

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل
التحصين الإداري: دراسة تطبيقية

إعداد

أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

أستاذ المحاسبة المساعد

كلية التجارة – جامعة المنوفية

Ekramy65@gmail.com

ekramy.zahr@commerce.menofia.edu.eg

٢٠٢٥م – ١٤٤٧هـ

المخلص:

هدف البحث إلى دراسة وتحليل أثر قرارات الانفاق بأنواعه المختلفة (التشغيلي، الاستثماري، التمويلي) على فجوة الأداء المالي بالإضافة إلى الكشف عن الدور المعدل للتحصين الإداري في هذه العلاقة بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية مكونة من (١٠٥) شركة ممثلة لعدد (١٤) قطاع بإجمالي مشاهدات (٨٤٠) مشاهدة خلال الفترة من عام ٢٠١٦م إلى عام ٢٠٢٣م. واستخدم الباحث التدفقات النقدية الخارجة من هذه الأنشطة من واقع قائمة التدفق النقدي كمؤشرات لقياس قرارات الإنفاق بأنواعها المختلفة، كما استخدم مؤشرين لقياس فجوة الأداء المالي هما: الفرق بين معدل العائد على متوسط حقوق الملكية وبين تكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في سعر العائد السنوي على الإيداع السائد في البنك المركزي، وكذلك الفرق بين قيمة (Tobin's Q) لكل شركة وبين متوسط القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، واقترح الباحث مؤشر لقياس متغير التحصين الإداري يعتمد على خمس متغيرات فرعية انتشر استخدامهم في الدراسات السابقة تتمثل في: ازدواجية المدير التنفيذي، فترة بقاء المدير التنفيذي، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، والرافعة المالية. بالإضافة إلى ذلك قام الباحث بتقسيم عينة الدراسة إلى مجموعتين من الشركات أحدهما تمثل شركات ذات مستوى مرتفع من التحصين الإداري والأخرى تمثل شركات ذات مستوى تحصين إداري منخفض ومقارنة أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي بين النوعين من الشركات. واعتمد الباحث على مجموعة من الأساليب الإحصائية المتوفرة في برنامج ستاتا الإصدار السابع عشر (STATA - v17) لتحليل البيانات واختبار فروض الدراسة. وتوصل الباحث إلى عدة نتائج أهمها: وجود تحسن ملحوظ في أثر قرارات الإنفاق التشغيلي والتمويلي على فجوة الأداء المالي عند قياسها بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع مقابل قياسها بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، بينما انخفض التأثير الإيجابي لقرارات الإنفاق الاستثماري. لم يختلف الأثر التفاعلي بين التحصين الإداري وقرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) على فجوة الأداء المالي بمؤشري القياس المستخدمين في الدراسة. وجود انخفاض ملحوظ في أثر قرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة على فجوة الأداء المالي عند قياسها بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري مقارنة مع الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري. بينما ظهر تحسن ملحوظ في أثر قرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة باستثناء قرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي عند قياسها بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع، في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري مقارنة مع الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري. ومن أهم توصيات الباحث: اتخاذ إجراءات تضمن تقليل التأثير السلبي للتحصين الإداري على العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي للشركات مثل: تبني آليات حوكمة قوية تدعم قرارات الإنفاق لتحقيق مصلحة المساهمين وليس للمصالح الذاتية للإدارة العليا فقط، زيادة عدد الأعضاء

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

المستقلين في مجالس الإدارة، فصل الأدوار بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب الرئيس التنفيذي (CEO)، زيادة تداول الأسهم لأنه يزيد من ضغط السوق على الإدارة لتحسين الأداء، تحسين الشفافية في التقارير المالية مما يصعب على الإدارة إخفاء آثار قرارات الإنفاق السيئة، وربط مكافآت الإدارة بالنتائج الفعلية.

الكلمات الدالة: قرارات الانفاق، الانفاق التشغيلي، الانفاق الاستثماري، الانفاق التمويلي، فجوة الأداء المالي، التحصين الإداري.

