القيود المالية في هذه الدول، أما بالنسبة للشركات التي تقع في الدول الفقيرة فقد كانت هذه الحساسية مستقرة. كذلك أشارت النتائج إلى أن التنمية الاقتصادية التي تتم بالدول يمكن أن تؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية من خلال آلية رئيسية وهي وصول الشركات إلى التمويل الخارجي، وبشكل خاص التمويل عن طريق طرح الأسهم.

٨/٢/٢ الاستثمار المؤسسي:

توصلت دراسة (Attig et al., 2012: 1164) إلى أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية تقل في الشركات الأمريكية التي لديها استثمار مؤسسي لمدة زمنية أطول، حيث يمتلك المستثمر المؤسسي عادة كفاءات أعلى ودوافع أكبر للقيام بعملية الرقابة بشكل فعال، الأمر الذي يخفف من مشاكل الوكالة وعدم تماثل المعلومات، وبالتالي تخفيض الاختلاف بين كلاً من تكاليف الأموال الداخلية وتكاليف الأموال الخارجية.

٩/٢/٢ الرئيس التنفيذي:

توصلت دراسة (Choi et al., 2018: 1) أن الثقة المفرطة الممنوحة للرئيس التنفيذي والتي تم قياسها من خلال حجم خيارات الأسهم الممنوحة للرئيس التنفيذي - تؤدي إلى هبوط حساسية

الاستثمار بالنسبة للتدفقات النقدية بدرجة كبيرة، كذلك فإنه إذا كانت تلك الثقة المفرطة بسبب وجود نجاح سابق للرئيس التنفيذي بشأن الأداء التشغيلي فإنها تؤدي إلى زيادة حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

١٠/٢/٢ النقايات العمالية:

أظهرت دراسة (Chen and Chen, 2013: 2408) أن النقايات العمالية بالشركات يكون لها تأثير إيجابي على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، حيث يرتفع عدم تماثل المعلومات بهذه الشركات، كما يزيد بها الفرق بين تكاليف التمويل الخارجي والداخلي.

١١/٢/٢ عدم تماثل المعلومات:

توصلت دراسة (Chowdhury et al., 2015: 28) إلى أنه بعد تطبيق قانون (SOX) فإنه حدث انخفاض في عدم تماثل المعلومات، كما أن هناك انخفاضا مماثلاً قد حدث في حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بعد تطبيق هذا القانون، كذلك توصل الباحثون إلى أن انخفاض عدم تماثل المعلومات بدرجة أكبر قد ارتبط بانخفاض حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بدرجة أعلى.

ومن خلال العرض السابق يتضح للباحثين ان هناك العديد من المحددات التي قد تؤثر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، ولكن تقتصر الدراسة الحالية على اختبار العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

٣/٢ المفهوم النظري لعدم تماثل المعلومات:

يشير عدم تماثل المعلومات إلى قدرة بعض الأطراف سواء كانت داخلية أم خارجية على امتلاك بعض المعلومات الخاصة عن نمو الشركة وعن تدفقات الأرباح الحالية والمستقبلية دون غيرهم لتحقيق مجموعة من الأهداف الخاصة بهم على حساب الأطراف الأخرى.

وفي ضوء التعريف السابق يمكن استخلاص النقاط التالية:

- ترجع مشكلة عدم تماثل المعلومات في جوهرها لانفصال الملكية عن الإدارة، والتي تتعلق بضعف عملية الرقابة على الإدارة التنفيذية؛ الأمر الذي يدفع المديرين إلى تحقيق مصالحهم الذاتية على حساب غيرهم.
- إن ظاهرة عدم تماثل المعلومات يمكن أن توجد بين إدارة الشركة والأطراف الخارجية، وكذلك بين الأطراف الخارجية وبعضهم البعض (نصير، ٢٠٢١: ١٧).
- عدم تماثل المعلومات هو نتيجة لسلوك غير أخلاقي بامتلاك أحد الأطراف لمعلومات بشكل أكبر من الأطراف الأخرى مما يؤدي بدوره إلى تحقيق مكاسب وعائد غير عادي لهم.
- هناك ثلاث صور لعدم تماثل المعلومات، تتمثل في: أولاً: حيازة الأطراف الداخلية لمعلومات دون الأطراف الخارجية من مستثمرين ودائنين وغيرهم؛ ثانياً: حيازة بعض الأطراف الخارجية لمعلومات بشكل أكثر من غيرهم؛ ثالثاً: حصول بعض الأطراف سواء داخلية كانت أم خارجية لبعض المعلومات بشكل يسبق غيرهم من الأطراف والتي يمثل نشر التقارير مصدر معلوماتها (حماد وعلي، ٢٠٢٢: ٣٨١).
- تتمتع إدارات الشركات بمعلومات أفضل عن قيمة أصول الشركة وفرص الاستثمار فيها مقارنة بالمساهمين، ولا تتاح مثل هذه المعلومات الداخلية للأطراف الخارجية في الوقت نفسه.

وقد تستخدم الإدارة هذه المعلومات لتحقيق عائد غير عادي على حساب أصحاب المصالح الآخرين (Machdar et al., 2017: 312).

٤/٢ المشاكل المرتبطة بعدم تماثل المعلومات:

أشارت بعض الدراسات السابقة، على سبيل المثال (السيد، ٢٠٠٥: ٩؛ هنداوي، ٢٠٢٠: ٨٤-٨٣؛ حماد وعلي، ٢٠٢٢: ٣٨٣؛ 327: Lasdi, 2013) إلى وجود نوعين من المشاكل الناتجة عن وجود عدم تماثل المعلومات كما يلي:

أولاً: مشكلة الاختيار العكسي: Adverse Selection

تحدث مشكلة الاختيار العكسي عندما يكون لدى طرف واحد أو أكثر من الأطراف في صفقة تجارية معينة معلومات أكثر من الأطراف الأخرى. ومن ثم، قد يحدث الاختيار العكسي نتيجة حيازة الإدارة والأطراف الداخلية الأخرى لمعلومات حول الأداء الحالي والمستقبلي للشركة لم تصل بعد إلى الأطراف الخارجية مثل المستثمرين والدائنين والمحللين الماليين وغيرهم. ويمتلك الطرف الأول تلك المعلومات لتحقيق ميزة نسبية على حساب الطرف الثاني وبالشكل الذي يترك تأثيراً واضحاً على قدرة الأطراف الخارجية على اتخاذ قرارات جيدة، ومن ثم يصبح اختيارهم غير ملائم. كما قد تحدث مشكلة الاختيار العكسي نتيجة حيازة بعض الأطراف الخارجية لمعلومات خاصة لم تصل بعد لكل الأطراف الخارجية، مما يعرض المستثمرين الأقل إطلاعاً لمشكلة الاختيار العكسي عند اتخاذ قرار التداول مع المستثمرين الأكثر اطلاعاً.

