



## **أثر نسبة المديونية على علاقة كفاءة الإستثمار**

### **بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة**

**دراسة اختبارية بالتطبيق على عينة من شركات المساهمة  
المسجلة في البورصة المصرية**

**إعداد**

**د. أحمد محمد عبدالعزيز**

**مدرس المحاسبة**

**كلية التجارة - جامعة الزقازيق**

**amabdulhamied@commerce.zu.edu.eg**

**د. نعمان صلاح الدين محمد**

**أستاذ المحاسبة المساعد**

**كلية التجارة - جامعة الزقازيق**

**nonaslona172@gmail.com**

**الأء حسن صادق**

**باحثة ماجستير محاسبة كلية التجارة**

**جامعة الزقازيق**

**acc.alaa.alsadeq@gmail.com**

**مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق**

**المجلد السابع والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2025**

**رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>**

## **أثر نسبة المديونية على علاقة كفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة "دراسة اختبارية بالتطبيق على عينة من شركات المساهمة المسجلة في البورصة المصرية"**

### **الملخص**

هدفت الدراسة إلى تفسير أسباب تباين نتائج الدراسات السابقة حول علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة، مع التركيز على تأثير نسبة المديونية (الرافعة المالية) على هذه العلاقات. تم تطبيق الدراسة على 107 شركة غير مالية مدرجة في البورصة المصرية خلال الفترة (2018-2022)، باستخدام منهجية تحليل الانحدار الخطي المتعدد. تم قياس كفاءة الاستثمار باستخدام نموذجي (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009)، مع مراعاة متغيرات ضابطة مثل حجم الشركة ومعدل العائد على الأصول. أظهرت النتائج أن التدفق النقدي الحر لم يكن له تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار، مما يدعم الفرضية القائلة بعدم وجود علاقة بينهما. في المقابل، أظهرت الثقة الإدارية الزائدة تأثيراً معنوياً عكسياً على كفاءة الاستثمار، مما يدعم وجود علاقة سلبية بينهما. كما أظهر تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر تأثيراً معنوياً، مما يشير إلى أن نسبة المديونية تعدل العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة الاستثمار. ومع ذلك، لم يكن لنسبة المديونية تأثير معنوي على العلاقة بين الثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار. من بين المتغيرات الضابطة، أظهر معدل العائد على الأصول تأثيراً طردياً معنوياً على كفاءة الاستثمار، بينما لم يكن لحجم الشركة تأثير معنوي.

**الكلمات المفتاحية:** كفاءة الاستثمار، التدفق النقدي الحر، الثقة الإدارية الزائدة، نسبة المديونية، الرافعة المالية، الشركات غير المالية، البورصة المصرية.

## أولاً: مقدمة ومشكلة الدراسة:

يعتبر الإستثمار من أهم الركائز الأساسية التي تعمل على خلق قيمة لأي منشأة ( Shahzad et al., 2019) وأن الكفاءة فيه تؤثر على ربحية المنشأة وتطورها المستقبلي وقدرتها التنافسية وتزيد من كفاءة الاقتصاد القومي (Abolverdi and Kheradmand, 2017; Du et al., 2018).

ومن هنا أصبحت صناعه وإتخاذ القرارات الاستثمارية لتحقيق كفاءة الاستثمار واحده من أهم سياسات المنشآت التي تلعب دوراً هاماً في تحقيق أهداف المنشآت طويلة وقصيرة الأجل وذلك من خلال الحفاظ على علاقتها بالاطراف ذوي المصالح المختلفه من داخل أو خارج المنشأة. ويرتبط تحقيق كفاءة الاستثمار بضروره تساوي حجم الاستثمار الفعلي مع حجم الاستثمار المتوقع في ضوء فرص النمو المتاحة في الشركة و في حاله عدم تحقيق ذلك الوضع تتحقق حاله من عدم كفاءة الاستثمار (Biddle et al., 2009).

وأيدت نتائج دراسة (Biddle et al., 2009) أن الإستثمار في الشركات يعتمد وبشكل أساسي على معدل نمو المبيعات في العام السابق فإذا تحقق ذلك يجب على الشركة أن تقوم بالإستثمار في العام الحالي في الإنفاق الرأسمالي و/أو الإنفاق غير الرأسمالي، وعندها تتجنب إدارة المنشأة الإستثمار في مشاريع تحقق صافي قيمة حالية سالبة Negative Net present value وتستثمر في مشاريع تحقق صافي قيمة حالية موجبة Positive Net present value، ويشار إلى هذه الظاهرة بإسم كفاءة الإستثمار.

كما يوجد العديد من العوامل التي يكون سببها حدوث نوع من عدم تحقيق المنشأة المستوى الأمثل من الأستثمار والتي يكون أهمها مشكلات الوكالة (الخطر الاخلاقي والإختيار المعاكس للمديرين) الذي ينتج عنها مشكلة عدم تماثل المعلومات بين إدارة المنشأة وحملة الأسهم ومن ثم يؤدي ذلك إلى حدوث عدم الكفاءة في الإستثمار (Lambert, 2001; Biddle et al., 2009)، وبناءً على ذلك فإن أي أسلوب يعمل على تقليص مشكلة عدم تماثل المعلومات يجب أن يؤدي إلى تحقيق الكفاءة في الإستثمار كما أشارت إليه دراسة (Ander et al., 2014).

وفي إطار تركيز البحث المحاسبي الإيجابي Positive Research في جانب منه بدراسة علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر (Muchtar et al., 2021)، وعلاقة كفاءة الاستثمار بالثقة الإدارية الزائدة (Longjie and Anfeng, 2017; EL Gaied and Amina, 2018; He et al., 2019؛ حسن، 2021)، لاحظت الباحثة من خلال مراجعتها لنتائج الدراسات والأدلة

البحثية السابقة لعلاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر وجود تعارض بشكل ملحوظ، حيث وجدت بعض الدراسات علاقة موجبة والبعض الآخر من الدراسات وجد علاقة سالبة والبعض الثالث من الدراسات لم يجد أي علاقة على الإطلاق كما في دراسة كل من ( Wang et al., 2015; Jiang, 2016; Thien, 2017; Kantudu and Dumar, 2021; Muchtar et al., 2021).

وتشير نظرية التدفق النقدي الحر لـ (Jensen, 1986) إلى وجود علاقة سالبة لكفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر، حيث تفترض أن المديرين يميلون لاستخدام التدفقات النقدية الحرة في مشروعات غير مجدية اقتصادياً بهدف تعظيم منافعهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين، مما يؤدي إلى انخفاض كفاءة الاستثمار. وتدعم نظرية الوكالة هذا الاتجاه، حيث تؤكد أن زيادة التدفقات النقدية الحرة تفاقم من مشكلة الوكالة وتزيد من احتمالية الاستثمار غير الكفاء نتيجة تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين.

من ناحية أخرى، تقدم نظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل Pecking Order Theory لـ (Myers and Majluf, 1984) منظوراً مختلفاً، حيث تشير إلى إمكانية وجود علاقة موجبة بينهما عندما تُستخدم التدفقات النقدية الحرة في تمويل المشروعات الاستثمارية المربحة، خاصة في ظل ارتفاع تكلفة التمويل الخارجي أو عدم تماثل المعلومات في السوق. وتؤكد نظرية الإشارات Signaling Theory أن وجود تدفقات نقدية حرة مرتفعة قد يكون إشارة إيجابية عن قدرة الشركة على توليد النقد وبالتالي قدرتها على الاستثمار بكفاءة.

كما لاحظت الباحثة أيضاً من خلال مراجعتها لنتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة لعلاقة كفاءة الاستثمار بالثقة الإدارية الزائدة وجود تعارض أيضاً بشكل ملحوظ، حيث وجدت بعض الدراسات علاقة موجبة والبعض الآخر من الدراسات وجد علاقة سالبة والبعض الثالث من الدراسات لم يجد أي علاقة على الإطلاق كما في دراسة كل من ( Chen and Lin, 2012; Longjie and Anfeng, 2017; EL Gaied and Amina, 2018; He et al., 2019; Mo et al., 2019).

حيث أشارت دراسة كل من (Malmendier and Tate; 2005) إلى أن الثقة الإدارية الزائدة لا يوجد لها مفهوم واحد محدد وصريح شأنها شأن كثير من المصطلحات الأخرى حيث تعتبر المبالغة في الثقة بالنفس للمديرين من أكثر النزعات الإدراكية التي تم دراستها بشكل واسع

وتعني مبالغة الافراد في تقدير صحة آرائهم وأحكامهم، فالمديرين الواثقين بأنفسهم بشكل مبالغ فيه يتميزون بالإيجابية بشكل عام ولا يرون أي احتمال بأن يرتكبون أي أخطاء وعادة ينسبون الفضل لأنفسهم عند نجاح توقعاتهم وقراراتهم أما في حاله وقوع أخطاء وفشل في تحقيق توقعاتهم ينسبون ذلك الى الظروف المحيطة بالسوق والوضع الإقتصادي.

ونجد أن دراسة كل من ( Lambert, 2007; Biddle et al 2009; Blanchard et al., 1994) توصلت إلى أن هناك علاقة سالبة بين الثقة الإدارية الزائدة لدى المديرين التنفيذيين وكفاءة الإستثمار حيث قيام المديرين التنفيذيين باتباع الممارسات الإنتهازية التي تعمل على سعي المديرين التنفيذيين إلى تحقيق مصالحهم الذاتية دون النظر إلى مصالح حملة الأسهم كإتخاذ قرارات من شأنها ان تعمل على عدم التخصيص الأمثل للمواد المتاحة لدى المنشآت من خلال توجيهها إلى الإتجاه الذي يعظم منافعه الذاتية كما يمكنهم التلاعب في رقم الربح من خلال إدارة الأرباح التي تؤدي إلى إنعدام الثقة لدى المستثمرين ومقدمي رأس المال الامر الذي يعمل على زيادة مشكل الوكاله ومن ثم زيادة مشكلة عدم تماثل المعلومات مما يؤدي في النهايه إلى عدم الكفاءه في الإستثمار.

ومن ناحية أخرى، توصلت دراسة كل من ( Nguyen et al. , 2020) إلى وجود علاقة موجبة بين الثقة الزائدة للمديرين وكفاءة الاستثمار، ويرجع ذلك إلى أن المديرين التنفيذيين الذين يتمتعون بثقة زائدة في قدراتهم وتقديرهم للمخاطر، يميلون لاتخاذ قرارات استثمارية أكثر جرأة وطموحاً. هذه القرارات الجريئة - على الرغم من أنها قد تبدو مخاطرة - إلا أنها غالباً ما تؤدي إلى عوائد أعلى للاستثمارات. ولذلك، فإن الشركات التي يتمتع فيها المدراء التنفيذيون بقدر أكبر من الثقة الزائدة، تميل استثماراتها إلى أن تكون أكثر كفاءة وربحية.

ونتيجة لتضارب نتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة حول علاقه كفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة. هذا يشير إلى ضرورة المزيد من البحوث وإتباع منهجية بحثية مختلفة لإختبار علاقه موضوع البحث، وتقترح الدراسة الحالية أن يكون هناك متغير منظم يعمل على إحداث تغيير لإتجاه علاقة كفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة من خلال تفاعله مع المتغيرات المستقلة محل الدراسة (التدفق النقدي الحر، والثقة الإدارية الزائدة).

حيث يتوافر في المتغير المنظم وهو نسبة المديونية (الرافعة المالية) شروط إضافته كمتغير منظم، فلا يرتبط بعلاقه خطية مع المتغيرات المستقلة (التدفق النقدي الحر، والثقة الإدارية الزائدة)

– في حدود علم الباحثة – وفي حدود المسح الذي قامت به للدراسات السابقة، بينما يرتبط بعلاقة خطية مع المتغير التابع محل الدراسة (كفاءة الإستثمار) كما هو الحال فيما توصلت إليه دراسة كل من (Temple, 2011; Liu, 2018) إلى وجود أثر معنوي لنسبة المديونية (الرافعة المالية) على كفاءة الإستثمار.

وتعد نسبة المديونية (الرافعة المالية) أداة رقابية فعالة في تحسين كفاءة الاستثمار، حيث تعمل على الحد من مشكلة الوكالة المتمثلة في التدفقات النقدية الحرة. فقد أشار (Jensen, 1986) في دراسته الرائدة "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers" إلى أن الديون تلعب دوراً رقابياً مهماً في تقييد تصرفات المديرين وتحسين كفاءة استخدام موارد الشركة. كما أكد (Myers, 1977) في دراسته "Determinants of Corporate Borrowing" أن نسبة المديونية (الرافعة المالية) تساهم في تخفيف مشكلة نقص الاستثمار من خلال إلزام المديرين باختيار المشاريع ذات القيمة الحالية الصافية الموجبة. وقد دعم (Stulz, 1990) هذا الطرح في بحثه "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies" موضحاً أن الديون تفرض انضباطاً على قرارات الاستثمار من خلال تقييد قدرة المديرين على الاستثمار في مشاريع غير مربحة.

وتجدر الإشارة إلى أن فعالية نسبة المديونية (الرافعة المالية) كأداة رقابية تزداد عندما تقتزن بملكية إدارية في الشركة، حيث يصبح هناك توافق أكبر بين مصالح المديرين (McConnell and Servaes, 1995) والمساهمين وبالتالي، فإن نسبة المديونية (الرافعة المالية) تساهم في تحسين كفاءة الاستثمار من خلال (فرض قيود على التدفقات النقدية الحرة، إلزام المديرين باختيار المشاريع الأكثر ربحية، تخفيف مشكلة نقص الاستثمار، تحسين التوافق بين مصالح المديرين والمساهمين).

