

دراسة تحليلية لتأثير التحصين والنفوذ الإداري على كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية

د/ أميرة محمد كمال

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

amira_kamal@foc.cu.edu.eg

د/ حسن عبد العال حامد

مدرس المحاسبة

كلية التجارة - جامعة القاهرة

Hassan_abdelaal@foc.cu.edu.eg

ملخص البحث

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري وكفاءة الإستثمار في الشركات المدرجة في البورصة المصرية، وفي سبيل تحقيق ذلك، قام الباحث بإجراء دراسة عملية على عينة من الشركات المدرجة في البورصة المصرية حيث بلغ عدد شركات العينة النهائية 106 شركة، وذلك خلال الفترة من 2014م وحتى 2020م بإجمالي 1421 مشاهدة سنوية. هذا وقد تم تجميع البيانات اعتماداً على القوائم المالية المنشورة من خلال موقع Thomson Reuters فضلاً عن التقارير المالية المنشورة. هذا وقد أوضحت نتائج التحليل الإحصائي عن وجود علاقة معنوية عكسية بين التحصين والنفوذ الإداري وبين كفاءة الاستثمار، وتوجد علاقة معنوية عكسية بين فترة ولاية المدير التنفيذي وبين كفاءة الاستثمار، وعلاقة معنوية طردية بينها، وبين النقص في الاستثمار. كما أشارت نتائج الدراسة عن وجود علاقة معنوية طردية بين إزدواجية دور المدير التنفيذي، وبين النقص في الاستثمار، كما توجد علاقة معنوية طردية بين نسبة الأعضاء التنفيذيين، وبين الإفراط في الاستثمار. كما تم اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية، واتضح وجود علاقة معنوية عكسية بينهما. كما اتضح وجود علاقة معنوية طردية بين التحصين والنفوذ الإداري في ظل الاحتفاظ بالنقدية وبين الإفراط في الاستثمار. وأخيراً أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية عكسية بين الملكية الإدارية في ظل الاحتفاظ بالنقدية وبين كفاءة الاستثمار.

الكلمات المفتاحية: التحصين والنفوذ الإداري، الاحتفاظ بالنقدية، كفاءة الإستثمار، الإفراط في الاستثمار، النقص في الإستثمار

¹ تقديم البحث في 2025/8/2 وقبول نشره في 2025/9/8

An Analytical Study of the Impact of Managerial Enrichment on Investment Efficiency in light of Cash Holding

Abstract

This research aims to study the relationship between managerial enrichment, and investment efficiency in firms listed on the Egyptian Stock Exchange. To achieve this, the researcher conducted a field study on a sample of 106 firms listed on the Egyptian Stock Exchange, covering the period from 2014 to 2020, with a total of 1,421 annual observations. Data were compiled based on financial statements published on the Thomson Reuters website, as well as published financial reports. The results of the statistical analysis revealed a negative significant relationship between enrichment managerial, and investment efficiency. There is also a negative significant relationship between the CEO's tenure and investment efficiency, and a positive significant relationship between the CEO's tenure and underinvestment. The study results also indicated a significant positive relationship between the CEO' duality and underinvestment. There is also a significant positive relationship between the percentage of executives and overinvestment. The relationship between managerial entrenchment and investment efficiency in light of cash holding was also tested, and the negative significant relationship them was still found. There are also a significant positive relationship also emerged between managerial entrenchment and overinvestment in light of cash holding. Finally, the study results demonstrated a negative significant relationship between managerial ownership in light of cash holding and investment efficiency.

Keywords: Managerial Entrenchment, Cash Holding, Investment Efficiency, Overinvestment, Underinvestment

1. طبيعة المشكلة

تعتبر الفرص الاستثمارية العنصر الأساسي لاستثمارات الشركات؛ حيث يتم التوجه نحو كل المشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة (Benlemlih & Bitar 2018)، وتمثل استثمارات الشركات أحد أهم القرارات الضرورية اللازمة لضمان نموها المستمر في الأجل الطويل. وللحفاظ على النمو والمركز التنافسي في الصناعة، يقوم المديرون بتحمل المخاطر عند مستويات معينة، والاستفادة من الفرص الاستثمارية المواتية (Gao & Yu 2020).

هذا وإذا كانت الشركة في حاجة إلى نقدية إضافية لتمويل نشاط استثماري، تتم زيادة النقدية من خلال مصادر سوق رأس المال الخارجية. وإذا كانت الشركة لديها نقدية فائضة أكثر مما تحتاجه لتمويل المشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، فإنها تقوم باستثمارها في السوق الخارجي. لكن في حقيقة الأمر، الشركات تواجه العديد من احتكاكات سوق رأس المال الخارجي مما يمثل عائقاً لقدرة الإدارة على زيادة النقدية من خلال سوق رأس المال. (Richardson 2006).

هذا وفي ظل تفسيرات نظرية الوكالة، يتضح أن هناك صعوبة في الرقابة على قرارات التي تتخذها الإدارة، مما قد يعطيها فرصة لإنفاق التدفقات النقدية المتاحة على مشروعات تكون مفيدة من وجهة نظرها، لكنها مكلفة من وجهة نظر الملاك طبقاً لفرضية التدفق النقدي الحر (Jensen 1986; Stulz 1990).

على الجانب الآخر يمثل التحصين والنفوذ الإداري للمدير التنفيذي عنصراً أساسياً في القرارات التي يتم اتخاذها من قبل الشركة. فقد يتسبب هذا النفوذ في دفع الشركة إلى تحقيق الربحية وتعظيم الثروة والفرص المستقبلية للمستثمرين فيها، مما يترتب عليه تحقيق آثار إيجابية من زيادة هذا النفوذ، وقد يحدث عكس ما سبق؛ حيث قد يستغل المدير التنفيذي ذلك النفوذ في تحقيق مصالحه الشخصية على حساب مصالح الشركة والمستثمرين فيها، وبالتالي، تحقيق آثار سلبية من زيادة هذا النفوذ (عبد 2020).

كما ان الاحتفاظ بالنقدية بالإضافة إلى التحصين والنفوذ الإداري الذي تمتلكه الإدارة التنفيذية من ناحية، ومدي توافر الفرص الاستثمارية من ناحية أخرى، قد يكون له تأثير على مدى كفاءة القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها.

2. أهداف الدراسة

يتمثل الهدف الرئيس للدراسة في ضوء العرض السابق لطبيعة المشكلة، في تحليل مدى تأثير التحصين والنفوذ الإداري على كفاءة الاستثمار، وكذلك كيف سيكون للاحتفاظ بالنقدية دور في تغيير العلاقة بين المتغيرين، ولتحقيق هذا الهدف، تم تقسيمه إلى مجموعة من الأهداف الفرعية التي تتمثل في:

1. دراسة آليات التحصين والنفوذ الإداري المختلفة التي يمكن من خلالها تكوين مؤشر عام للتحصين والنفوذ الإداري.
2. تحليل مدى تأثير التحصين والنفوذ الإداري بشكل عام على كل من كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار.
3. تحليل مدى تأثير كل مؤشر من آليات التحصين والنفوذ الإداري (ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة ولاية المدير التنفيذي، الملكية الإدارية، نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين) على كل من كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار.
4. تحليل مدى تأثير التحصين والنفوذ الإداري في ظل الاحتفاظ بالنقدية على كل من كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار.
5. تحليل مدى تأثير كل مؤشر من آليات التحصين والنفوذ الإداري (ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة ولاية المدير التنفيذي، الملكية الإدارية، نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين) في ظل الاحتفاظ بالنقدية على كل من كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار.

3. حدود الدراسة

تتعدد المؤشرات التي يتم استخدامها للتعبير عن التحصين والنفوذ الإداري، وستقتصر الدراسة على قياس التحصين والنفوذ الإداري من خلال أربع مؤشرات فقط، قد تكون هي الأكثر صلة بالتحصين والنفوذ الإداري، والتي تتمثل في ازدواجية دور المدير التنفيذي، فترة ولاية المدير التنفيذي، الملكية الإدارية، وأخيراً نسبة المديرين التنفيذيين في مجلس الإدارة.

4. خطة الدراسة

بناءً على ما سبق عرضه سيتم تقسيم الدراسة في الفقرات التالية إلي: الإطار المفاهيمي لمتغيرات الدراسة، الدراسات السابقة وصياغة فروض الدراسة، منهجية البحث، التحليل الإحصائي، مناقشة نتائج الدراسة، وأخيراً التوصيات والدراسات المستقبلية.

4-1 الإطار المفاهيمي لمتغيرات الدراسة

يتناول هذا الجزء من الدراسة، ماهية متغيرات الدراسة الرئيسية والمتمثلة في كفاءة الاستثمار، آليات التحصين والنفوذ الإداري، والاحتفاظ بالنقدية، وذلك من حيث معرفة مفهوم كل متغير وكيفية قياسه.

4-1-1 مفهوم ومحددات كفاءة الاستثمار وكيفية قياسها

يتناول هذا الجزء مفهوم كفاءة الاستثمار، والمحددات الخاصة بكفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى كيفية قياس كفاءة الاستثمار.

مفهوم كفاءة الاستثمار Investment Efficiency

يقصد بالاستثمار "الأصل الذي يتم اقتنائه ومن المتوقع أن يحقق منافع اقتصادية مستقبلية، سواء كانت هذه المنافع عبارة عن دخل دوري أو ناتجة عن عائد سيتم تحقيقه من إعادة بيع هذا الأصل، لذلك فإن الاستثمار يشير إلى الأصول الثابتة والاستثمارات المالية كألسهم والسندات، والاستثمارات العقارية" (الصايغ وعبد المجيد 2015). أما القرار الاستثماري فهو القرار المتعلق بشراء الأصل أو الاستثمار نفسه أو إعادة بيعه إما بقصد تحقيق عائد أو الاحلال الجزئي أو الكلي. ويتم اتخاذ هذا القرار بناءً على تحليل المنفعة والتكلفة المتوقعة على هذا القرار.

ترتيباً على ذلك، تحدد كفاءة القرار الاستثماري في مدى الجدوي من وراء اتخاذ هذا القرار. لذا يمكن توضيح أن المقصود بكفاءة الاستثمار هو مدى جدوى الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة في ظل عدم وجود أي احتكاكات أو قيود من خلال السوق Markets Frictions؛ ويقصد بالقيود السوقية هنا العوائق التي تحيل دون تحقيق المشروع الاستثماري صافي قيمة حالية موجبة، مثل المنافسة، الأعباء الضريبية، التكاليف وما غير ذلك (Biddle, et al. 2009).

هذا ويرتبط مفهوم آخر بكفاءة الاستثمار وهو المستوى الأمثل للاستثمار Optimal Level of Investment، وهو عبارة عن المستوى الذي يتحقق عنده النقطة التي تتساوى فيها هامش المنفعة الحدية Marginal Benefit للمشروع الاستثماري مع تكلفته الحدية Marginal Cost (Biddle, et al. 2009; Chen, et al. 2011).

تتمثل المنفعة الحدية للمشروع الاستثماري في الأرباح المترتبة على الاستثمارات الإضافية، وما إذا كانت هذه الأرباح الإضافية تغطي التكلفة الحدية للاستثمارات الجديدة أم لا، وتتمثل التكلفة الحدية في تكلفة مصادر التمويل المختلفة للمشروع الاستثماري الجديد مثل العوائد المتوقعة بالنسبة للملاك، ومعدل الفائدة المتوقع بالنسبة للمقرضين.

عملياً قد يكون من الصعب تحقيق المستوى الأمثل للاستثمار، وذلك لعدة عوامل من بينها عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry وغيرها من العوامل الأخرى، والتي سيتم تناولها في الأجزاء التالية من الدراسة، ويترتب على الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار، إما الإفراط في الاستثمار Overinvestment أو النقص في الاستثمار Underinvestment.

حيث يقصد بالإفراط في الاستثمار قيام الشركة بتنفيذ مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، أما النقص في الاستثمار فيقصد به عدم تنفيذ الشركة لمشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة (Biddle et al. 2009). هذا والسبب في كلا الحالتين محددات كفاءة الاستثمار.

محددات كفاءة الإستثمار

هناك مجموعة من المحددات التي تمنع تحقيق كفاءة الإستثمار، مما يترتب عليه الإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار، ومن واقع الدراسات السابقة يمكن تقسيم هذه المحددات إلى مجموعتين، المجموعة الأولى محدثات خارجية، والمجموعة الثانية محدثات داخلية.

المجموعة الأولى: المحددات الخارجية

تتمثل هذه المحددات في عوامل مرتبطة بالبيئة الخارجية، والتي يترتب عليها دائماً عدم كفاءة الاستثمار بشكل عام، ونقص الاستثمار بشكل خاص، وهي عوامل عديدة من بينها: ظروف بيئة عدم التأكد، التدخل الحكومي، إصلاح النظام المصرفي، القيود المالية، الروابط السياسية (Lei & Chen, 2019). تلك القيود التي تمثل عائقاً في تحقيق كفاءة الاستثمار.

المجموعة الثانية: المحددات الداخلية

تتمثل المحددات الداخلية لكفاءة الاستثمار والمرتبطة بالمديرين التنفيذيين، في عاملين أساسيين وهما: الخطر الأخلاقي Moral Hazard، والاختيار العكسي Adverse Selection، وكلاهما ينتجان أساساً بسبب مشكلتين هما: الأولى عدم تماثل المعلومات Information Asymmetry بين إدارة الشركة، وبين المساهمين (Biddle, et al. 2009)، والثانية تكاليف الوكالة Agency Costs.

فالخطر الأخلاقي للمديرين يتمثل في قيامهم باتخاذ القرارات التي من شأنها أن تحقق مصالحهم الشخصية بغض النظر عن الفائدة أو الضرر الذي سيعود على الملاك، وذلك نتيجة الفصل بين الملكية والإدارة (نظرية الوكالة) (Jensen & Meckling 1976). كما يتوافر لدى المديرين بحكم منصبهم في الشركة معلومات لا تتوافر لدى الملاك (عدم تماثل المعلومات بين الطرفين). وكلا السببان يساعدان على احتمالية وجود خطر أخلاقي للمديرين، والذي يتسبب بدوره في عدم كفاءة الاستثمار.

فقد يقوم المديرون بالاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية سالبة مما يؤدي إلى الإفراط في الاستثمار وعدم كفاءته، ذلك في ضوء توافر تدفقات نقدية حرة Substantial Free Cash Flow أو القدرة على الاقتراض Substantial Borrowing Capacity. ويحدث ذلك نتيجة اختلاف دوافع الموكل والوكيل، على أساس أن المديرين يكون لديهم دوافع لاستهلاك امتيازاتهم ونمو شركاتهم إلى أبعد من المستوى الأمثل للاستثمار (Jensen 1986; Blanchard et al. 1994; Latsis & Repapis 2014). مثل بناء إمبراطورية Empire-Building، وزيادة حجم الشركة وذلك كله لتحقيق أهداف شخصية مثل المحافظة على السلطة الإدارية Managerial Power والهيبة Prestige (Hope & Thomas 2008; Khurana et al. 2018).

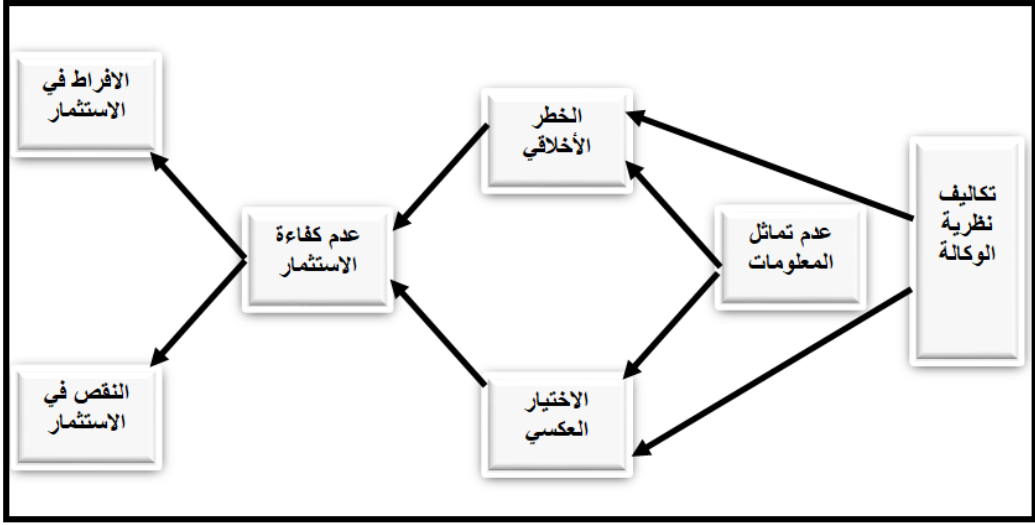
هذا وفي ظل عدم تماثل المعلومات بين الطرفين، وتوافر المزيد من السيولة التي تدفع المديرين إلى المزيد من الاستثمار التي تحقق مصالحهم الشخصية على حساب مصالح المساهمين، مما يترتب عليه عدم كفاءة الاستثمار بسبب الفائض النقدي والإفراط في الاستثمار (Gao & Yu 2020).

من ناحية أخرى، وكنتيجة أيضاً لاختلاف دوافع المديرين والملاك (وفقاً لنظرية الوكالة) وكذلك لعدم تماثل المعلومات بين الطرفين، قد يعتقد الملاك أن المديرين لديهم الرغبة في الحفاظ على رأس مالهم، بالإضافة إلى رغبتهم في توسيع المشروعات الاستثمارية بدلاً من رد فائض النقدية إلى الملاك (Lambert et al. 2007; Biddle et al. 2009). مما يترتب عليه عدم ضخ المساهمين أموال من أجل استثمارات جديدة، في حين قد يكون المديرين بالفعل في حاجة إلى هذه الأموال من أجل الاستثمار في مشروعات ذات صافي قيمة حالية موجبة، مما يترتب عليه نقص في الاستثمار وعدم كفاءة الاستثمار أيضاً.

أما الاختيار العكسي، فيقصد به تحكم المديرون في توقيت إصدار أسهم رأس المال نتيجة ما يمتلكونه من معلومات حول الربحية المتوقعة لاستثمارات الشركة (عدم تماثل المعلومات)، وبالتالي عندما يكون لدى المديرين معلومات خاصة بأن سعر أسهم رأس المال في السوق مبالغ فيه، فإنهم من المرجح أن يسعوا إلى إصدار أسهم جديدة (Baker et al. 2003; Biddle et al. 2009; McLean & Zhao 2014). ونتيجة اختلاف دوافع الملاك والمديرون (نظرية الوكالة)، قد يستخدم المديرون عوائد طرح الأسهم في الإفراط بالاستثمار في مشروعات استثمارية محفوفة المخاطر (حسين، 2019). حتى إذا كانت في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، وذلك تحقيقاً لأهدافهم الشخصية، مما يترتب عليه الإفراط في الاستثمار، وبالتالي عدم كفاءة الاستثمار.