Abstract:

The research aimed to study and analyzed the impact of various types of spending decisions (operational, investment, and financing) on the financial performance gap, in addition to revealing the moderating role of managerial entrenchment in this relationship. This was applied to a sample of (105) companies listed on the Egyptian Stock Exchange, representing (14) sectors, with a total of (840) observations during the period from 2016 to 2023. The researcher used cash flows from these activities, based on the cash flow statement, as indicators to measure various types of spending decisions. He also used two indicators to measure the financial performance gap: the difference between the rate of return on average equity and the opportunity cost

represented by the annual return on deposits prevailing at the Central Bank, as well as the difference between the value of (Tobin's Q) for each company and the average of the sector to which the company belongs. The researcher proposed an indicator to measure the managerial entrenchment variable based on five sub-variables widely used in previous studies: CEO duality, CEO tenure, board independence, managerial ownership, and financial leverage. In addition, the researcher divided the study sample into two groups of companies, one representing companies with a high level of administrative entrenchment and the other representing companies with a low level of administrative entrenchment. The researcher compared the impact of spending decisions on the financial performance gap between the two types of companies. The researcher relied on a set of statistical methods available in STATA v17 to analyze the data and test the study hypotheses. The researcher reached several results, the most important of which are: There is a significant improvement in the impact of operational and financial spending decisions on the financial performance gap when measured by the difference between the company's Tobin's Q and the sector's average value, compared to when measured by the difference between the return on equity and the prevailing deposit return at the Central Bank of Egypt. Meanwhile, the positive impact of investment spending decisions declined. The interactive effect between managerial entrenchment and spending decisions of various types (operational, investment, and financial) on the financial performance gap did not differ according to the two measurement indicators used in the study. There was a significant decrease in the impact of various types of

spending decisions on the financial performance gap, measured by the difference between the return on equity and the prevailing return on deposit at the Central Bank of Egypt, in companies with a high level of managerial entrenchment compared to companies with a low level of managerial entrenchment. However, there was a significant improvement in the impact of various types of spending decisions, with the exception of financing spending decisions, on the financial performance gap, measured by the difference between the company's Tobin's Q and the sector's average value, in companies with a high level of managerial entrenchment compared to companies with a low level of managerial entrenchment. Among the researcher's most important recommendations are: taking measures to ensure reducing the negative impact of managerial entrenchment on the relationship between spending decisions and the financial performance gap of companies, such as: adopting strong governance mechanisms that support spending decisions to serve the interests of shareholders, not just the self-interests of senior management; increasing the number of independent members on boards of directors; separating the roles of chairman of the board of directors and chief executive officer (CEO); increasing stock trading, as this increases market pressure on management to improve performance; improving transparency in financial reporting, making it more difficult for management to conceal the effects of poor spending decisions; and linking management rewards to actual results.

Keywords: spending decisions, operating spending, investment spending, financing spending, financial performance gap, managerial entrenchment .

١. مقدمة ومشكلة البحث

يُمثِّل الأداء المالي عاملاً محورياً لضمان استمرارية منشآت الأعمال، مما يدفعها إلى تبني مجموعة من القرارات والإجراءات الاستثنائية كخفض التكاليف وإعادة الهيكلة الإدارية والتنظيمية، والتي تنعكس بدورها على مؤشرات أدائها المالي وعوائد أسهمها. ويختلف حجم هذا التأثير تبعاً للخصائص المالية والتشغيلية الخاصة بكل شركة وطبيعة السوق الذي تعمل فيه. وكذلك تؤثر بعض قرارات الإنفاق مثل قرارات الإنفاق الإلزامي على المسؤولية الاجتماعية والاستدامة وإعداد التقارير عنها بشكل ملحوظ على الأداء المالي للشركات (Singh, et al., 2021 ; George et al., 2023)، وبالمثل أيضاً سوف تؤثر غيرها من قرارات الإنفاق سواء على مستوى النشاط التشغيلي أو الاستثماري أو التمويلي.

وتُعد قرارات الإنفاق بأنواعها المختلفة من أبرز القرارات الإستراتيجية التي تتخذها الإدارة لتحقيق أهداف الشركة، حيث لا يمكن تصور قيام أي منشأة بتقديم خدمات أو إنتاج سلع دون تخصيص موارد مالية لتوفير المستلزمات والتجهيزات وسداد الالتزامات التشغيلية وغيرها من النفقات. إلا أن نقص التوحيد القياسي لعناصر بعض النفقات - كالنفقات السنوية للصيانة والتشغيل - بجانب وجود قصور في الإفصاح التفصيلي عن هذه البنود (Muñoz-Cerón et al., 2018)، دفع معظم الجهود البحثية (Damanpour, 2010; Su, et al., 2017; Rahman, et al., 2021) إلى دراسة وتحليل أثر بعض البنود دون غيرها على أداء وقيمة الشركات، وهذا لا يقدم تحليلاً دقيقاً، لأن كل هذا النفقات تقدم تأثيراً تفاعلياً لا يمكن تجاهل أثره على أداء وقيمة الشركات. لذلك قامت دراسة Kamuriwo et al., (2024) باختبار تأثير قرارات الإنفاق على العوائد المتوقعة للأسهم في سياق تركيز الصناعة عبر قطاعات متنوعة لتقديم صورة تحليلية متكاملة في ضوء كافة قرارات الإنفاق التشغيلية.