ثانياً: مشكلة التخلخل الأخلاقي: Moral Hazard

تحدث هذه المشكلة نتيجة فصل الملكية عن الإدارة والتي هي سمة عامة في معظم الشركات الكبيرة، حيث يصعب رقابة أداء الإدارة بشكل مباشر من قبل الأطراف الخارجية، الأمر الذي يترتب عليه إتاحة فرصة للإدارة لتحقيق مآربها الخاصة مما يترك تأثيراً خطيراً على الأطراف الخارجية وعلى السوق ككل (حماد وعلي، ٢٠٢٢: ٣٨٣).

وفي ضوء ما سبق يمكن القول إن كلاً من الاختيار العكسي والتخلخل الأخلاقي يؤثران سلباً على كفاءة سوق الأوراق المالية، ويؤديان في نهاية الأمر إلى فشل السوق وانهياره. ويعرض الباحثين في الجزء التالي الآثار المترتبة على عدم تماثل المعلومات.

٥/٢ آليات الحد من عدم تماثل المعلومات:

تناول الباحثين بعض الآليات التي يمكن من خلالها الحد من ظاهرة عدم تماثل المعلومات، والتي من أهمها (عبد الحلیم، ٢٠١٩: ١٣):

أولاً: التطبيق الإلزامي لمعايير المحاسبة:

يساهم التطبيق الإلزامي للمعايير المحاسبية في سد الفجوة المعلوماتية بين الأطراف المشاركة في أسواق رأس المال من خلال الحد من مشاكل الوكالة في ظل تعارض المصالح بين الإدارة وباقي أطراف السوق، كما أنه في ظل التطبيق الإلزامي للمعايير المحاسبية، لا تتمكن الإدارة من تفضيل

ممارسات البدائل المحاسبية والتي من خلالها تستطيع تحقيق أغراضها، فهي لا تتعارض ظاهرياً مع المبادئ المحاسبية المقبولة قبولاً عاماً، وتلجأ الإدارة من خلالها إلى التلاعب والتحرير في البنود المحاسبية بطريقة تظهر فيها التقارير المالية بشكل لا يثير الشكوك حول مدى صحتها بحيث لا توجه أي انتقادات للإدارة، وهو ما يعرف بممارسات إدارة الأرباح. كما يساعد تطبيق المعايير المحاسبية في سهولة مقارنة التقارير المالية للشركات المختلفة، ومن ثم خفض تكلفة الحصول على المعلومات، بالإضافة إلى الحد من عدم تماثل المعلومات، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة مستوى الثقة في أسواق رأس المال.

ثانياً: حوكمة الشركات:

يمكن النظر إلى حوكمة الشركات على أنها تحقيق لأبعاد الشفافية والمراقبة والمساءلة المالية والإدارية داخل الشركات لرفع كفاءة وفعالية أدائها للقضاء على التعارض وتحقيق الإنسجام والتوازن بين مصالح مختلف الفئات سواء الداخلية أو الخارجية، وذلك بالحد من سيطرة الإدارة واعطاء سلطات أوسع للفئات الأخرى وبخاصة المساهمين وغيرهم من أصحاب المصالح. كما يعتبر مبدأ الإفصاح والشفافية أحد أهم المبادئ التي تقوم عليها حوكمة الشركات، ويعزو ذلك إلى فعاليته في تحقيق مصالح مختلف الأطراف ذات العلاقة، ويتحقق ذلك من خلال الإفصاح التام عن كافة المعلومات التي تتعلق بالوحدات الاقتصادية وفي التوقيت المناسب مما يترتب عليه المعاملة المتساوية لجميع الأطراف المشاركة في السوق وعدم الاستفادة من الوضع المتميز داخل الشركة، مما يقضى على فرصة توافر المعلومات الخاصة بالشركة لدى بعض الأطراف دون الأطراف الأخرى سواء كانت عن طريق تسريب المعلومات أو استغلال وضع المعلومات المميز داخل الشركة، مما يساعد في الحد من مشكلة عدم تماثل المعلومات وبالتالي تحسن مستوى كفاءة أسواق رأس المال.

ثالثاً: التوسع في الإفصاح المحاسبي:

إن التوسع في الإفصاح يعني نشر معلومات لم يكن مفصّل عنها من قبل، مما يساهم في تخفيض تباين المعلومات بين الأطراف المشاركة في السوق، ومن ثم تخفيض مستوى الاختيار العكسي فيما بينها، وذلك من خلال إضفاء صفة العمومية على المعلومات الخاصة بالإفصاح عنها لكل الأطراف، مما يساهم في تعديل توزيع المعلومات الخاصة والعامّة وبالتالي تخفيض مستوى عدم تماثل المعلومات في أسواق رأس المال، الأمر الذي يترتب عليه الوصول إلى أسواق تعمل بكفاءة وفعالية. حيث اتضح أن التوسع في الإفصاح يعتبر من أهم الأسباب التي أدت إلى حدوث الأزمات المالية الحادة في الأسواق المالية العالمية ومنها عدم الشفافية في المعلومات المنشورة في التقارير المالية للشركات. واتفق الكثير من الباحثين على أنه كلما زاد مستوى الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية التي تنشرها الشركات كلما ونوعاً كلما زادت الثقة في أسواق رأس المال.

وتأتي أهمية التوسع في الإفصاح عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركة في الحد من محاولات الإستفادة غير المشروعة من المعلومات الداخلية والقضاء على صور التعامل المختلفة بهذه المعلومات والتي يعتبر الإتجار بها مؤشراً لعدم كفاءة التنظيم المحاسبي.