على الجانب الآخر، قد يترتب على الاختيار العكسي، ومع إدراك المستثمرين، أن المديرين قد يقومون بإصدار الأسهم بقيمة سوقية أعلى من قيمتها الحقيقية، وبالتالي يكون قرارهم هو إصدار الأسهم بسعر الخصم Discount Price، أما المديرون فربما يرفضون جمع الأموال عند سعر الخصم أو المخفض، على الرغم من أن هذا يعنى التخلي عن فرصة استثمارية جيدة (Myers & Majluf, 1984)، مما يترتب عليه نقص الاستثمار، وبالتالي عدم كفاءة الاستثمار.

يتضح مما سبق، أن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والملاك، بالإضافة إلى مشاكل الوكالة يمثلان مصدران أساسيان لكل من الخطر الأخلاقي، والاختيار العكسي. وكلاهما قد يترتب عليه عدم كفاءة الاستثمار، سواء بالإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار. ويمكن توضيح ما سبق من خلال الشكل التالي (شكل 1):



شكل 1: المحددات الداخلية لكفاءة الاستثمار وأسبابها

المصدر: إعداد الباحث

قياس كفاءة الاستثمار

تعتمد فكرة قياس كفاءة الاستثمار على أن الانحراف عن المستوى الأمثل للاستثمار، يمثل انحراف عن كفاءة الاستثمار؛ سواء نتج عن ذلك افراط في الاستثمار Overinvestment، أو نقص في الاستثمار Underinvestment. هذا وقياس هذا الانحراف يتم إيجاد الفرق بين حجم الاستثمارات المتوقعة التي من المتوقع أن تحقق حجم الاستثمار الأمثل، وبين حجم الاستثمارات الفعلية الحدية الذي قامت به الشركة خلال العام. ومن خلال الخطوات التالية سيتم توضيح كيفية تحديد كفاءة الاستثمار أو عدم كفاءة الاستثمار:

أ- تحديد حجم الاستثمارات الفعلية (INV) للشركة (i) خلال السنة الحالية (t)

يتم حسابه من خلال مجموع الاستثمارات الجديدة في الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل ونفقات البحوث والتطوير مخصوماً منه مبيعات الأصول الثابتة والاستثمارات طويلة الأجل، مع ترجيح الناتج بإجمالي الأصول في بداية العام الحالي (Chen et al. 2011; Biddle, et al. 2009).

ب- تقدير حجم الاستثمارات المتوقعة (EX_INV)

يتم تقدير الاستثمارات المتوقعة على أساس الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة، وعلى ذلك قدمت العديد من الدراسات نماذج انحدار مختلفة يمكن من خلالها تقدير الاستثمارات المتوقعة في ضوء متغير يمثل دالة الفرص الاستثمارية (مثل نمو المبيعات، ومؤشر Tobin Q) بالإضافة إلى الاعتماد على بعض المتغيرات الأخرى التي يمكن من خلالها تحسين قدرة النموذج على التنبؤ، من هذه النماذج:

❖ **نموذج (2006) Richardson:** اعتمدت هذه الدراسة على أن الاستثمارات المتوقعة تنقسم إلي جزئين، الجزء الأول من أجل الصيانة وعمليات الاحلال، والجزء الآخر كاستثمارات جديدة، تلك الاستثمارات الأخيرة هي التي ركزت عليها الدراسة، لكن بعض الدراسات تناولت إجمالي الاستثمارات المتوقعة ككل (Chen et al. 2018).

اعتمدت الدراسة على التنبؤ بالاستثمارات المتوقعة على أساس أن مؤشر Tobin's Q، يمكن من خلاله قياس الفرص الاستثمارية المتاحة للشركة، بالإضافة إلى استخدام مجموعة من المتغيرات الرقابية التي تزيد من القوة التفسيرية للنموذج وقدرته على التنبؤ، ويمكن توضيح ذلك من خلال النموذج التالي:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 Lev_{it-1} + \beta_3 Cash_{it-1} + \beta_4 Age_{it-1} + \beta_5 Siz_{it-1} + \beta_6 Ret_{it-1} + \beta_7 INV_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

INV_{it} حجم الاستثمار الفعلية للشركة (i) في السنة (t)، ويتم حسابها من خلال حجم التغير في الأصول طويلة الأجل بين العام الحالي والعام السابق مرجحة بإجمالي الأصول في بداية العام الحالي.

Q_{it-1} نسبة القيمة السوقية لأصول الشركة (i) على قيمتها الدفترية في السنة (t-1)، ويتم حساب القيمة السوقية لأصول الشركة من خلال القيمة السوقية للأسهم العادية في نهاية السنة مضافاً إليها قيمة الأسهم الممتازة إن وجدت، وكذلك القيمة الدفترية لإجمالي الالتزامات.

Lev_{it-1} إجمالي الالتزامات (الخصوم) قصيرة الأجل وطويلة الأجل للشركة (i) في السنة t-1 (1) مرجحة بإجمالي الأصول في بداية العام الحالي.

$Cash_{it-1}$ إجمالي رصيد النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل للشركة (i) في السنة (t-1) مرجحة بإجمالي الأصول في بداية العام الحالي.

Age_{it-1} لوغاريتم عدد السنوات منذ قيد الشركة (i) بالبورصة حتى بداية العام الحالي.

Siz_{it-1} لوغاريتم إجمالي أصول الشركة (i) في بداية العام الحالي.

Ret_{it-1} العائد على أسهم الشركة (i) في بداية العام الحالي، والذي يتم حسابه من خلال قيمة التغير في القيمة السوقية لأسهم الشركة في السنة الماضية.

INV_{it-1} حجم الاستثمار الفعلية للشركة (i) في السنة (t-1) (تم إضافة هذا المتغير وفقاً لدراسة (Chen et al. 2018).

❖ **نموذج (2008) McNichols & Stubben**: اعتمدت هذه الدراسة على تقدير الاستثمارات المتوقعة من خلال مؤشر Tobin's Q، بالإضافة إلى استخدام صافي التدفقات النقدية CF للشركة كمتغير رقابي للتحكم في مدى الاختلافات في مستوى النقدية المتاحة، وتأثير ذلك على القرارات الاستثمارية (Bae et al. 2009). وفيما يلي عرض للنموذج:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Q_{it-1} + \beta_2 CF_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

CF_{it-1} صافي التدفقات النقدية للشركة (i) في السنة (t-1) مرجحة بإجمالي الأصول في بداية العام الحالي.

❖ **نموذج (2009) Biddle et al.**: اعتمدت هذه الدراسة على تقدير الاستثمارات المتوقعة على أساس أنه دالة في معدل النمو المستقبلي في المخرجات، والذي يمكن استنباطه بمعدل النمو في الإيرادات (المبيعات) على مستوى كل شركة ولكل سنة، وذلك على النحو التالي:

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 SG_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

حيث:

SG_{it-1} نسبة نمو المبيعات لشركة (i) على والتي يتم حسابها بطرح مبيعات السنة (t-2) من مبيعات السنة (t-1) وقسمة الفرق على مبيعات السنة (t-2).

❖ **نموذج (2011) Chen et al.**: عبارة عن امتداد لنموذج دراسة (2009) Biddle et al.، حيث أوضحت دراسة (2011) Chen et al. أن تقدير قيمة الاستثمارات المتوقعة باعتبارها دالة في نمو الإيرادات، يجب أن يأخذ في الاعتبار إن هذه العلاقة يمكن أن تختلف على حسب زيادة الإيرادات أو نقصها. لذلك فإن نموذج الانحدار الذي يستطيع مراعاة ذلك هو نموذج الانحدار المتجزئ Piecewise Linear Regression والذي يأخذ الشكل التالي: (Chen et al. 2011; Biddle et al. 2009)

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Neg_{it-1} + \beta_2 SG_{it-1} + \beta_3 Neg_{it-1} * SG_{it-1}$$

حيث:

Neg_{it-1} متغير نوعي Indicator Variable يأخذ القيمة (1) إذا كان نمو الإيراد في العام السابق (t-1) سالباً والقيمة (صفر) في غير ذلك.

هذا وفي ظل الإطار الكلاسيكي الحديث، فأن مؤشر Q الهامشي The Marginal Tobin's Q Ratio هو الذي يفسر استثمارات الشركات، لكن العائق هنا إن ذلك يتحقق عندما يكون سوق الأوراق المالية كفاء (Hayashi 1982; Tobin 1969). لذا تم استخدام قياس الفرص الاستثمارية المتاحة على

أساس نمو المبيعات في هذه الدراسة، وبتعديل نموذج (Biddle et al. (2009، وفقاً لدراسة Chen et al. (2011 بأن يتم الأخذ في الاعتبار الزيادة أو الانخفاض في نمو المبيعات.

ج- قياس كفاءة الاستثمار (INV_EFF)

يتم قياس كفاءة الاستثمار عن طريق حساب الانحراف في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع، ومن ثم فإنه يعتبر القرار الاستثماري قراراً غير كفء في حالة كل من زيادة الاستثمار (Overinvestment)، وهو الزيادة في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع، ونقص الاستثمار (Underinvestment)، وهو النقص في الاستثمارات الفعلية عن الحجم الأمثل للاستثمار المتوقع (Biddle et al. 2009; Chen et al. 2011).

وعلى ذلك يتم تحديد قيمة كفاءة الاستثمار (INV_EFF)، من خلال متغير عكسي Inverse Variable بقياس عدم كفاءة الاستثمار والتي تمثل قيمة البواقي Residuals في معادلة الانحدار الخاصة بتوقع الاستثمارات المتوقعة، أي الفرق بين الاستثمارات المتوقعة والاستثمارات الفعلية؛ حيث كلما زاد الفرق عن الصفر سواء كان بالسالب أو الموجب، كلما عبر ذلك عن عدم كفاءة الاستثمار، لذلك يتم حساب عدم كفاءة الاستثمار كقيمة مطلقة للفرق المحسوب بغض النظر عن الإشارة.

أما لحساب الافراط في الاستثمار (OVERINV) أو النقص في الاستثمار (UDERINV)، فيتم تصنيف الشركات إلى مجموعتين اعتماداً على إشارة الفرق بين الاستثمارات الفعلية والاستثمارات المتوقعة: المجموعة الأولى هي الشركات ذات البواقي السالبة والتي تصنف بأنها شركات ذات نقص الاستثمار، والمجموعة الثانية هي الشركات ذات البواقي الموجبة والتي تصنف بأنها شركات ذات افراط في الاستثمار.

4-1-2 مفهوم التحصين والنفوذ الإداري ومؤشراته

هناك فرق بين النفوذ الإداري والتحصين الإداري، وبين قوة المدير التنفيذي، ومن خلال هذا الجزء سيتم توضيح هذا الفرق، بالإضافة إلى شرح مصادر التحصين والنفوذ الإداري داخل الشركات.

مفهوم التحصين والنفوذ الإداري Managerial Entrenchment

يقصد بقوة المدير التنفيذي Chief Executive Officer (CEO) Power القدرة على التأثير على الغير، وبالأخص أعضاء مجلس الإدارة في اتخاذ القرارات الإدارية (Han et al. 2016). تلك القوة لها مصادر عديدة، والتي يمكن تقسيمها إلى مجموعتين. الأولى مرتبطة بالشخص نفسه وسماته الشخصية، أما الثانية مرتبطة بعلاقاته الاجتماعية ومركزه في الهيكل الإداري.

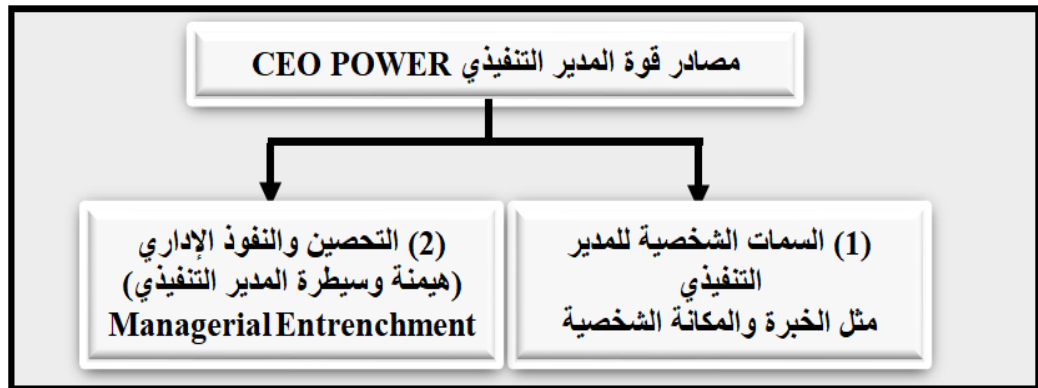
المجموعة الأولى، تتمثل في السمات الشخصية Personal Characteristics التي يتميز بها المدير التنفيذي (Walls & Berrone 2017). من أمثلة هذه الصفات نفوذ الخبرة Expert Power، نفوذ

المكانة أو الهيبة Prestige Power، وخطرة المدير التنفيذي CEO Hubris. تلك الصفات يمكن من خلالها دون أي خصائص إدارية أخرى أن تكون سبباً في قدرة تأثير المدير التنفيذي على الغير.

المجموعة الثانية تتمثل في مجموعة من الخصائص أو الصفات التي تنشأ في الأصل من واقع المكان الذي يتولاه المدير التنفيذي، وبالتالي تمكنه من التأثير على الغير واتخاذ القرارات الإدارية التي يسعى إلى تحقيقها. وقد تنشأ هذه القوة من النفوذ الهيكلي Structural Power، أو نفوذ الملكية Ownership Power، أو كليهما معاً.

هذا ويمكن أن يطلق على هذه الخصائص أيضاً مصطلح الهيمنة أو السيطرة Dominant، والتي يقصد بها قدرة الأفراد على ممارسة إرادتهم في اتخاذ القرارات الإدارية (Haleblian & Finkelstein, 1993)، بمعنى آخر يقصد بالمدير التنفيذي المهيمن أو المسيطر، المدير الذي يتمتع بالقوة مقارنةً بالتفنيين الآخرين في فرق الإدارة العليا لديهم، ويعتبر أساس مصطلح الهيمنة أو السيطرة هو العلاقات الاجتماعية وليس بناءً على المستوى الفردي مثل الشخصية والسلوكيات فهذه الصفات تميز المدير التنفيذي كفرد (أبو سالم 2019; Tang et al. 2011).

هذا ويمكن تفسير مصادر قوة المدير التنفيذي في المجموعة الثانية أيضاً بالتحصين الإداري Managerial Entrenchment، والتي يقصد بها القوة الإدارية التي تساعد المديرين على تحقيق ثرواتهم أو منافعهم الشخصية (Florackis & Ozkan 2009)، فهي تعتبر نموذج أو شكل للصراع الناتج عن نظرية الوكالة بين الملاك والمديرين (García-Sánchez et al. 2020). وعلى أثر ما سبق، يمكن توضيح مصادر قوة المدير التنفيذي، من خلال الشكل التالي (شكل 2):



شكل 2: مصادر قوة المدير التنفيذي

المصدر: إعداد الباحث

مما سبق يتضح الفرق بين المصطلحين قوة المدير التنفيذي CEO Power، والتحصين الإداري للمدير التنفيذي Managerial Entrenchment، وعدم الخلط بينهما، فالأول أعم وأشمل من الثاني؛ حيث يتضمن مصدري قوة المدير التنفيذي وهما السمات الشخصية للمدير التنفيذي، وهيمنتته الإدارية. أما التحصين الإداري فهو يرجع بالدرجة الأولى إلى القوة التي يمتلكها من واقع مركزه الوظيفي في الهيكل الإداري للشركة. ويمثل المصطلح الثاني محور هذه الدراسة، وعلى أثر ذلك سيتم تناول مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري في الفقرات التالية.

مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري

تركز هذه الدراسة على المجموعة الثانية من مصادر قوة المدير التنفيذي، والمتمثلة في التحصين والنفوذ الإداري، وبمراجعة الدراسات السابقة اتضح أن هناك مجموعة من الآليات التي يمكن من خلالها الاستدلال على التحصين الإداري. وتتمثل تلك الآليات في:

1. ازدواجية دور المدير التنفيذي Duality.
2. فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure.
3. الملكية الإدارية Managerial Ownership
4. نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين Percentage of Executives.

1- ازدواجية دور المدير التنفيذي Duality

تشير ازدواجية دور المدير التنفيذي إلى جمع المدير التنفيذي بين منصبتين هما، منصب المدير التنفيذي، ومنصب رئيس مجلس الإدارة. وقد قامت أكثر من دراسة باستخدام ازدواجية دور المدير التنفيذي كمؤشر للتحصين والنفوذ الإداري (أبو سالم 2018؛ عبده 2020).

هذا ووقد نصت قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية الصادرة عن الهيئة العامة للرقابة المالية (2021) والصادرة بقرار مجلس إدارة الهيئة العامة للرقابة المالية رقم 11 لسنة 2014 وفقاً لآخر تعديل لها في 5 يوليو 2021، بأن أحد الشروط العامة لقيد الأوراق المالية وفقاً للمادة (6) بحظر الجمع بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب العضو المنتدب أو الرئيس التنفيذي للشركة.

كما يشير الدليل المصري لحوكمة الشركات (2016: ص17) على أنه لا يفضل الجمع بين منصبي رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب (المدير التنفيذي)، وفي حالة عدم إمكان ذلك يجب الإفصاح عن أسباب ذلك في التقرير السنوي والموقع الإلكتروني للشركة. هذا ووفقاً للدليل المصري لحوكمة الشركات (2016: ص20) يقصد بعضو مجلس الإدارة المنتدب الشخص الذي يعتلي قمة الإدارة التنفيذية العليا.

هذا وقد أشارت بعض الدراسات إلى أن قيام المدير التنفيذي بدور رئيس مجلس الإدارة، يجعله أكثر تحكماً في جدول أعمال المجلس، والتأثير على كل قراراته؛ بالإضافة إلى تدخله في عملية عزل وتعيين أعضاء المجلس ومحاولاته الاحتفاظ بمنصبه لأكثر فترة ممكنة (أبو سالم 2018; Jensen 1993). مما يعد دليلاً قوياً على أن ازدواجية دور المدير التنفيذي مؤشر على التحصين والنفوذ الإداري.

2- فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure

يقصد بفترة ولاية المدير التنفيذي الفترة التي يظل خلالها في منصبه. هذا وكلما طالت فترة بقاء المدير التنفيذي في منصبه، كلما ساعد ذلك على زيادة قوته ونفوذه الإداري؛ بسبب امتلاكه الفرصة والوقت الكافيين لبناء التحالفات وتجميع القوة (Hill & Phan 1991)؛ حيث أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي في المنصب تجعله أكثر قدرة ومعرفة على اتخاذ قرارات تتعلق بعمليات الشركة المالية والإدارية، لقدرته على الحصول على المعلومات عن العمليات المالية المؤثرة التي تقوم بها الشركة، وزيادة القدرة على الرقابة علن العمليات والإجراءات، وبناء علاقات قوية مع الأعضاء والموظفين من خلال المصالح المشتركة (محمد 2020). وقد قامت أكثر من دراسة باستخدام فترة ولاية المدير التنفيذي كمؤشر للتحصين والنفوذ الإداري (أبو سالم 2018; عبده 2020; Han et al. 2016).

هذا وقد ورد في الدليل المصري لحوكمة الشركات فقرة 5.2.17 (2011: ص11) أنه لا يجب أن تتجاوز مدة التعاقد الواحدة لعضو مجلس الإدارة التنفيذي أكثر من ثلاث سنوات، ما لم يكن ذلك لأسباب واضحة ومحددة يتم الإفصاح عنها في الجمعية العامة للشركة ويجوز تجديد التعاقد لمدة أو مدد أخرى. في حين لم يرد في الدليل المصري لحوكمة الشركات الصادر في عام 2016 أي شيء متعلق بالمدة.

هذا وعلى الرغم من أن المدة محددة في دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية (2011) ثلاث سنوات، إلا أنه هناك إمكانية التجديد لأكثر من مدة. أي أنه في النهاية قد تزيد مدة عضو مجلس الإدارة التنفيذي في المجمع عن ثلاث سنوات دون أن يكون في ذلك مخالفة لدليل قواعد حوكمة الشركات. كما لم يرد في آخر دليل مصري لحوكمة الشركات الصادر عام 2016 أي نص عن المدة.

3- الملكية الإدارية Managerial Ownership

يقصد بالملكية الإدارية امتلاك المدير التنفيذي لنسبة من أسهم الشركة، مما يزيد من نفوذه الإداري داخل مجلس الإدارة (Jensen & Meckling 1976; Ryan & Wiggins 2004)؛ حيث أن كبر حجم ملكية المدير التنفيذي لأسهم الشركة يقلل من تأثير مجلس الإدارة، ويُمكن المدير التنفيذي من فرض سيطرته على اتخاذ القرارات، مما يؤدي لزيادة قوته الإدارية (Finkelstein 1992). وقد استخدمت العديد

من الدراسات السابقة هذه النسبة كمؤشر على التحصين والنفوذ الإداري (Han et al. 2016; أبو سالم 2018; Martins 2019).

4- نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE) Percentage of Executives

تمثل نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين مصدر قوة للمدير التنفيذي، فعلى أساسها يتحكم المديرون التنفيذيون على مجريات الأمور داخل مجلس الإدارة، وقد استخدمت العديد من الدراسات السابقة هذه النسبة كمؤشر على التحصين والنفوذ الإداري (عيسى 2018; García-Sánchez et al. 2020). هذا وقد ورد في الدليل المصري لحوكمة الشركات (2016: ص 17) أنه يجب أن تكون أغلبية أعضاء المجلس من غير التنفيذيين بينهم عضوين مستقلين على الأقل يتمتعون بمهارات فنية وتحليلية مما يجلب نفعاً للمجلس والشركة.

فضل الباحث في هذه الدراسة استخدام مصطلح نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين عن استقلالية مجلس الإدارة كأحد مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري؛ وذلك على أساس أن استقلالية مجلس الإدارة تضعف من قوة ونفوذ المديرين التنفيذيين، وبالتالي يعتبر الأكثر صلة بالتحصين والنفوذ الإداري، هو نسبة الأعضاء التنفيذيين. هذا وقد فرق الدليل المصري لحوكمة الشركات (2016: ص 10) بين عضو مجلس الإدارة غير التنفيذي وعضو مجلس الإدارة المستقل، فالأول يشير إلى عضو مجلس الإدارة الذي لا يشغل منصباً تنفيذياً في الشركة، ولا يتقاضى راتباً شهرياً أو سنوياً منها بخلاف ما يتقاضاه عن عضويته بمجلس الإدارة، ولا يجوز له أن يقدم أي استشارات مدفوعة الأجر للشركة.

أما عضو مجلس الإدارة المستقل فهو عضو غير تنفيذي بمجلس الإدارة وغير مساهم بالشركة ويتم تعيينه كعضو من ذوي الخبرة، وتتحصر علاقته بالشركة في عضويته بمجلس إدارتها. أي أن الفارق الأساسي بين عضو مجلس الإدارة غير التنفيذي، وعضو مجلس الإدارة المستقل، هو أن الثاني يعتبر عضو مجلس إدارة غير تنفيذي ولكن لا يكون مالك لأسهم الشركة.

4-1-3 مفهوم الاحتفاظ بالنقدية، ودوافع الاحتفاظ بالنقدية والنظريات التي تستند إليها

يركز هذا الجزء على شرح المقصود بالاحتفاظ بالنقدية، والدوافع التي تدعو لها، وكذلك النظريات التي تفسر تلك الدوافع. وفي نهاية هذا الجزء سيتم تناول المقاييس المختلفة للاحتفاظ بالنقدية.

مفهوم الاحتفاظ بالنقدية Cash Holding

تعد النقدية وما في حكمها من أهم موارد الشركة، لما لها من انعكاس على مدى توافر السيولة اللازمة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل، وكذلك طويلة الأجل. كما أن القرارات الاستثمارية والتشغيلية ترتبط بمدى توافر السيولة النقدية. هذا وقد أوضح معيار المحاسبة المصرية رقم (4) أن النقدية تتضمن النقدية

بالصندوق والودائع تحت الطلب. أما في ما في حكم النقدية فهي استثمارات قصيرة الأجل عالية السيولة يمكن تحويلها بسهولة إلى مبالغ نقدية محددة ويكون خطر تعرضها لتغير في قيمتها ضئيلاً.

أما الاحتفاظ بالنقدية فقد أشارت دراسة عبدالفتاح وعثمان (2024) بأنها "قراراً إدارياً يتعلق بقيام الشركة بالاحتفاظ بالنقدية وما حكمها بهدف تلبية احتياجاتها التشغيلية والتمويلية والاستثمارية، ويتحقق المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية عندما يوازن بين العائد والتكلفة المرتبطين بهذا القرار".

هذا وقد أوضحت دراسة Farinha et al. (2018) أن المستوى الأمثل للاحتفاظ بالنقدية يتحقق من خلال المفاضلة بين العائد المتوقع من النقدية وما حكمها والمتمثل في تخفيض تكاليف المعاملات، تخفيض المخاطر، تقليل احتمال التعثر المالي، تخفيض التكاليف التمويلية، وبين التكاليف المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية والتي تتمثل بشكل أساسي في تكلفة الفرصة البديلة وعدم القدرة على استغلال الفرص المتاحة، وتكاليف الوكالة والممثلة في سعي المديرين لاستغلال النقدية المتاحة في تحقيق مصالحهم الشخصية.

دوافع الاحتفاظ بالنقدية

أوضحت العديد من الدراسات أن هناك مجموعة من الدوافع المرتبطة بالاحتفاظ بالنقدية (على سبيل المثال: فريد 2018، مليجي 2018، عبدالفتاح وعثمان 2024) والتي تتمثل في:

- 1- **دافع المعاملات The Transaction Motive**: يتمثل في مدي توافر السيولة اللازمة للقرارات المرتبطة بالعمليات التشغيلية المستمرة.
- 2- **دافع وقائي أو التحوط من المخاطر The Precautionary Motive**: يتمثل في الاحتفاظ بالنقدية كهامش أمان ضد مخاطر التقلبات غير المتوقعة سواء فيما يتعلق بتوقع وجود عجز نقدي مستقبلي، أو توفير السيولة اللازمة للمشروع استثماري ذو صافي قيمة حالية موجبة.
- 3- **دافع الوكالة The Agency Motive**: يتمثل في الاحتفاظ بالنقدية من أجل تكاليف الوكالة، تلك التكاليف التي تتحقق بسبب تضارب المصالح بين الإدارة والملاك .
- 4- **دافع مضاربة The Speculative Motive**: يتمثل في الاحتفاظ بالنقدية من أجل استغلال الفرص الاستثمارية الإضافية، لتحقيق أرباح غير متوقعة.

نظريات تفسير الاحتفاظ بالنقدية

قدمت الدراسات السابقة مجموعة من النظريات التي تفسر الاحتفاظ بالنقدية، والتي توضح كلٍ منها نظرة مختلفة حول الدوافع الأساسية للاحتفاظ بالنقدية، ومن بين هذه النظريات:

- 1- **نظرية المفاضلة الساكنة The Static Trade off Theory:** تفترض هذه النظرية أن الشركات تحاول أن تحقق المستوى الأمثل للنقدية الذي يجب الاحتفاظ به من خلال المفاضلة بين التكاليف والمنافع الحدية للنقدية المتاحة. هذا وتتمثل التكاليف هنا في تكلفة المعاملة مثلما أشارت دراسة Dittmar et al. (2003) والتي أطلقت عليها تكلفة إجراء المعاملة Cost-of -Carry، وكذلك تكلفة الفرصة البديلة (Al-Najjar 2013). من الشكل العام لهذه النظرية يتضح أن هذه النظرية قائمة على دافعين وهما، دافع تكلفة المعاملة، والدافع الوقائي.
- 2- **نظرية تسلسل مصادر التمويل The Pecking Order Theory:** تفترض هذه النظرية المفاضلة في الاحتفاظ بالنقدية على أساس الاختيار بين مصادر التمويل المختلفة بالشكل الذي يقلل من تكلفة مصادر التمويل (مليجي 2018، عبدالفتاح وعثمان 2024).
- 3- **نظرية الوكالة The Agency Theory:** تعتمد هذه النظرية على أن هناك تضارب مصالح بين الإدارة والمساهمين يظهر في حالة احتفاظ الإدارة بمستويات عالية بالنقدية؛ حيث يظهر في هذه الحالة أحد الاحتمالين: الأول أن الإدارة ترغب في استغلال النقدية المتاحة لتحقيق مصالحها الخاصة مما يؤثر بالسلب على المساهمين (Jensen & Meckling 1976)، والثاني أن يكون أمام الإدارة فرص استثمارية ذات صافي قيمة عالية موجبة ترغب في استغلالها.
- 4- **نظرية التدفق النقدي الحر The Free Cash Flow Theory:** يتمثل التدفق النقدي الحر في التدفقات النقدية التي تزيد عما هو مطلوب لتمويل المشروعات، وتفضل الإدارة الاحتفاظ بها بدلاً من دفعها للمساهمين لاستخدامها كحائط وقائي ضد ظروف عدم التأكد (مليجي 2018).

مقاييس الاحتفاظ بالنقدية

هناك مقاييس عديدة لقياس الاحتفاظ بالنقدية منها: نسبة النقدية وما حكمها إلى إجمالي الأصول (Habib et al. 2017; Vo 2018)، هناك أيضاً نسبة النقدية وما حكمها إلى القيمة السوقية للشركة (Al-Najjar 2015)، وأخيراً نسبة النقدية وما حكمها صافي القيمة الدفترية للأصول (إجمالي الأصول - النقدية وما حكمها) (Bick et al. 2018)، وتعد الطريقة الأخير هي أكثرهم دقة في النتائج (مليجي 2018)، لذلك تم استخدامها كمقياس للاحتفاظ بالنقدية في الدراسة العملية.

4-2 الدراسات السابقة وصياغة فروض الدراسة

يتناول هذا الجزء من الدراسة النظريات التي تم الاعتماد عليها في صياغة فروض الدراسة، وكذلك الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين آليات التحصين الإداري وكفاءة الاستثمار، وتحليل هذه الدراسات.

4-2-1 النظريات التي تم الاستناد إليها في بناء فروض الدراسة

تعتمد فكرة هذه الدراسة على أكثر من نظرية في صياغة الفروض، وهم نظرية الوكالة Agency Theory، نظرية الاشراف Stewardship Theory، وأخيراً نظرية التحصين الإداري Management Entrenchment Theory.

وفقاً لنظرية الوكالة تعرف علاقة الوكالة بأنها عبارة عن تعاقد بين أكثر من طرف أحدهما المالك أو الملاك Principals، والآخر وكيل Agent وذلك للاتفاق على قيام الوكيل بمجموعة من الخدمات لمصلحة الملاك في مقابل منحه سلطات اتخاذ القرارات (Jensen & Meckling 1976). لكن الواقع يذهب إلى أن الإدارة تسعى إلى تحقيق أهدافها ومصالحتها الشخصية حتى وإن كانت على حساب مصالح الملاك، مما يترتب عليه تكاليف الوكالة مثل تكاليف ناتجة عن الملاك لرقابة الوكلاء، وتكاليف ناتجة عن المديرين لتحقيق الأمان الوظيفي، وتكاليف ناتجة عن التعارض بين قرارات الطرفين (Jensen & Meckling 1976). بناءً على نظرية الوكالة، فإنه من المتوقع أنه كلما زاد التحصين والنفوذ الإداري للمدير التنفيذي، كلما اتجه المدير التنفيذي بشكل أكبر لتحقيق مصالحه وأهدافه الشخصية، مما قد يؤثر بالسلب على كفاءة القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها.

لكن في مقابل نظرية الوكالة ظهرت نظرية الإدارة أو الاشراف Stewardship Theory والتي تختلف عن نظرية الوكالة في أن يكون أعضاء مجلس إدارة الشركة (إن لم يكن معظمهم) من الملاك الرئيسيين لها، وذلك على أساس أنه في هذه الحالة سيعمل مجلس الإدارة بما يعود بالنفع على ملاك الشركة، بالإضافة إلى فعالية الدمج بين صفتي عضوية مجلس الإدارة والمالك (Donaldson & Davis 1991). وبناءً على ذلك، فإنه من المتوقع أن تكون ملكية أعضاء مجلس الإدارة لأسهم الشركة من شأنها أن تزيد من فعالية القرارات التي تتخذها الإدارة، مما يعود بالنفع على الشركة بشكل عام، وعلى كفاءة القرارات الاستثمارية بشكل خاص.

أخيراً نظرية التحصين الإداري Management Entrenchment Theory، والتي في ضوئها اتضح أن المديرين يستطيعوا تحصين أنفسهم إدارياً من خلال القيام باستثمارات خاصة، تجعل عملية استبدالهم من قبل الملاك مكلفاً (Shleifer & Vishny 1989). وعلى ذلك من الممكن أن تخرج القرارات الاستثمارية عن المستوى الأمثل من الكفاءة في سبيل قيام الإدارة بالتحصين والنفوذ الإداري.

4-2-2 الدراسات السابقة

قامت دراسة (Taghavi et al. (2014 بتحليل أثر كلٍ من نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين، وازدواجية دور المدير التنفيذي على الإفراط في الاستثمار، وذلك على عينة مكونة من 121 شركة مسجلة في بورصة طهران خلال الفترة من عام 2008 وحتى عام 2011.

أسفرت نتائج الدراسة عن أنه توجد علاقة معنوية عكسية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين وبين الإفراط في الاستثمار، أي أنه كلما زادت نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين زادت كفاءة الاستثمار. كما أوضحت نتائج الدراسة أيضاً عدم وجود علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وبين الإفراط في الاستثمار.

قامت دراسة (Chen et al. (2017 بتحليل العلاقة بين الملكية الإدارية وبعض آليات حوكمة الشركات وبين كفاءة الاستثمار، وتعتبر الملكية الإدارية أحد آليات التحصين والنفوذ الإداري. وشملت عينة الدراسة كل الشركات غير المالية والمدرجة في البورصة الصينية عام 2004 في الفترة ما بين عام 2004 وحتى عام 2012، ولأن قياس كفاءة الاستثمار يستلزم الرجوع إلى سنتين، فأن العينة التي تم استخدامها في اختبار الفروض كانت خلال الفترة من عام 2006 وحتى عام 2012. وقد بلغت العينة الاجمالية 9224 مشاهدة.

هذا وتمثلت نتائج الدراسة في ارتفاع كفاءة القرارات الاستثمارية في حالة ما إذا كان المدير التنفيذي مالكاً لأسهم الشركة، وعدم وجود تأثير لكلٍ من نسبة المديرين التنفيذيين، حجم مجلس الإدارة، و ازدواجية دور المدير التنفيذي على كفاءة في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

كما قامت دراسة رميلي (2018) بتحليل تأثير خصائص مجلس الإدارة كمتغير محفز أو معدل Moderator أو تفاعلي Interaction Variable على كفاءة الاستثمار، حيث تناولت الدراسة تأثير جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية غير المالية المستقبلية على كفاءة الاستثمار باختلاف خصائص مجلس الإدارة. وتمثل مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2011 إلى 2016. وقد تم اختيار عينة حكمية من 49 شركة، وتتكون العينة من 199 مشاهدة.

أسفرت نتائج الدراسة عن أنه توجد علاقة معنوية عكسية (طردية) بين كلٍ من حجم مجلس الإدارة، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين وبين عدم كفاءة (كفاءة) الاستثمار؛ في حين توجد علاقة طردية (عكسية) بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وبين عدم كفاءة (كفاءة) الاستثمار، ولا توجد علاقة معنوية بين نسبة ملكية أعضاء مجلس الإدارة وبين عدم كفاءة القرارات الاستثمارية.

تناولت دراسة حسين (2019) دور القدرة الإدارية للمديرين التنفيذيين، وجودة التقارير المالية والالتزام بآليات حوكمة الشركات في تخفيض عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. وقد تمثلت العينة في 56 شركة مسجلة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2007 حتى 2017. وقد تم قياس مدى الالتزام بآليات حوكمة الشركات من خلال مؤشر يجمع عشرة نقاط لكل نقطة درجة، من بين هذه النقاط اثنين فقط خاصة بقوة المدير التنفيذي وهما: الفصل بين وظيفية العضو المنتدب ورئيس مجلس الإدارة، والثانية مدى وجود أكثر من 50% من الأعضاء في مجلس الإدارة من خارج الإدارة.