وعلى سبيل المثال لا الحصر وفي إطار التغيرات الحديثة في بيئات الأعمال ظهرت أنواع جديدة من النفقات التي قد تعد إلزامية كالنفقات البيئية والاجتماعية، حيث أشارت دراسة حسن وآخرون (٢٠٢١) إلى أن تركيز الشركات على الالتزامات الاجتماعية والبيئية غالباً ما يرتبط بتحمل تكاليف إضافية، مما يستدعي اتخاذ قرارات إنفاق استراتيجية في مجالا: إعداد التقارير الاستدامة والمسؤولية الاجتماعية، وامتلاك تجهيزات الحد من التلوث وانبعاث الغازات، والاستثمار في الصحة والسلامة المهنية، وضبط جودة المنتجات والخدمات، وغيرها النفقات. وفي نفس السياق أشارت دراسة George et al. (2023) إلى أن كلاً من نظرية أصحاب المصلحة الحديثة ونظرية الوكالة تتنبأ بوجود علاقة إيجابية بين ممارسات المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي. إلا أن طبيعة هذه العلاقة لا تزال غير واضحة المعالم، خاصة في الاقتصادات النامية حيث تُعد المسؤولية الاجتماعية مفهوماً حديث العهد. وبالتالي، لا يُظهر تأثير لهذا النوع من الإنفاق على الأداء المالي اتساقاً واضحاً، حيث كشفت بعض الدراسات إلى عدم وجود علاقة بين الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية وبين الأداء المالي (Kuntluru, 2019; Bhattacharya et al., 2021)، في

أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د. / إكرامي جمال السيد زهر

حين توصلت دراسة (Lin, et al. (2020 إلى وجود علاقة إيجابية. كما توصلت دراسة (Garg, et al. (2021 إلى عدم وجود علاقة معنوية بين الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات وبين عوائد أسهم الشركات.

وفي إطار تحليل دوافع قرارات الإنفاق، قد يلجأ بعض المديرين إلى ممارسات التحصين الإداري (Management Entrenchment) أو الانتهازية الإدارية لتعزيز مصالحهم الذاتية، سواء عبر تعظيم النفوذ أو ضمان الأمن الوظيفي أو تحقيق مكاسب شخصية. ورغم أهمية هذه الظاهرة وتأثيرها على قرارات الإنفاق والتمويل، إلا أنها لم تحظَ باهتمام بحثي كافٍ إلا في بداية القرن الحادي والعشرين (Barclay et al., 2007). ثم لاحقاً بدأت غالبية الدراسات (Salehi et al., 2018 ;Borochin & Knopf, 2021; Salehi & Alkhyoon, 2022; Salehi & Arianpoor, 2022; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Duong, et al., 2024; Gharbi & Jarboui, 2025; Dah, 2025؛ خيرى، ٢٠٢٢؛ سليمان والجوهري، ٢٠٢٣؛ عفيفي وعبد الرحمن، ٢٠٢٣) في الاهتمام بتأثير ممارسات التحصين الإداري على قرارات الشركات وأهمها قرارات الإنفاق المختلفة.