وبناءً على ما سبق وفي ضوء التضارب الملحوظ لنتائج الدراسات والأدلة البحثية السابقة التي درست علاقة كفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الغدارية الزائدة، ، وفي ضوء ما توصلت إليه نتائج العديد من الدراسات التي تمت في بيئات أجنبية مختلفة (Wang et al., 2010; Temple, 2011; Chen et al., 2012; Longjie and Anfeng, 2017; Liu, 2018; El (and Zgarni, 2018; Mo et al., 2019; Chen et al., 2019; Nguyen et al., 2020 إلى وجود علاقة معنوية لكفاءة الإستثمار بنسبة المديونية (الرافعة المالية)، وفي ضوء توافر

شروط إضافته كمتغير منظم على العلاقة الأساسية محل البحث، يمكن للباحثة صياغة مشكلة الدراسة في شكل تساؤل مركب على النحو التالي:

"هل من علاقة لكفاءة الاستثمار بكل من التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة، وهل من تأثير لنسبة المديونية (الرافعة المالية) على تلك العلاقة وذلك في شركات المساهمة المسجلة بالبورصة المصرية؟"

### ثانياً: هدف الدراسة:

في ضوء مقدمة ومشكلة الدراسة فإن الهدف هو البحث في علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة، تحديد مدى تأثير نسبة المديونية على العلاقتين محل الدراسة.

### ثالثاً: أهمية الدراسة:

يمكن بلورة أهمية الدراسة الحالية في نوعان من الأهمية، وهما كما يلي:

#### 1/3- الأهمية العلمية:

- = ندرة الدراسات التي تناولت أثر نسبة المديونية (الرافعة المالية) على علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة في البيئة العربية بصفة عامة والبيئة المصرية بصفة خاصة - وذلك في حدود علم الباحثة، الأمر الذي يساهم في سد الفجوة البحثية للدراسات التي تناولت العلاقة الأساسية محل البحث.
- = تقدم الدراسة إطاراً نظرياً متكاملًا يربط بين متغيرات الدراسة الحالية (نسبة المديونية، كفاءة الاستثمار، التدفق النقدي الحر، والثقة الإدارية الزائدة) مما يساهم في فهم أفضل لمحددات كفاءة الاستثمار للشركات خاصة في ظل وجود نسبة المديونية كمتغير منظم.
- = تعد الدراسة إضافة علمية في مجالي المحاسبة والتمويل السلوكي، حيث تتناول تأثير العوامل السلوكية (الثقة الإدارية الزائدة) على القرارات الاستثمارية للشركات.

#### 2/3- الأهمية العملية:

- = تحسين قرارات المستثمرين من خلال توضيح تأثير تفاعل التدفقات النقدية الحرة والثقة الزائدة للمديرين على كفاءة الاستثمار في الشركات المدرجة بالبورصة المصرية، تحديد الشركات الأكثر عرضة للمخاطر الناتجة عن الثقة الزائدة للإدارة أو سوء استخدام التدفقات النقدية الحرة، خاصة عند اختلاف مستويات المديونية.

= توجيه السياسات المالية والرقابية عن طريق تحليل دور الرافعة المالية في تعديل العلاقة بين الثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار، مساعدة المشرعين والهيئات الرقابية في وضع ضوابط للحد من الآثار السلبية للثقة المفرطة للمديرين على القرارات الاستثمارية.

= تعظيم كفاءة سوق الأوراق المالية من خلال تقليل عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين عبر كشف تأثير العوامل السلوكية (مثل الثقة الزائدة) والمالية (مثل التدفقات النقدية والمديونية)، تحسين تخصيص رأس المال عبر تحديد المشروعات الأكثر كفاءة في ظل هذه المتغيرات.

= إثراء الأدبيات المحلية بتقديم أدلة تطبيقية من السوق المصري حول تأثير التدفقات النقدية الحرة والثقة الإدارية الزائدة على كفاءة الاستثمار.

#### **رابعاً: الدراسات السابقة واشتقاق الفرضيات:**

**المجموعة الأولى: دراسات تناولت علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر:**

■ دراسة (Thien, 2017):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 505 مشاهدة خلال الفترة من عام 2011 إلى عام 2015 في فيتنام. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين كفاءة الاستثمار والتدفق النقدي الحر، ويعزى ذلك إلى ضعف الرقابة والحوكمة، وعدم توفر فرص استثمارية جيدة للشركات ذات السيولة العالية.

■ دراسة (Fakhroni et al., 2018):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر وعدم كفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 165 شركة صناعية خلال الفترة من عام 2012 إلى عام 2016 في إندونيسيا. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين كفاءة الاستثمار والتدفق النقدي الحر، حيث يؤدي ارتفاع التدفقات النقدية الحرة إلى استغلال المديرين لها في استثمارات غير مجدية لتحقيق مصالحهم الشخصية على حساب المساهمين.

■ دراسة (Zhu, 2019):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 422 شركة (2722 مشاهدة) خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2015 في نيوزيلندا. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة

الاستثمار، حيث توفر السيولة الداخلية موارد مالية تمكن الشركات من الاستثمار في مشاريع مربحة بتكلفة أقل مقارنة بالتمويل الخارجي.

#### ■ دراسة (Kantudu and Uumar, 2021):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 48 شركة (528 مشاهدة) خلال الفترة من عام 2008 إلى عام 2018 في نيجيريا. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة الاستثمار، وذلك بسبب مشكلات الوكالة التي تدفع المديرين لاستغلال الأموال الزائدة في استثمارات مفرطة وغير كفء لتحقيق مصالحهم الشخصية.

#### ■ دراسة (فهمي، 2022):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 44 شركة (264 مشاهدة) خلال الفترة من عام 2015 إلى عام 2020 في مصر. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الاستثمار، حيث تعكس السيولة الزائدة قدرة الشركات على تمويل استثمارات مربحة بتكلفة منخفضة، مما يعزز الكفاءة التشغيلية والعائد على الأصول.

#### المجموعة الثانية: دراسات تناولت علاقة كفاءة الاستثمار بالثقة الإدارية الزائدة:

#### ■ دراسة (Longjie and Anfeng, 2017):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين ثقة المدراء المفرطة وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 1438 شركة خلال الفترة من عام 2003 إلى عام 2013 في الصين. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين كفاءة الاستثمار وثقة المدراء الزائدة، حيث يميل المدراء الذين يمتلكون نسبة كبيرة من أسهم شركاتهم إلى المبالغة في تقدير مشاريع الاستثمار مما يؤدي إلى انخفاض الكفاءة.

#### ■ دراسة (EL Gaied and Amina, 2018):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الثقة الزائدة للمديرين وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 195 شركة خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2013 في تونس. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين عدم كفاءة الاستثمار والثقة الزائدة للمدير، حيث يميل المديرون المفرطون في الثقة إلى المبالغة في تقدير الفرص الاستثمارية والتقليل من مخاطرها.

#### ■ دراسة (Mo et al., 2019):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الثقة الزائدة للإدارة وكفاءة استثمار العمالة، وذلك لعينة مكونة من 1219 مشاهدة خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2010 في كوريا الجنوبية. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الثقة الزائدة للإدارة وكفاءة استثمار العمالة، حيث يؤدي التوظيف الزائد بناء على توقعات مبالغ فيها إلى ارتفاع التكاليف دون زيادة الإنتاجية.

#### ■ دراسة (فودة، 2019):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين التفاؤل الإداري وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 124 شركة خلال الفترة من عام 2008 إلى عام 2016 في مصر. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين التفاؤل الإداري وكفاءة الاستثمار، حيث يميل المديرون المتفائلون إلى الاستثمار المفرط مما يقلل الكفاءة.

#### ■ دراسة (Mashayekh and Morshedi, 2020):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الثقة الزائدة للمديرين وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 100 شركة (3000 مشاهدة) خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2015 في فيتنام. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الثقة الزائدة وكفاءة الاستثمار، حيث تؤدي القرارات الجريئة إلى عوائد أعلى.

#### ■ دراسة (حسن، 2021):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 120 شركة خلال الفترة من عام 2014 إلى عام 2018 في مصر. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الثقة الزائدة وكفاءة الاستثمار، حيث تؤدي الثقة المفرطة إلى تجاهل المخاطر واتخاذ قرارات استثمارية خاطئة.

#### المجموعة الثالثة: دراسات تناولت علاقة كفاءة الاستثمار بالرافعة المالية:

#### ■ دراسة (Eghbalian et al., 2013):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 72 شركة خلال الفترة من عام 2006 إلى عام 2011 في إيران. وتوصلت الدراسة إلى

وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، حيث تزيد الديون من تكاليف الوكالة والإفلاس مما يدفع الشركات لتجنب المشروعات ذات العائد المرتفع.

#### ■ دراسة (Ebrati et al., 2013):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 85 شركة خلال الفترة من عام 2009 إلى عام 2011 في إيران. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار، حيث يؤدي الاعتماد المفرط على الديون إلى تقليل الموارد المالية المتاحة للاستثمار بكفاءة.

#### ■ دراسة (Yuan and Motohashi, 2014):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 13608 شركة خلال الفترة من عام 2003 إلى عام 2010 في الصين. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرفع المالي وكفاءة الاستثمار نتيجة زيادة تكاليف الوكالة بين المستثمرين والدائنين.

#### ■ دراسة (Sarkhe et al., 2015):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 1140 مشاهدة خلال الفترة من عام 2009 إلى عام 2013 في إيران. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، حيث يؤدي ارتفاع الديون إلى اتخاذ قرارات استثمارية أقل كفاءة.

#### ■ دراسة (Banerjee et al., 2023):

تستهدف هذه الدراسة اختبار العلاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، وذلك لعينة مكونة من 3176 شركة خلال الفترة من عام 2011 إلى عام 2020 في الهند والصين وروسيا والبرازيل وجنوب أفريقيا. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سالبة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار، حيث تزيد الديون من تكلفة الإفلاس مما يقلل الرغبة في الاستثمار.

### التعليق على الدراسات السابقة:

في ضوء ما تم استعراضه من الدراسات السابقة التي توافرت للباحثة وللعلاقات وللمتغيرات محل البحث يمكن استخلاص الآتي:

■ أن هذه الدراسات تمت في بيئات مختلفة مثل: (الصين، اندونيسيا، فيتنام، نيوزيلندا، نيجيريا، مصر، تاوان، تونس، كوريا الجنوبية، إيران، الولايات المتحدة الأمريكية، الدنمارك، جنوب أفريقيا، الهند، روسيا، البرازيل) وأزمة مختلفة، وأوضحت الآتي:

- وجود تباين في النتائج لعلاقة التدفق النقدي الحر بكفاءة الاستثمار للشركات.
- وجود تباين في النتائج لعلاقة الثقة الإدارية الزائدة بكفاءة الاستثمار للشركات.
- وجود علاقة معنوية بين نسبة المديونية (الرافعة المالية) وكفاءة الاستثمار في الشركات.
- وجود تفاوت في عدد مفردات العينة المستخدمة من دراسة إلى أخرى سواء كانت أحجامها بالمشاهدات أو بالشركات.
- وجود تفاوت في فترات التطبيق من دراسة إلى أخرى.
- وجود إتفاق في جميع الدراسات السابقة في الإعتماد على نموذج الإنحدار الخطي المتعدد.
- وجود إتفاق في أغلب هذه الدراسات حول إستخدام كل من (حجم الشركة، الربحية، فرص النمو، والسيولة) كمتغيرات ضابطة.

■ اتفقت أغلب الدراسات السابقة فيما بينها عند قياس التدفق النقدي الحر  $FCF$  الذي يمثل المتغير المستقل الأساسي الأول في الدراسة الحالية على المقياس الذي قدمته دراسة (Richardson, 2006)، كما اعتمدت دراسة (فهمي، 2022) التي تمت في البيئة المصرية على نفس المقياس المقدم من قبل دراسة (Richardson, 2006)، وهو ما سيتم أخذه في الاعتبار عند القيام بالجزء الاختباري من الدراسة الحالية.

■ اختلفت الدراسات السابقة فيما بينها عند قياس متغير الثقة الإدارية الزائدة  $Ovcon$  الذي يمثل المتغير المستقل الأساسي الثاني في الدراسة الحالية، حيث اعتمدت بعض الدراسات (Mashayekh and Morshedi, 2020؛ حسن، 2021) على المقياس المقدم قبل دراسة (Ahmed and Duellman, 2013)، واعتمدت دراسة (Huang et al., 2011) على المقياس المقدم من قبل دراسة (Nguyen et al., 2020)، واعتمدت دراسة (فودة، 2019) على المقياس المقدم من قبل دراسة (Hribar and Yang, 2017)، واعتمدت دراسة (Mo

(et al., 2019) على المقياس المقدم من قبل دراسة (Roll, 1986)، واعتمدت دراسة (He et al., 2019) على المقياس المقدم من قبل دراسة (Malmendier et al., 2008)، واعتمدت دراسة (EL Gaied and Amina, 2018) على المقياس المقدم من قبل دراسة (Schr and Zechman, 2012)، واعتمدت دراسة (Longjie and Feng, 2017) على ملكية المديرين التنفيذيين في أسهم الشركة، واعتمدت دراسة (Chen and Lin et al., 201) على المقياس المقدم من قبل دراسة (Heaton, 2002)، وسوف تقوم الباحثة بالاعتماد على نهج دراسة (He et al., 2019) والتي فيها تم الاعتماد على المقياس المقدم من قبل دراسة (Malmendier et al., 2008)، وهو ما سيتم أخذه في الاعتبار عند القيام بالجزء الاختباري من الدراسة الحالية، حيث توافر البيانات لدى هذا المقياس في بيئة الأعمال المصرية فضلاً عن أنه من أكثر المقاييس التي اُستخدمت في العديد من الدراسات التي كان فيها (الثقة الإدارية الزائدة) أحد متغيرات دراستها.