أسفرت نتائج الدراسة عن أن آليات حوكمة الشركات بشكل عام تؤثر بشكل عكسي على عدم كفاءة القرارات الاستثمارية، وهي النتيجة التي فسرتها الدراسة بأن تبني الشركات لآليات حوكمة عالية الجودة يفعل آليات الرقابة والإشراف على أداء المديرين وقراراتهم بصفة عامة وقرارات الاستثمار الخاصة عن كثب، وبالتالي يتجنب المديرون عدم كفاءة القرارات الاستثمارية. لكن لم تحدد الدراسة علاقة كل آلية من آليات حوكمة الشركات وبين عدم كفاءة الاستثمار. كما أسفرت نتائج الدراسة عن وجود علاقة معنوية عكسية بين آليات حوكمة الشركات والافراط الاستثماري، لكن لا توجد علاقة بين آليات حوكمة الشركات وبين نقص الاستثمار.

كما فحصت دراسة Gao et al. (2020) العلاقة بين الملكية الإدارية العائلية وبين كفاءة القرارات الاستثمارية في ظل ظروف عدم التأكد. وشملت عينة الدراسة الشركات ذات الاكتتاب المغلق والمقيدة في بورصة شنغهاي الصينية Chinese Shanghai and Shenzhen Stock Exchanges خلال الفترة من عام 2009 وحتى عام 2014، والتي تمثل 7060 مشاهدة، وبلغت العينة النهائية 5734 مشاهدة سنوية.

تبين من نتائج الدراسة أن كفاءة الاستثمار تكون منخفضة في ظل ظروف عدم التأكد، ووجود مدير تنفيذي له ملكية عائلية يقلل من هذه العلاقة العكسية. لكن لا يوجد تأثير للملكية الإدارية العائلية على كفاءة القرارات الاستثمارية بشكل مباشر، سواء على افراط الاستثمار أو نقص الاستثمار.

كما قامت دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) بتحليل العلاقة بين آليات التحصين الإداري وكفاءة الاستثمار. وتمثل مجتمع الدراسة من الشركات غير المالية المقيدة بالبورصة المصرية خلال الفترة من 2014 إلى 2019. وبلغت العينة النهائية للدراسة من 141 شركة.

أسفرت نتائج الدراسة عن أنه توجد علاقة معنوية طردية بين كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي والرافعة المالية وبين كفاءة الاستثمار. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية عكسية بين كلٍ من

فترة ولاية المدير التنفيذي، والملكية الإدارية، وبين كفاءة الاستثمار. وأوضحت الدراسة أيضاً عدم وجود علاقة معنوية بين استقلالية مجلس الإدارة وكفاءة الاستثمار.

هذا وقد توسعت الدراسة في تحليل نتائجها، من خلال فحص العلاقة بين كل آلية من آليات التحصين الإداري وبين الإفراط في الاستثمار وكذلك النقص في الاستثمار. وقد أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية طردية بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي، وفترة ولاية المدير التنفيذي، وبين الإفراط في الاستثمار، في حين لا توجد علاقة معنوية بين كل من استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية وبين الإفراط في الاستثمار.

أما عن العلاقة بين آليات التحصين الإداري والنقص في الاستثمار، فقد أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة معنوية طردية بين كل من فترة ولاية المدير التنفيذي وبين النقص في الاستثمار، وعلاقة معنوية عكسية بين كل من الملكية الإدارية، واستقلالية مجلس الإدارة وبين النقص في الاستثمار. في حين لا توجد علاقة معنوية بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي، والرافعة المالية وبين النقص في الاستثمار.

4-2-3 التعليق على الدراسات السابقة، وصياغة فروض الدراسة

من خلال العرض السابق للدراسات السابقة، يتضح أنه لا يوجد اتفاق حول تأثير ازدواجية دور المدير التنفيذي على كفاءة الاستثمار، فقد توصلت دراسة (Taghavi et al. (2014 على أنه لا يوجد علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وبين الإفراط في الاستثمار وذلك بالتطبيق على الشركات المسجلة في بورصة إيران، وكذلك دراسة (Chen et al. (2017 مع اختلاف أنها تناولت تأثير الازدواجية على عدم كفاءة الاستثمار بشكل عام. في حين وجدت دراسة رميلي (2018) أنه توجد علاقة طردية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي وبين عدم كفاءة الاستثمار بشكل عام دون التطرق إلى تأثيرها على الإفراط في الاستثمار أو النقص في الاستثمار، وذلك بالتطبيق على الشركات المسجلة في البورصة المصرية. وذلك على عكس ما توصلت إليه دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) التي أوضحت أنه توجد علاقة معنوية طردية بين كل ازدواجية دور المدير التنفيذي وبين كفاءة الاستثمار بشكل عام، وبينها وبين الإفراط في الاستثمار بشكل خاص. وعدم وجود علاقة بينها وبين النقص في الاستثمار.

هذا وفيما يتعلق بفترة ولاية المدير التنفيذي، فلم تتناولها العديد من الدراسات كمؤشر للتحصين والنفوذ الإداري، فقط وفي ضوء ما توصل إليه الباحث من دراسات، أشارت دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) إلى وجود علاقة معنوية عكسية بين كل من فترة ولاية المدير التنفيذي الأول، وبين كفاءة الاستثمار، أي أن طول فترة بقاء المدير التنفيذي يزيد من التحصين والنفوذ الإداري من ناحية، ومن ناحية أخرى يخفض من كفاءة الاستثمار.

أما بالنسبة لتأثير الملكية الإدارية، فقد توصلت دراسة (Chen et al. (2017 إلى أنه توجد علاقة طردية بين نسبة ملكية المديرين لأسهم الشركة وبين عدم كفاءة الاستثمار بالتطبيق على الشركات الصينية، كذلك توصلت دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) إلى نتيجة مشابهة؛ حيث أوضحت نتائجها وجود علاقة معنوية عكسية بين الملكية الإدارية وبين كفاءة الاستثمار. واختلفت نتائج دراسة رميلي (2018) مع الدراستين السابقتين؛ حيث أسفرت نتائجها عن عدم وجود علاقة بين المتغيرين، وكذلك الأمر بالنسبة لدراسة (Gao et al. (2020 والتي ركزت على أن يكون المدير يكون مالك لأسهم الشركة وكذلك يكون من العائلة المالكة للشركة بالتطبيق على الشركات الصينية. وبالتالي لا يوجد أيضاً اتفاق حول تأثير نسبة ملكية المديرين التنفيذيين على كفاءة الاستثمار بشكل عام، وعلى كلٍ من الإفراط في الاستثمار والنقص في الاستثمار بشكل خاص.

أخيراً فيما يتعلق بتأثير نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين على كفاءة الاستثمار، يتضح من العرض السابق للدراسات السابقة، أن هناك اتفاق بين دراسة (Taghavi et al. (2014، ودراسة رميلي (2018). فالأولى توصلت لوجود علاقة عكسية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين وبين الإفراط في الاستثمار، والثانية توصلت إلى أنه توجد علاقة عكسية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين وبين عدم كفاءة الاستثمار بشكل عام. إلا أن دراسة (Chen et al. (2017 اختلفت عنهما بأنها أوضحت عدم وجود علاقة بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين وبين عدم كفاءة الاستثمار بشكل عام. وكذلك دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) أوضحت عدم وجود علاقة بين استقلالية مجلس الإدارة وبين كفاءة الاستثمار بشكل عام، وكذلك بينها وبين الإفراط في الاستثمار، وكذلك النقص في الاستثمار بشكل خاص.

من التحليل السابق، يتضح أنه لا يوجد اتفاق حول تأثير آليات التحصين والنفوذ الإداري على كفاءة الاستثمار بشكل عام، وعلى الإفراط والنقص في الاستثمار بشكل خاص، كما لا توجد دراسة تناولت تأثير كافة آليات التحصين والنفوذ الإداري معاً على كفاءة الاستثمار، بالإضافة إلى أن الدراسات لم تتناول مدى تأثير الاحتفاظ بالنقدية كمتغير محفز على تلك العلاقة، وعلى ذلك يمكن صياغة فروض الدراسة كالتالي:

H1: توجد علاقة معنوية بين آليات التحصين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار.

ويمكن تقسيم الفرض السابق إلى مجموعة من الفروض الفرعية التالية:

H1a: توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين كفاءة الاستثمار.

H1b: توجد علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين كفاءة الاستثمار.

H1c: توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين كفاءة الاستثمار.

H1d: توجد علاقة معنوية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، وبين كفاءة الاستثمار.

H_{1e}: توجد علاقة معنوية بين التحسين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار.

H₂: توجد علاقة معنوية بين آليات التحسين والنفوذ الإداري، وبين الإفراط في الاستثمار.

ويمكن تقسيم الفرض السابق إلى مجموعة من الفروض الفرعية التالية:

H_{2a}: توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين الإفراط في الاستثمار.

H_{2b}: علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين الإفراط في الاستثمار.

H_{2c}: توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين الإفراط في الاستثمار.

H_{2d}: توجد علاقة معنوية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، وبين الإفراط في الاستثمار.

H_{2e}: توجد علاقة معنوية بين التحسين والنفوذ الإداري، وبين الإفراط في الاستثمار.

H₃: توجد علاقة معنوية بين آليات التحسين والنفوذ الإداري، وبين النقص في الاستثمار.

ويمكن تقسيم الفرض السابق إلى مجموعة من الفروض الفرعية التالية:

H_{3a}: توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين النقص في الاستثمار.

H_{3b}: علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين النقص في الاستثمار.

H_{3c}: توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين النقص في الاستثمار.

H_{3d}: توجد علاقة معنوية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، وبين النقص في الاستثمار.

H_{3e}: توجد علاقة معنوية بين التحسين والنفوذ الإداري، وبين النقص في الاستثمار.

H₄: توجد علاقة معنوية بين آليات التحسين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ

بالنقدية.

ويمكن تقسيم الفرض السابق إلى مجموعة من الفروض الفرعية التالية:

H_{4a}: توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ

بالنقدية.

H_{4b}: توجد علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H_{4c}: توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H_{4d}: توجد علاقة معنوية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، وبين كفاءة الاستثمار في ظل

الاحتفاظ بالنقدية.

H_{4e}: توجد علاقة معنوية بين التحسين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H5: توجد علاقة معنوية بين آليات التحصين والنفوذ الإداري، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

ويمكن تقسيم الفرض السابق إلى مجموعة من الفروض الفرعية التالية:

H5a: توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H5b: علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H5c: توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H5d: توجد علاقة معنوية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H5e: توجد علاقة معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H6: توجد علاقة معنوية بين آليات التحصين والنفوذ الإداري، وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

ويمكن تقسيم الفرض السابق إلى مجموعة من الفروض الفرعية التالية:

H6a: توجد علاقة معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H6b: علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H6c: توجد علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H6d: توجد علاقة معنوية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين، وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

H6e: توجد علاقة معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري، وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

3-4 منهجية البحث

يتناول هذا الجزء مجتمع وعينة الدراسة، ونوعية البيانات المستخدمة في هذه الدراسة، ومصادر الحصول عليها، ثم صياغة نماذج الدراسة، والتي تم وضعها بناءً على فروض الدراسة، ومقاييس المتغيرات المستخدمة في هذه النماذج.

4-3-1 مجتمع وعينة الدراسة ومصادر البيانات

تمثل مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة المسجلة في بورصة الأوراق المصرية، وذلك خلال الفترة من عام 2010 حتى عام 2023، حيث تم الاعتماد بذلك على البيانات الزمنية - المقطعية (Panel Data) التي تجمع بين كل من بيانات السلاسل الزمنية (Time Series Data) وبيانات المقاطع العرضية (Cross Sectional Data). هذا وقد بلغ متوسط عدد الشركات المسجلة في البورصة خلال تلك الفترة 171 شركة وذلك بعد استبعاد الشركات الموجودة ضمن القطاعات المالية والبنوك لما لها من طبيعة خاصة، وقواعد خاصة بتنظيم رؤوس الأموال هذه الشركات. وقد تم استخدام 171 شركة في حساب المتغير الخاص بكفاءة الاستثمار والذي يتم حسابه على مستوى القطاع العرضي بشكل سنوي. لكن تم بعد ذلك استبعاد بعض الشركات التي لا يتوافر فيها المعلومات الخاصة بآليات التحصين والنفوذ الإداري، والتي بلغ عددها 65 شركة، ليصل بذلك عدد شركات عينة الدراسة النهائي 106 شركة بإجمالي 1421 مشاهدة سنوية ممثلة في (6) قطاعات في البورصة وفقاً لمعيار التصنيف الصناعي العالمي Global Industry Classification Standard (GICS). ومن خلال الجدول التالي (جدول 1) توضيح لعدد الشركات في كل قطاع من القطاعات الستة:

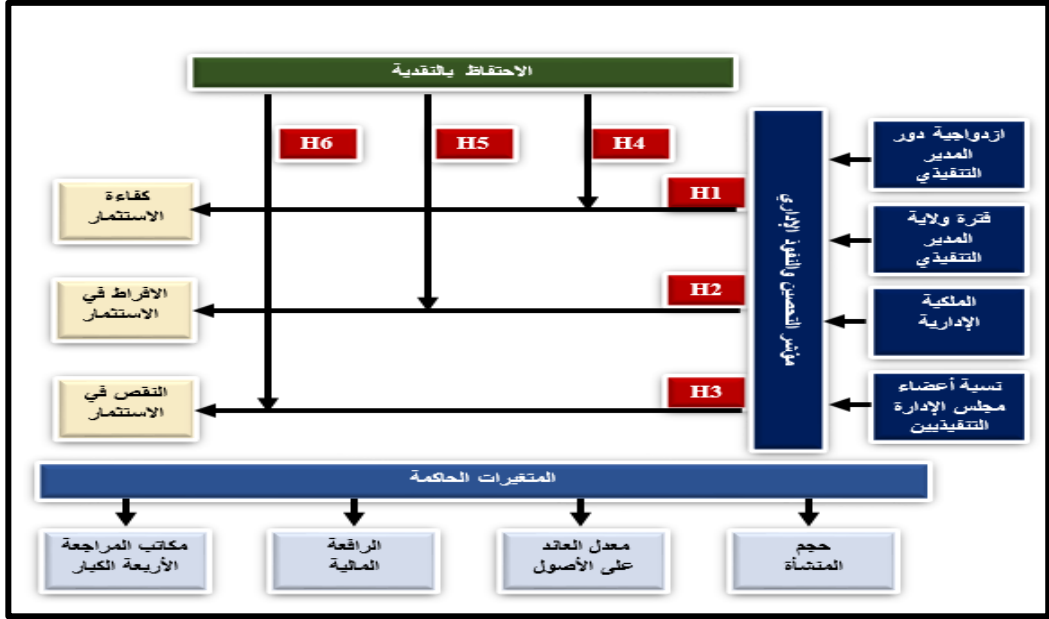
جدول 1: عدد الشركات في العينة النهائية

بيان	عدد الشركات	% عدد الشركات	عدد المشاهدات	% المشاهدات
Consumer Discretionary قطاع السلع الاستهلاكية التقديرية	19	17.92%	248	17.45%
Consumer Staples قطاع السلع الاستهلاكية	20	18.87%	271	19.07%
Health Care قطاع الرعاية الصحية	5	4.72%	61	4.29%
Industrials القطاع الصناعي	19	17.92%	260	18.30%
Materials قطاع المواد الأساسية	22	20.75%	297	20.90%
Real Estate قطاع العقارات	21	19.81%	284	19.99%
العينة النهائية (106 شركة - 1421 مشاهدة سنوية)	106	100%	1421	100%

هذا وقد اعتمدت الدراسة على البيانات الثانوية Secondary Data من واقع القوائم والتقارير المالية التي تُعدها الشركات، وقد قام الباحث بتجميع هذه البيانات من القوائم والتقارير المالية للشركات عينة الدراسة من خلال موقع Thomson Reuters، شركة مصر لنشر المعلومات Egypt for Information Dissemination (EGID)، بالإضافة إلى موقع معلومات مباشر مصر.

4-3-2 نماذج الدراسة

بناءً على الدراسات السابقة، تم صياغة مجموعة من الفروض، والتي يمكن توضيحها من خلال الشكل التالي (شكل 3):



شكل 3: نماذج البحث

وضع الباحث مجموعة من النماذج لاختبار الفروض السابقة، وقد وصل عدد هذه النماذج إلى 12 نموذج، لسببين، الأول تعدد فروض الدراسة والتي وصلت إلى 6 فروض رئيسية وكل فرض رئيس يتضمن 5 فروض فرعية، والسبب الثاني فصل مؤشر التحصين والنفوذ الإداري عن مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري، وذلك وكما سيتضح من الجزء الخاص بتحليل الارتباط أن هناك علاقة ارتباط معنوية قوية إلى حد ما بينهم، مما قد يؤثر على نتائج نماذج الانحدار المستخدمة في اختبار نتائج الدراسة.