وعلى الرغم من أن دراسة العلاقة بين الإنفاق والأداء المالي للشركات ليست مجالاً جديداً في الجهود البحثية، حيث تناولتها عدد من الدراسات السابقة (Chauhan, 2014; Bhattacharyya & Rahman, 2019; George et al., 2023) إلا أن هذه الجهود البحثية لم تأخذ في الاعتبار كلاً من: الأنواع المختلفة لقرارات الإنفاق على مستوى الأنشطة الرئيسية (تشغيلية، استثمارية، تمويلية)، والقياس الدقيق والمباشر لقرارات الإنفاق، كما أنها لم تكشف الدور المعدل للعوامل الإدارية مثل التحصين الإداري في هذه العلاقة. ومن هنا، تبرز الحاجة إلى إطار تحليلي أكثر شمولية، لذلك تسعى الدراسة الحالية إلى سد هذه الفجوة من خلال الاعتماد على قائمة التدفق النقدي كمصدر مباشر وموثوق لقياس قرارات الإنفاق بأنواعها المختلفة. ويتميز هذا المنهج بأنه يعالج مشكلة تجميع البنود في القوائم المالية التقليدية، لأن الشركات تلتزم بالإفصاح عن التدفقات النقدية الخاصة بكل نشاط رئيسي على حدة بشكل منفصل وواضح. وبالتالي، يوفر هذا التصنيف مقياساً دقيقاً وموحداً للإنفاق يرتبط ارتباطاً مباشراً بطبيعة كل نشاط، كما أن هذا المنهج يخلص الباحثين من تحدي الاعتماد على مقاييس بديلة أغلبها يخص بنود محددة بعينها أو مجموعة مجمعة من البنود التي قد لا تتماثل بين مختلف الشركات نتيجة قيود الإفصاح المحاسبي عن هذه البنود، ومن ثم يعزز ذلك المنهج قابلية المقارنة بين الشركات المختلفة.

ويمكن تلخيص مشكلة البحث في أربعة محاور رئيسية. **يتمثل المحور الأول** في تركيز غالبية الدراسات السابقة على بند أو عدد محدود من بنود الإنفاق، دون الأخذ في الاعتبار باقي البنود، مما أدى إلى صعوبات في القياس الكمي لتلك البنود. وقد لجأت تلك الدراسات إلى استخدام مقاييس بديلة لكل بند على حدة، وذلك على الرغم من أن المعايير المحاسبية تشجع على الإفصاح عن جميع بنود الإنفاق. غير أن هذه المعايير تسمح بتجميع

بعض البنود تحت بند واحد، كما هو الحال في دمج نفقات التسويق مع المصروفات العمومية والإدارية في القوائم المالية. ونتيجة لذلك، نادراً ما تُفصل الشركات نفقات التسويق، أو نفقات البحث والتطوير، أو التأمين، أو الإيجار، مما يُعقّد من اعتماد الدراسات على مقاييس مباشرة لقرارات الإنفاق الخاصة بكل بند. على سبيل المثال، أشارت دراسة (Bhattacharyya & Rahman, 2019) إلى أن الشركات نادراً ما تُفصح عن المبالغ الفعلية التي تنفقها على أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات، نظراً للطبيعة الطوعية لتلك الأنشطة. كما أن مؤشرات المسؤولية الاجتماعية تعتمد غالباً على مدى مشاركة الشركة في تلك الأنشطة وإفصاحاتها، وليس على حجم الإنفاق الفعلي، مما يجعلها مؤشرات على أداء الشركة في هذا المجال دون أن تعكس حجم الموارد المخصصة له.

أما المحور الثاني، فيتمثل في غياب تصنيف لقرارات الإنفاق على مستوى الأنشطة الرئيسية، رغم أن هذا التصنيف يساعد على فهم طبيعة الإنفاق ودوافعه. فقرارات الإنفاق على الأنشطة التشغيلية تعكس النفقات المرتبطة بالعمليات اليومية مثل دفع الأجور، شراء وتخزين المواد الخام، والتأمين، والإيجار، والصيانة، والتسويق. بينما تعكس قرارات الإنفاق على الأنشطة الاستثمارية اقتناء الأصول طويلة الأجل كالأراضي، المباني، الآلات، المعدات، ونظم المعلومات، مما يساعد على تقييم استراتيجية النمو المستقبلية وجودة السياسات الاستثمارية للشركة. وفي المقابل، تعكس قرارات الإنفاق على الأنشطة التمويلية النفقات المتعلقة بهيكل رأس المال مثل سداد القروض والسندات وتوزيعات الأرباح، مما يتيح فهماً أوضح لكيفية تمويل الشركة لأنشطتها وسياسات توزيع الأرباح ومدى اعتمادها على التمويل بالديون. ويتسق هذا التصنيف مع متطلبات إعداد التقارير المالية، إذ يُعد جزءاً أساسياً من إعداد قائمة التدفقات النقدية، مما يعزز من القابلية للمقارنة والشفافية بين الشركات.