■ إتفقت أغلب الدراسات السابقة على قياس متغير كفاءة الإستثمار *INVEFF*، والذي يمثل المتغير التابع في الدراسة الحالية إستناداً إلى دراسة (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009)، وهو ما سيتم أخذه في الاعتبار عند القيام بالجزء الاختباري من الدراسة الحالية. ■ إتفقت معظم الدراسات السابقة على قياس متغير نسبة المديونية (الرافعة المالية) *Lev* والذي يمثل المتغير المنظم في الدراسة الحالية على نسبة مجموع الديون (بند الدائنون، وأوراق الدفع) وليس مجموع الالتزامات إلى مجموع الأصول إستناداً إلى دراسة (Rajan and Zingales, 1995)، وهو ما سيتم أخذه في الحسبان عند القيام بالجزء الاختباري من الدراسة الحالية.

■ لا توجد دراسات سابقة – في حدود علم الباحثه – وفي حدود الدراسات التي إستطاعت الوصول إليها – قامت بدراسة أثر نسبة المديونية لعلاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة في البيئة الأجنبية والبيئة العربية بصفة عامة وبيئة الأعمال المصرية بصفة خاصة وهذه هي الفجوة البحثية التي يراد العمل على تضيقها، لذلك سوف تكون هذه الدراسة مكملية للدراسات السابقة في محاولة لسد الفجوة البحثية وخفض التعارض الموجود في نتائج الدراسات السابقة للعلاقة الأساسية محل البحث (علاقة التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة بكفاءة الإستثمار).

## اشتقاق وصياغة الفروض البحثية:

بناءً على ما تم عرضه من الدراسات السابقة والتعليق على منهجيتها والمغيرات التي تناولتها والنتائج التي توصلت إليها من وجود تضارب في علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة، ووجود معنوية لعلاقة كفاءة الاستثمار بنسبة المديونية (الرافعة المالية)، وتفسير هذه النتائج، يمكن للباحثة اشتقاق وصياغة فرضيات الدراسة في صورة العدم على النحو التالي:

$H_{01}$ : "عدم وجود علاقة لكفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر".

$H_{02}$ : "عدم وجود تأثير لنسبة المديونية (الرافعة المالية) على علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر".

$H_{03}$ : "عدم وجود علاقة لكفاءة الاستثمار بالثقة الإدارية الزائدة".

$H_{04}$ : "عدم وجود تأثير لنسبة المديونية (الرافعة المالية) على علاقة كفاءة الاستثمار بالثقة الإدارية الزائدة".

## خامساً: تصميم البحث:

### 1/5- نموذج الدراسة:

سوف تعتمد الباحثة في اختبار فرضيات البحث على نموذج الانحدار الخطي المتعدد Multiple Linear Regression Model، وعلى ذلك ولإختبار فرضيات الدراسة سوف يتم

الإعتماد على نموذج الانحدار التالي، والذي يتولى اختبار الفروض:  $H_{01}, H_{02}, H_{03}, H_{04}$

$$INVEFF_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 FCF_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 Ovcon + \beta_4 (FCF * Lev)_{it} + \beta_5 (Ovcon * Lev)_{it} + \beta_K Control_{kit} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

### حيث أن:

$\varepsilon_{it}$ : تشير إلى قيمة بواقي نموذج إنحدار التنبؤ بالإستثمار (القيمة المطلقة

للبواقي المتحصل عليها) للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ ، والتي تعبر عن

كفاءة أو عدم كفاءة الاستثمار.

$FCF_{it}$ : تشير إلى التدفق النقدي الحر للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

$Lev_{it}$ : تشير إلى نسبة المديونية (الرافعة المالية) للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

$Ovcon_{it}$ : تشير إلى الثقة الإدارية الزائدة للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

$(FCF * LEV)_{it}$ : تشير إلى التفاعل بين متغيري نسبة المديونية (الرافعة المالية) والتدفق النقدي الحر للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

$(Ovcon * Lev)_{it}$ : تشير إلى التفاعل بين متغيري نسبة المديونية (الرافعة المالية) والثقة الإدارية الزائدة للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ .

$Control_{kit}$ : تشير إلى المتغيرات الضابطة بالنموذج للشركة  $i$  في نهاية الفترة  $t$ ، حيث  $(K= 1, 2)$ ، وتشير إلى حجم الشركة  $SIZE_{it}$ ، ومعدل العائد على الأصول  $ROA_{it}$  على الترتيب.

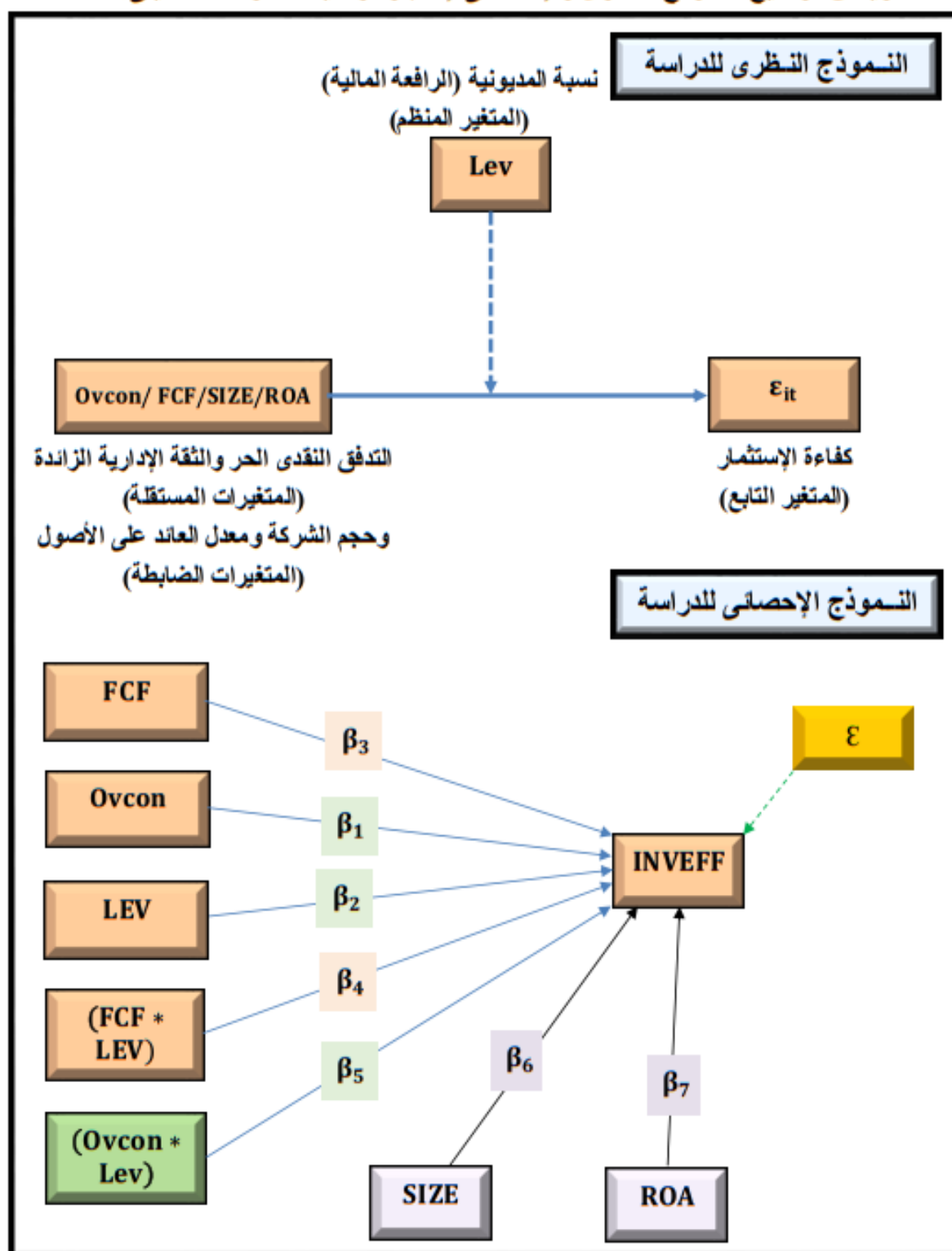
$\beta_0$ : تشير إلى الجزء الثابت في نماذج الانحدار.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ : تشير إلى معاملات الانحدار للمتغيرات المستقلة التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة والمتغير المنظم نسبة المديونية (الرافعة المالية) ومتغيرات التفاعل بينهما، التي تحدد اتجاه العلاقة بينهم وبين المتغير التابع.

$\beta_K$ : تشير إلى معاملات الانحدار للمتغيرات الضابطة بالنموذج التي تحدد اتجاه العلاقة بين كل متغير ضابط والمتغير التابع، حيث  $(K= 1, 2)$ ، وتشير إلى معامل إنحدار حجم الشركة  $SIZE_{it}$ ، ومعامل إنحدار معدل العائد على الأصول  $ROA_{it}$  على الترتيب.

$\varepsilon_{it}$ : تشير إلى قيمة الخطأ العشوائي بالنموذج أو القيمة غير المفسرة (المتبقي إحصائياً من تقدير النموذج).

ويمكن توضيح النموذج النظري والإحصائي لإختبار فرضيات الدراسة كما يلي:



شكل (١):

نموذج الدراسة النظري والإحصائي لإختبار فروضها.

المصدر: الباحثة بالاستناد إلى (أبو العز، ٢٠٢٢).

## 2/5- التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة:

فيما يلي وصفاً لمتغيرات الدراسة، والتعريف الإجرائي *Operational Definition* لها:

### 1/2/5- المتغير التابع: [كفاءة الإستثمار ( $\epsilon_{it}$ ):

سوف يتم قياسه كمياً إستناداً إلى نموذج إنحدار التنبؤ بالإستثمار والذي تم إستخدامه في دراسة كل من ( Richardson; 2006; Biddle et al., 2009; Chen et al., 2011; Ramadan, 2017؛ بلال، 2020؛ مرقص، 2022)، وهو عبارة عن القيمة المطلقة للبواقي المتحصل عليها من النموذج كإنحراف عن المستوى الفعلي للإستثمار عن المتوقع والتي تشير إلى عدم الكفاءة في الإستثمار، وذلك كما في نموذج الإنحدار المتعدد التالي:

$$INVEFF_{it} = \beta_0 + \beta_1 NEG_{it} + \beta_2 Rev Growth_{it} + \beta_3 (NEG * RevGrowth)_{it} + \epsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

حيث أن:

$INVEFF_{it+1}$  : تشير إلى إجمالي الإستثمارات الفعلية وهي تمثل نسبة [صافي

التدفقات النقدية من أنشطة الإستثمار في نهاية الفترة t المتحصل

عليها من قائمة التدفقات النقدية<sup>1</sup> مقسوماً على إجمالي الأصول في

بداية الفترة t.

$NEG_{it}$  : متغير وهمي يأخذ قيمة واحد صحيح إذا كان معدل نمو إيراد

المبيعات سالباً، ويأخذ القيمة صفر بخلاف ذلك للشركة i وفي نهاية

الفترة t.

$Rev Growth_{it}$  : تشير إلى المعدل السنوي لنمو إيراد المبيعات للشركة i وفي نهاية

الفترة t من خلال<sup>2</sup>:

1 وهي عبارة عن قيمة إجمالي الإستثمارات الفعلية في الأصول الثابتة والإستثمارات طويلة الأجل مطروحاً منها قيمة المقبوضات النقدية من الممتلكات والمعدات والمنشآت. بيع

2 نسبة نمو المبيعات في الفترة t =  $\frac{(مبيعات الفترة t - مبيعات الفترة t-1)}{مبيعات الفترة t-1} * 100$

3 للتعبير عن نمو المبيعات في الفترة t من مبيعات الفترة t-1. (مبيعات الفترة t - مبيعات الفترة t-1) / مبيعات الفترة t-1 \* 100. ص: 133.

4 يُستعمل مصطلح الإزدواج الخطي Multicollinearity للدلالة على وجود ارتباط خطي أو شبه خطي بين

$\varepsilon_{it}$  : الخطأ العشوائى أو المتبقي إحصائياً من تقديرات النموذج أو القيمة غير المفسرة (مؤشر كفاءة وعدم كفاءة الإستثمار).

## 2/2/5- المتغيرات المستقلة:

### 1/2/2/5- التدفق النقدى الحر ( $FCF_{it}$ ):

أشارت دراسة كل من (Brigham and Ehrhardt, 2011; El and Zgarni, 2018; ) إلى أن التدفق النقدى الحر عبارة عن التدفق النقدى الزائد والمتحقق للشركة من ربح عمليات التشغيل بعد إضافة قسط الإهلاك السنوي مطروحاً منه صافى الإستثمارات الجديدة، ويتم حسابه بإستخدام المعادلة التالية:

$$FCF_{it} = (NOPAT + D)_{it} - NIOC_{it} \dots\dots\dots (4)$$

#### حيث أن:

$FCF_{it}$ : تشير إلى التدفق النقدى الحر للشركة  $i$  وفى نهاية الفترة  $t$ .  
 $(NOPAT + D)_{it}$ : تشير إلى صافى الربح التشغيلى بعد الضريبة مضافاً إليه قسط الإهلاك  $D$  للشركة  $i$  وفى نهاية الفترة  $t$ .  
 $NIOC_{it}$ : تشير إلى قيمة صافى الإستثمار في رأس المال التشغيلى والذى يمثل الفرق بين (صافى الإستثمار للفترة  $t$  وصافى الإستثمار للفترة  $t-1$ )، علماً بأن رأس المال المستثمر يمثل (صافى راس المال العامل + الإستثمار في الأصول الثابتة)، وذلك للشركة  $i$  وفى نهاية الفترة  $t$ .