وفي ضوء العرض السابق سوف يعرض الباحثين في القسم التالي الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وذلك من أجل اشتقاق فرض الدراسة.

القسم الثالث

الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة

يتناول هذا القسم الدراسات السابقة واشتقاق فرض الدراسة من خلال العناصر التالية:

١/٣ عرض الدراسات السابقة:

يعرض الباحثين في هذا الجزء بعض الدراسات التي تم الاطلاع عليها، والمرتبطة بموضوع البحث، للوقوف على ما توصلت إليه من نتائج، والاستفادة منها في استكمال جوانب الدراسة في هذا الموضوع، بما يحقق التواصل والتكامل بين الدراسات البحثية في هذا المجال، وذلك على النحو الآتي:

١- دراسة (Pawlina and Renneboog, 2005) بعنوان:

"Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK"

اختبرت هذه الدراسة فيما إذا كانت حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية ناتجة عن مشاكل الوكالة أم ناتجة عن عدم تماثل المعلومات، وذلك من خلال الاعتماد على عينة مكونة من (٩٨٥) شركة من الشركات المدرجة في سوق لندن للأوراق المالية خلال الفترة من عام ١٩٩٢ حتى عام ١٩٩٨.

وتوصلت الدراسة إلي أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية تعتمد بشكل أساسي علي تكاليف الوكالة الناتجة عن التدفق النقدي الحر وليس عدم تماثل المعلومات، كما أن هذه العلاقة تتوقف علي هيكل الملكية.

٢- دراسة (Ascioglu et al., 2008) بعنوان:

"Information asymmetry and investment-cash flow sensitivity"

اختبرت الدراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وذلك علي عينة من الشركات الأمريكية المدرجة في مؤشر Standard and Poor's (S&P 1500). وتمثل العينة النهائية في الأشهر الستة الأولى من عام ٢٠٠٠، التي تمثل دروة تقييمات سوق الأوراق المالية في بورصة نيويورك، حيث تتكون من (٥٠٩) شركة، والأشهر الستة الأولى من عام ٢٠٠٣، التي تمثل فترة انخفاض قيم الأسهم، حيث تتكون من (٤٩٨) شركة.

وتوصلت الدراسة إلي وجود علاقة موجبة بين حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وعدم تماثل المعلومات، بمعنى أن عدم تماثل المعلومات يزيد من حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

٣- دراسة (Chowdhury et al., 2015) بعنوان:

"Investment-cash flow sensitivity under changing information "asymmetry"

استهدفت هذه الدراسة اختبار مدى تأثير التغير في درجة عدم تماثل المعلومات علي حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية قبل وبعد تطبيق قانون Sarbanes Oxley (SOX). ولتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحثون على عينة من الشركات الأمريكية المسجلة في مؤشر NYSE, AMEX or

NASDAQ. وقد استخدم الباحثون أسلوب دراسة الحدث حيث تم الإعتماد علي بدء تطبيق قانون (SOX)، وكانت سنة الحدث هي (٢٠٠٢)، وتم الحصول علي بيانات الدراسة للفترة ما قبل القانون وهي (١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠١)، وتتكون عينة هذه الفترة من (١٦٨١) شركة في فترة ما قبل (SOX)، والفترة ما بعد القانون وهي (٢٠٠٣، ٢٠٠٤، ٢٠٠٥). وتتكون عينة هذه الفترة من (١٧٣٠) شركة في فترة ما بعد (SOX).

وتوصلت النتائج أنه بعد تطبيق قانون (SOX) قد حدث إنخفاض في عدم تماثل المعلومات وترتب علي ذلك إنخفاض مماثل في حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، أي أن هناك علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

٤- دراسة (Bayat and Pirmohammadi, 2016) بعنوان:

"The Impact of Information Asymmetry and Information Content on Investment-Cash Flow Sensitivity in Firms Listed in Tehran Stock Exchange"

اختبرت هذه الدراسة العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية للشركات المدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحثان علي عينة مكونة من (٦٠) شركة إيرانية مسجلة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ حتى عام ٢٠١٣.

وتوصلت الدراسة إلي عدم وجود علاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

٥- دراسة (Makina and Wale, 2016) بعنوان:

"The source of investment cash flow sensitivity in manufacturing firms: Is costs?" it asymmetric information or agency

استهدفت الدراسة تحديد المصدر الأساسي للتأثير في حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات الصناعية من خلال المقارنة بين مصدرين رئيسيين وهما: عدم تماثل المعلومات وتكاليف الوكالة. ولتحقيق هدف الدراسة اعتمد الباحثان علي عينة مكونة من (٦٨) شركة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق الأوراق المالية بدولة جنوب أفريقيا خلال الفترة من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١٣.

وأظهرت نتائج الدراسة أن المعلومات غير المتماثلة تفسر بشكل ايجابي حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بشكل أفضل عند مقارنتها بتكاليف الوكالة. كما يظهر دور المعلومات غير المتماثلة علي حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات ذات الأرباح المنخفضة والشركات صغيرة الحجم.

٦- دراسة (El Gaied, 2018) بعنوان:

"Investment-cash Flow Sensitivity and Growth Opportunities"

استهدفت الدراسة اختبار حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، وتم قياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية من خلال الاعتماد علي نموذج Tobin's Q، حيث يعتقد أن الشركات التي يكون فيها Tobin's Q ذات جودة منخفضة يكون لديها مشاكل في التقدير الإداري، بينما الشركات التي يكون فيها

Tobin's Q ذات جودة مرتفعة تكون مرتبطة بمشكلة عدم تماثل المعلومات. ولتحقيق هدف هذه الدراسة اعتمد الباحث على عينة مكونة من (١٥٠) شركة أمريكية مدرجة بسوق الاوراق المالية الأمريكي خلال الفترة من عام ١٩٩٥ حتى عام ٢٠١٢.

وتشير النتائج إلى ارتفاع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات التي يكون فيها Tobin's Q ذات جودة منخفضة مقارنة بالشركات التي يكون فيها Tobin's Q ذات جودة مرتفعة.