النموذج الأول، لاختبار الفرض الفرعي H_{1e} ، والذي يتمثل في اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري (ENT)، وبين كفاءة الاستثمار (INV_EFF)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$INV_EFF_{it} = ENT_{it} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (1)$$

النموذج الثاني، لاختبار الفرض الفرعي H_{2e} ، والذي يتمثل في اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري (ENT)، وبين الإفراط في الاستثمار (OVERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$OVERINV_{it} = ENT_{it} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (2)$$

النموذج الثالث، لاختبار الفرض الفرعي H_{3e} ، والذي يتمثل في اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري (ENT)، وبين النقص في الاستثمار (UNERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$UNERINV_{it} = ENT_{it} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (3)$$

النموذج الرابع، لاختبار الفروض الفرعية H_{1a} , H_{1b} , H_{1c} , H_{1d} ، والتي تتمثل في اختبار العلاقة بين كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)، فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)، الملكية الإدارية (Ownership)، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE)، وبين كفاءة الاستثمار (INV_EFF)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$INV_EFF_{it} = Duality_{it} + Tenure_{it} + Ownership_{it} + PoE_{it} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (4)$$

النموذج الخامس، لاختبار الفروض الفرعية H_{2a} , H_{2b} , H_{2c} , H_{2d} ، والتي تتمثل في اختبار العلاقة بين كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)، فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)، الملكية الإدارية (Ownership)، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE)، وبين الإفراط في الاستثمار (OVERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$OVERINV_{it} = Duality_{it} + Tenure_{it} + Ownership_{it} + PoE_{it} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (5)$$

النموذج السادس، لاختبار الفروض الفرعية H_{3a} , H_{3b} , H_{3c} , H_{3d} ، والتي تتمثل في اختبار العلاقة بين كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)، فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)، الملكية الإدارية (Ownership)، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE)، وبين النقص في الاستثمار (UNERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$UNERINV_{it} = Duality_{it} + Tenure_{it} + Ownership_{it} + PoE_{it} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (6)$$

النموذج السابع، لاختبار الفرض الفرعي H_{4a} ، والذي يتمثل في اختبار العلاقة بين المتغير التفاعلي Interaction Variable وهو حاصل ضرب التحصين والنفوذ الإداري (ENT) والاحتفاظ بالنقدية (CH)، وبين كفاءة الاستثمار (INV_EFF)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$INV_EFF_{it} = ENT_{it} * CH_{it-1} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (7)$$

النموذج الثامن، لاختبار الفرض الفرعي H_{5a} ، والذي يتمثل في اختبار العلاقة بين حاصل ضرب بين المتغير التفاعلي Interaction Variable وهو حاصل ضرب التحصين والنفوذ الإداري (ENT) والاحتفاظ بالنقدية (CH)، وبين الإفراط في الاستثمار (OVERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$OVERINV_{it} = ENT_{it} * CH_{it-1} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (8)$$

النموذج التاسع، لاختبار لاختبار الفرض الفرعي H_{6a} ، والذي يتمثل في اختبار العلاقة بين حاصل ضرب بين المتغير التفاعلي Interaction Variable، وبين النقص في الاستثمار (UNERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$UNERINV_{it} = ENT_{it} * CH_{it-1} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (9)$$

النموذج العاشر، لاختبار الفروض الفرعية H_{4a} ، H_{4b} ، H_{4c} ، H_{4d} ، والتي تتمثل في اختبار العلاقة بين حاصل ضرب الاحتفاظ بالنقدية (CH) في كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)، فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)، الملكية الإدارية (Ownership)، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE)، وبين كفاءة الاستثمار (INV_EFF)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$INV_EFF_{it} = Duality_{it} * CH_{it-1} + Tenure_{it} * CH_{it-1} + Ownership_{it} * CH_{it-1} + PoE_{it} * CH_{it-1} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (10)$$

النموذج الحادي عشر، لاختبار الفروض الفرعية H_{5a} ، H_{5b} ، H_{5c} ، H_{5d} ، والتي تتمثل في اختبار العلاقة بين حاصل ضرب الاحتفاظ بالنقدية (CH) في كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)، فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)، الملكية الإدارية (Ownership)، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين (PoE)، وبين الإفراط في الاستثمار (OVERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$OVERINV_{it} = Duality_{it} * CH_{it-1} + Tenure_{it} * CH_{it-1} + Ownership_{it} * CH_{it-1} + PoE_{it} * CH_{it-1} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (11)$$

النموذج الثاني عشر، لاختبار الفروض الفرعية H_{6a} ، H_{6b} ، H_{6c} ، H_{6d} ، والتي تتمثل في اختبار العلاقة بين حاصل ضرب الاحتفاظ بالنقدية (CH) في كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)، فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)، الملكية الإدارية (Ownership)، ونسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE)، وبين النقص في الاستثمار (UNERINV)، ويمكن صياغته كالتالي:

$$UNERINV_{it} = Duality_{it} * CH_{it-1} + Tenure_{it} * CH_{it-1} + Ownership_{it} * CH_{it-1} + PoE_{it} * CH_{it-1} + SIZE_{it-1} + ROA_{it-1} + LEV_{it-1} + BIG4_{it-1} + \varepsilon_{it} \dots (12)$$

بناءً على نماذج الدراسة السابقة، سيتم تقسيم متغيرات الدراسة إلى أربع مجموعات أساسية، وهي كالتالي:

أ- المتغيرات التابعة Dependent variables

وفقاً لنماذج الدراسة السابقة، هناك ثلاث متغيرات تابعة، تتمثل في كفاءة الاستثمار (INV_EFF)، الإفراط في الاستثمار (OVERINV)، والنقص في الاستثمار (UDERINV)، وفيما يلي عرض للمقاييس المستخدمة في كل متغير من المتغيرات الثلاثة.

1- كفاءة الاستثمار (INV_EFF)

تم تحديد قيمة كفاءة الاستثمار (INV_EFF)، من خلال متغير عكسي Inverse Variable بقياس عدم كفاءة الاستثمار والتي تمثل قيمة البواقي Residuals في معادلة الانحدار الخاصة بنموذج دراسة Chen et al. (2011).

$$INV_{it} = \alpha + \beta_1 Neg_{it-1} + \beta_2 SG_{it-1} + \beta_3 Neg_{it-1} * SG_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

هذا وكلما زاد الفرق عن الصفر سواء كان بالسالب أو الموجب، كلما عبر ذلك عن عدم كفاءة الاستثمار، لذلك يتم حساب عدم كفاءة الاستثمار كقيمة مطلقة للفرق المحسوب بغض النظر عن الإشارة.

2- الإفراط في الاستثمار (OVERINV)

تم قياسه من خلال تحديد الشركات ذات البواقي الموجبة الناتجة عن نموذج الانحدار السابق وفقاً لدراسة Chen et al. (2011).

3- النقص في الاستثمار (UDERINV)

تم قياسه من خلال تحديد الشركات ذات البواقي السالبة الناتجة عن نموذج الانحدار السابق وفقاً لدراسة Chen et al. (2011).

ب- المتغيرات المستقلة Independent variables

تتمثل المتغيرات المستقلة في مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري وهي ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)، فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)، الملكية الإدارية (Ownership)، نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE)، بالإضافة إلى مقياس مجمع يمثل التحصين والنفوذ الإداري (ENT)، وفيما يلي عرض للمقاييس المستخدمة في كل متغير من المتغيرات الخمسة السابقة.

1- ازدواجية دور المدير التنفيذي (Duality)

عبارة عن متغير وهمي Dummy Variable، حيث يتم إعطاء القيمة (1) في حالة قيام المدير التنفيذي بدور رئيس مجلس الإدارة، حيث يزداد نفوذه داخل الشركة، والقيمة (صفر) إذا كان غير ذلك.

2- فترة ولاية المدير التنفيذي (Tenure)

عبارة عن متغير وهمي Dummy Variable، حيث يتم إعطاء القيمة (1) في حالة إذا كانت فترة ولاية المدير التنفيذي أكثر من متوسط فترة ولاية المدير التنفيذي على مستوى عينة الدراسة (بلغت قيمته وفقاً للتحليل الاحصائي 7 سنوات)، والقيمة (صفر) إذا كان غير ذلك. حيث كلما زادت فترة ولاية المدير التنفيذي، كلما زادت نفوذه داخل الشركة. هذا وقد تم الاعتماد على متوسط فترة ولاية المدير التنفيذي،

لأن المدة محددة في دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات المصري (2011)، وهي ثلاث سنوات، قابلة لتجديد أكثر من فترة. أي أن فترة ولايته قد تتعدى في المجمل ثلاث سنوات دون أي مخالفة.

3- الملكية الإدارية (Ownership)

عبارة عن متغير وهمي Dummy Variable، حيث يتم إعطاء القيمة (1) في حالة إذا كانت الملكية الإدارية للأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة أكبر من أو تساوي 50%، مما يزيدهم قوة ونفوذ داخل المجلس، والقيمة (صفر) إذا كانت غير ذلك.

4- نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين (PoE)

عبارة عن متغير وهمي Dummy Variable، حيث يتم إعطاء القيمة (1) في حالة إذا كانت نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين (PoE) داخل مجلس الإدارة أكبر من 50%، مما يشير إلى زيادة قوة ونفوذ الأعضاء التنفيذيين داخل المجلس، والقيمة (صفر) إذا كانت غير ذلك.

5- مؤشر التحصين والنفوذ الإداري (ENT)

عبارة عن مجموع قيم مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري الأربعة. فهو متغير كمي تتراوح قيمته بين القيمة (صفر) في حالة أن تكون قيم كل مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري (صفر)، مما يعني عدم وجود أي نفوذ إداري داخل الشركة، وبين القيمة (4) في حالة أن تكون قيم كل مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري (1)، مما يشير إلى أن مؤشرات النفوذ الإداري داخل الشركة وصلت إلى أقصى حد لها.

ج- المتغير المحفز أو المعدل Moderator Variable

المتغير المحفز أو المعدل عبارة عن متغير يؤثر على العلاقة بين المتغير المستقل والتابع، ويتمثل في هذه الدراسة في الاحتفاظ بالنقدية في نهاية العام السابق (CH_1)، ويتم حسابه من خلال نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي القيمة الدفترية للأصول (إجمالي الأصول - النقدية وما حكمها).

د- المتغيرات الرقابية أو الحاكمة Control Variables

المتغيرات الحاكمة هي تلك المتغيرات التي لم تتناولها الدراسة، ولكن من المحتمل أن تؤثر في المتغيرات التابعة وفقاً للدراسات السابقة، وقد تم استخدام 4 متغيرات في هذه الدراسة، وهم حجم الشركة، معدل العائد على الأصول، الرافعة المالية، جودة المراجعة.

حجم الشركة (SIZE)، تم استخدامه على أساس أن الشركات الكبيرة تسعى دائماً لزيادة حجم استثماراتها بشكل إيجابي، لذا يتوقع أن تكون معلمة الانحدار الخاصة به سالبة، وقد تم قياسها من خلال اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في بداية العام.

معدل العائد على الأصول (ROA)، تم استخدامه ضمن المتغيرات الحاكمة على أساس أنه من المتوقع أن الشركات، التي تسعى الى زيادة حجم استثماراتها، يكون الهدف منها بشكل كبير زيادة معدل العائد على الأصول للعام السابق، لذلك يتوقع أن تكون معلمة الانحدار الخاصة بها سالبة، وقد تم قياسه من خلال صافي الربح قبل البنود غير العادية على إجمالي الأصول في نهاية الفترة في بداية العام.

الرافعة المالية (LEV)، فقد تم استخدامها ضمن المتغيرات الحاكمة على أساس أنه من المتوقع أن الشركات ذات الرافعة المالية المرتفعة، أن تواجه صعوبة في اتخاذ قرارات استثمارية ذات كفاءة عالية، لذلك يتوقع أن تكون معلمة الانحدار الخاصة بها موجبة، وقد تم قياسها من خلال نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في بداية العام.

جودة المراجعة (BIG4)، تم استخدامها ضمن المتغيرات الحاكمة على أساس أن جودة المراجعة التي تساعد على تحسين جودة التقارير المالية، مما قد ينعكس على اتخاذ قرارات استثمارية ذات كفاءة عالية، لذلك يتوقع أن تكون معلمة الانحدار الخاصة بها سالبة، وقد تم قياسها من خلال بأن يكون مكتب المراجعة أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (BIG4)، من خلال متغير وهمي، حيث تم إعطاء القيمة (1) إذا كان يتم مراجعة الشركة من قبل أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (BIG4)، وإعطاء القيمة (صفر) إذا كانت غير ذلك، ويمكن توضيح هذه المكاتب من خلال الجدول التالي (جدول2):

جدول 2: مكاتب المراجعة الأربعة الكبار

مكاتب المراجعة الأربعة الكبار	المكتب المشارك له في مصر
Price Water houses Coopers (PWC)	منصور وشركاهم بريس وترهاوس كوبرز
Deloitte Touche Tohmatsu	صالح وبرسوم وعبد العزيز - Deloitte
KPMG	حازم حسن - KPMG
Ernst & Young (EY)	المتضامنون للمحاسبة والمراجعة - Ernst & Young

وفيما يلي جدول يوضح مقاييس المتغيرات السابقة (جدول3):

جدول 3: مقاييس الدراسة

المؤشر	اسم المتغير	المقياس
المتغيرات التابعة Dependent variables		
INV_EFF	كفاءة الاستثمار	عبارة عن متغير متغير عكسي Inverse Variable بقياس عدم كفاءة الاستثمار والتي تمثل القيمة المطلقة لقيمة بواقي Residuals معادلة الانحدار لنموذج دراسة (Chen et al. (2011).
OVERINV	الافراط في الاستثمار	عبارة عن القيمة المطلقة لقيمة بواقي Residuals ذات القيمة الموجبة والخاصة بمعادلة الانحدار لنموذج دراسة (Chen et al. (2011).
UDERINV	النقص في الاستثمار	عبارة عن القيمة المطلقة لقيمة بواقي Residuals ذات القيمة السالبة

المؤشر	اسم المتغير	المقياس
		والخاصة بمعادلة الانحدار لنموذج دراسة (Chen et al. (2011.
Independent variables المتغيرات المستقلة		
Duality	ازدواجية دور المدير التنفيذي	متغير وهمي، حيث يتم إعطاء القيمة (1) في حالة قيام المدير التنفيذي بدور رئيس مجلس الإدارة، والقيمة (صفر) إذا كان غير ذلك..
Tenure	فترة ولاية المدير التنفيذي	متغير وهمي، حيث يتم إعطاء القيمة (1) إذا كانت فترة ولاية المدير التنفيذي أكثر من متوسط فترة ولاية المدير التنفيذي على مستوى عينة الدراسة (بلغت قيمته وفقاً للتحليل الإحصائي 7 سنوات)، والقيمة (صفر) إذا كان غير ذلك.
Ownership	الملكية الإدارية	متغير وهمي، حيث يتم إعطاء القيمة (1) إذا كانت الملكية الإدارية للأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة أكبر من أو تساوي 50%، والقيمة (صفر) إذا كانت غير ذلك.
PoE	نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين	متغير وهمي، حيث يتم إعطاء القيمة (1) إذا كانت نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين (PoE) داخل مجلس الإدارة أكبر من 50%، والقيمة (صفر) إذا كانت غير ذلك.
ENT	مؤشر التحصين والنفوذ الإداري	عبارة عن مجموع قيم مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري (الأربع مؤشرات السابقة)، وبالتالي فهو متغير كمي يتراوح بين القيمة (صفر)، وبين القيمة (4).
Moderator Variable المتغير المحفز أو المعدل		
CH	الاحتفاظ بالنقدية	نسبة النقدية وما في حكمها إلى صافي القيمة الدفترية للأصول (إجمالي الأصول - النقدية وما حكمها) في بداية العام. ويتم ضرب قيمة هذا المتغير في كل متغير من المتغيرات المستقلة لمعرفة أثره كمتغير محفز.
Control Variables المتغيرات الرقابية أو الحاكمة		
SIZE	حجم الشركة	عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي أصول الشركة في بداية العام.
ROA	معدل العائد على الأصول	عبارة عن نسبة صافي الربح قبل البنود غير العادية على إجمالي الأصول في نهاية الفترة في بداية العام.
LEV	الرافعة المالية	عبارة عن نسبة إجمالي الالتزامات إلى إجمالي الأصول في بداية العام.
BIG4	مكاتب المراجعة الأربعة الكبار	عبارة عن متغير اسمي، حيث يتم إعطاء القيمة (1) إذا كان يتم مراجعة الشركة من قبل أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار (BIG4)، وإعطاء القيمة (صفر) إذا كان غير ذلك.

4-4 التحليل الإحصائي

تناول الباحث من خلال هذا الجزء من الدراسة، الأساليب الإحصائية التي تم استخدامها في معالجة بيانات الدراسة، التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة موضحاً العلاقة بينهم من خلال مصفوفة الارتباط، وأخيراً الأساليب الإحصائية المختلفة التي تم استخدامها في اختبار فروض الدراسة. وتحقيقاً لكل ما سبق استخدم الباحث برنامج SPSS20، و STATA15 لإجراء التحليلات السابقة.

4-4-1 معالجة البيانات Data Preprocessing أو تمهيد البيانات Data Cleaning

تهدف هذه المرحلة إلى معالجة المشاكل المتعلقة ببيانات عينة الدراسة؛ حيث قد تم التأكد من عدم وجود بيانات متكررة. كما تم التحري عن البيانات المفقودة Missing Values، والتي تم التعامل معها باستبدال قيمها بمتوسط قيمة المتغير على مستوى العينة، وذلك في حدود كل متغير، بشرط ألا تتعدي هذه القيم 10% من عينة الدراسة (Gujarati & Porter 2010).

أما البيانات المتطرفة Outliers، وهي تلك البيانات التي تبعد عن متوسط قيمة المتغير بشكل كبير، مما يؤثر على النتائج المستخرجة من التحليلات والاختبارات الإحصائية المختلفة. هذا وقد تم التحري عنها من خلال الرسم البياني Box-Plot، وعن طريق اختبار Stem- and- leaf. وقد التعامل مع هذه القيم باستبدالها بأدنى أو أعلى القيم التي تقع قبل القيم المتطرفة (Pallent 2007; Gujarati & Porter 2010). كما تم تغيير بعض المتغيرات من صورتها الأصلية Transformation Methods، وذلك لتقليل الفروق بين قيم المتغير الواحد على مستوى العينة، وتم استخدام تلك الطريقة مع متغير حجم الشركة، حيث تم حساب اللوغاريتم الطبيعي لحجم الشركات.

4-4-2 التحليل الوصفي Descriptive analysis

يهدف هذا التحليل إلى تلخيص ووصف البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة، حتى تصبح الصورة أكثر وضوحاً حول طبيعة المتغيرات محل الدراسة. هذا وقد تقسيم هذا التحليل إلى جزئين، الأول خاص بالتحليل الوصفي للمتغيرات الكمية، والثاني خاص بالتحليل الوصفي للمتغيرات الوصفية.

التحليل الوصفي للمتغيرات الكمية

تتمثل المتغيرات الكمية في قيم يمكن التعبير عنها رقمياً، وهي قابلة للقياس. لذلك تم استخدام المتوسط Mean، المتوسط بعد حذف أعلى وأقل 5% من قيم المشاهدات Trimmed Mean، الوسيط Median، الانحراف المعياري Std. Deviation في التحليل الوصفي لتلك المتغيرات. وفيما يلي جدول يوضح تلك المقاييس التي تم حسابها لمتغيرات الدراسة الكمية (جدول 4):

جدول 4: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الكمية

المتغيرات	المتوسط	المتوسط بعد حذف 5%	الوسيط	الانحراف المعياري	أدنى قيمة	أكبر قيمة
INV_EFF	.034	.032	.027	.028	.000	.113
ENT	1.577	1.582	2.000	.858	.000	4.000
CH_1	.101	.094	.061	.105	.000	.331
SIZE	20.549	20.506	20.587	1.580	16.821	24.481
ROA	.055	.055	.049	.085	-.135	.241
LEV	.462	.457	.495	.223	-.006	1.050

يتضح من الجدول السابق (جدول 4)، أن متوسط كفاءة الاستثمار INV_EFF 0.034 مما يعني أن هناك عدم كفاءة للقرارات الاستثمارية للشركات محل الدراسة، حيث كلما كانت قيمة هذا المتغير قريبة من الصفر كلما دل ذلك على ارتفاع كفاءة الاستثمارات. أما البعد عن الصفر فهو يعبر عن أن هناك عدم كفاءة في بعض القرارات الاستثمارية ولكن وفقاً لقيمة المتوسط ليس بشكل كبير، ومما يؤكد ذلك أن أعلى قيمة لهذا المتغير بلغت 0.113. كما بلغت قيمة المتوسط بعد حذف أعلى وأقل 5% من قيم المشاهدات 0.032 وهي قريبة جداً من قيمة المتوسط 0.034 مما يعني عدم وجود اختلاف كبير بين القيمتين، وعدم وجود تأثير للقيم المتطرفة.