### 2/2/2/5- الثقة الإدارية الزائدة ( $Ovcon_{it}$ ):

تم قياس الثقة الإدارية الزائدة باستخدام مقياس قائم على الاستثمار من خلال النفقات الرأسمالية (Schrand and Zechman, 2012; Zaher, 2019).  
أولاً، تم حساب نسبة النفقات الرأسمالية إلى إجمالي الأصول للشركة ( $i$ ) في الفترة ( $t$ ) عن طريق قسمة النفقات الرأسمالية للشركة على إجمالي أصولها لنفس الفترة.  
ثانياً، تمت مقارنة هذه النسبة مع الوسيط للنفقات الرأسمالية لنفس العام في القطاع. إذا كانت نسبة النفقات الرأسمالية للشركة أكبر من الوسيط السنوي للقطاع في ذلك العام تأخذ القيمة واحد، وخلاف ذلك صفر.

### 3/2/5- المتغير المنظم: وهما متغيران:

#### 1/3/2/5- نسبة المديونية ( $LEV_{it}$ ):

سوف يتم قياسه كمياً بنسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي قيمة الأصول للشركة  $i$  وفي نهاية الفترة  $t$ .

#### 2/3/2/5- المتغيرين التفاعليين:

#### 1/2/3/2/5- التأثير المشترك لنسبة المديونية والتدفق النقدي الحر ( $FCF * Lev_{it}$ ):

وهو متغير يعبر عن حاصل ضرب نسبة المديونية بالتدفق النقدي الحرو يمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك أثر منظم للرافعة المالية (نسبة المديونية) على علاقة كفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر أم لا.

#### 2/2/3/2/5- التأثير المشترك لنسبة المديونية والثقة الإدارية الزائدة ( $FCF * Lev_{it}$ ):

وهو متغير يعبر عن حاصل ضرب نسبة المديونية بالثقة الإدارية الزائدة ويمكن من خلاله تحديد ما إذا كان هناك أثر منظم للرافعة المالية على علاقة كفاءة الإستثمار بالثقة الإدارية الزائدة أم لا.

### 3/5- المتغيرات الضابطة:

تشير المتغيرات الضابطة إلى المتغيرات غير المرتبطة بأهداف الدراسة وفي نفس الوقت يكون لها تأثير على المتغير التابع، ويتم إدخال هذه المتغيرات في النموذج لمعرفة تأثيرها على المتغير التابع (إبراهيم وزيدان، 2017)، وتعمل على تزويد القوة التفسيرية للنموذج وتقليل الخطأ العشوائى الذى يعكس المتغيرات التي أغفلها الباحث ولم يدرجها في النموذج، وسيتم تحديد المتغيرات الضابطة بناءً على أثر المتغيرات التي وجدت الدراسات السابقة أنها ذات تأثير على المتغير التابع (كفاءة الإستثمار) وهى المتغيرات التالية:

#### 1/3/5- حجم الشركة ( $SIZE_{it}$ ):

سوف يتم قياسه كمياً باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي قيمة الأصول للشركة  $i$  وفي نهاية الفترة  $t$ .

#### 2/3/5- معدل العائد على الأصول ( $ROA_{it}$ ):

سوف يتم قياسه كمياً بنسبة صافى الربح إلى إجمالي قيمة الأصول بالشركة  $i$  وفي نهاية الفترة  $t$ .

#### **4/5- المتغيرات الضابطة ومبررات إضافتها لنماذج الدراسة:**

تشير الدراسات السابقة إلى أن كفاءة الإستثمار قد تتأثر بمتغيرات أخرى غير المتغيرات المستقلة محل الدراسة (الثقة الإدارية الزائدة، التدفق النقدي الحر، نسبة المديونية، والتفاعل بينهما) لذا سوف يتم إضافة المتغيرات الضابطة لنماذج الإنحدار ذات التأثير على المتغير التابع (كفاءة الإستثمار معبراً عنه بالقيمة المطلقة للبواقي مضروبة في -1 المتحصل عليها من نموذج إنحدار التنبؤ بالإستثمار كإنحراف عن المستوى المتوقع والتي تشير إلى كفاءة وعدم كفاءة الإستثمار)؛ وذلك لما يلي:

#### **1/4/5-- حجم الشركة:**

أيدت دراسة (Xiao et al., 2017) وجود علاقة موجبة بين حجم المنشأة وكفاءة الاستثمار. حيث تمتلك الشركات كبيرة الحجم الموارد والحوافز التي تؤهلها للمشاركة بشكل كبير في الأنشطة الاستثمارية وتسعى الى تخفيض عدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين وبالتالي تخفيض تكلفة الوكالة.

#### **2/4/5 - معدل العائد على الأصول:**

أيدت دراسة (Chen et al., 2019) وجود علاقة موجبة بين ربحية الشركة معبراً عنها بمعدل العائد على الأصول وكفاءة الإستثمار. فكلما زاد معدل العائد على الأصول كمقياس للربحية دل ذلك على تحسن وضع الشركة المادي والمركز المالي لها وانخفاض المخاطر المستقبلية. مما ينعكس على الكفاءة في الإستثمار.

#### **4/5- مجتمع وعينة وفترة وحدود الدراسة:**

##### **1/4/5- مجتمع وعينة الدراسة:**

تمتد الدراسة لتشمل الشركات غير المالية المدرجة ببورصة الاوراق المالية من القطاعات المختلفة، والتي تضمنت 107 شركة من 12 قطاعاً نوعياً<sup>(3)</sup>، مما أتاح 535 مشاهدة صالحة للتحليل الإحصائي خلال الفترة من 2018 إلى 2022.

##### **2/4/4- فترة الدراسة:**

تغطي فترة الدراسة السنوات من عام 2018م حتى عام 2022م.

---

3 للتعرف على شركات العينة والقطاعات النوعية التي تنتمي إليها راجع ملحق (1)، ص: 133.

## 5/5- أسلوب ومصادر جمع بيانات الدراسة:

- اعتمد الباحث على أربعة مصادر رئيسية لجمع البيانات المتعلقة بشركات عينة الدراسة وهما:
- = المواقع الإلكترونية الرسمية للشركات المساهمة المقيدة والتي تشمل على الإفصاحات والتقارير الدورية المتاحة في قسم علاقات المستثمرين (Investor Relations).
  - = شركة مصر لنشر المعلومات (Egyt for Information Dissemination - EGID) والتي تقدم خدمات نقل بيانات التداول اللحظي والبيانات الأساسية للشركات المقيدة بالبورصة المصرية.
  - = الموقع الرسمي للبورصة المصرية بما يتضمنه من تقارير الإفصاح الإلزامية للقوائم المالية التي توفرها البورصة المصرية.
  - = موقع مباشر مصر والذي يحتوي على التقارير المالية الدورية للشركات المساهمة المقيدة بالبورصة المصرية.

## سادساً: تحليل النتائج واختبار فروض البحث:

### 1/6- الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة ومدى إعتدالية بياناتها:

#### 1/1/6- الإحصاءات الوصفية (لمتغيرات الدراسة الكمية):

يوضح الجدول رقم (3) بعض مقاييس النزعة المركزية Measure of Central Tendency كالوسط الحسابي Mean، وبعض مقاييس التشتت Measures of Dispersion كالانحراف المعياري Standard Deviation والحد الأدنى Minimum والحد الأعلى Maximum لكافة المتغيرات الكمية Quantitative variables بالدراسة والمدرجة في نماذج الانحدار بها، وهي: كفاءة الإستثمار المعبر عنها بالبواقي المقدرة من نموذج التنبؤ بالاستثمار (المتغير التابع)، التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة (المتغيرات المستقلة)، تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر وتفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة (المتغيرات التفاعلية)، والمتغيرات الضابطة (حجم الشركة، ومعدل العائد على الأصول)، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغيرات على مستوى شركات الدراسة محل البحث.

### جدول (3):

الإحصاءات الوصفية لكافة المتغيرات الكمية بالدراسة

| المتغيرات                                                                 | عدد المشاهدات | الحد الأدنى | الحد الأعلى     | الوسيط | الانحراف المعياري |
|---------------------------------------------------------------------------|---------------|-------------|-----------------|--------|-------------------|
| <b>المتغير التابع</b>                                                     |               |             |                 |        |                   |
| كفاءة الإستثمار ( $INVEFF_{it+1}$ )                                       | 107           | -1.23       | 10.55           | -0.010 | 0.67658           |
| <b>المتغيرات المستقلة</b>                                                 |               |             |                 |        |                   |
| التدفق النقدي الحر ( $FCF_{it}$ )                                         | 107           | -508.27     | 0.682           | 0.0148 | 28.331            |
| <b>المتغير المنظم</b>                                                     |               |             |                 |        |                   |
| الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )                                            | 107           | 0.001       | 4.706           | 0.432  | 0.4498            |
| <b>المتغيرات التفاعلية</b>                                                |               |             |                 |        |                   |
| تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر<br>( $LEV * FCF_{it}$ )       | 107           | -381.94     | 0.527           | 0.0036 | 18.252            |
| تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة<br>( $LEV * OVCON_{it}$ ) | 107           | 0.000       | 3.686           | 0.0589 | 0.385             |
| <b>المتغيرات الضابطة</b>                                                  |               |             |                 |        |                   |
| حجم الشركة ( $SIZE_{it}$ )                                                | 107           | 18.42       | 25.20           | 1.539  | 1.3529            |
| معدل العائد على الأصول ( $ROA_{it}$ )                                     | 107           | 2.00        | 134.0           | 0.1468 | 25.317            |
| <b>حجم العينة (n)</b>                                                     |               |             | <b>107 شركة</b> |        |                   |

### 2-1/6- التكرارات والنسب المئوية (للمتغيرات الدراسة الوهمية):

يوضح الجدول رقم (4) عدد مرات ظهور كل قيمة (التكرارات Frequencies) وبعض مقاييس النسب المئوية Percentiles للمتغير الوهمي Dummy Variable بالدراسة الحالية، هو: الثقة الإدارية الزائدة، وذلك بهدف إظهار الخصائص المميزة لتلك المتغير على مستوى شركات البحث.

### جدول (4):

النسب المئوية والتكرارات للمتغير الوهمي

| المتغيرات                               | المستويات | العدد             | النسبة      |
|-----------------------------------------|-----------|-------------------|-------------|
| <b>المتغير المستقل</b>                  |           |                   |             |
| الثقة الإدارية الزائدة ( $OVCON_{it}$ ) | 0         | 262               | 49.0        |
|                                         | 1         | 273               | 51.0        |
| <b>المجموع</b>                          |           | <b>535 مشاهدة</b> | <b>100%</b> |

### 3-1/6- اختبار الإعتدالية لمتغيرات الدراسة:

يعرض الجدول رقم (5) نتائج اختباري التوزيع الطبيعي (كولموجوروف-سميرنوف وشابيرو-ويلك) للمتغيرات الكمية في الدراسة. تهدف هذه الاختبارات إلى تحديد طبيعة البيانات وبالتالي

تحديد نوع الاختبارات الإحصائية المناسبة للتطبيق - سواء كانت اختبارات معلمية أو لامعلمية - عند إجراء التحليلات الإحصائية لمتغيرات الدراسة واختبار فرضياتها، وذلك على النحو التالي:

#### جدول (5):

نتائج اختبار مدى إعتدالية البيانات

| Shapiro-Wilk         |                          | Kolmogorov-Smirnov   |                          | المتغيرات                                                                   |
|----------------------|--------------------------|----------------------|--------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| مستوي الدلالة (Sig.) | قيمة الإحصاء (Statistic) | مستوي الدلالة (Sig.) | قيمة الإحصاء (Statistic) |                                                                             |
|                      |                          |                      |                          |                                                                             |
| المتغير التابع       |                          |                      |                          |                                                                             |
| 0.000                | 0.168                    | 0.000                | 0.375                    | كفاءة الإستثمار (INVEFF <sub>it+1</sub> )                                   |
| المتغير المستقل      |                          |                      |                          |                                                                             |
| 0.000                | 0.044                    | 0.000                | 0.505                    | التدفق النقدي الحر (FCF <sub>it</sub> )                                     |
| المتغير المنظم       |                          |                      |                          |                                                                             |
| 0.000                | 0.682                    | 0.000                | 0.151                    | الرافعة المالية (LEV <sub>it</sub> )                                        |
| المتغيرات التفاعلية  |                          |                      |                          |                                                                             |
| 0.000                | 0.041                    | 0.000                | 0.503                    | تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر (LEV * FCF) <sub>it</sub>       |
| 0.000                | 0.662                    | 0.000                | 0.253                    | تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة (LEV * OVCON) <sub>it</sub> |
| المتغيرات الضابطة    |                          |                      |                          |                                                                             |
| 0.001                | 0.990                    | 0.003                | 0.049                    | حجم الشركة (SIZE <sub>it</sub> )                                            |
| 0.000                | 0.816                    | 0.000                | 0.157                    | معدل العائد على الأصول (ROA <sub>it</sub> )                                 |
| 535 مشاهدة           |                          |                      |                          | حجم العينة (n)                                                              |

#### 2/6- مصفوفة تحليل الارتباط لمتغيرات الدراسة:

تُعتبر مصفوفة ارتباط بيرسون (Pearson Correlation Matrix) أداة رئيسية للكشف عن مشكلة الازدواج الخطي (Multicollinearity)<sup>(4)</sup> بين قيم المتغيرات التفسيرية. وتُظهر مصفوفة الارتباط لبيرسون على مستوى شركات العينة محل الدراسة، كما هو مبين في الجدول رقم (6)، أن الازدواج الخطي لا يشكل عائقاً في الدراسة الحالية. ويرجع ذلك إلى أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة تقل عن (0.80) (Gujarati, 2003).

<sup>4</sup> يُستعمل مصطلح الازدواج الخطي Multicollinearity للدلالة على وجود ارتباط خطي أو شبه خطي بين المتغيرات التفسيرية بنماذج الدراسة. ويشير (Gujarati, 2003) إلى أن مستوى الازدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية يُعتبر مقبولاً وغير مُقلق إذا لم يتجاوز معامل الارتباط بين أي اثنين منها حداً أقصى قدره (0.80).