٧- دراسة (Mansour, 2019) بعنوان:

"Is the investment-cash flow sensitivity divergent when information is asymmetrically distributed?"

استهدفت هذه الدراسة اختبار العلاقة بين حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية والقيود المالية في ظل وجود عدم تماثل المعلومات، حيث أظهرت الدراسات التجريبية الحديثة أن حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية يمكن استخدامها كمقياس لقياس القيود المالية. وعلى الرغم من توجيه العديد من الانتقادات إلى هذا المقياس، إلا أنه لا يزال يستخدم في مجموعة من الدراسات النظرية والتجريبية. وتوصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ديناميكية خطية بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الإستثمار للتدفقات النقدية.

٢/٣ تحليل الدراسات السابقة:

بعد عرض الدراسات السابقة، تم التوصل للنتائج التالية:

- ١- أن معظم الدراسات التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية وما توصلت إليه من نتائج أجريت على بيانات مختلفة عن البيئة المصرية.
- ٢- علي الرغم من اهتمام العديد من الدراسات الأجنبية بموضوع الدراسة إلا أن هناك ندرة في الدراسات العربية بوجه عام وفي البيئة المصرية بوجه خاص، التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.
- ٣- بالرجوع للدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، يلاحظ الباحثين وجود اختلاف في النتائج، حيث أشار البعض إلى وجود علاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية مثل دراسات (Ascioğlu et al., 2008؛ Mansour, 2019)، وهو ما يوضح اهتمام وإدراك المستثمرين والأطراف الأخرى بأهمية الإفصاح والتي تحد من عدم تماثل المعلومات وتساهم في زيادة مستوى الشفافية مما يعكس بدوره على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. بينما تشير دراسة (Pawlina and Renneboog, 2005) إلى عدم وجود علاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.
- ٤- تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث بيئة التطبيق، حيث يتضح أن هناك اختلاف في الأدلة البحثية حول العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

٣/٣ اشتقاق فرض الدراسة:

يوجد اختلاف في نتائج الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، حيث أشارت نتائج دراسات (Ascioglu et al., 2008)؛ (Mansour, El Gaied, 2018؛ Makina and Wale, 2016؛ Chowdhury et al., 2015؛ 2019) إلى وجود علاقة موجبة بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. بينما أشارت نتائج دراسات كل من (Pawlina and Renneboog, 2005)؛ (Bayat and Pirmohammadi, 2016) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين عدم تماثل المعلومات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية. وبالتالي يتم صياغة فرض الدراسة الرئيسي في صورته العدمية، وذلك على النحو التالي:

لا يوجد تأثير دال إحصائياً لمدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الشركات المساهمة المصرية

القسم الرابع

الدراسة التطبيقية

يتناول الباحثون في هذا القسم تصميم الدراسة التطبيقية لدراسة واختبار أثر مدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بالتطبيق على الشركات المساهمة المدرجة بالبورصة المصرية، وذلك من خلال العناصر التالية:

١/٤ مجتمع وعينة البحث:

يتمثل مجتمع وعينة الدراسة في الشركات المساهمة المصرية المسجلة والمتداول أسهمها ببورصة الأوراق المالية المصرية خلال الفترة من عام ٢٠١٩ حتى عام ٢٠٢٣، حيث تم تقسيم هذه الفترة إلى قسمين، الأول: الفترة من عام ٢٠١٩ حتى عام ٢٠٢٢، والتي ترتبط بالمتغيرات المستقلة والرقابية (التدفقات النقدية التشغيلية، عدم تماثل المعلومات، حجم الشركة، الرفع المالي، وربحية الشركة). الثاني: الفترة من عام ٢٠٢٠ حتى عام ٢٠٢٣، والتي ترتبط بالمتغير التابع (الاستثمار). وقد تم اختيار عينة من تلك الشركات من أجل تحليل تقاريرها المالية وغير المالية، كذلك تم اختيار هذه الشركات في ضوء توافر عدة اشتراطات وهي:

- أن تكون الشركة مسجلة ومتداول أسهمها ببورصة الأوراق المالية خلال فترة الدراسة.
- أن تتوفر لهذه الشركات قوائم مالية وتقارير سنوية منشورة.
- يتم استبعاد الشركات التي تنتمي لقطاعي البنوك والمؤسسات المالية من مجتمع الدراسة نظراً لطبيعة عملها وطبيعة تقاريرها المالية والتي تتطلب دراسة مستقلة.

وفي ضوء التقسيم السابق لمجتمع الدراسة، تم اختيار عينة مكونة من (١١٠) شركة (٤٤٠) مشاهدة) من الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، موزعة على ١٤ قطاعاً اقتصادياً مختلفاً، وذلك خلال الفترة من ٢٠١٩-٢٠٢٢،

٢/٤ مصادر الحصول على بيانات البحث:

اعتمد الباحثين بشكل كامل في الحصول على كافة البيانات اللازمة لإتمام الدراسة الحالية على كلاً من: موقع مباشر مصر للبورصة، وموقع شركة مصر لنشر المعلومات للحصول على التقارير المالية، وموقع البورصة المصرية للحصول على أسعار الأسهم، والموقع الإلكتروني لكل شركة من شركات العينة.

٣/٤ فرض البحث:

بناء على الإطار النظري والدراسات السابقة وللإجابة عن السؤال الذي تم طرحه في مشكلة البحث يمكن صياغة فرض البحث على النحو التالي:

لا يوجد تأثير دال إحصائياً لمدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بالشركات المتداولة أسهمها بالبورصة المصرية.

٤/٤ النموذج العام للبحث:

اعتمدت الدراسة في اختبار فرض البحث على نموذج الانحدار المتعدد التالي:

$$I = \gamma_0 + \gamma_1 OCF * Bid-Ask + \gamma_2 Z + \gamma_3 LEV + \gamma_4 ROA + \varepsilon$$

حيث أن:

I : الاستثمار للشركة (i) في العام (t+1).

γ_0 : المقدار الثابت.

OCF : التدفقات النقدية التشغيلية للشركة (i) في العام (t).

Bid-Ask : مدى السعر للشركة (i) في العام (t).

Z : حجم الشركة (i) في العام (t).