كما يوضح الجدول السابق (جدول 4)، أن متوسط التحصين والنفوذ الإداري ENT 1.577، وهي بعيدة عن الحد الأقصى لقيمة المتغير وهي 4. ذلك يعني أن الشركات محل عينة الدراسة لا تتصف بدرجة عالية من النفوذ الإداري في ضوء المؤشرات المستخدمة في الدراسة، وسيظهر التحليل الوصفي للمتغيرات الوصفية ذلك في الفقرات اللاحقة. كما يتضح أن الانحراف المعياري 0.858 أي في حدود 50% تقريباً من قيمة المتوسط، مما يدل على عدم وجود اختلاف كبير لقيمة المتغير عن المتوسط على مستوى مشاهدات الدراسة.

يشير أيضاً جدول (4) إلى التحليل الوصفي لبعض المتغيرات الحاكمة، حيث بلغ متوسط حجم الشركة $SIZE$ 20.549، وقد ساعد حساب هذا المتغير عن طريق اللوغاريتم الطبيعي على تخفيض الاختلافات في الحجم بين الشركات محل الدراسة، وظهر ذلك واضحاً في قيمة الانحراف المعياري لحجم الشركة حيث بلغت قيمته 1.580. أما متوسط العائد على الأصول ROA في بداية العام فقد بلغ 5.5%، كما بلغ متوسط الرافعة المالية LEV 46.2% من إجمالي الأصول وهي نسبة متوسطة إلى حد ما.

التحليل الوصفي للمتغيرات الوصفية

تمثل هذه المتغيرات قيم لمتغيرات غير رقمية، تم تحويلها من خلال إعطاء قيمة رقمية، حتي يمكن تحليلها احصائياً. وعلى ذلك يعتبر الأسلوب الأفضل لتحليل وتوصيف تلك المتغيرات هو حساب التكرارات $Frequencies$ ، ونسبة تكرار كل قيمة من إجمالي مشاهدات الدراسة. مما يساعد على تحديد المدى الذي يتكرر أو يتواجد به كل متغير في العينة محل الدراسة، وفيما يلي جدول (5) والذي يوضح التحليل الوصفي لتلك المتغيرات:

جدول 5: التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة الوصفية

المتغير	القيمة	التكرار	النسبة
ازدواجية دور المدير التنفيذي Duality	صفر	507	% 35.7
	1	914	% 67.3
	الإجمالي	1421	% 100
فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure	صفر	634	% 44.6
	1	787	% 55.4
	الإجمالي	1421	% 100
الملكية الإدارية Ownership	صفر	1023	% 72.0
	1	398	% 28.0
	الإجمالي	1421	% 100
نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين PoE	صفر	1279	% 90.0
	1	142	% 10.0
	الإجمالي	1421	% 100
مكاتب المراجعة الأربعة الكبار BIG4	صفر	964	% 67.8
	1	457	% 32.2
	الإجمالي	1421	%100

يشير جدول (5) إلى أن ازدواجية دور المدير التنفيذي Duality موجودة في 914 مشاهدة سنوية من إجمالي 1421 مشاهدة، أي أنه بنسبة 67.3% من مشاهدات الدراسة يمارس المدير التنفيذي دور المدير التنفيذي، وكذلك رئيس مجلس الإدارة، وهي نسبة تتعدى 50% مما يدل على أن هذا المؤشر يساهم بقوة في زيادة التحصين والنفوذ الإداري داخل الشركات محل الدراسة.

أما فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure فعدد الشركات التي تتعدى متوسط عدد سنوات ولاية المدير التنفيذي خلال الدراسة (وقد بلغت قيمة المتوسط تقريباً 7 سنوات) وصلت إلى 634 مشاهدة سنوية من إجمالي 1421 مشاهدة أي بنسبة 44.6%، وهي نسبة قريبة من 50%، مما يساعد على زيادة التحصين والنفوذ الإداري.

على جانب آخر بلغ عدد الشركات التي تكون فيها الملكية الإدارية Ownership أكبر من 50%، 398 مشاهدة من إجمالي 1421 مشاهدة سنوية، بنسبة 28%، أي أقل من 50% من مشاهدات الدراسة. مما يعني أن مؤشر الملكية الإدارية لا يساهم بشكل كبير في زيادة التحصين والنفوذ الإداري في الشركات محل الدراسة.

أخيراً نسبة أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين PoE، المؤشر الأخير في هذه الدراسة لمؤشرات التحصين والنفوذ الإداري، فقد وضح من خلال جدول (5) أن عدد الشركات التي تكون فيها نسبة الأعضاء التنفيذيين أكبر من 50% في العينة محل الدراسة وصل إلى 142 مشاهدة سنوية من إجمالي 1421 مشاهدة، أي

بنسبة 10%، مما يوضح أيضاً أن هذا المؤشر لا يساهم بشكل كبير في زيادة التحصين والنفوذ الإداري في الشركات محل الدراسة.

يتضح من العرض السابق أن المؤشرين إزدواجية دور المدير التنفيذي Duality، وفترة ولاية المدير التنفيذي Tenure، هما فقط اللذان يساهمان بشكل كبير في زيادة التحصين والنفوذ الإداري بنسبة تقترب من 50% أو تزيد، لكن في نفس الوقت اتضح أن نسبة عدد الشركات التي بها الملكية الإدارية Ownership تفوق 50%، لا تتعدى 30%، كما بلغت نسبة الشركات التي بها عدد أعضاء مجلس الإدارة التنفيذيين أكثر من 50%، تساوي 10%، وكلا المؤشرين بذلك، يقلل بشكل كبير من التحصين والنفوذ الإداري، وظهر ذلك واضحاً في التحليل الوصفي للتحصين والنفوذ الإداري ENT، حيث بلغ متوسط قيمته 1.577 (جدول 4) وهي قيمة بعيدة بشكل كبير عن الحد الأقصى لهذا المتغير وهي 4، مما يدل على انخفاض مستويات التحصين والنفوذ الإداري في الشركات محل الدراسة.

كما يوضح الجدول السابق (جدول 5)، أن عدد المشاهدات السنوية التي تم مراجعتها من خلال أحد مكاتب المراجعة الأربعة الكبار BIG4 964 مشاهدة من إجمالي 1421 مشاهدة أي بنسبة 67.8%، مما يدل على ارتفاع نسبة الشركات التي تتمتع بجودة المراجعة بناءً على مكتب المراجعة الذي يقوم بمراجعتها.

4-4-3 اختبارات تحليل الارتباط

يستخدم الارتباط لتحليل العلاقة بين متغيرات الدراسة، مما يساعد بشكل مبدئي على تحديد نوعية واتجاه العلاقات بين متغيرات الدراسة، كما يساعد تحليل الارتباط على توضيح مدى قوة العلاقة بين المتغيرات المستقلة، والتي قد ينتج عنها مشكلة التعدد الخطي Multicollinearity، والتي من شأنها التأثير على نتائج اختبارات الفروض. هذا ويجب الإشارة هنا أن الارتباط لا يغني عن تحليل الانحدار، حيث أن الارتباط لا يوضح العلاقة السببية بين المتغيرات، والتي يستخدم لها تحليل الانحدار لاختبارات الفروض. هذا وقد تم استخدام معامل الارتباط Spearman، لتحديد علاقات الارتباط بين المتغيرات، والسبب في ذلك أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة في مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري جميعها متغيرات وصفية فنوعية تتراوح قيمتها بين الصفر والواحد.

يتضح من جدول (6) أن هناك علاقة ارتباط طردية معنوية بين عدم كفاءة الاستثمار كمتغير عكسي لكفاءة الاستثمار INV_EFF، وبين كلٍ من فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure، والملكية الإدارية Ownership، وذلك عند مستوى معنوية 10%، كما توجد علاقة ارتباط طردية معنوية بين عدم كفاءة الاستثمار، وبين التحصين والنفوذ الإداري ENT، وذلك عند مستوى معنوية 5%. لكن لا توجد علاقة

معنوية بين عدم كفاءة الاستثمار، وبين كلٍ من إزدواجية دور المدير التنفيذي Duality، و نسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة PoE.

ما سبق يعني أن هناك علاقة عكسية معنوية بين مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري بشكل عام، وبين كفاءة الاستثمار، مع الأخذ في الاعتبار أن كلٍ من إزدواجية دور المدير التنفيذي Duality، ونسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة PoE لا تربطهما علاقة بكفاءة القرارات الاستثمارية، رغم كونهما أحد مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري.

كما يشير جدول (6) أن هناك علاقة ارتباط طردية معنوية بين المؤشر المجمع لمؤشرات التحصين والنفوذ الإداري ENT، وبين مؤشرات التحصين الإداري والمتمثلة في إزدواجية دور المدير التنفيذي Duality، فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure، والملكية الإدارية Ownership، نسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة PoE، وذلك بعلاقة ارتباط قوية إلي حد ما تزيد أو تقترب من 50%، وتفسير ذلك أن التحصين والنفوذ الإداري عبارة عن مؤشر مجمع لقيم مؤشرات الأربعة. هذا ونتيجة لقوة الارتباط بين هذه المتغيرات، فضل الباحث عند اختبار فروض الدراسة الفصل بين تلك المؤشرات وبين مؤشر التحصين والنفوذ الإداري ENT في نماذج اختبار الفروض، وذلك حتى لا تظهر مشكلة التعدد الخطي Multicollinearity.

جدول 6: مصفوفة الارتباط

Variables	INV_EFF	Duality	Tenure	Ownership	PoE	ENT	CH	SIZE	ROA	LEV	Big4
INV_EFF	1										
Duality	-.021-	1									
Tenure	0.049*	.058**	1								
Ownership	0.044*	-.118***	0.008	1							
PoE	0.028	.106***	-.041-	-.119***	1						
ENT	.053**	.560**	.612***	.411***	.307***	1					
CH	.053**	.091***	0.013	.104***	.038	0.115***	1				
SIZE	-.046*	-.103***	.081***	0.158***	-.007***	.066**	0.056**	1			
ROA	0.032	-.003-	-.042-	0.26***	0.121***	0.143***	0.266***	0.311***	1		
LEV	-.039-	-.097***	.080***	-.035-	-.045*	-.043-	-.145***	.378***	-.067**	1	
Big4	-.021-	-.233***	-.079***	0.141***	-.129***	-.145***	-.022-	.327***	.200***	.241***	1

*** $p < 0.01$

** $p < 0.05$

* $p < 0.1$

يتضح أيضاً من جدول (6) أن هناك علاقة ارتباط طردية معنوية بين عدم كفاءة الاستثمار، وبين الاحتفاظ النقدية CH وذلك عند مستوى معنوية 5%، مما يعنى أن هناك علاقة عكسية بين الاحتفاظ بالنقدية CH، وبين كفاءة الاستثمار.

أما عن علاقة كفاءة الاستثمار بالمتغيرات الحاكمة في الدراسة، فقد أوضحت نتائج مصفوفة الارتباط أن هناك علاقة عكسية معنوية بين حجم الشركة، وبين عدم كفاءة الاستثمار، أي أن الشركات ذات الحجم الكبير تكون الأقرب لاتخاذ قرارات استثمارية ذات كفاءة. كما يتضح من جدول (6) أنه لا توجد علاقة معنوية بين باقي المتغيرات الحاكمة، والمتمثلة في معدل العائد على الأصول ROA، الرافعة المالية LEV، ومكاتب المراجعة الأربعة الكبار BIG4، وبين كفاءة الاستثمار.

4-4-4 اختبارات مشاكل القياس وعلاجها Diagnostic Tests

استخدم الباحث أسلوب الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (Ordinary Least Squares (OLS، والذي يعتمد في طريقته على مجموعة من الفرضيات، التي من شأنها التأكد من دقة نتائج نموذج الانحدار، وعلى ذلك وقبل تناول نتائج نماذج اختبار الفروض عن طريق الانحدار، يوضح الباحث الاختبارات التي تم استخدامها للتأكد من توافر الفرضيات الخاصة بطريقة الانحدار بطريقة المربعات الصغرى (OLS) أو ما يعرف بالانحدار القياسي.

تتمثل الاختبارات التي استخدمها الباحث في: (1) اختبار Shapiro-Wilk W test للتحقق من التوزيع الطبيعي لبواقي المتغير التابع (2) اختبار Variance Inflation Factor (VIF) للتحقق من مشكلة التعدد الخطي Multicollinearity. (3) اختبار Nonlinearity test للتحقق من العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة وبين المتغير التابع (4) اختبار Linearity White's test للتحقق من تجانس تباين بواقي المتغير التابع (5) اختبار Homoscedasticity Durbin-Watson للتحقق من الارتباط الذاتي واستقلالية البواقي (6) اختبار Hausman test (Checking Autocorrelation and Independence of Residuals). للتأكد من توصيف النموذج السليم للانحدار، وذلك بالمفاضلة بين استخدام نموذج الانحدار الثابت Fixed-Effects Regression، وبين نموذج الانحدار العشوائي Random-Effects Regression.

جدول 7: نتائج اختبارات مشاكل القياس

Hausman test	Durbin-Watson	White's test	Nonlinearity test	Mean VIF	Shapiro-Wilk W test	رقم النموذج والمعادلة
0.908	1.549	0.289	0.584	1.399	0.000	1
0.436	0.708	0.281	0.439	1.263	0.000	2
0.846	0.894	0.777	0.789	1.247	0.000	3
0.993	1.551	0.105	0.651	1.204	0.000	4
0.920	0.709	0.427	0.542	1.221	0.000	5
0.043	0.901	0.762	0.531	1.199	0.000	6
0.974	1.548	0.003	0.551	1.266	0.000	7
0.314	0.706	0.010	0.700	1.278	0.000	8
0.004	0.893	0.111	0.852	1.257	0.000	9
0.565	1.557	0.009	0.082	1.259	0.000	10
0.774	0.711	0.416	0.041	1.253	0.000	11
0.000	0.899	0.135	0.522	1.290	0.000	12

يتضح من الجدول جدول (7) أن نتيجة اختبار Shapiro-Wilk W test والممثلة في قيمة P-value في كل نماذج الدراسة أقل من 5%، والقاعدة هنا تتمثل في أنه عندما يكون مستوى المعنوية P-value أكبر من 5% يتم قبول الفرض العدم H_0 ، والقائل بأن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي. إلا أن هذا الفرض يمكن عدم الالتزام به، خاصة وأن عدد المشاهدات السنوية أكبر من 30 مفردة (Elliott & Woodward 2007).

اختبار Variance Inflation Factors (VIF)، والخاص بالتحقق من مشكلة التعدد الخطي Multicollinearity، تتمثل قاعدته في أنه إذا كان متوسط معامل (VIF) أكبر من (10)، فإن ذلك يعني وجود مشكلة التعدد الخطي (Pallant 2007, Field 2013). هذا وتشير نتائج جدول (7) أن جميع نتائج اختبار VIF لكل نماذج الدراسة أقل من 10، مما يعني عدم وجود مشكلة التعدد الخطي.

استخدم الباحث اختبار Nonlinearity test لاختبار العلاقة الخطية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وتتمثل قاعدة هذا الاختبار في أنه عندما يكون مستوى المعنوية P-value أكبر من 5%، حتى يتم قبول الفرض العدم H_0 والقائل بأن العلاقة خطية. ويتضح من نتائج جدول (7) أن جميع نتائج الاختبار لكل نماذج الدراسة (معدا النموذج رقم 11) أكبر من 5%، مما يعني وجود علاقة خطية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة. وبالنسبة للنموذج رقم 11، تم القيام باختبار آخر من خلال الرسم البياني للتأكد من العلاقة الخطية، حيث تم التنبؤ بالقيم المعيارية لبواقي الانحدار، وعمل رسم بياني لها، وقد اتضح من نتيجة الاختبار أن نقاط التشتت متناظرة فوق وتحت الخط المستقيم، مما يشير إلى أن العلاقة خطية.

استخدم الباحث اختبار White's test هو التحقق من عدم تجانس تباين الأخطاء Heteroskedasticity، أي أن تباينات الأخطاء متساوية لجميع قيم المتغيرات المستقلة، وتتمثل قاعدة هذا الاختبار في أنه عندما يكون مستوى المعنوية P-value أكبر من 5%، حتى يتم قبول الفرض العدم H_0 ،

والقائل بأن تباين المتبقيات متجانس Homogeneous. ويتضح من جدول (7) أن جميع نتائج اختبار White's test لكل نماذج الدراسة أكبر من 5% (ماعد النماذج رقم 7، 8، 10)، مما يعني عدم تجانس تباين الأخطاء. أم بالنسبة للنماذج رقم 7، 8، 10، فيمكن في هذه الحالة استخدام نماذج انحدار ذات تباين مقاوم Robust Standard Errors لتعديل معاملات الانحدار.