**جدول (6):**  
مصفوفة الارتباط (بيرسون) لمتغيرات الدراسة

| م                                                              | المتغيرات                                       | كفاءة الاستثمار | الحر التدفق النقدي | الثقة الإدارية الزائدة | الرافعة المالية | تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر | تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة | الشركة  | معدل العائد على الأصول |
|----------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------|-----------------|--------------------|------------------------|-----------------|---------------------------------------------|-------------------------------------------------|---------|------------------------|
| 1                                                              | كفاءة الاستثمار                                 | 1               |                    |                        |                 |                                             |                                                 |         |                        |
| 2                                                              | التدفق النقدي الحر                              | 0.000           | 1                  |                        |                 |                                             |                                                 |         |                        |
| 3                                                              | الثقة الإدارية الزائدة                          | 0.057-          | 0.070              | 1                      |                 |                                             |                                                 |         |                        |
| 4                                                              | الرافعة المالية                                 | 0.011-          | 0.017-             | 0.004-                 | 1               |                                             |                                                 |         |                        |
| 5                                                              | تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر     | 0.001-          | **0.691            | 0.066                  | 0.024-          | 1                                           |                                                 |         |                        |
| 6                                                              | تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة | 0.029-          | 0.045              | **0.652                | **0.490         | 0.043                                       | 1                                               |         |                        |
| 7                                                              | حجم الشركة                                      | 0.036-          | 0.030              | **0.139                | *0.098          | 0.023                                       | *0.134*                                         | 1       |                        |
| 8                                                              | معدل العائد على الأصول                          | 0.002           | 0.017              | *0.095                 | **0.595-        | 0.011                                       | **0.273-                                        | **0.166 | 1                      |
| ** الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01). |                                                 |                 |                    |                        |                 |                                             |                                                 |         |                        |
| * الارتباط دال عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).  |                                                 |                 |                    |                        |                 |                                             |                                                 |         |                        |

ومما سبق نستنتج أنه لا توجد مشكلة خطيرة من الازدواج الخطي (Multicollinearity) بين المتغيرات التفسيرية في الدراسة الحالية، حيث أن جميع معاملات الارتباط بين المتغيرات التفسيرية تقل عن (0.80). هذه النتائج توفر أساساً قوياً لتحليل الانحدار، حيث يمكن استخدام هذه العلاقات لفهم تأثير المتغيرات التفسيرية على كفاءة الاستثمار بشكل أفضل.

## 2/6- نتائج اختبار فروض الدراسة:

1/2/6- مشكلات القياس التي تواجه نماذج الدراسة: في البداية وقبل التطرق لتحليل نتائج التشغيل الإحصائي لنماذج الإنحدار الخطي المتعدد، لا بد من التحقق من خلو نموذج الدراسة من المشكلات التي تواجه عادة نماذج تحليل الإنحدار المتعدد وتعمق تحقيق إفتراضات الأساسية، ومن أهم هذه المشكلات<sup>(5)</sup> ما يلي:

5 تجاهلت الباحثة عن عمد اختبار إعتدالية التوزيع *Normality Distribution Test* للأخطاء العشوائية، نظراً لبلوغ حجم العينة (535 مفردة)، حيث أشار (Verbeek, 2017) إلى أنه وفقاً لنظرية النهاية المركزية

## 2/2/6- مشكلة عدم ثبات التباينات للبواقي (Heteroskedasticity):

تم إجراء اختبار White Test for Heteroskedasticity للتحقق من خلو نموذج الدراسة من مشكلة عدم ثبات تباينات الأخطاء العشوائية، ويوضح الجدول رقم (7) نتائج هذا الاختبار، والتي تؤكد تحقق هذا الافتراض لنموذج الدراسة المستخدمة في اختبار فروضها، أي أن تباينات الأخطاء العشوائية لقيم المتغير التابع في النموذج ثابتة، ولا تتغير بتغير قيم المتغيرات المفسرة، حيث أنه بمقارنة القيمة الاحتمالية لنموذج الدراسة ( $P - Value = 1.00$ ) بمستوى المعنوية المقبول في العلوم الاجتماعية وهو (0.05) يتبين أن ( $P - Value = Sig > 0.05$ )، وهذا يعني قبول الفرض العدم ( $H_0$ )، والقائل بوجود ثبات لتباينات الأخطاء العشوائية لنموذج الدراسة.

### جدول (7):

نتائج اختبار ثبات تباينات الأخطاء العشوائية

| إختبار (White)       |                            | النماذج        |
|----------------------|----------------------------|----------------|
| مستوي الدلالة (Sig.) | قيمة الإحصاءة (Chi-Square) |                |
| 0.000                | 115.470                    | نموذج الدراسة  |
| 535 مشاهدة           |                            | حجم العينة (n) |

## 3/2/6- مشكلة الإزدواج الخطي بين المتغيرات التفسيرية (MultiCollinearity):

تم حساب قيم معامل تضخم التباين (Variance Inflation Factor – VIF) لجميع المتغيرات التفسيرية في نموذج الدراسة بهدف التحقق من عدم وجود مشكلة الارتباط الخطي المتعدد (الازدواج الخطي) بينها. ويبين الجدول رقم (8) نتائج هذه القيم، والتي تؤكد خلو النموذج من هذه المشكلة، حيث ظهرت قيم معامل تضخم التباين (VIF) لجميع المتغيرات التفسيرية ضمن الحدود المقبولة. وقد بلغت أعلى قيمة لمعامل تضخم التباين (9.148) لمتغير (تفاعل الرافعة المالية والتدفق النقدي الحر)، مما يشير إلى أن مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات التفسيرية ليست ذات خطورة تذكر. وبالتالي، يمكن الاعتماد على طريقة المربعات الصغرى لتقدير معاملات النموذج، مما يسهم في دقة تقدير الأثر النسبي للمتغيرات التفسيرية على المتغير التابع (كفاءة الاستثمار) (عناني، 2011).

---

الإحصائية كما سبق القول أنه إذا كان حجم العينة أكبر من 50 مفردة فإن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي دون الحاجة إلى أي اختبارات تتعلق بمدى إعتدالية التوزيع الطبيعي للبيانات.

**جدول (8):**  
نتائج حساب قيم معاملات تضخم التباين لنموذج الدراسة

| المتغيرات التفسيرية                                                    | قيم معاملات تضخم التباين (VIF) |
|------------------------------------------------------------------------|--------------------------------|
| التدفق النقدي الحر ( $FCF_{it}$ )                                      | 9.148                          |
| الثقة الإدارية الزائدة ( $OVCON_{it}$ )                                | 2.348                          |
| الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ )                                         | 2.272                          |
| تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر ( $LEV * FCF_{it}$ )       | 9.148                          |
| تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة ( $LEV * OVCON_{it}$ ) | 3.037                          |
| حجم الشركة ( $SIZE_{it}$ )                                             | 1.111                          |
| معدل العائد على الأصول ( $ROA_{it}$ )                                  | 1.709                          |
| حجم العينة (n)                                                         | 535 مشاهدة                     |

### 3/1- مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي (Autocorrelation):

تم تطبيق اختبار دربن واطسون (Durbin-Watson) للتحقق من افتراض استقلالية الأخطاء العشوائية وعدم وجود ارتباط ذاتي بينها في نموذج الدراسة. وكما يظهر في الجدول رقم (9)، فإن نتائج الاختبار تؤكد صحة هذا الافتراض. حيث تبين من خلال مقارنة قيم معاملات دربن واطسون المحسوبة بالقيم المثلى وهي القيمة (2) لهذا الاختبار أن النموذج المستخدم في الدراسة لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية؛ حيث قيمة ( $DW \cong 2$ ). هذه النتيجة تعزز من موثوقية التحليلات الإحصائية المستخدمة ودقة النتائج المستخلصة من نماذج الدراسة (Gujarati, 2009; Wooldridge, 2016).

**جدول (9):**  
نتائج اختبار داربن واطسون لنموذج الدراسة

| النماذج        | قيم (Durbin-Watson) |
|----------------|---------------------|
| نموذج الدراسة  | 1.918               |
| حجم العينة (n) | 535 مشاهدة          |

### 3/2- تحليل الانحدار لنموذج الدراسة (إختبارات الفروض):

بعد التأكد من صحة الإفتراضات الأساسية التي تواجه عادةً نماذج الانحدار الخطي المتعدد، أصبح نموذج الانحدار للدراسة الحالية صالح للتشغيل الإحصائي حيث لا يواجه أي مشكلات قياس تهدد صحة النتائج المستخلصة من تشغيلها، وقد اعتمد الباحث في تقدير معاملات (معالم

**Parameters**) نموذج الدراسة على طريقة المربعات الصغرى OLS، هذا وتم التوصل إلى نتائج تحليل الانحدار بالجدول رقم (10) بإستخدام طريقة **Enter** على النحو التالي:

### 1/2/3- قوة تفسير النموذج (Goodness of Fit):

■ **معامل التحديد ( $R^2$ ):** بلغت قيمتها 0.111، مما يعني أن المتغيرات المستقلة في النموذج تفسر 11.1% من التغيرات في المتغير التابع (كفاءة الاستثمار). هذه النسبة تعتبر منخفضة نسبياً، مما يشير إلى أن هناك عوامل أخرى غير مدرجة في النموذج قد تؤثر على كفاءة الاستثمار.

■ **معامل التحديد المعدل ( $Adjusted R^2$ ):** بلغت قيمتها 11%، وهي قريبة من قيمة ( $R^2$ ) التي بلغت قيمتها 10%، مما يدل على أن إضافة المتغيرات الضابطة لم تحسن بشكل كبير من قوة تفسير النموذج.

### 2/2/3- دلالة النموذج الإحصائية (Overall Model Significance):

■ **اختبار (F):** بلغت قيمة (F) المحسوبة 9.43 مع مستوى دلالة (Sig.) يساوي 0.000 بما أن القيمة الاحتمالية (P-Value) أقل من مستوى الدلالة المقبول (0.05)، فإن النموذج ككل ذو دلالة إحصائية. وهذا يعني أن هناك علاقة معنوية بين المتغير التابع (كفاءة الاستثمار) والمتغيرات المستقلة.

### 3/2/3- تحليل معاملات الانحدار (Regression Coefficients):

■ **المتغيرات الرئيسية:**

#### ● **التدفق النقدي الحر ( $FCF_{it}$ ):**

تظهر نتائج تحليل الانحدار عدم وجود علاقة إحصائية معنوية بين التدفق النقدي الحر ( $FCF_{it}$ ) وكفاءة الاستثمار عند مستوى دلالة (0.05)، حيث بلغ معامل الانحدار قيمة (0.030) بقيمة احتمالية (Sig. = 0.930) تفوق مستوى المعنوية المحدد. وهذا يشير إلى عدم وجود دليل إحصائي يدعم وجود تأثير للتدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار في عينة الدراسة. بناءً على هذه النتيجة، يتم الإبقاء على الفرضية الأولى ( $H_{01}$ ) التي تنفي وجود علاقة بين المتغيرين، وهو ما يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Wang et al., 2015) ويُعزى ذلك إلى احتمال أن التدفقات النقدية الحرة في بيئة الدراسة لم تُستغل في

مشاريع استثمارية غير كفؤة، أو أن آليات الرقابة الداخلية أو الخارجية قد حدثت من تأثيرها السلبي المحتمل على كفاءة الاستثمار.

#### ● الثقة الإدارية الزائدة ( $OVCON_{it}$ ):

كشفت نتائج تحليل الانحدار عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الثقة الإدارية الزائدة ( $OVCON_{it}$ ) وكفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية (0.05)، حيث سجل معامل الانحدار قيمة (-0.112) بقيمة احتمالية (Sig. = 0.045). وتشير هذه النتيجة إلى أن كل زيادة في مستوى الثقة الإدارية الزائدة تؤدي إلى انخفاض ملحوظ في كفاءة الاستثمار بنسبة 11.2%. بناءً على هذه النتائج، يتم رفض الفرضية الثالثة ( $H_{03}$ ) وقبول الفرضية البديلة ( $H_{13}$ )، وهو ما يتوافق مع نتائج الدراسات السابقة (Chen and Lin, 2012; Longjie and Anfeng, 2017; EL Gaied and Amina, 2018). ويمكن تفسير هذه العلاقة السلبية من خلال ميل المدراء المفرطين في الثقة إلى تبني سلوكيات انتهازية، حيث يميلون إلى اتخاذ قرارات استثمارية متحيزة تخدم مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين، كما يلجأون إلى ممارسات إدارة الأرباح التي تقلل من شفافية التقارير المالية وتفاقم مشكلات الوكالة وعدم التماثل المعلوماتي. هذه العوامل مجتمعة تؤدي في النهاية إلى تراجع كفاءة القرارات الاستثمارية وتقليل العوائد على استثمارات الشركة.

#### ● الرافعة المالية ( $LEV_{it}$ ):

معامل الانحدار = 0.032

القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.748

النتيجة: العلاقة غير معنوية عند مستوى دلالة (0.05).

التفسير: لا يوجد دليل إحصائي على وجود علاقة بين الرافعة المالية وكفاءة الاستثمار.

#### ■ المتغيرات التفاعلية:

#### ● تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر : ( $LEV_{it} * FCF_{it}$ )

كشفت نتائج التحليل الإحصائي عن وجود تأثير تفاعلي ذي دلالة إحصائية بين الرافعة المالية والتدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية 0.05

(معامل الانحدار = 0.000،  $P = 0.035$ )، حيث أظهرت النتائج أن الرافعة المالية تلعب دوراً تعديلياً إيجابياً في العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة وكفاءة الاستثمار. بناءً على هذه النتائج، تم رفض الفرضية الثانية ( $H_{02}$ ) وقبول الفرضية البديلة ( $H_{12}$ )، مما يؤكد صحة ما جاءت به نظرية (Jensen, 1986) حول الدور الرقابي للديون. وتشير هذه النتيجة إلى أن الرافعة المالية تعمل كآلية ضبط فعالة تحد من سوء استخدام التدفقات النقدية الحرة، حيث أن التزامات سداد الديون تفرض رقابة صارمة على الإدارة، وتقلل من الموارد المتاحة للمشاريع غير المربحة، مما يحسن كفاءة تخصيص الموارد الاستثمارية. كما أن هذه النتيجة تؤكد أن وجود مستويات مناسبة من الرفع المالي يمكن أن يحد من الممارسات الانتهازية للإدارة في استخدام الفوائض النقدية، ويقلل من تبني مشاريع استثمارية غير مثلى تهدف لتعظيم المنافع الشخصية على حساب مصالح المساهمين، وهو ما ينعكس إيجاباً على كفاءة الاستثمار الكلية للشركة.

#### • تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة ( $LEV_{it} * OVCON_{it}$ ):

- معامل الانحدار = 0.077.
- القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.565.
- النتيجة: العلاقة غير معنوية عند مستوى دلالة (0.05).
- التفسير: لا يوجد دليل إحصائي على أن الرافعة المالية تعدل من تأثير الثقة الإدارية الزائدة على كفاءة الاستثمار.
- قرار الفرضية: يتم عدم رفض الفرضية الرابعة ( $H_{04}$ ) التي تنص على عدم وجود تأثير للرافعة المالية على العلاقة بين الثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار.

#### ■ المتغيرات الضابطة:

##### • حجم الشركة : ( $SIZE_{it}$ )

- معامل الانحدار = 0.014.
- القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.498.
- النتيجة: العلاقة غير معنوية عند مستوى دلالة (0.05).
- التفسير: لا يوجد دليل إحصائي على وجود علاقة بين حجم الشركة وكفاءة الاستثمار.

● **معدل العائد على الأصول : ( $ROA_{it}$ )**

= معامل الانحدار = 0.068.

= القيمة الاحتمالية (Sig.) = 0.033.

= النتيجة: العلاقة معنوية عند مستوى دلالة (0.05) واتجاهها طردي.

= التفسير: زيادة معدل العائد على الأصول تؤدي إلى تحسن كفاءة الاستثمار.

**وبناءً على ما سبق، يمكن القول أن نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة يظهر الآتي:**

= أن الثقة الإدارية الزائدة ومعدل العائد على الأصول لهما تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار، حيث أن الثقة الإدارية الزائدة تؤثر سلباً، بينما معدل العائد على الأصول يؤثر إيجاباً.

= التدفق النقدي الحر والرافعة المالية بشكل فردي ليس لهما تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار.

= تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر أظهر تأثيراً معنوياً، مما يشير إلى أن الرافعة المالية تعدل من تأثير التدفق النقدي الحر على كفاءة الاستثمار.

= تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة لم يكن معنوياً، مما يعني أن الرافعة المالية لا تعدل من تأثير الثقة الإدارية الزائدة على كفاءة الاستثمار.

= حجم الشركة لم يكن له تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار.

**جدول رقم (10):**

**نتائج تحليل الانحدار لنموذج الدراسة**

| معامل تضخم التباين | معنوية معاملات نموذج الانحدار |                     | الخطأ المعياري<br>(Std. Error) | معاملات الانحدار<br>( $\beta$ ) | المتغيرات التفسيرية                                                    |
|--------------------|-------------------------------|---------------------|--------------------------------|---------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
|                    | مستوي<br>الدلالة (Sig.)       | قيمة<br>الإحصاء (t) |                                |                                 |                                                                        |
| 9.148              | 0.412                         | 0.820               | 0.406                          | 0.333                           | ثابت الانحدار<br>(Constant)                                            |
| 2.348              | 0.930                         | 0.087               | 0.004                          | 0.030                           | التدفق النقدي الحر<br>( $FCF_{it}$ )                                   |
| 2.272              | **0.045                       | 1.247-              | 0.090                          | 0.112-                          | الثقة الإدارية الزائدة<br>( $OVCON_{it}$ )                             |
| 9.148              | 0.748                         | 0.322-              | 0.099                          | 0.032                           | الرافعة المالية<br>( $LEV_{it}$ )                                      |
| 3.037              | **0.035                       | 0.064-              | 0.006                          | 0.120                           | تفاعل التدفق النقدي<br>الحر مع الرافعة المالية<br>( $FCF * LEV_{it}$ ) |

|                                                                                                                                                                                                 |         |        |                                         |        |                                                                                    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|-----------------------------------------|--------|------------------------------------------------------------------------------------|
| 1.111                                                                                                                                                                                           | 0.565   | 0.578  | 0.133                                   | 0.077  | تفاعل الثقة الإدارية<br>الزائدة مع الرافعة المالية<br>(OVCON * LEV <sub>it</sub> ) |
| 1.709                                                                                                                                                                                           | 0.498   | 0.678- | 0.020                                   | 0.014- | حجم الشركة<br>(SIZE <sub>it</sub> )                                                |
| 9.148                                                                                                                                                                                           | **0.033 | 0.015  | 0.262                                   | 0.068  | معدل العائد على<br>الأصول<br>(ROA <sub>it</sub> )                                  |
| *** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.01)، حيث إن (Sig. < 0.01).<br>** الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.05)، حيث إن (Sig. < 0.05).<br>* الفروق دالة عند مستوى معنوية (0.10)، حيث إن (Sig. < 0.10). |         |        |                                         |        |                                                                                    |
| معامل التحديد المعدل (Adjusted R <sup>2</sup> ) = 0.100                                                                                                                                         |         |        | معامل التحديد (R <sup>2</sup> ) = 0.111 |        |                                                                                    |
| مستوى الدلالة (Sig) لقيمة (F) المحسوبة = 0.000                                                                                                                                                  |         |        | قيمة (F) المحسوبة = 9.43                |        |                                                                                    |
| 535 مشاهدة                                                                                                                                                                                      |         |        | حجم العينة (n)                          |        |                                                                                    |

### سابعاً: خلاصة الدراسة والنتائج: تناول البحث مشكلة جوهرية تتجلى في تفسير أسباب تباين

نتائج الدراسات الاختبارية التي تناولت علاقة كفاءة الاستثمار بالتدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة، مع التركيز على تأثير نسبة المديونية (الرافعة المالية) على هذه العلاقات. وقد تم ذلك من خلال دراسة مدى وجود تأثير لهذه المتغيرات على كفاءة الاستثمار في الشركات غير المالية المدرجة في البورصة المصرية. إذ يمكن لهذه المتغيرات أن تؤثر على تواجد العلاقة من عدمه بين التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار، أو على اتجاه وقوة هذه العلاقة حال تواجدها في بيئة الأعمال المصرية، وهو ما يستهدف منه في النهاية محاولة استكشاف جانب من أسباب تباين نتائج هذه العلاقة.

لتحقيق هدف البحث، تم اتباع منهجية بحثية تعتمد ابتداءً على تحديد مفهوم كفاءة الاستثمار للشركات الذي تتبناه الدراسة والتعريفات الإجرائية المتسقة معه. وقد تم في هذا الصدد تبني مفهوم لكفاءة الاستثمار هو عبارة عن "قيام إدارة الشركات بالدخول في المشاريع التي تعمل على تحقيق صافي قيمة حالية موجبة وعدم الدخول في المشاريع التي تحقق صافي قيمة حالية سالبة في ضوء الفرص الاستثمارية المتاحة، بشرط حدوث تساوي بين حجم الاستثمار الفعلي والمتوقع وبافتراض عدم وجود احتكاكات سوقية". كما تم تبني تعريف إجرائي واحد يتسق مع هذا المفهوم، وهو نموذج (Richardson, 2006) ونموذج (Biddle et al., 2009)، بحيث يعبران كمياً عن المتغير التابع موضع الدراسة، والذي يعد في إطار هذه الدراسة دالة خطية في المتغيرات المستقلة الأساسية (التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة) والمتغير المنظم (نسبة المديونية). وذلك في ظل وجود

عدد من المتغيرات الضابطة تم تبنيها بناءً على مبررات تحليلية وافية لعزل تأثيرها على المتغير التابع بعيداً عن المتغيرات المفسرة محل الدراسة (المستقلة والمنظمة). وتتمثل هذه المتغيرات الضابطة في حجم الشركة، معدل العائد على الأصول.

واستناداً إلى مراجعة وتحليل الدراسات السابقة والأساس المنطقي الذي تركز عليه الاتجاهات المضادة للعلاقة الأساسية، وكذلك استناداً إلى التحليل النظري والمنطقي لتأثير التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة ونسبة المديونية على كفاءة الاستثمار، فقد تم تطوير أربع فرضيات رئيسية، وهي:

**H<sub>01</sub>: "عدم وجود علاقة لكفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر".**

**H<sub>02</sub>: "عدم وجود تأثير لنسبة المديونية (الرافعة المالية) على علاقة كفاءة الإستثمار بالتدفق النقدي الحر".**

**H<sub>03</sub>: "عدم وجود علاقة لكفاءة الإستثمار بالثقة الإدارية الزائدة".**

**H<sub>04</sub>: "عدم وجود تأثير لنسبة المديونية (الرافعة المالية) على علاقة كفاءة الإستثمار بالثقة الإدارية الزائدة".**

ولاختبار هذه الفرضيات إحصائياً، تم استخدام أسلوب تحليل الانحدار الخطي المتعدد مع الجمع بين بيانات السلسلة الزمنية والقطاعية لشركات العينة، والتي بلغ عددها 107 شركة تنتمي إلى 12 قطاعاً نوعياً، وفرت عدد مشاهدات صالحة للتشغيل الإحصائي بلغ 535 مشاهدة خلال الفترة موضع الدراسة (2018-2022). كما تم الاقتصار على الشركات غير المالية واستبعاد الشركات المالية، بما فيها البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار، نظراً لطبيعتها الخاصة التي تستدعي دراستها بصورة منفصلة في دراسات مستقبلية.

وفي إطار هذه المنهجية، ينتظر من اختبار الفرضيات أن يسهم في فهم الوضع السائد في بيئة الأعمال المصرية بشأن طبيعة العلاقة بين التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار، وذلك من حيث وجود علاقة من عدمه واتجاهها حال تواجدها. في حين ينتظر من اختبار الفرضيات المتعلقة بنسبة المديونية تحديد مدى وجود تأثير لهذا المتغير على العلاقات المدروسة.

وقد جاءت بالفعل نتائج اختبار فروض الدراسة باستخدام الحقيبة الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS V.25) لتشير إلى ما يلي:

● **التدفق النقدي الحر:** لم يظهر تأثير معنوي على كفاءة الاستثمار، مما يعني أن الفرضية الأولى التي تنص على عدم وجود علاقة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة الاستثمار لم يتم رفضها.

● **الثقة الإدارية الزائدة:** أظهرت تأثيراً معنوياً عكسياً على كفاءة الاستثمار، مما يدعم الفرضية البديلة التي تنص على وجود علاقة معنوية بين الثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار.

● **نسبة المديونية (الرافعة المالية):** لم يظهر تأثير معنوي مباشر على كفاءة الاستثمار، ولكن تفاعل الرافعة المالية مع التدفق النقدي الحر أظهر تأثيراً معنوياً، مما يدعم الفرضية البديلة التي تنص على وجود تأثير للرافعة المالية على العلاقة بين التدفق النقدي الحر وكفاءة الاستثمار.

● **تفاعل الرافعة المالية مع الثقة الإدارية الزائدة:** لم يظهر تأثيراً معنوياً، مما يعني أن الفرضية الرابعة التي تنص على عدم وجود تأثير للرافعة المالية على العلاقة بين الثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار لم يتم رفضها.

#### ● المتغيرات الضابطة:

= **حجم الشركة:** لم يظهر تأثيراً معنوياً على كفاءة الاستثمار.

= **معدل العائد على الأصول:** أظهر تأثيراً معنوياً طردياً على كفاءة الاستثمار.

#### ثامناً: دراسات مستقبلية:

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة الحالية من نتائج، ترى الباحثة أن هناك العديد من المجالات البحثية التي يمكن أن تشكل أساساً لبحوث مستقبلية، ويتمثل أهمها فيما يلي:

● **توسيع نطاق الدراسة:** يمكن إجراء دراسة مماثلة على شركات مالية مثل البنوك وشركات التأمين، حيث قد تختلف العوامل المؤثرة في كفاءة الاستثمار بسبب طبيعة هذه الشركات.

● **دراسة تأثير عوامل أخرى:** يمكن استكشاف تأثير عوامل أخرى مثل جودة الحوكمة المؤسسية، وهيكل الملكية، والسياسات الضريبية على كفاءة الاستثمار.

● **تحليل أثر الأزمات الاقتصادية:** يمكن دراسة تأثير الأزمات الاقتصادية (مثل جائحة COVID-19) على العلاقة بين التدفق النقدي الحر والثقة الإدارية الزائدة وكفاءة الاستثمار.

## المراجع

### أولاً: مراجع عربية:

أبو سالم، سيد سالم محمد؛ علوان، محمد فؤاد محمد (2018). تأثير آليات التحصين الإداري على قيمة الشركة: نظرية الوكالة مقابل نظرية الإشراف: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 22 (2)، 468-410.

الجبوري، محمد إبراهيم محمد حسين (2019). قياس تأثير جودة التقارير المالية وآليات حوكمة الشركات وخصائص المديرين التنفيذيين على كفاءة القرارات الاستثمارية: دراسة تطبيقية. مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة، جامعة عين شمس، 23 (1)، 57-1. الصايغ، عماد سعد محمد؛ عبدالمجيد، حميدة محمد (2015). قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية. مجلة المحاسبة والمراجعة، كلية التجارة، جامعة بنى سويف، 3 (1)، 49-1.