LEV : الرفع المالي للشركة (i) في العام (t).

ROA : ربحية الشركة (i) في العام (t).

□ □ □ الخطأ العشوائي (البواقي)

٥/٤ قياس متغيرات البحث:

يتم قياس متغيرات الدراسة على النحو الآتي:

أولاً: المتغير المستقل: مدى السعر:

يمكن قياسه من خلال المعادلة التالية (الطحان، ٢٠١٨):

مدى أو فرق السعر النسبي للسهم = (أعلى سعر لسهم الشركة i خلال السنة t - أقل سعر لسهم الشركة i خلال السنة t) / سعر الفتح لسهم الشركة i في بداية السنة t .

ثانياً: المتغير التابع: حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية:

اعتمد الباحثون في قياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية على النموذج المستخدم في دراسة (Lin et al., 2018)، وذلك في ضوء المعادلة التالية (أبو خزانه، ٢٠١٩):

$$INVES_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 OCF_{i,t-1} + \alpha_2 X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

حيث أن:

$INVES_{i,t}$: استثمار الشركة (i) في السنة الحالية (t)، والذي تم قياسه من خلال قيمة الاستثمار في الأصول الثابتة مقسوماً على رأس مال الأسهم في بداية الفترة.

$OCF_{i,t-1}$: التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i في بداية الفترة t مقسوماً على رأس مال الأسهم في بداية الفترة t .

$X_{i,t-1}$: المتغيرات الرقابية.

وقد أشار (Lin et al., 2018: 156) إلى أنهم قاموا بقياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية من خلال قيمة المعامل α_1 .

ثالثاً: المتغيرات الرقابية:

قام الباحثين بتعيين المتغيرات الرقابية التالية، والتي تم استخدامها كأحد المتغيرات الرقابية في نماذج الانحدار الخاصة بقياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية والتي تناولتها بعض الدراسات الخاصة بموضوع حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، وتوصلت إلى وجود تأثير معنوي لهذه المتغيرات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية:

▪ حجم الشركة: يقاس من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول في نهاية العام. والذي تم استخدامه من قبل (أبو خزانه، ٢٠١٩؛ Lin et al., 2018; Choi et al., 2018).

- الرفع المالي: يقاس من خلال قسمة إجمالي الالتزامات / إجمالي الأصول في نهاية العام، والتي استخدمها كلاً من (أبو خزانه، ٢٠١٩؛ Riaz et al., 2015; Andrén and Jankensgård, 2015; Choi et al., 2018).
- ربحية الشركة: يقاس من خلال معدل العائد على الأصول، ويقاس من خلال قسمة صافي الأرباح / إجمالي الأصول في نهاية العام والتي استخدمتها دراسة (بغداد، ٢٠١٩).

٦/٤ الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

لإتمام الدراسة التطبيقية بغرض اختبار فروض الدراسة فقد استخدمت العديد من الأساليب الإحصائية، سواء أساليب الإحصاء الوصفي أو الإحصاء الاستدلالي وذلك كما يلي:

١- أساليب الإحصاء الوصفي (Descriptive Statistic):

يهدف توصيف متغيرات الدراسة وذلك باستخدام كلاً من الوسط الحسابي كأحد المقاييس الرئيسية للنزعة المركزية، والانحراف المعياري كأحد مقاييس التشتت.

٢- أساليب الإحصاء الاستدلالي (Inferential Statistics):

اعتمد الباحثين على العديد من أساليب الإحصاء الاستنتاجي أو الاستدلالي الهامة والتي تم استخدامها على نطاق واسع في الأبحاث المحاسبية، وهي:

- أسلوب (Kolmogorov-Smirnov test) والذي يهدف إلى الإجابة على تساؤلاً إحصائياً هاماً وهو: هل أن بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي أم لا ؟ حيث تحدد الإجابة على ذلك التساؤل نوع الأساليب الإحصائية التي يمكن استخدامها في اختبار الفروض، سواء أساليب بارامترية في حالة إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي، أو أساليب غير بارامترية في حالة عدم إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي.
- أسلوب (Pearson Correlation Coefficient) للكشف عن مشكلة الارتباط الذاتي (Multicollinearity) في نماذج الانحدار المختلفة التي ستعتمد عليها الدراسة.
- أسلوب (Multiple Regression) والذي سيتم استخدامه في اختبار فروض البحث وقد تم تطبيق الأساليب الإحصائية السابقة باستخدام برنامج "Statistical Package for Social Sciences" أو "SPSS".

٧/٤ التحليل الإحصائي واختبار فرض البحث وعرض النتائج:

سوف يتم إجراء التحليل الإحصائي واختبار الفروض وعرض نتائج البحث من خلال الخطوات التالية:

١/٧/٤ إجراء الإحصاء الوصفي:

يعرض الجدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المتضمنة في نموذج الدراسة باستخدام برنامج SPSS Ver.22 ويشمل مقياس المتغير التابع وهو حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية،

ومقياس المتغير المستقل وهو مدى السعر، بالإضافة إلى المتغيرات الرقابية (حجم الشركة، الرفع المالي، ربحية الشركة). وقد كانت النتائج كالتالي:

جدول (1): نتائج الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

Descriptive Statistics

الانحرا ف	المتوسط الحسابي	أكبر قيمة	أقل قيمة	عدد المشاهدات	الرمز	المتغيرات
1.1296 79	.56446	.5055	.0000	440	I	الاستثمار
2.2882 6	.383266	.5632	-1.4537	440	OCF	التدفقات النقدية التشغيلية
1.1004 72	1.00367 6	13.1723	.0220	440	Bid-Ask	مدى السعر
1.6897 35	20.7857 3	25.3883	16.5778	440	Z	حجم الشركة
.92546 04	.575141	11.4336	.0029	440	LEV	الرفع المالي
.20142 66	.030991	.7553	-1.6791	440	ROA	ربحية الشركة

ويتضح من النتائج السابقة أنه بالنسبة لشركات العينة وخلال سنوات الدراسة فقد بلغت نسبة الاستثمار إلى رأس مال الأسهم 56.44 % ، ونسبة التدفقات النقدية التشغيلية إلى رأس مال الأسهم % 38.32، كما توضح الإحصاءات أن متوسط عدم تماثل المعلومات المقاس من خلال مدى السعر كان (1.003676)، كذلك توضح النتائج أن متوسط حجم الأصول للشركات المقاس باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول بلغ (20.7857)، كما يشير متوسط نسبة الرافعة المالية والبالغ قيمته (0.57514) إلى أن ديون الشركات في الحدود المقبولة والأمنة، وأخيراً بلغ متوسط ربحية الشركة والمقاس بالعائد على الأصول (0.031)، وذلك لحجم عينة بلغ (440) مشاهدة.