أما بالنسبة لنتيجة اختبار Durbin-Watson، والمتعلق بالكشف عن الارتباط الذاتي Autocorrelation (Kabir et al. 2022). فتمثل قاعدة هذا الاختبار في أنه عندما تكون قيمة هذا الاختبار تتراوح بين القيمتين الصفر، 2 فإن ذلك يعنى عدم وجود ارتباط ذاتي. ويتضح من نتائج جدول (7) أن جميع نتائج اختبار Durbin-Watson تتراوح بين الصفر و2، مما يعني عدم وجود ارتباط ذاتي. أخيراً نتيجة اختبار Hausman test، ويستخدم هذا النوع من الاختبارات نتيجة إلى أن طبيعة البيانات المستخدمة في الدراسة بيانات التحليل القطاعي الزمني Panel Data، مما يقتضي الاختبار بين طريقتين لتشغيل نماذج الدراسة وهما: طريقة نماذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects، وطريقة التأثيرات العشوائية Random Effects (Gujarati 2021). هذا وتمثل الفرضية الصفرية لهذا الاختبار بأن نموذج التأثيرات العشوائية هو الأنسب في حالة أن مستوى المعنوية P-value أكبر من 5%. أما إذا تم رفض الفرضية الصفرية أي عندما يكون مستوى المعنوية P-value أقل من 5%، فهذا يعني أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الخيار الأفضل بسبب اتساقه. ويتضح من نتائج جدول (7) ان قيمة Hausman test لكل نماذج الانحدار أكبر من 5% (فيما عدا النماذج رقم 6، 9، 12) أي أن النموذج المناسب هو نموذج طريقة التأثيرات العشوائية Random Effects. اما النماذج رقم 6، 9، 12 فإن قيمة Hausman test بها أقل من 5% مما يعني أن نموذج التأثيرات الثابتة Fixed Effects هو الخيار الأفضل.

4-4-5 اختبار فروض الدراسة Hypotheses Testing

يتناول هذا الجزء من الدراسة، وبعد اختبارات مشاكل القياس السابقة، نتائج اختبارات النماذج الاثني عشر لاختبارات فروض الدراسة الستة. هذا وقد فضل الباحث في طريقة عرضه لنتائج اختبارات الفروض، أن يكون على أساس ترتيب نماذج الدراسة وليس ترتيب الفروض، وذلك لأنها تختبر في البداية العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري بشكل عام وبين كل من كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار، ثم يتم بعد ذلك عرض التفاصيل باختبار العلاقة بين كل مؤشر من مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري وبين كل من كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار.

1- نتائج اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار

تشير نتائج النموذج (1) في جدول (8) إلى أن معامل التحديد (R^2) 0.010، وأنه توجد علاقة طردية معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري ENT وذلك عند مستوى معنوية 10%، وبين عدم كفاءة

الاستثمار، مما يعني أن التحصين والنفوذ الإداري ENT ذو تأثير عكسي على كفاءة الاستثمار INV_EFF، وبالتالي تم قبول الفرض H_{1e} .

2- نتائج اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري، وبين الإفراط في الاستثمار يظهر في جدول (8) في النموذج (2)، أن معامل التحديد (R^2) في النموذج الثاني 0.028، وأنه لا توجد علاقة معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري ENT، وبين الإفراط في الاستثمار OVERINV، وبالتالي تم رفض الفرض H_{2e} .

جدول 8: نتائج اختبارات النماذج 1، 2، 3

M.3 H _{3e}		M.2 H _{2e}		M.1 H _{1e}		رقم النموذج والفرض
UNERINV		OVERINV		INV_EFF		المتغير التابع
P-value	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	
.565	.001	.107	.002	.087*	.002	ENT
.067*	-.001	.005***	-.003	.001***	-.002	SIZE
.727	-.004	.013**	.042	.091*	.017	ROA
.324	.004	.913	-.001	.597	.002	LEV
.26	-.002	.105	.005	.359	.002	BIG4
0.00***	.053	0.00***	.084	0.00***	.067	Constant
	0.011		0.028		0.010	معامل التحديد (R^2)
	0.005		0.020		0.007	معامل التحديد المعدل (Adj.R2)
	0.127		0.004		0.012*	اختبار F (Prob > F)
	796		624		1421	عدد المشاهدات (N)
*** $p < 0.01$ ** $p < 0.05$ * $p < 0.1$						

3- نتائج اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري، وبين النقص في الاستثمار توضح نتائج النموذج (3) في جدول (8) أن معامل التحديد (R^2) 0.011، وأنه لا توجد علاقة معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري ENT، وبين النقص في الاستثمار UNERINV، وبالتالي تم رفض الفرض H_{3e} .

4- نتائج اختبار العلاقة بين مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار يتضح من جدول (9)، أن معامل التحديد (R^2) 0.014 في النموذج (4)، وأنه توجد علاقة طردية معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure، وبين عدم كفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن فترة ولاية المدير التنفيذي ذو تأثير عكسي على كفاءة الاستثمار INV_EFF. وبالتالي تم قبول الفرض الفرعي H_{1b} . كما يتضح أنه لا توجد علاقة معنوية بين كلٍّ من إزدواجية دور المدير التنفيذي Duality، الملكية الإدارية Ownership، ونسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة PoE، وبين كفاءة الاستثمار INV_EFF، وبالتالي تم رفض الفرض الفرعية H_{1a}, H_{1c}, H_{1d} .

جدول 9: نتائج اختبارات النماذج 4، 5، 6

M.6 H _{3a} , H _{3b} , H _{3c} , H _{3d}		M.5 H _{2a} , H _{2b} , H _{2c} , H _{2d}		M.4 H _{1a} , H _{1b} , H _{1c} , H _{1d}		رقم النموذج والفرض
UNERINV		OVERINV		INV_EFF		المتغير التابع
P-value	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	
.079*	-.003	.894	0	.311	-.002	Duality
.085*	.003	.133	.004	.045**	.003	Tenure
.286	.002	.763	.001	.137	.003	Ownership
.608	.001	.094*	.007	.160	.004	PoE
.027**	-.001	.005***	-.003	.001***	-.002	SIZE
.822	-.003	.014**	.043	.111	.016	ROA
.326	.004	.875	-.001	.623	.002	LEV
.180	-.003	.096*	.005	.514	.001	BIG4
.000***	.059	.000***	.085	.000***	.07	Constant
	0.019		0.032		0.014	معامل التحديد (R ²)
	0.009		0.019		0.009	معامل التحديد المعدل (Adj.R ²)
	0.053**		0.011**		0.001***	اختبار (Prob > F) F
	796		624		1421	عدد المشاهدات (N)
*** p<0.01 ** p<0.05 * p<0.1						

5- نتائج اختبار العلاقة بين مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري، وبين الافراط في الاستثمار

تشير نتائج جدول (9) في النموذج (5)، أن معامل التحديد (R^2) 0.032، وأنه توجد علاقة معنوية بين نسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة PoE، وبين الافراط في الاستثمار OVERINV عند مستوى معنوية 10%، مما يعني أن نسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة تساهم في الافراط في الاستثمار OVERINV، وبالتالي تم قبول الفرض الفرعي H_{2d}. لكن لا توجد علاقة معنوية بين كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي Duality، فترة ولاية المدير التنفيذي Tenure، والملكية الإدارية Ownership، وبين الافراط في الاستثمار OVERINV، وبالتالي تم رفض الفروض الفرعية H_{2a}, H_{2b}, H_{2c}.

6- نتائج اختبار العلاقة بين مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري، وبين النقص في الاستثمار

توضح نتائج النموذج (6) في جدول (9) أن معامل التحديد (R^2) 0.019، وأنه توجد علاقة طردية معنوية بين كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي Duality، وفترة ولاية المدير التنفيذي Tenure، وبين النقص في الاستثمار UNERINV عند مستوى معنوية 10%، مما يعني أن ازدواجية دور المدير التنفيذي، وفترة ولاية المدير التنفيذي يساهمان بشكل مباشر في زيادة النقص في الاستثمار، وبالتالي تم قبول الفرضين الفرعيين H_{3a}, H_{3b}. بينما لا توجد علاقة معنوية بين كلٍ من الملكية الإدارية

Ownership، ونسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة PoE، وبين النقص في الاستثمار UNERINV، وبالتالي تم رفض الفرضين الفرعيين H_{3c}, H_{3d} .

7- نتائج اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية يظهر في جدول (10) معامل التحديد (R^2) 0.011 في النموذج (7)، وأنه توجد علاقة طردية معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري في ظل الاحتفاظ بالنقدية ENT*CH، وبين عدم كفاءة الاستثمار، وذلك عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن التحصين والنفوذ الإداري في ظل الاحتفاظ بالنقدية ذو تأثير عكسي على كفاءة الاستثمار INV_EFF، وبالتالي تم قبول الفرض الفرعي H_{4e} .

جدول 10: نتائج اختبارات النماذج 7، 8، 9

Model9 H_{6e}		Model8 H_{5e}		Model7 H_{4e}		رقم النموذج والفرض
UNERINV		OVERINV		INV_EFF		المتغير التابع
P-value	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	
.937	.000	.030**	.015	.032**	.009	ENT*CH
.071*	-.001	.007***	-.002	.002***	-.002	SIZE
.792	-.003	.031**	.037	.157	.014	ROA
.311	.004	.941	0	.515	.002	LEV
.217	-.003	.093*	.005	.343	.002	BIG4
.000***	.053	.000***	.083	.000***	.066	Constant
	0.010		0.031		0.011	معامل التحديد (R^2)
	0.004		0.023		0.008	معامل التحديد المعدل (Adj. R2)
	0.143*		0.002***		0.006***	اختبار F (Prob > F)
	796		624		1421	عدد المشاهدات (N)
*** $p < 0.01$ ** $p < 0.05$ * $p < 0.1$						

8- نتائج اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية يشير جدول (10) في النموذج (8)، إلى أن معامل التحديد (R^2) 0.031، وأنه توجد علاقة طردية معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري في ظل الاحتفاظ بالنقدية ENT*CH، وبين الإفراط في الاستثمار OVERINV، وذلك عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن التحصين والنفوذ الإداري في ظل الاحتفاظ بالنقدية يساهم في زيادة الإفراط في الاستثمار، وبالتالي تم قبول الفرض الفرعي H_{5e} .

9- نتائج اختبار العلاقة بين التحصين والنفوذ الإداري وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية يتضح من جدول (10) في النموذج (9)، أن معامل التحديد (R^2) 0.010، وأنه لا توجد علاقة طردية معنوية بين التحصين والنفوذ الإداري في ظل الاحتفاظ بالنقدية ENT*CH، وبين النقص في الاستثمار UNERINV، وبالتالي تم رفض الفرض الفرعي H_{6e} .

10- نتائج اختبار العلاقة بين مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية

يتضح من جدول (11) في النموذج (10)، أن معامل التحديد (R^2) 0.013، وأنه توجد علاقة طردية معنوية بين الملكية الإدارية في ظل الاحتفاظ بالنقدية $Ownership*CH$ ، وبين عدم كفاءة الاستثمار عند مستوى معنوية 5%، مما يعني أن الملكية الإدارية في ظل الاحتفاظ بالنقدية ذو تأثير عكسي على كفاءة الاستثمار INV_EFF ، وبالتالي تم قبول الفرض H_{4c} . لكن لا يوجد علاقة معنوية بين كل من ازدواجية دور المدير التنفيذي $Duality*CH$ ، فترة ولاية المدير التنفيذي $Tenure*CH$ ، ونسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة $PoE*CH$ ، وذلك في ظل الاحتفاظ بالنقدية، وبين كفاءة الاستثمار INV_EFF ، وبالتالي تم رفض الفروض الفرعية H_{4a}, H_{4b}, H_{4d} .

جدول 11: نتائج اختبارات النماذج 10، 11، 12

M.12 H _{6a} , H _{6b} , H _{6c} , H _{6d}		M.11 H _{5a} , H _{5b} , H _{5c} , H _{5d}		M.10 H _{4a} , H _{4b} , H _{4c} , H _{4d}		رقم النموذج والفرض
UNERINV		OVERINV		INV_EFF		المتغير التابع
P-value	Coef	P-value	Coef	P-value	Coef	
.693	-.005	.081*	.027	.205	.012	Duality*CH
.803	-.004	.706	.009	.774	-.004	Tenure*CH
.154	.109	.410	.087	.030**	.139	Ownership*CH
.769	2.777	.118	22.95	.209	10.649	PoE*CH
.055*	-.001	.005**	-.003	.001***	-.002	SIZE
.683	-.005	.058*	.034	.317	.01	ROA
.288	.005	.907	.001	.507	.003	LEV
.169	-.003	.061*	.005	.408	.001	BIG4
.000***	.055	.000***	.084	.000***	.067	Constant
	0.014		0.035		0.013	معامل التحديد (R^2)
	0.004		0.022		0.008	معامل التحديد المعدل (Adj.R2)
	0.215		0.005**		0.016**	اختبار F (Prob > F)
	796		624		1421	عدد المشاهدات (N)
***p<0.01 **p<0.05 *p<0.1						

11- نتائج اختبار العلاقة بين مؤشرات التحصين والنفوذ الإداري، وبين الإفراط في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية

تشير نتائج جدول (11) في النموذج (11)، إلى أن معامل التحديد (R^2) 0.035، كما يتضح أنه توجد علاقة معنوية معنوية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي في ظل الاحتفاظ بالنقدية $Duality*CH$ ، وبين الإفراط في الاستثمار $OVERINV$ عند مستوى معنوية 10%، مما يعني أن ازدواجية دور المدير التنفيذي في ظل الاحتفاظ بالنقدية تساهم في الإفراط في الاستثمار $OVERINV$ ، وبالتالي تم قبول الفرض H_{5a} . لكن لا توجد علاقة معنوية بين كل من فترة ولاية المدير التنفيذي $Tenure*CH$ ، الملكية الإدارية $Ownership*CH$ ، ونسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة $PoE*CH$ في ظل الاحتفاظ بالنقدية، وبين الإفراط في الاستثمار $OVERINV$ ، وبالتالي تم رفض الفروض الفرعية H_{5b}, H_{5c}, H_{5d} .

12- نتائج اختبار العلاقة بين مؤشرات التحسين والنفوذ الإداري، وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية

توضح نتائج النموذج (12) في جدول (11) أن معامل التحديد (R^2) 0.014، وأنه لا توجد علاقة معنوية بين كلٍ من ازدواجية دور المدير التنفيذي $Duality*CH$ ، فترة ولاية المدير التنفيذي $Tenure*CH$ ، الملكية الإدارية $Ownership*CH$ ، ونسبة الأعضاء التنفيذيين داخل مجلس الإدارة $PoE*CH$ في ظل الاحتفاظ بالنقدية، وبين النقص في الاستثمار $UNERINV$ ، وبالتالي تم رفض الفروض الفرعية $H_{6a}, H_{6b}, H_{6c}, H_{3d}$.

ويمكن تلخيص نتائج الاختبارات السابقة من خلال الجدول التالي (جدول 12):

جدول 12: ملخص نتائج اختبارات نماذج وفروض الدراسة

المتغيرات المستقلة		المتغيرات التابعة		كفاءة الاستثمار		الافراط في الاستثمار		النقص في الاستثمار	
النتيجة	المتوقع	النتيجة	المتوقع	النتيجة	المتوقع	النتيجة	المتوقع	النتيجة	المتوقع
التحسين والنفوذ الإداري	(-)	عكسية	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
ازدواجية دور المدير التنفيذي	(-)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
فترة ولاية المدير التنفيذي	(-)	عكسية	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
الملكية الإدارية	(-)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
نسبة الأعضاء التنفيذيين	(-)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
التحسين والنفوذ الإداري * الاحتفاظ بالنقدية	(-)	عكسية	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
ازدواجية دور المدير التنفيذي * الاحتفاظ بالنقدية	(-)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
فترة ولاية المدير التنفيذي * الاحتفاظ بالنقدية	(-)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
الملكية الإدارية * الاحتفاظ بالنقدية	(-)	عكسية	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)
نسبة الأعضاء التنفيذيين * الاحتفاظ بالنقدية	(-)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)	لا توجد	(+)

4-5 مناقشة نتائج الدراسة

هدفت الدراسة لاختبار العلاقة بين التحسين والنفوذ الإداري، خاصة وأنه وفقاً للدراسات السابقة لم تتناول الدراسات السابقة العلاقة بين كلا المتغيرين، بشكل مباشر، فكان يتم تناول أحد آليات التحسين الإداري، أو أكثر من آلية والتحري عن أثرها على كفاءة الاستثمار، دون الأثر الكلي للآليات التحسين والنفوذ الإداري. كما تناولت الدراسة تأثير التحسين والنفوذ الإداري بشكل عام، وكل آلية من آليات التحسين والنفوذ الإداري بشكل خاص على كلٍ من الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار. كما تناولت الدراسة أيضاً تأثير التحسين والنفوذ الإداري وكل آلية من آلياتها على كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار ولكن في ظل الاحتفاظ بالنقدية كمتغير محفز في الدراسة.

أسفرت نتائج الدراسة أن هناك علاقة عكسية معنوية بين التحسين والنفوذ الإداري، وبين كفاءة الاستثمار، أي أنه كلما توفر التحسين والنفوذ الإداري للمديرين التنفيذيين داخل الشركة، كلما ساعد ذلك

على عدم تحقيق الكفاءة في القرارات الاستثمارية التي يتم اتخاذها. مما يتوافق مع نظرية الوكالة Agency Theory، بأن الواقع يذهب إلى أن الإدارة تسعى إلى تحقيق أهدافها ومصالحها الشخصية حتى وإن كانت على حساب مصالح الملاك، خاصة وفي ظل ما يتيح لها الفرصة في ذلك ممثلاً في آليات التحصين والنفوذ الإداري. وفي تحليل أكثر تعمقاً، على مدى تأثير التحصين والنفوذ الإداري على الافراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار، اتضح عدم وجود تأثير على أي منهما. تفسير ذلك، أن التأثير العكسي للتحصين والنفوذ الإداري على كفاءة الاستثمار، لا يرتبط بالضرورة بأن تكون النتيجة المترتبة على عدم كفاءة الاستثمار هي الافراط في الاستثمار أم النقص في الاستثمار.

هذا وتحليل الأثر العكسي للتحصين والنفوذ الإداري على كفاءة الاستثمار، بتحديد طبيعة تأثير كل آلية من آلياته على عدم كفاءة الاستثمار، اتضح أنه لا توجد علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين كفاءة الاستثمار، وذلك يتفق مع دراسة (Taghavi et al. (2014)، ودراسة Chen et al. (2017)، وعكس ما جاءت به دراسة رميلي (2018) أن هناك علاقة عسكية بين المتغيرين، ودراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) التي أوضحت أن هناك علاقة طردية بين المتغيرين. هذا ومع الربط بين نتائج الدراسات، وبين التأثير الكلي للتحصين والنفوذ الإداري على كفاءة الاستثمار، يتضح أن ازدواجية دور المدير التنفيذي قد يكون لها تأثير عكسي على كفاءة الاستثمار، أي طردي، على عدم كفاءة الاستثمار (الافراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار)، أو بحد أقصى لا تؤثر عليها. وتأكيداً لذلك، تشير نتائج الدراسة الحالية إلى عدم وجود علاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين الافراط في الاستثمار، في المقابل توصلت دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) إلى أن هناك علاقة طردية بين المتغيرين. كما أسفرت نتائج الدراسة الحالية عن وجود علاقة معنوية طردية بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين النقص في الاستثمار، وفي المقابل توصلت دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) إلى عدم وجود علاقة بين المتغيرين.