بالنسبة للمحور الثالث، يركز على قياس فجوة الأداء المالي، والتي تُعد من أبرز التحديات التي تواجه الباحثين في هذا المجال، حيث تبرز الحاجة إلى تقييم دقيق لهذه الفجوة لفهم تأثير قرارات الإنفاق عليها، مع النظر في التحديات المتعلقة بالقياسات التقليدية لمستوى الأداء، حيث نجد أن بعض الجهود البحثية السابقة (Bilel, 2020; Seifzadeh, et al., 2022; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Wu, et al., 2024; Inamdar, 2024; Tran, et al., 2025; Alhajjeah, et al., 2025; Deng & Zhang, 2025) تعتمد على معدل العائد على حقوق الملكية في قياس مستوى أداء الشركات، في حين تعتمد مجموعة أخرى من الجهود البحثية السابقة (Antounian, et al., 2021; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Wei, et al., 2024; Marie, et al., 2024; Yahaya, 2025; Liu, et al., 2025; Naibaho, et al., 2025; Alhajjeah, et al., 2025; Dah, 2025) على قيمة (Tobin's Q) في قياس مستوى أداء الشركات، ويمكن مقارنة هذه القيم بتكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في معدل العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي

أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

المصري، أو بمتوسط قيم (Tobin's Q) على مستوى شركات القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وذلك للتعبير عن فجوة أو جودة الأداء.

أما المحور الرابع والأخير، فيتمثل في قصور المعرفة المحاسبية حول الدور المعدل للتحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي. وتساهم الدراسة الحالية في الحد من هذا القصور من خلال تقديم دليل تجريبي يربط بين متغيرات البحث (المعدل، البحثي، والتفسيري)، وذلك من خلال توليد مقياس إحصائي موحد لقياس آليات التحصين الإداري، بجانب قياس قرارات الإنفاق باستخدام مقياس مباشر مستمد من التدفقات النقدية الخارجة لكل نشاط رئيسي في قائمة التدفق النقدي، لمعالجة مشكلة القياس البديل لبعض بنود الإنفاق، وأيضا قياس فجوة الأداء المالي وتقييم استجابتها لقرارات الإنفاق.

وفي ضوء ما سبق يحاول هذا البحث دراسة والكشف عن أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي للشركات، ودراسة وتحليل الدور المعدل لمستوى التحصين الإداري في هذه العلاقة من خلال الإجابة عن التساؤلات التالية:

- ما مدى تأثير قرارات الإنفاق (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) على فجوة الأداء المالي بالشركات محل الدراسة؟
- إلى أي مدى يؤثر مستوى التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الإنفاق (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) وفجوة الأداء المالي بالشركات محل الدراسة؟
- ما مدى الاختلاف بين الشركات ذات المستوى المرتفع والشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري من حيث أثر قرارات الإنفاق (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) على فجوة الأداء المالي بالشركات محل الدراسة؟

٢. أهداف البحث

يهدف البحث بصفة أساسية إلى:

- تحديد وتحليل أثر قرارات الإنفاق (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) على فجوة الأداء المالي للشركات.
- دراسة وتحليل مدى تأثير التحصين الإداري كمتغير معدل على العلاقة بين قرارات الإنفاق (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) وبين فجوة الأداء المالي للشركات.
- الدراسة المقارنة بين الشركات ذات المستوى المنخفض والشركات ذات المستوى المرتفع للتحصين الإداري لأثر قرارات الإنفاق (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) على فجوة الأداء المالي للشركات.

٣. أهمية البحث

يستمد البحث أهميته العلمية من:

- المساهمة في إثراء الفكر المحاسبي من خلال تقديم إطاراً نظرياً متكاملًا يربط بين نظرية الوكالة ونظرية التحسين عن طريق فحص الدور المعدل للتحسين الإداري في العلاقة بين قرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة (تشغيلي، استثماري، تمويلي) وفجوة الأداء المالي، مما يساهم في الحد من القصور المعرفي في هذا المجال.
- تطوير منهجية لقياس الإنفاق تساهم في التغلب على إشكالية القياس التي تعاني منها العديد من الدراسات السابقة من خلال التصنيف الشامل للإنفاق بشكل يوفر فهمًا أكثر دقة وتكاملاً لاستراتيجية الشركة المالية من خلال تحليل تأثير ثلاثة أنواع مستقلة من قرارات الإنفاق (تشغيلي، استثماري، تمويلي) على عكس الدراسات التي تركز على نوع فرعي واحد من الإنفاق، **هذا بالإضافة إلى** الاعتماد على قائمة التدفق النقدي كمصدر مباشر وموثوق لقياس بنود الإنفاق المبوبة على أساس الأنشطة الرئيسية، بدلاً من الاعتماد على المقاييس البديلة أو غير المباشرة من القوائم المالية الأخرى.
- محاولة تطوير مؤشر مركب لمستوى التحسين الإداري، والتي غالباً ما يتم قياسه بمتغيرات مفردة ومباشرة، مما يضيف عمقاً منهجياً لقياس هذه الظاهرة المعقدة.
- فتح آفاق جديدة للبحث العلمي في هذا المجال لإجراء مزيد من الأبحاث المستقبلية خاصة في ظل قيام الباحثين بتقديم بُعد جديد للتحليل من خلال القيام بالعديد من التحليلات الإضافية عن طريق تقسيم مستويات التحسين الإداري إلى مستويات مرتفعة ومنخفضة.

ويستمد البحث أهميته العملية من:

- توجيه صانعي ومتخذي القرارات إلى فهم العواقب المالية لقرارات الإنفاق المختلفة، وكذلك طبيعة الدور الذي يمكن أن تقوم به ممارسات التحسين الإداري في تشويه هذه القرارات، ومن ثم الأثر النهائي على مستوى أداء الشركات.
- دعم قرارات أصحاب المصلحة من مستثمرين ومحللين ماليين وغيرهم من خلال المساعدة في تقييم جودة قرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة (تشغيلي، استثماري، تمويلي) وتحديد أي منها له الأثر الأكبر على فجوة الأداء.
- مساعدة الملاك وأصحاب المصلحة الخارجيين في تقييم كفاءة وفعالية الإدارة، ومخاطر سوء استخدامها للموارد من خلال تحديد مدى تأثير المستويات المختلفة للتحسين الإداري على الأداء المالي للشركات، وتحديد مدى نجاح الإدارة في اتخاذ قرارات الإنفاق المختلفة.
- إرشاد الهيئات الرقابية والجهات التشريعية إلى ضرورة وضع معايير أو قواعد حوكمة تنمي الممارسات الإيجابية وتحد من الممارسات السلبية الناتجة عن التحسين الإداري التي تؤثر على ثقة المستثمرين، وقدرة الشركات على الاستجابة لمتغيرات السوق.

٤. نطاق البحث

- اعتمد البحث على طريقة القياس المباشر لمتغير قرارات الإنفاق بأنواعها المختلفة (التشغيلي، الاستثماري، التمويلي) استناداً إلى التدفقات النقدية الخارجة من واقع قائمة التدفق النقدي وذلك لمعالجة أوجه القصور في الطرق غير المباشرة التي اعتمدت عليها الدراسات السابقة.
- اعتمد البحث على طريقتين لقياس فجوة الأداء المالي هما: الفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية وتكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في معدل العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي، وكذلك الفرق بين قيمة (Tobin's Q) لكل شركة ومتوسط القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.
- اعتمد البحث على مؤشر مركب مقترح لقياس متغير التحصين الإداري يعكس خمس آليات للتحصين الإداري هم: ازدواجية المدير التنفيذي، فترة بقاء المدير التنفيذي، استقلالية مجلس الإدارة، الملكية الإدارية، الرافعة المالية، وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٦م إلى ٢٠٢٣م.
- اعتمد البحث على تقسيم شركات عينة الدراسة إلى نوعين من الشركات إحداهما تمثل شركات ذات مستوى منخفض للتحصين الإداري والأخرى تضم شركات ذات مستوى مرتفع للتحصين الإداري.

٥. الإطار النظري وصياغة الفروض

١/٥ قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي

تُعَدُّ قرارات الإنفاق من القرارات الإدارية بالغلة الأهمية التي تتبناها الشركات لتعزيز استراتيجياتها وتحقيق أهدافها، وتختلف طبيعة هذه القرارات باختلاف الأنشطة الرئيسية للشركة، وهي: الأنشطة التشغيلية، والأنشطة الاستثمارية، والأنشطة التمويلية. يُعَدُّ كل نشاط من هذه الأنشطة محركاً رئيسياً للإنفاق داخل الشركة، مما يفرض على إدارتها تخصيص موارد مالية ذاتية أو السعي إلى تمويل خارجي، أو الجمع بينهما، لتمويل متطلبات هذه الأنشطة.