٢/٧/٤ إجراء اختبار (Kolmogorov-Smirnov test):

استخدم الباحثين اختبار (Kolmogorov-Smirnov test) وهو من الاختبارات الإحصائية الشهيرة التي يُعتمد عليها للتعرف على ما إذا كانت بيانات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي ومن ثم يمكن في ضوء ذلك تحديد نوع الأساليب الإحصائية التي سوف تستخدم في اختبار الفروض، سواء أساليب بارامترية في حالة إتباع البيانات التوزيع الطبيعي، أم أساليب غير بارامترية في حالة عدم إتباع البيانات للتوزيع الطبيعي وتم إدراج نتائج هذا الاختبار بالجدول التالي رقم (٢)

جدول (٢)

نتائج اختبار (Kolmogorov-Smirnov)

Variables	Code	Kolmogorov-Smirnov Z	Sig.
Investment	I	0.026	0.200
Operating cash flow	OCF	0.026	0.200
Operating cash flow * Bid – Ask Spread	*Bid-Ask	0.005	0.200
Size	Z	0.027	0.200
Leverage	LEV	0.037	0.200
Return On Assets	ROA	0.056	0.053

ويتضح من نتائج الاختبار السابق أن قيمة (Sig.) بالنسبة لجميع متغيرات الدراسة كانت أكبر من القيمة 0.05، وبالتالي فإن البيانات الخاصة بجميع متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي، وبناءً على ذلك سوف يتم استخدام الأساليب الإحصائية البارامترية في اختبار الفروض.

٣/٧/٤ مشكلة الازدواج الخطي (Multi-Collnearity):

تنشأ هذه المشكلة إذا كانت هناك علاقة خطية تامة بين المتغيرات المستقلة المكونة لنماذج الانحدار وبعضها البعض، وقد تم التحقق من مدي وقوع النماذج المقدره في مشكلة الازدواج الخطي من خلال قياس معامل التضخم ("VIF" Variance Inflation Factor) فوجد أن كل قيم معامل التضخم "VIF" لمتغيرات نموذج الانحدار المقدره لم تتجاوز الـ ١٠ حيث بلغت اقصى قيمة لمعامل التضخم (2.278) في جميع النماذج المستخدمة، وهو ما يعني عدم وقوع النماذج المقدره في هذه المشكلة من مشاكل القياس.

٤/٧/٤ تحليل الارتباط (Pearson Correlation Coefficient):

يوضح الجدول رقم (٣) مصفوفة الارتباط (Correlation Matrix) التي تقوم بتحليل الارتباطات ثنائية المتغير (Bivariate Correlations) من الدرجة الصفرية بين جميع متغيرات الدراسة بغرض التحقق من قوة واتجاه العلاقات المفترضة بين المتغيرات، فضلاً عن عدم وجود مشكلة الازدواج الخطي، وذلك كما يلي:

جدول (٣): مصفوفة الارتباط (Correlation Matrix)

المتغيرات	الاستثمار	التدفقات النقدية التشغيلية	التدفقات النقدية التشغيلية* مدى السعر	التدفقات النقدية التشغيلية* حجم التداول	حجم الشركة	الرافعة المالية	ربحية الشركة
الاستثمار	1						
sig							
التدفقات النقدية التشغيلية	-0.059	1					
sig	.216						
التدفقات النقدية التشغيلية* مدى السعر	-.091	.103*	1				
sig	.057	.032					
حجم الشركة	-.060	.261*	.022	.111*	1		
sig	.209	.000	.649	.020			
الرافعة المالية	.127*	-.589*	-.019	-.056	-.191*	1	
sig	.008	.000	.696	.244	.000		
ربحية الشركة	.016	.597*	-.042	.068	.323*	-.696**	1
sig	.736	.000	.380	.153	.000	.000	

** ارتباط معنوي عند 1% .
* ارتباط معنوي عند 5% .

ويتضح من قيمة المعاملات ارتباط بيرسون الموضحة بالمصفوفة السابقة عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين المتغيرات المستقلة والتي ستقع بنماذج الانحدار المختلفة التي سيتم استخدامها لاحقاً في اختبار فروض البحث، مما يعني سلامة النتائج التي سيتم التوصل إليها من تحليل هذه النماذج وإمكانية التعويل عليها، ومن جانب آخر وعلى مستوى العلاقات المعنوية بين المتغيرات تشير المصفوفة السابقة إلى ما يلي:

- وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين حجم الشركة والتدفقات النقدية التشغيلية.
- وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين حجم الشركة والاستثمار، ووجود علاقة ارتباط عكسية معنوية بين حجم الشركة وكلاً من التدفقات النقدية التشغيلية، وحجم الشركة.
- وجود علاقة ارتباط طردية معنوية بين ربحية الشركة وكلاً من التدفقات النقدية التشغيلية، وحجم الشركة. وعلاقة عكسية مع الرفع المالي للشركة.

٥/٧/٤ نتائج تحليل الانحدار (Regression analysis):

يعد نموذج الانحدار المستخدم من قبل (Lin et al., 2018) لقياس حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية والسابق عرضه بالإطار النظري للبحث هو النموذج الأساسي الذي سوف يعتمد عليه الباحثين في اختبار فرض الدراسة للبحث، مع اختلاف بعض المتغيرات الرقابية التي استخدمتها الدراسة، فضلاً عن قيام الباحثين بإدخال المتغير الخاص بمتغير مدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات على هذا النموذج، وبالتالي سوف يتم اختبار فرض البحث كما يلي:

لا يوجد تأثير دال إحصائياً لمدى السعر كمقياس لعدم تماثل المعلومات على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بالشركات المتداولة أسهماها بالبورصة المصرية.