أما بالنسبة لفترة ولاية المدير التنفيذي، فقد أسفرت نتيجة الدراسة عن وجود علاقة طردية بينها، وبين عدم كفاءة الاستثمار. أي أنه كلما طالت فترة ولاية المدير التنفيذي (وبالتحديد عن 7 سنوات متوسط متغير الدراسة)، كلما انعكس ذلك بشكل عكسي على كفاءة الاستثمار. وفي ذلك اتفاق مع ما توصلت إليه دراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023). لكن اتضح أيضاً من نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين الافراط في الاستثمار، في حين أثبت نتائج الدراسة على وجود معنوية طردية بينها وبين النقص في الاستثمار، ويمكن تفسير ذلك بأنه كلما طالت الفترة التي يتولى فيها المدير التنفيذي، كلما زاد لديه خطر عدم الشعور بالأمان الوظيفي، للخوف من استبداله، مما يزيده رغبتهم في عدم الدخول في أي مشروعات استثمارية، إلا في حالة التأكد من جدوها بشكل كافي، للدرجة التي قد تؤثر

عليه في عدم الدخول في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، مما يترتب عليه عدم كفاءة الاستثمار، وبالتحديد النقص في الاستثمار.

أشارت نتائج الدراسة أيضاً إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين كلٍ من كفاءة الاستثمار، الإفراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار. أي أنه لا توجد أس علاقة سببية بين الملكية الإدارية وبين كفاءة الاستثمار، وتتفق هذه النتيجة مع نتائج دراسة رميلي (2018)، وكذلك دراسة Gao et al (2020). ألا أن دراسة (Chen et al. (2017، ودراسة عفيفي وعبدالرحمن (2023) توصلا إلى أن هناك علاقة عكسية بين الملكية الإدارية وبين كفاءة الاستثمار. هذا ورغم أن الواضح في اختلاف النتائج بين الدراسات، ألا أن المضمون يقول أن النتيجة واحدة، وتفسير ذلك أن التحليل الوصفي لنتائج الدراسة الحالية أوضحت انخفاض الملكية الإدارية في الشركات محل الدراسة، حيث بلغت نسبة عدد الشركات التي بها نسبة ملكية إدارية أقل من 50% نسبة 28%، وقد يرجع ذلك تطبيقاً لمبادئ حوكمة الشركات، مما يجعل أن الملكية الإدارية لا تضيف الكثير لزيادة التحصين والنفوذ الإداري للشركات محل الدراسة، على الجانب الآخر اعتمدت دراسة عفيفي وعبد الرحمن (2023) على حساب الملكية الإدارية، كمتغير كمي، بحساب الملكية الإدارية للمديري التنفيذيين، واتضح من التحليل الوصفي لهذه الدراسة ارتفاع الوزن النسبي للمساهمات المباشرة لأعضاء مجلس الإدارة في شركات العينة، والتي وصلها متوسطها 30.49%، مما يعني أنه في حالة ارتفاع الملكية الإدارية، يزداد معها التحصين والنفوذ الإداري، مما قد يكون معه تأثير على انخفاض كفاءة الاستثمار.

أسفرت نتائج الدراسة أيضاً عن عدم وجود علاقة بين نسبة الأعضاء التنفيذيين، وبين عدم كفاءة الاستثمار، وكذلك النقص في الاستثمار، وذلك يتفق مع نتائج دراسة (Chen et al. (2017، ودراسة عفيفي وعبد الرحمن (2023). لكن في نفس الوقت أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية طردية بين نسبة الأعضاء التنفيذيين، وبين الإفراط في الاستثمار، وذلك يتفق مع ما توصلت إليه دراسة (Taghavi et al. (2014، التي توصلت توصلت لوجود علاقة عكسية بين نسبة أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين وبين الإفراط في الاستثمار. مما يعني أن زيادة عدد الأعضاء التنفيذيين قد يؤدي إلى الدخول في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية سالبة، بقصد تحقيق دوافعهم الشخصية، حتى وإن كان ذلك على حساب مصالح الملاك، وذلك يتوافق مع نظرية الوكالة Agency Theory.

بعد نتائج الاختبارات السابقة، تناول الباحث إعادة اختبار الفروض السابقة مرة أخرى، ولكن مع استخدام الاحتفاظ بالنقدية كمتغير متحفز، لتحديد النتائج المترتبة على ذلك، واتضح من نتائج الدراسة أن التحصين والنفوذ الإداري ما زال ذو تأثير عكسي على كفاءة الاستثمار، كما أسفرت أيضاً النتائج عن وجود علاقة طردية بين التحصين والنفوذ الإداري مع الأخذ في الاعتبار مستوى الاحتفاظ بالنقدية، مع

الافراط في الاستثمار، وبالتالي كلما زاد التحصين والنفوذ الإداري، ومع زيادة نسبة الاحتفاظ بالنقدية، يزداد اتجاه المديرين التنفيذيين إلى الدخول في مشروعات استثمارية، حتى وإن كانت ذات صافي قيمة حالية سالبة.

هذا وظلت العلاقة بين ازدواجية دور المدير التنفيذي، بين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية، غير معنوية. كما أوضحت النتائج بأنه لا توجد علاقة معنوية بينها وبين النقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية. لكن توجد علاقة معنوية طردية ازدواجية دور المدير التنفيذي، وبين الافراط في الاستثمار.

أما عن تأثير فترة ولاية المدير التنفيذي في ظل الاحتفاظ بالنقدية على كفاءة الاستثمار، فقد نتائج الدراسة على عدم وجود علاقة معنوية بين فترة ولاية المدير التنفيذي في ظل الاحتفاظ بالنقدية، وبين كل من كفاءة الاستثمار، الافراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار. هذا على الرغم من أن النتيجة السابقة هي وجود علاقة عكسية بين فترة ولاية المدير التنفيذي، وبين كفاءة الاستثمار، وطردية بينها، وبين النقص في الاستثمار. وتفسير ذلك أنه في حالة توافر النقدية، تنخفض دوافع المديرين التنفيذيين التي تزيد فترة ولايتهم عن سبع سنوات في عدم الدخول في مشروعات استثمارية ذات صافي قيمة حالية موجبة، وذلك نتيجة توافر النقدية في الشركة.

كما أوضحت نتائج الدراسة عدم وجود علاقة معنوية بين الملكية الإدارية، وبين كفاءة الاستثمار، وتم تفسير ذلك بانخفاض نسبة عدد الشركات التي تزيد فيها الملكية الإدارية عن 50%، وظهر ذلك أكثر وضوحاً عند تم استخدام الاحتفاظ بالنقدية كمعيار متحيز، حيث أظهرت النتائج عن وجود علاقة عكسية بين الملكية الإدارية، وبين كفاءة الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية، لكن لا توجد علاقة بينها، وبين كل من الافراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار في ظل الاحتفاظ بالنقدية.

أخيراً أشارت نتائج الدراسة عن عدم علاقة معنوية بين نسبة الأعضاء التنفيذيين، وبين كفاءة الاستثمار، الافراط في الاستثمار، والنقص في الاستثمار وذلك في الاحتفاظ بالنقدية. وتفسير ذلك أن نتائج الدراسة أوضحت وجود علاقة معنوية طردية بين نسبة الأعضاء التنفيذيين وبين الافراط في الاستثمار، وعدم وجود علاقة بينها، وبين كفاءة الاستثمار، مما يشير إلى أنه كلما زاد عدد الأعضاء التنفيذيين داخل الشركة، تزداد دوافعهم نحو الدخول في مشروعات استثمارية حتى وإن كانت ذات صافي قيمة حالية سالبة، إلا أن هذه الدوافع تتخفف في حالة زيادة الاحتفاظ بالنقدية، حيث تزداد رغبتهم في الاحتفاظ بالنقدية بها بدلاً من دفعها للمساهمين لاستخدامها كحائط وقائي ضد ظروف عدم التأكد، وذلك يتماشى مع نظرية نظرية التدفق النقدي الحر The Free Cash Flow Theory.

4-6 التوصيات والدراسات المستقبلية

في ضوء ما تم التوصل إليه من نتائج، يتضح أن انخفاض الملكية الإدارية، وانخفاض نسبة الأعضاء التنفيذيين، يقلل من قوة التحسين والنفوذ الإداري، مما يقلل من التأثير العكسي على كفاءة الاستثمار، بناءً على ذلك، يمكن محاولة التخفيض من الآليات الأخرى للتحسين الإداري والمتمثلة في إزدواجية دور المدير التنفيذي، وكذلك فترة ولاية المدير التنفيذي لما لهما من أثر عكسي على كفاءة الاستثمار، خاصة وأن هذا يظهر أيضاً مع زيادة نسبة الاحتفاظ بالنقدية.

في النهاية، وفي ضوء السعي المستمر نحو زيادة تحقيق كفاءة الاستثمار، يقترح الباحث إجراء مزيد من البحوث المستقبلية حول كفاءة الاستثمار:

- دراسة العلاقة بين التنمية المستدامة، وبين كفاءة الاستثمار.
- دراسة العلاقة بين جودة التقارير المالية ودورها في زيادة كفاءة الاستثمار.
- دراسة العلاقة بين خصائص جودة الأرباح، وكفاءة الاستثمار.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أبو سالم، سيد سالم 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(3)، 411-468.
- أبو سالم، سيد سالم محمد. (2019). تأثير قوة المدير التنفيذي الأول على تكاليف الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات. *مجلة الفكر المحاسبي: كلية التجارة - جامعة عين شمس*، 23(3)، 568-634.
- الجهاز المركزي للمحاسبات. (2020). *معايير المحاسبة المصرية*. جريدة الوقائع المصرية - العدد 143 في 24 يونية 2020.
- الصايغ، عماد سعد محمد، و عبد المجيد، حميده محمد. (2015). قياس أثر جودة التقارير المالية على كفاءة القرارات الاستثمارية للشركات المصرية. *مجلة المحاسبة والمراجعة: كلية التجارة جامعة بني سويف*، 1(3)، 1-49.
- الهيئة العامة للرقابة المالية. (2021). *قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية*.
- حسين، محمد إبراهيم محمد. (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(2)، 584-618.
- رميلي، سناء محمد رزق. (2018). أثر الخصائص التشغيلية للشركة وحوكمة الشركات على العلاقة بين جودة الإفصاح عن المعلومات الاستثمارية المستقبلية غير المالية وكفاءة الاستثمار: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية: كلية التجارة - جامعة طنطا*، 5(2)، 392-354.
- عبدالفتاح، هبة بشير الطوخي، و عثمان، مصطفى سامي عبدالسميع. (2024). أثر نغمة الإفصاح بقرار لجنة المراجعة على مستوى الاحتفاظ بالنقدية وإدارة الأرباح بالشركات المصرية المقيدة بالبورصة. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة - جامعة طنطا*، 11(1)، الصفحات 917-997.

- عبد، إيمان محمد السعيد سلامة. (2020). أثر الإفصاح عن أداء الاستدامة على قيمة الشركة والقيود المالية لها ودور كل من نفوذ المدير التنفيذي وهيكل الملكية: دراسة تطبيقية. *مجلة الفكر المحاسبي: كلية التجارة - جامعة عين شمس*، 24(1)، 68-158.
- عفيفي، أشرف السعيد أحمد السيد، وعبدالرحمن، وليد محمد محمد السيد. (2023). العلاقة بين آليات التحصين الإداري وكفاءة الاستثمار في إطار نظرية الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث الإدارية: مركز الاستشارات والبحوث والتطوير - أكاديمية السادات للعلوم الإدارية*، 41(3).
- عفيفي، هلال عبد الفتاح. (2017). أثر التحصين الإداري وإدارة الأرباح على مكافأة مجلس الإدارة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية. *مجلة البحوث التجارية: كلية التجارة - جامعة الزقازيق*، 39(1)، 339-442.
- عيسى، عارف محمود كامل. (2018). قياس أثر نفوذ المدير التنفيذي على الأداء المالي للمنشأة من منظور الربح المحاسبي: دراسة عملية. *مجلة الفكر المحاسبي: كلية التجارة - جامعة عين شمس*، 22(1)، 502-547.
- فريد، فريد محرم. (2018). المخاطرة غير المنتظمة، مستوى الاحتفاظ بالنقدية، وعوائد الأسهم دليل تطبيقي من شركات مؤشر EGX-100. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة-جامعة عين شمس*، 22(7)، الصفحات 761-823.
- محمد، هشام سعيد إبراهيم. (2020). تأثير العلاقة بين آليات التحصين الإداري والتحفيز المحاسبي على الأداء المالي للشركة. *مجلة الفكر المحاسبي: كلية التجارة - جامعة عين شمس*، 24(4)، 141-210.
- مركز المديرين المصري - وزارة الاستثمار . (فبراير، 2011). دليل قواعد ومعايير حوكمة الشركات بجمهورية مصر العربية. تم الاسترداد من <https://ecgi.global/download/file/fid/9941>
- مركز المديرين المصري بالهيئة العامة للرقابة المالية. (أغسطس، 2016). *الدليل المصري لحوكمة الشركات (الإصدار الثالث)*. تم الاسترداد من www.eiod.org
- مليجي، مجدي مليجي عبد الحكيم. (2018). تحليل العلاقة بين الاحتفاظ بالنقدية والمسؤولية الاجتماعية والتجنب الضريبي وأثرها على قيمة الشركة: أدلة عملية من بيئة الأعمال المصرية. *مجلة الفكر المحاسبي، كلية التجارة - جامعة عين شمس*، 22(7)، الصفحات 331-401.

ثانياً: المراجع باللغة الأجنبية

- Al-Najjar, B. (2013). The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. *International Business Review*, 22(1), pp. 77-88.
- Al-Najjar, B. (2015). The Effect of Governance Mechanisms on Small and Medium-Sized Enterprise Cash Holdings: Evidence from the U nited K ingdom. *Journal of Small Business Management*, 53(2), pp. 303-320.
- Bae, G. S., Choi, S. U., Dhaliwal, D. S., & Lamoreaux, P. T. (2009). Auditors and client investment efficiency. *The Accounting Review*, 92(2), 19-40.
- Baker, M., Stein, J. C., & Wurgler, J. (2003). When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 969-1005.
- Benlemlih, M., & Bitar, M. (2018). Corporate social responsibility and investment efficiency. *Journal of Business Ethics*. 148(3), 647-671.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*. 48(2-3), 112-131.
- Bick, P., Orlova, S., & Sun, L. (2018). Fair value accounting and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 40. 98-110.
- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36(3), 337-360.
- 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*, 86(4), 1255-1288.
- Chen, J., Dong, W., Tong, J. Y., & Zhang, F. F. (2018). Corporate philanthropy and investment efficiency: Empirical evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 392-409.

- Chen, N., Sung, H. C., & Yang, J. (2017). Ownership structure, corporate governance and investment efficiency of Chinese listed firms. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 266-282.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(1), pp. 111-133.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.
- Elliott, A. C. & Woodward, W. A. (2007). *Statistical analysis quick reference guidebook: With SPSS examples*, Sage.
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, pp. 238-252.
- Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics*. Sage publications limited.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35(3), 505-538.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UKpanel data. *European Financial Management*, 15(3), 497-528.
- Gao, R., & Yu, X. (2020). How to measure capital investment efficiency: A literature synthesis. *Accounting & Finance*, 60(1), 299-334.
- García-Sánchez, I.-M., Hussain, N., Khan, S. A., & Martínez-Ferrero, J. (2020). Managerial entrenchment, corporate social responsibility, and earnings management. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4), 1818-1833.
- Gujarati, D. (2021). *Essentials of Econometrics*. Sage Publications.

- Gujarati, D., & Porter, D. (2010). *Essentials of Econometrics*. Mc GrawHill.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Al-Hadi, A. (2017). Financial statement comparability and corporate cash holdings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(3), pp. 304-321.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1993). Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion. *Academy of Management Journal*, 36(4), 844-863.
- Han, S., Nanda, V. K., & Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. *Financial Management*, 45(2), 369-400.
- Han, S., Nanda, V. K., & Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. *Financial Management*, 45(2), 369-400.
- Hayashi, F. (1982). Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 213-224.
- Hill, C. W., & Phan, P. (1991). CEO tenure as a determinant of CEO pay. *Academy of Management Journal*, 34(3), 707-717.
- Hope, O. K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kabir, R., Nisha, M., & Islam, M. T. (2022). *Data Analysis with STATA: A Comprehensive Guide for Data Analysis and Interpretation of Outputs*.

- Khurana, I. K., Moser, W. J., & Raman, K. K. (2018). Tax avoidance, managerial ability, and investment efficiency. *ABACUS*, 54(4), 547–575.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385–420.
- Latsis, J., & Repapis, C. (2014). A model intervenes: The many faces of moral hazard. *Cambridge Journal of Economics*, 38(4), 743–760.
- Lei, Q., & Chen, H. (2019). Corporate governance boundary, debt constraint, and investment efficiency. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(5), 1091–1108.
- Martins, H. C. (2019). Investor protection, managerial entrenchment, and cash holdings: Cross-country evidence. *International Finance*, 22(3), 422–438.
- McLean, R. D., & Zhao, M. (2014). The business cycle, investor sentiment, and costly external finance. *The Journal of Finance*, 69(3), 1377–1409.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571–1603.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Pallant, J. (2007). *SPSS, Survival Manual: A Step by Step Guide to Data Analysis using SPSS for Windows*. Open University Press; UK.
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2–3), 159–189.
- Ryan, H. E., & Wiggins, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497–524.

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Taghavi, M., Valahzaghari, M., & Amirjahadi, N. (2014). An investigation on the effect of the corporation governance structure and free cash flow on over-investment. *Management Science Letters*, 4(3), 567-572.
- Tang, J., Crossan, M., & Rowe, W. G. (2011). Dominant CEO, deviant strategy, and extreme performance: The moderating role of a powerful board. *Journal of Management Studies*, 48(7), 1479-1503.
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Vo, X. (2018). Foreign ownership and corporate cash holdings in emerging markets. *International Review of Finance*, 18(2), pp. 297-303.
- Walls, J. L., & Berrone, P. (2017). The power of one to make a difference: How informal and formal CEO power affect environmental sustainability. *Journal of Business Ethics*, 145(2), 293-308.