ولما كان لهذه القرارات آثاراً مباشرة على الأداء المالي للشركة، فإنها تسهم بشكل كبير في تضيق أو توسيع فجوة الأداء المالي. ويفترض الباحث في هذه الدراسة أن أي قرار إنفاقي تتخذه إدارة الشركة (خاصة إذا كان موجهاً نحو تعزيز الأداء وليس لتحقيق مصالح ذاتية لأحد الأطراف) سيعمل على تقليص الفرق بين الأداء الفعلي وبين الأداء المتوقع مما يسهم في تضيق فجوة الأداء المالي لصالح الشركة، أو يعمل على زيادة الأداء الفعلي عن الحد الأدنى المقبول للأداء، مما يسهم في اتساع فجوة الأداء المالي لصالح الشركة وهذا المدخل الأخير هو الذي اعتمدت عليه الدراسة الحالية.

وقد بحثت بعض الدراسات (Lemma et al, 2018; Zheng et al, 2021; Rakshit & Bardhan, 2022; Rahaman et al, 2022) في السنوات الأخيرة العلاقة بين بعض قرارات الإنفاق الإداري ذات الصلة بأنشطة التشغيل والتمويل وبين أداء الشركات

أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

من منظور السوق مقياس بعوائد الأسهم المتوقعة، وتوصلت هذه الدراسات إلى أن قرارات الإنفاق التشغيلي والتمويلي تؤثر على مخاطر التدفقات النقدية، وبالتالي تؤثر على أداء عوائد الأسهم المتوقعة. كما أكدت دراسة (Kamuriwo et al, 2024) على أن انخفاض النفقات العامة يؤدي إلى أرباح غير عادية وكلما زاد حجم الشركة زادت قدراتها في مجال البحث والتطوير والتصنيع والتسويق والتوزيع، ويمكنها شراء أصول مخفضة من الشركات الأصغر، وبالتالي، من المتوقع أن تنعكس المزايا النسبية لهذه النفقات المخفضة في أرباح غير عادية تضع الشركات الكبيرة في وضع جيد يسمح بتجاوز ظروف العمل السيئة. وانطلاقاً من ذلك، يهدف هذا البحث إلى تحليل العلاقة بين قرارات الإنفاق وبين فجوة الأداء المالي من خلال ثلاثة محاور رئيسية، يركز كل محور منها على قرارات الإنفاق في أحد الأنشطة الرئيسية للشركة، وذلك على النحو التالي:

١/١/٥ قرارات الإنفاق التشغيلي وفجوة الأداء المالي

على مستوى الإنفاق التشغيلي ركزت أغلب الدراسات على نفقات التشغيل والصيانة، نفقات البحوث والتطوير، النفقات البيئية، نفقات البيع والتسويق، نفقات الصحة والسلامة المهنية، وغيرهم من النفقات التي يتم معالجتها محاسبياً على أنها ضمن النفقات الإيرادية. وقد تناولت بعض هذه الدراسات العلاقة بين أحد هذه البنود أو بعضها وبين أداء الشركة مع اختلاف مقياس الأداء المستخدم في كل دراسة. وعلى سبيل المثال يرى كل من (Vartiainen et al 2015) أن الاستثمار في نفقات التشغيل السنوية يحقق هامش ربح كبير. وفي البرازيل تناولت دراسة (Pessanha & Melo, 2021) النفقات التشغيلية في شركات النقل، وتوصلت الدراسة إلى أن هذه النفقات تعتبر عنصر أساسي في تقييم الإيرادات السنوية في هذه الشركات. كما تناولت دراسة (Adalessossi, 2024) العوامل والمحددات الرئيسية للأداء المالي والاجتماعي في مؤسسات التمويل الأصغر في توجو. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة نفقات الموظفين والكفاءة التشغيلية تُضعف الأداء المالي، لذا من الضروري تحديد العوامل/المحركات الرئيسية التي تُفضّل أو تُعيق أدائها المالي والاجتماعي. كما أن نفقات الموظفين والكفاءة التشغيلية تحد من ربحية مؤسسات التمويل الأصغر واستدامتها. وأوصت الدراسة بأنه يجب على الجهات التنظيمية والمديرين التركيز بشكل أكبر على الكفاءة التشغيلية، وخفض نفقات الموظفين التي تُضعف الأداء المالي مقاساً بكل من الربحية والاستدامة لمؤسسات التمويل الأصغر من خلال الإدارة الجيدة.