وقد تم اختبار هذا الفرض باستخدام النموذج التالي:

$$I = \gamma_0 + \gamma_1 OCF * Bid-Ask + \gamma_2 Z + \gamma_3 LEV + \gamma_4 ROA + \varepsilon$$

وقد أسفر التحليل الإحصائي لهذا النموذج عن النتائج التالية الموضحة بالجدول رقم (٤):

جدول رقم (٤)

نتائج اختبار تأثير مدى السعر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية

VIF	معنوية (دلالة) معاملات الانحدار		الخطأ المعياري Std.Error	معاملات الانحدار (β)	المتغيرات المفسرة
	Sig.	(t)			
1.347	.013*	2.481	.012	.029	التدفقات النقدية التشغيلية * عدم تماثل المعلومات (مدى السعر)
1.124	.133	-1.504	.033	-.050	حجم الشركة
2.083	.001**	3.423	.082	.281	الرفع المالي للشركة
2.145	.000**	3.814	.032	.122	ربحية الشركة
معامل التحديد R ² = 0.57			** الفروق دالة عند مستوى معنوية 1%.		
معامل التحديد المعدل R ² = 0.31			* الفروق دالة عند مستوى معنوية 5%.		
دلالة F = 0.000			قيمة F المحسوبة = 6.531		
عدد المشاهدات (ن) = 440 مشاهدة.					

المصدر: نتائج التحليل الإحصائي باستخدام برنامج SPSS ver.22

من نتائج تحليل الانحدار المتعدد بالجدول السابق يتضح ما يلي:

- النموذج المقدر خالي من أي مشاكل قياس تؤثر في نتائجه.

- النموذج المقدر معنوي إحصائياً حيث أظهر اختبار F أنه دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٥%.
- بلغ معامل التحديد المعدل ٣١% وهو ما يعني تفسير المتغيرات المستقلة والحاكمة (مدى السعر، التدفقات النقدية التشغيلية، حجم الشركة، الرفع المالي، وربحية الشركة) تساهم في التأثير على الاستثمار بمقدار ٣١% والباقي يرجع لعوامل اخري لم يتضمنها نموذج الانحدار.
- كما اتضح أن اختبار فترات Tolerances أو معامل تضخم التباين Variance Inflation Factor (VIF) للمتغيرات المستقلة كانت جميع قيم (VIF) أقل من ٥ مما يعنى عدم وجود مشكلة الازدواج الخطى بين المتغيرات.
- وتشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين عدم تماثل المعلومات المقاسة من خلال مدى السعر وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية عند مستوى معنوية ٥%، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت (٢,٤٨١) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig= ٠,٠١٣) وهي أقل من مستوى المعنوية ٥% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (٠,٠٢٩) وهو ما يشير إلى أن العلاقة إيجابية، وهذا يعني أن العلاقة بين الاستثمار والتدفقات النقدية تكون أقوى بالنسبة للشركات التي لديها قدر أكبر من عدم تماثل المعلومات، حيث تميل الشركات التي تواجه زيادة في عدم تماثل المعلومات إلى إظهار حساسية أعلى للتدفقات النقدية الاستثمارية.
- كما تبين عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين حجم الشركة وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية، حيث أشار اختبار T إلى أن حجم الشركة ليس له تأثير معنوي إحصائياً على الاستثمار، ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت قيمة مقدارها (-١,٥٠٤) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig=٠,١٣٣) وهي أكبر من مستوى المعنوية ٥% وهو ما يعني عدم وجود دلالة احصائية ومعنوية.
- كما أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين الرفع المالي للشركة وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية عند مستوى معنوية ١%، حيث أشار اختبار T إلى أن الرفع المالي للشركة له تأثير معنوي إحصائياً على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت مقدارها (٣,٤٢٣) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig=٠,٠٠١) وهي أقل من مستوى المعنوية ١% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (٠,٢٨١) وهو ما يشير إلى أن العلاقة موجبة.
- كما تشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين ربحية الشركة وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية عند مستوى معنوية ١%، حيث أشار اختبار T إلى أن ربحية الشركة لها تأثير معنوي إحصائياً على حساسية الاستثمار للتدفقات

النقدية ويتضح ذلك من نتيجة اختبار T والتي بلغت مقدارها (٣,٨١٤) وقد بلغت دلالة الاختبار (Sig=٠,٠٠٠) وهي أقل من مستوى المعنوية ١% وهو ما يعني وجود دلالة احصائية ومعنوية، كما بلغت قيمة معامل الانحدار (٠,١٢٢) وهو ما يشير إلى أن العلاقة موجبة.

ومن خلال نتائج تحليل الانحدار السابق عرضها يمكن التوصل إلى رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل "يوجد تأثير دال إحصائياً لمدى السعر على حساسية الاستثمار للتدفقات النقدية بالشركات المتداولة أسهمها بالبورصة المصرية"، حيث توصلت النتائج إلى وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية بين مدى السعر وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- أبو خزانه، إيهاب محمد، (٢٠١٩)، "تنوع الشركات وحساسية الاستثمار للتدفقات النقدية في الأسواق الناشئة: دراسة تطبيقية على مصر"، *مجلة الدراسات التجارية المعاصرة*، كلية التجارة - جامعة كفر الشيخ، (٦): ٦٦١-٧٠٠.
- السيد، صفا محمود، (٢٠٠٥)، "التوسع في الإفصاح المحاسبي وعدم تماثل المعلومات بالبورصة المصرية"، *مجلة البحوث التجارية المعاصرة*، كلية التجارة - جامعة سوهاج، ١٩(١): ١-٤٩.
- الطحان، إبراهيم محمد، (٢٠١٨)، "أثر الإفصاح الاختياري عن معلومات المسؤولية الاجتماعية للشركات على عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية: دراسة نظرية وتطبيقية"، *مجلة البحوث المحاسبية*، كلية التجارة - جامعة طنطا، (١): ٥٩٠-٦٥٤.
- بغدادى، أحمد بغدادي أحمد، (٢٠١٩)، "أثر جودة الأرباح على حساسية الاستثمار الرأسمالي للتدفقات النقدية في البيئة المصرية: دراسة إمبريقية"، *مجلة الدراسات والبحوث التجارية*، كلية التجارة - جامعة بنها، ٣٩(١): ١٠٤٥-١٠٥٩.
- بوراس، نسيمه جمال، (٢٠١٢)، "القيود المالية وحساسية الاستثمار للتدفقات المالية: دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية الإقتصاد والعلوم الإدارية - جامعة اليرموك - الأردن.
- حماد، هيام فكري أحمد أحمد؛ وعلي، السيد جمال محمد، (٢٠٢٢)، "علاقة إدارة الأرباح بعدم التماثل المعلوماتي: هل هناك تأثير لتغطية المحللين الماليين؟ منهج إمبريقي على الشركات المساهمة المصرية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية، ٦(١): ٣٧١-٤٣٦.
- عبد الحلیم، وائل عبد الحلیم عوض، (٢٠١٩)، "العلاقة بين مستوى الإفصاح الإلكتروني للتقارير المالية وعدم تماثل المعلومات في الشركات المقيدة بالبورصة المصرية: دراسة إمبريقية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة - جامعة الزقازيق.