العزب، أميرة محمد محمود (2017). قياس أثر التحفظ المحاسبي على الكفاءة الاستثمارية في ضوء آليات حوكمة الشركات – مع دراسة تطبيقية. رسالة ماجستير غير منشورة، كلية التجارة، جامعة المنصورة. الوريكات، أرواد نواف (2019). أثر هيكل الملكية على التدفق النقدي الحر للشركات الأردنية المساهمة العامة الخدمية دراسة ميدانية. رسالة ماجستير، كلية الأعمال جامعة عمان العربية، الأردن.

حسن، نصر طه. (2021). تأثير معايير التقرير المالي الدولية على كفاءة الاستثمار: دور الثقة الإدارية الزائدة ودوافع الإفصاح. مجلة الفكر المحاسبي، 25 (1)، 753-714. خشارمة، حسين علي؛ سالم، عبد الرزاق حسين (2007). المحتوى المعلوماتي للتدفق النقدي الحر دراسة تطبيقية على الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية. العلوم الإدارية، 34 (2)، 362-348.

درغام، ماهر موسى؛ درغام، سوزان عطا (2010). العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم وفقاً للمعيار المحاسبي الدولي رقم (7) دراسة تطبيقية على المصارف الوطنية العاملة في فلسطين. 30 (2)، 45-1.

صقر، منال؛ الجاسم، مروان (2019). العلاقة بين التدفق النقدي الحر وتكاليف الوكالة (دراسة مسحية على المصارف المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية). مجلة جامعة حماة، 11 (2).

عبدالمنعم، ريم محمد محمود (2021). تأثير هيكل الملكية على العلاقة بين مستوى الاحتفاظ بالنقدية وقيمة الشركة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. المجلة العلمية للدراسات المحاسبية، كلية التجارة، جامعة قناة السويس، 3 (3)، 166-272.

عرفة، نصر طه حسن (2021). تأثير معايير التقرير المالي الدولية على كفاءة الاستثمار: دور الثقة الإدارية الزائدة ودوافع الإفصاح. مجلة الفكر المحاسبى، 10 (1)، 1-39.

فهيمى، أحمد محمد شوقي محمد. (2022). أثر ممارسات التجنب الضريبي على كفاءة الاستثمار في ظل التدفقات النقدية الحرة كمتغير معدل دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة في البورصة المصرية. مجلة الاسكندرية للبحوث المحاسبية، 7 (1)، 1-52.

فودة، السيد أحمد محمود (2019). تحليل العلاقة بين التفاوض الإدارى وكفاءة الاستثمار وأثرها على قيمة الشركة وتكلفة رأس المال: دراسة اختبارية. مجلة المحاسبة المصرية، كلية التجارة جامعة القاهرة، (16)، 369-483.

قشطة، احمد سمير سعيد (2020). تفسير العلاقة بين التدفقات النقدية الحرة والهيكل التمويلي: دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.

كرار، سليم عبدالزهره (2017). ممارسات التحفظ المحاسبى وتأثيرها في تحسين كفاءة القرارات الإستثمارية وتعزيز قيمة الشركة. مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية، 4 (3)، 374-404.

**ثانياً: مراجع أجنبية باللغة الإنجليزية:**

- Abolverdi, Z. & Kheradmand, A. (2017). A survey of the relationship between earnings management and qualified auditor opinion in tehran stock exchange. International Journal of Economics and Financial Issues, Vol 7, No 2, Pp: 723-729.
- Abughniem, M. S., Al Aishat, M. A. H., & Hamdan, A. (2020). Free cash flow and firm performance: Empirical evidence from the amman stock exchange. International Journal of Innovation, Creativity and Change, 10(12), 668-681.
- Ackert, L. (2010). Behavioral Finance: Psychology. South-Western College Publishing.
- Agustia, D. (2013). Pengaruh faktor good corporate governance, free cash flow, dan leverage terhadap manajemen laba. Jurnal akuntansi dan Keuangan, 15(1), 27-42.

- Agyei-Mensah, B. K. (2021). The impact of board characteristics on corporate investment decisions: an empirical study. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 21(4), 569-586.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 51(1), 1-30.
- Ahmed, W., Hasan, M., Hoque, A., & Alam, M. J. (2018). Impact of free cash flow on profitability: An empirical study on pharmaceutical company. *Journal of Jessore University of Science and Technology ISSN*, 2521, 5493.
- Akankwasa, G. (2019). Working capital management practices and financial performance of small and medium enterprises in Makindye Division: a case study of Nsambya Parish.
- Al-Fasfus, F. S. (2020). Impact of free cash flows on dividend pay-out in jordanian banks. *Asian Economic and Financial Review*, 10(5), 547.
- Alnawaiseh, M. A., Alomari, R. M., Al-Rawashdeh, F., & Alnawaiseh, M. B. (2017). The effect of free cash flow on the companies' financial polices: Evidence from Jordan. *International Journal of Economic Research*, 14(9), 1-9.
- Ander, P., Filip, A. & Marmousez, S. (2014). The impact of ifrs on the relationship between conservatism and investment efficiency. *Accounting Auditing Control*, Vol 20, No 3, Pp: 101-124.
- Andriosopoulos, D., Andriosopoulos, K., & Hoque, H. (2013). Information disclosure, CEO overconfidence, and share buyback completion rates. *Journal of Banking & Finance*, 37(12), 5486-5499.
- Banerjee, S., Mitra, A., & Mohanti, D. (2023). Leverage and corporate investment – a cross country analysis. *Investment Management and Financial Innovations*, 20(3), 126-136.
- Ben-David, I. (2007). Managerial Overconfidence and Corporate Policies. No. w13711.
- Ben-David, I., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2013). Managerial miscalibration. *The Quarterly journal of economics*, 128(4), 1547-1584.

- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of business ethics*, Vol 148, Pp: 647-671.
- Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J., Ford, G., Mollica, V., & Finch, N. (2013). *Fundamentals of corporate finance*. Pearson Higher Education AU.
- Bhuiyan, M. B. U., & Hooks, J. (2019). Cash holding and over-investment behavior in firms with problem directors. *International Review of Economics & Finance*, Vol 61, Pp: 35-51.
- Bhundia, A. (2012). A comparative study between free cash flows and earnings management. *Business Intelligence Journal*, 5(1), 123-129.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency?. *Journal of accounting and economics*, Vol 48, No (2-3), Pp: 112-131.
- Bimo, I. D., Silalahi, E. E., & Kusumadewi, N. L. G. L. (2022). Corporate governance and investment efficiency in Indonesia: The moderating role of industry competition. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol 20, No 2, Pp: 371-384.
- Blanchard, O. J., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls?. *Journal of Financial Economics*, Vol 36, No 3, Pp: 337-360.
- Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2004). *Intermediate Financial Management*, 8th edition. Thomson-South Western, USA.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2013). *Fundamentals of financial management*. South-Western Cengage Learning.
- Brown, R., & Sarma, N. (2007). CEO overconfidence, CEO dominance and corporate acquisitions. *Journal of Economics and business*, 59(5), 358-379.
- Bukit, R. B., Mulyani, S., Nasution, F. N., & Chinomona, R. (2021). Free Cash Flow, Investment, Capital Structure and Firm Value. In *Proceedings of the*

- 2nd Economics and Business International Conference-Economics and Business in Industrial Revolution (Vol. 4, pp. 122-126).
- Bzeouich, B., Lakhal, F., & Dammak, N. (2019). Earnings management and corporate investment efficiency: does the board of directors matter?. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol 17, No 4, Pp: 650-670.
- Campbell, T. C., Gallmeyer, M., Johnson, S. A., Rutherford, J., & Stanley, B. W. (2011). CEO optimism and forced turnover. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 695-712.
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative science quarterly*, 52(3), 351-386.
- Chatterjee, A., & Hambrick, D. C. (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative science quarterly*, 52(3), 351-386.
- Chen, F., Hope, O. K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial reporting quality and investment efficiency of private firms in emerging markets. *The accounting review*, Vol 86, No 4, Pp: 1255-1288.
- Chen, J. V., Kama, I., & Lehar, R. (2016). The tone of management forward looking statements and asymmetric cost behavior.
- Chen, S. S., Lai, S. M., Liu, C. L., & McVay, S. E. (2023). Overconfident managers and internal controls. Available at SSRN 2510137.
- Chen, X., Sun, Y. & Xu, X. (2016). Free cash flow, overinvestment and corporate governance in China. *Pacific Basin Finance Journal*, 37, 81–103.
- Cowle, E., Rawson, C., & Rowe, S. (2020). Do audit firms care about media coverage? An investigation of audit firm response to news coverage.
- Cully, J. (2017). Free Cash Flow as a Reliable Proxy for Predicting Stock Returns. Available at SSRN 2956671.
- Doukas, J. A., & Petmezas, D. (2007). Acquisitions, overconfident managers and self attribution bias. *European Financial Management*, 13(3), 531-577.

- Du, J., Li, W., Lin, B. & Wang, Y. (2018). Government integrity and corporate investment efficiency. *China Journal of Accounting Research*, Vol 11, No 3, Pp: 213-232.
- Duellman, S., Hurwitz, H., & Sun, Y. (2015). Managerial overconfidence and audit fees. *Journal of contemporary accounting & economics*, 11(2), 148-165.
- Ebrati, M., Ebrati, M., Bakhshi, M., & Emadi, F. (2013). Studying the effect of financial leverage and ownership structure on investment growth opportunities. *Journal of Basi and Applied Scientific Research*, 3(6), 380-385.
- Eghbalnia, M., Fadayinejad, M. E., & Noferesti, M. (2013). The impact of leverage on firm investment: Evidence from Tehran stock exchange. *Journal of Money and Economy*, 8(4), 59-73.
- Ehrhardt, M. C., & Brigham, E. F. (2011). *Corporate finance: A focused approach*. South-Western Cengage Learning.
- Eissa, A. M., Elgendy, T., & Diab, A. (2023). Earnings management, institutional ownership and investment efficiency: evidence from a developing country. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, (ahead-of-print).
- EL Gaied, M., & Amina, Z. (2018). Overinvestment of free cash flow and manager's overconfidence. *International Business Research*, 11(3), 48-57.
- Faiz, A., Khan, Q., Javed, A., & Rashid, R. (2006). Impact of financial leverage on investment policy. *Journal of Finance*, 10(2), 25-35.
- Fakhroni, Z., Ghozali, I., Harto, P., & Yuyetta, E. N. A. (2018). Free cash flow, investment inefficiency, and earnings management: Evidence from manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange. *Investment management and financial innovations*, (15, Iss. 1), 299-310.
- Fakhroni, Z., Ghozali, I., Harto, P., & Yuyetta, E. N. A. (2018). Free cash flow, investment inefficiency, and earnings management: Evidence from

- manufacturing firms listed on the Indonesia Stock Exchange. *Investment management and financial innovations*, (15, Iss. 1), 299-310.
- Garvey, G. T. (1992). Leveraging the underinvestment problem: How high debt and management shareholdings solve the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial research*, 15(2), 149-166.
- Gervais, S., Heaton, J. B., & Odean, T. (2011). Overconfidence, compensation contracts, and capital budgeting. *The Journal of Finance*, 66(5), 1735-1777.
- Grinblatt, M., & Keloharju, M. (2009). Sensation seeking, overconfidence, and trading activity. *The Journal of finance*, 64(2), 549-578.
- Guenther, D. A., Njoroge, K., & Williams, B. (2017). Use of increased operating cash flow by firms that avoid taxes. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3013215>.
- Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*, McGraw Hill, New York.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). *Basic econometrics*, McGraw-hill.
- Ha, S. T., Kim, E. S., & Cho, S. P. (2022). The value relevance of R&D expenditures according to the age of the replaced CEO. *Journal of Technology Innovation*, 30(3), 1-34.
- Han, S., Nanda, V. K., & Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. *Financial Management*, Vol 45, No 2, Pp: 369-400.
- Hasanikolavani, Z., & Mahfoozi, G. (2015). Investigating the relation between managerial overconfidence and unconditional conservatism in accepted companies in Tehran's stock exchange. *International Journal of Review in Life Sciences*, 5 (7), 128-133.
- Hau, L. L. (2017). Free cashflow and firm performance: Evidence from sectoral levels for Vietnamese listed firms. *International Journal of Advanced Engineering, Management and Science*, 3(4), 239810.
- Hayward, M. L., & Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative science quarterly*, 103-127.

- He, Y., Chen, C., & Hu, Y. (2019). Managerial overconfidence, internal financing, and investment efficiency: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 47, 501-510.
- Heaton, J. B. (2002). Managerial Optimism And Corporate Finance. *Financial Management-Tampa*, 31(2; Seas Sum), 33-46.
- Hilary, G., & Hsu, C. (2011). Endogenous overconfidence in managerial forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 300-313.
- Hillier, D., Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2019). *Corporate Finance*, 4e. McGraw Hill.
- Hirshleifer, D., Low, A., & Teoh, S. H. (2012). Are overconfident CEOs better innovators?. *The journal of finance*, 67(4), 1457-1498.
- Hiya, N., & Syafi'i, M. (2021). Contribution of Investment Efficiency in the Relationship of Free Cash Flow and Firm Value at Indonesia Stock Exchange. *Budapest International Research and Critics Institute-Journal (BIRCI-Journal)*, 4 (4), 11116-11126.
- Houcine, A. (2017). The effect of financial reporting quality on corporate investment efficiency: Evidence from the Tunisian stock market. *Research in International Business and Finance*, Vol 42, Pp: 321-337.
- Hovakimian, A., & Hovakimian, G. (2009). Cash flow sensitivity of investment. *European Financial Management*, Vol 15, No 1, Pp: 47-65.
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary accounting research*, 33(1), 204-227.
- Hsu, C., Novoselov, K. E., & Wang, R. (2017). Does accounting conservatism mitigate the shortcomings of CEO overconfidence?. *The Accounting Review*, 92(6), 77-101.
- Investopedia (2014). [www.investopedia.com/terms/investment.asp](http://www.investopedia.com/terms/investment.asp).
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*.