نصير، عبد الناصر عبد اللطيف، (٢٠٢١)، "أثر التحول الرقمي على عدم تماثل المعلومات: دليل من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية السعودية"، *مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية*، كلية التجارة_ جامعة الإسكندرية، ٥(٢): ١-٥٦.

هنداوي، أحمد منير عبد السلام، (٢٠٢٠)، "العلاقة بين الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات وعدم تماثل المعلومات وأثرها على قيمة المنشأة: دراسة نظرية وتطبيقية"، *رسالة ماجستير غير منشورة*، كلية التجارة_ جامعة كفر الشيخ.

ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Andrén, N. and Jankensgård, H. (2015), "Wall of cash: The investment-cash flow sensitivity when capital becomes abundant", *Journal of Banking & Finance*, 50: 204–213.
- Ascioglu, A., Hegde, S. P. and McDermott, J. B. (2008), "Information asymmetry and investment–cash flow sensitivity", *Journal of Banking & Finance*, 32(6): 1036-1048.
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S. and Guedhami, O. (2012), "Institutional investment horizon and investment–cash flow sensitivity", *Journal of Banking & Finance*, 36: 1164–1180.
- Bayat, A. and Pirmohammadi, S. (2016), "The Impact of Information Asymmetry and Information Content on Investment-Cash Flow Sensitivity in Firms Listed in Tehran Stock Exchange", *Iranian Journal of Business and Economics*, 3(3): 223-230.
- Chen, Y. and Chen, I. (2013), "The impact of labor unions on investment-cash flow sensitivity", *Journal of Banking & Finance*, 37: 2408–2418.
- Choi, P., Chung, G. and Liu, G. (2018), "Self-attribution of overconfident CEOs and asymmetric investment cash flow sensitivity", *North American Journal of Economics and Finance*, 46: 1–14.
- Chowdhury, J., Kumar, R. and Shome, D. (2015), "Investment–cash flow sensitivity under changing information asymmetry", *Journal of Banking & Finance*, 62: 28–40.
- Colombo, M., Croce, A. and Guerini, M. (2013), "The effect of public subsidies on firms' investment–cash flow sensitivity: Transient or persistent?", *Research Policy*, 42: 1605–1623.

- Ek, G. and Wu, G. (2018), "Investment-cash flow sensitivities and capital misallocation", *Journal of Development Economics* 133: 220–230.
- El Gaied, M. (2018), "Investment-cash Flow Sensitivity and Growth Opportunities", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 8(2): 154-160.
- Francis, B., Hasan, I., Song, L. and Waisman, M. (2013), "Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from emerging markets", *Emerging Markets Review*, 15: 57–71.
- Larkin, Y., Ng, L. and Zhu, J. (2018), "The fading of investment cash flow sensitivity and global development", *Journal of Corporate Finance*, 50: 294–322.
- Lasdi, L., (2013), "The Effect of Information Asymmetry on Earnings Management through Accrual and Real Activities during Global Financial Crisis", *Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura*, 16(2): 325-338.
- Lin, C., Chen, Y., Hsieh, T. and Chien, I. (2018), "Internationalization and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Taiwan", *Asia Pacific Management Review*, 1-7.
- Machdar, N. M., Manurung, A. H. and Murwaningsari, E., (2017), "The Effect of Earning Quality, Conservatism and Real Earnings Management on the Company's Performance and Information Asymmetry as a Moderating Variable", *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(2): 309-318.
- Makina, D. and Wale, L., (2016), "The source of investment cash flow sensitivity in manufacturing firms: Is it asymmetric information or agency costs?", *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 19(3):388-399.
- Mansour, W. (2019), "Is the investment-cash flow sensitivity divergent when information is asymmetrically distributed?", *The Journal of Economic Asymmetries*, 19: 1-11.
- Moshirian, F., Nanda, V., Vadilyev, A. and Zhang, B. (2017), "What drives investment–cash flow sensitivity around the World? An asset tangibility Perspective", *Journal of Banking and Finance*, 77: 1–17.

- Mulier, K., Schoors, K. and Merlevede, B. (2016), "Investment cash flow sensitivity and financial constraints: Evidence from unquoted European SMEs", *Journal of Banking and Finance*, 73: 182–197.
- Pawlina, G., and Renneboog, L. (2005), "Is investment-cash flow sensitivity caused by agency costs or asymmetric information? Evidence from the UK". *European Financial Management*, 11(4): 483-513.
- Pindado, J., Requejo, I. and Torre, C. (2011), "Family control and investment–cash flow sensitivity: Empirical evidence from the Euro zone", *Journal of Corporate Finance*, 17: 1389–1409.
- Riaz, Y., Shahab, Y., Bibi, R. and Zeb, S. (2016), "Investment-cash flow sensitivity and financial constraints: evidence from Pakistan, South Asian", *Journal of Global Business Research*, 5(3): 403-423.
- Samet, M. and Jarboui, A. (2017), "CSR, agency costs and investment-cash flow sensitivity: a mediated moderation analysis", *Managerial Finance*, 43(3): 299-312.