- Jensen, M. C. (1988). Takeovers: Their causes and consequences. *Journal of economic perspectives*, 2(1), 21-48.
- Ji, H. (2017). The effect of cash based interest coverage ratio on the value relevance of accounting information. *Global Business & Finance Review (GBFR)*, 22(4), 92-100.
- Jiang, X. (2016). Over-investment of free cash flow during CEO's tenure. *Technology and Investment*, 7(3), 51-58.
- Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?. *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 111-116.
- Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?. *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 111-116.
- Kantudu, A. S., & Umar, A. S. (2021). Free Cash Flow and Investment Efficiency of Listed Manufacturing Companies in Nigeria. *SEISENSE Journal of Management*, 4(4), 77-88.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., & Kimmel, P. D. (2013). *Financial Accounting IFRS Edition edisi 2e*, Danvers: John Willey & Sons.
- Kim, H. J. (2016). The impact of managerial overconfidence and ability on auditor going-concern decisions and auditor termination.
- Kim, K., & Kwon, O. (2015). The investment efficiency of private and public firms: Evidence from Korea. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 31(4), 1387-1402.
- Lai, E. K. S., Latiff, A. R. A., Keong, O. C., & Qun, T. C. (2020). The impact of free cash flow on firm's performance: evidence from Malaysia. In *Eurasian Economic Perspectives: Proceedings of the 26th and 27th Eurasia Business and Economics Society Conferences* (pp. 3-16). Springer International Publishing.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- Langer, E. J. (1975). The illusion of control. *Journal of personality and social psychology*, 32(2), 311.

- Laux, V., & Ray, K. (2020). Effects of accounting conservatism on investment efficiency and innovation. *Journal of accounting and Economics*, Vol 70, No 1, Pp: 1-23.
- Lee, J. E. (2016). CEO overconfidence and the effectiveness of internal control over financial reporting. *Journal of Applied Business Research*, 32(1), 81.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stockholder gains in going private transactions. *The Journal of finance*, 44 (3), 771-787.
- Lewis, R. I. (2018). Classification of the Micro, Small, Medium and Large (MSMLE's) enterprises in Belize, based on the Free Cash Flow (FCF). *International Journal of Business and Applied Social Science (IJBASS)*, 4(9).
- Lin, Y. H., Hu, S. Y., & Chen, M. S. (2005). Managerial optimism and corporate investment: Some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523-546.
- Ling, X., & Wu, W. (2022). Leverage and investment efficiency: Evidence from China's deleveraging policy. *Finance Research Letters*, 47, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102629>.
- Liu, X. X. (2018). Financial leverage, growth and investment efficiency. In 4th International Conference on Economics, Management and Humanities Science (ECOMHS), 24-28.
- Longjie, X., & Anfeng, Z. (2017). The impact of managers overconfidence on corporate investment. *International Journal of Social Science and Humanity*, 7(2), 109-114.
- Lutfiana, F. B., Riduwan, A., (2018), The Influence of Free Cash Flow, Investment Opportunity Set and Leverage on Dividend Policy. *Journal of Accounting Science and Research*, (7), (10), PP1-17.
- Ma, N. (2008). Overconfidence—its theory and implications in dispute resolution. *ADR Bull*, 10(4), 1-6.
- Mahmoud Haridy Mahmoud Hammam, A. (2024). Digitalization and energy consumption impact on Egypt economic growth. *Scientific Journal of Economics and Commerce*, 54(2), 139–188.

- Majeed, M. A., & Ullah, I. (2020). Impact of CEO power on investment efficiency: Evidence from China. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4120396>.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The journal of finance*, 60(6), 2661-2700.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
- Malmendier, U., & Tate, G. (2015). Behavioral CEOs: The role of managerial overconfidence. *Journal of Economic Perspectives*, 29(4), 37-60.
- Mansourlakoraj, R., & Sepasi, S. (2015). Free cash flow, capital structure and the value of listed companies in Tehran stock exchange. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 2(2), 144-148.
- Mashayekh, S., & Morshedi, F. (2020). Managerial overconfidence, internal financing and investment. *Iranian Journal of Finance*, 4(4), 102-125.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1995). Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of financial economics*, 39(1), 131-157.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions?, *The Accounting Review*, 83(6), 1571–1603.
- Mitra, S., Jaggi, B., & Al-Hayale, T. (2019). Managerial overconfidence, ability, firm-governance and audit fees. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 841-870.
- Mo, K., Park, K. J., & Kim, Y. (2019). Managerial overconfidence and labor investment efficiency. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(5).

- Mondosha, M., & Majoni, A. (2018). The impact of leverage on investment decisions for South African firms with different growth opportunities. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 11(1), 1-7.
- Moore, D. A., & Schatz, D. (2017). The three faces of overconfidence. *Social and Personality Psychology Compass*, 11(8), e12331.
- Mostaghimi, M., Ramezanpour, E., & Nozari, A. H. (2014). Studying the effect of financial leverage on agency cost resulting from free cash flow of manufacturing companies accepted in Tehran Stock Exchange. *Singaporean Journal of Business, Economics and Management Studies*, 51(1810), 1–18.
- Muchtar, D., Bensaadi, I., Husein, R., & Gani, A. A. (2021). Corporate Governance, Institutional Ownership, Free Cash Flow and Investment Efficiency: Evidence of Indonesian Agriculture Firm. *International Journal of Economic, Business, Accounting, Agriculture Management and Sharia Administration (IJEBAS)*, 1(2), 355-364.
- Mukherjee, T.K. and Mahakud, J. (2012). Are trade-off and pecking order theories of capital structure mutually exclusive? Evidence from Indian manufacturing companies. *Journal of Management Research*, 12(1), p.41.
- Mukundhan, K. V., Sahasranamam, S., & Cordeiro, J. J. (2019). Corporate investments in tax havens: Evidence from India. *Asian Business & Management*, 18, 360-388.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Nguyen, D. V., Dang, D. Q., Pham, G. H., & Do, D. K. (2020). Influence of overconfidence and cash flow on investment in Vietnam. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(2), 99-106.
- Nouri, S., & Gilaninia, B. (2017). The effect of surplus free cash flow and audit quality on earnings management. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 7(3), 270-275.

- Pallier, G., Wilkinson, R., Danthiir, V., Kleitman, S., Knezevic, G., Stankov, L., & Roberts, R. D. (2002). The role of individual differences in the accuracy of confidence judgments. *The Journal of general psychology*, 129(3), 257-299.
- Parsian, D. H., & Shams Koloukhi, A. (2014). A study on the effect of free cash flow and profitability current ratio on dividend payout ratio: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4, 63-70.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rajapaksha, R. A., & Weerawickrama, V. L. (2020, November). The Impact of Free Cash Flow on Profitability of Listed Diversified Holding Companies in the Colombo Stock Exchange. In *Proceedings of the International Conference on Business & Information (ICBI)*.
- Ramsheh, M., & MOLANZARI, M. (2014). Managerial overconfidence and accounting conservatism.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of accounting studies*, Vol 11, No (2-3), Pp: 159-189.
- Rochmah, H. N., & Ardianto, A. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1812927.
- Roll, R. (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers. *Journal of Business*, 59(2), 197-216.
- Saeed, S., & Qazi, I. I. (2022). Impact of Free Cash Flow on the Financial Performance: Evidence from Commercial Banks of Pakistan. *Pakistan Journal of Social Research*, 4(2), 545-551.
- Sapuan, N. M., Wahab, N. A., Fauzi, M. A., & Omonov, A. (2021). Analysing the impacts of free cash flow, agency cost and firm performance in public listed companies in Malaysia. *Journal of Governance and Integrity*, 5(1), 211-218.

- Sarkhe, L., Ramadan Ahmadi, M., Hamid, E., & Mojadam, A. (2015). Investigating the Effect of Company Financial Leverage and Growth Opportunities on the Investment Decisions in the Companies Listed on Tehran Stock Exchange. *International Journal of Investment Management and Financial Innovations*, 1(5). <https://ssrn.com/abstract=2349239>.
- Schrand, C. M., & Zechman, S. L. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and economics*, 53(1-2), 311-329.
- Sedhai, S. (2022). Effect of free cash flow on the profitability of Nepalese commercial banks. *The Lumbini Journal of Business and Economics*, 10(1-2), 216-230.
- Setiany, E. (2021). The effect of investment, free cash flow, earnings management, and interest coverage ratio on financial distress. *Journal of Social Science*, 2(1), 64-69.
- Shabbir, M. F., Xin, Y., & Hafeez, S. (2020). Corporate governance and firm efficiency: An application of internet companies of China. *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol 56, No 12, Pp: 2874-2890.
- Shahzad, F., Rehman, I. U., Hanif, W., Asim, G. A. & Baig, M. H. (2019). The influence of financial reporting quality and audit quality on investment efficiency: evidence from pakistan international. *Journal of Accounting and Information Management*, Vol 27, No 4, Pp: 600-614.
- Sharto, t., 2011, "The optimism bias", *Current Biology*, 12(23) : 941- 945
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Suranta, E., Satrio, M. A. B., & Midiastuty, P. P. (2023). Effect of Investment, Free Cash Flow, Earnings Management, Interest Coverage Ratio, Liquidity, and Leverage on Financial Distress. *Ilomata International Journal of Tax and Accounting*, 4(2), 283-295.

- Tanveer, M., & Ali, G. Impact of Board Traits and Ownership form on Investment Efficiency: A study on Pakistan's Food Sector. KASBIT Business Journal, Vol 13, No 2, Pp:46-61.
- Tee, C. M. (2023). Executive directors' pay-performance link and board diversity: evidence from high free cash flow and low-growth firms. *International Journal of Emerging Markets*, 18(9), 2477-2500.
- Tempel, E. (2011). The influence of financial leverage on investment: an examination of overinvestment and underinvestment in Danish listed companies (Master's thesis, University of Twente). <https://purl.utwente.nl/essays/62872>.
- Thanatawee, Y. (2011). Life-cycle theory and free cash flow hypothesis: Evidence from dividend policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*, 2(2).
- Thien, M. N. (2017). Financial reporting quality, free cash flow and investment efficiency: A study of listed companies on Ho Chi Minh stock exchange (HOSE) (Doctoral dissertation, International University-HCMC).
- Tirole, J. (2010). The theory of corporate finance. Princeton university press.
- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment efficiency, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.930922>.
- Vo, X. V. (2019). Leverage and corporate investment–Evidence from Vietnam. *Finance Research Letters*, 28, 1-5. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.03.005>.
- Wang, F., Zhu, Z., & Hoffmire, J. (2015). Financial reporting quality, free cash flow, and investment efficiency. In *SHS Web of Conferences*, 17, 1-10. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20151701027>.
- Wang, G. Y. (2010). The impacts of free cash flows and agency costs on firm performance. *Journal of service science and management*, 3(04), 408.
- Webster, I. M. (2016). Relationship Between Free Cash Flows and Stock Prices of Non Financial Firms Listed at the Nairobi Securities E Noor, M. I., Nour, A., Musa, S., & Zorqan, S. (2012). The role of cash flow in

- explaining the change in company liquidity. *Journal of Advanced Social Research*, 2(4), 231-243.xchange (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Webster, I. M. (2016). Relationship Between Free Cash Flows and Stock Prices of Non Financial Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. Supplement, Cengage Learning.
- Yousef, H. H., & Ojah, A. P. D. H. K. (2022). The Effect of Free Cash Flow on The Firm Value In A Sample Of Iraqi Commercial Companies Listed In The Iraqi Stock Exchange. *American Journal of Business Management, Economics and Banking*, 6, 20-33.
- Yuan, Y., & Motohashi, K. (2014). Impact of leverage on investment by major shareholders: Evidence from listed firms in China. *China Economic Journal*, 7(3), 299-319.
- Zaher, A. M. (2019). The Effect of Managerial Overconfidence on Accruals-Based and Real-Activities Earnings Management: Evidence from Egypt. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), 1-14.
- Zhang, Y. (2024). The Impact of Free Cash Flow on Performance in Microfinance Institutions and Its Moderators. Doctoral dissertations at University of Agder.
- Zhu, L., Yan, M., & Bai, L. (2022). Prediction of enterprise free cash flow based on a backpropagation neural network model of the improved genetic algorithm. *Information*, 13(4), 172.
- Zhu, X. (2019). The relationship between investment and free cash flow: Evidence from New Zealand firms (Doctoral dissertation, Auckland University of Technology).

# **The Impact of Debt Ratio on the Relationship between Investment Efficiency, Free Cash Flow, and Managerial Overconfidence**

**"An Empirical Study"**

**"Applied to a Sample of Joint Stock Companies Listed on the Egyptian Stock Exchange"**

## **Abstract**

The study aimed to explain the reasons behind the discrepancies in previous research findings regarding the relationship between investment efficiency, free cash flow, and managerial overconfidence, with a focus on the moderating effect of the debt ratio (financial leverage). The study was applied to 107 non-financial companies listed on the Egyptian Stock Exchange during the period (2018–2022), using multiple linear regression analysis. Investment efficiency was measured using models by (Richardson, 2006; Biddle et al., 2009), while controlling for variables such as firm size and return on assets. The results showed that free cash flow did not have a significant impact on investment efficiency, supporting the hypothesis that there is no relationship between the two. In contrast, managerial overconfidence had a significant negative impact on investment efficiency, supporting the existence of an inverse relationship between the two. Additionally, the interaction between financial leverage and free cash flow showed a significant effect, indicating that the debt ratio moderates the relationship between free cash flow and investment efficiency. However, the debt ratio did not have a significant effect on the relationship between managerial overconfidence and investment efficiency. Among the control variables, return on assets had a significant positive impact on investment efficiency, while firm size did not show a significant effect.

**Keywords:** Investment Efficiency, Free Cash Flow, Managerial Overconfidence, Debt Ratio, Financial Leverage, Non-Financial Companies, Egyptian Stock Exchange.