وتناولت دراسة (O'Connor et al, 2013) بند تكاليف التشغيل والصيانة كأحد بنود الإنفاق التشغيلي، وتحليل أثره على العوائد المالية لأحد مشروعات الطاقة، وهو مشروع طاقة الأمواج. وتوصلت الدراسة إلى أن الإنفاق على أنشطة التشغيل بصفة عامة وتكاليف الإصلاح والاستبدال بصفة خاصة لها تأثير جوهري على أرباح مشاريع طاقة الأمواج، ويُعرف الإنفاق على أنشطة التشغيل والصيانة في هذه الدراسة بأنه جميع التكاليف السنوية اللازمة للحفاظ على الأداء الميكانيكي الأمثل لأجهزة مزارع الأمواج. وفيما يتعلق بالعلاقة بين فجوة الأداء المالي ونفقات التسويق والتي تُعرف بأنها تكاليف الأنشطة والعاملين المرتبطة باكتساب العملاء والاحتفاظ بهم، ومبيعات المنتجات، وبناء

العلامة التجارية، والتسويق المؤسسي (Kotler & Keller, 2016). فقد أولى معهد علوم التسويق اهتمامات بحثية خاصة في السنوات الأخيرة بالعلاقة بين الإنفاق على أنشطة التسويق وبين النتائج المالية ذات الأهمية للمديرين مثل الربحية وقيمة الشركة. كما أن الكثير من الأبحاث أكدت على دور التسويق في تحقيق نتائج مالية، ولكن بدون أدلة تجريبية مباشرة تربط نفقات التسويق الفعلية في الشركات بالربحية بسبب عدم توافر البيانات المتعلقة بقرارات التسويق في الشركات، واستخدام بدائل غير مباشرة proxy مثل مصاريف البيع والإدارة العامة (SG&A)، بدلاً من نفقات التسويق الفعلية، مما يترتب عليه استنتاجات مشكوك فيها حول تأثير نفقات التسويق على الأداء المحاسبي. أما باستخدام نفقات التسويق الفعلية للشركات، ودراسة أثرها على المقاييس الشائعة للأداء الحالي والمستقبلي تبين أن لها تأثير إيجابي (Markovitch et al, 2020). وقد يرجع ذلك إلى أن نفقات التسويق تمثل تكلفة تشغيلية مرتفعة على الشركة (Lodish et al., 1995). وهو ما يزيد الضغوط على مسؤولي التسويق بالشركات لإثبات مساهمتهم في الأرباح من خلال الاستخدام الفعال والكفاء لموارد هذه الشركات (Hanssens et al, 2009; Katsikeas et al, 2016) وتبنى مبادرات تسويقية واتخاذ إجراءات تسويقية أخرى تؤثر على الإيرادات والأرباح بشكل مباشر أو غير مباشر (Keller & Lehmann, 2006).

وتشير كل من دراسة (Hanssens et al, 2009; Katsikeas et al, 2016) إلى أن نقص البيانات التفصيلية حول أنشطة التسويق والنتائج المرتبطة بها قد أعاق الجهود البحثية لتقييم العلاقة بين نفقات التسويق والربحية. وللتغلب على هذه المشكلة استخدم بعض الباحثين بند المصروفات البيعية والإدارية والعمومية كمقياس بديل لنفقات البيع والتسويق في نماذج تقييم أثرها على أداء الشركات، سواء كانت هذه النفقات متغير مستقل أو متغير رقابي (Balsam et al, 2011; li et al, 2010) حيث يعتبر هذا البند من أكثر البنود المحاسبية شمولاً لأنه يشمل جميع تكاليف التشغيل غير الإنتاجية تقريباً مثل تكاليف التسويق، وغيرها من التكاليف مثل رواتب المديرين التنفيذيين، والتأمين، والإيجار، والبنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات، ونفقات المعاشات التقاعدية، ونفقات الديون المعدومة، والإهلاكات (Needles et al, 2011) وهذا يجعل المصروفات العمومية والإدارية مقياساً غير دقيق وغير كامل لإجمالي جهود التسويق للشركة (Ptok et al, 2018).

وتناولت دراسة (Cheng et al, 2018) آثار نفقات الامتياز المرتبطة بنظام الشبكات الاجتماعية والعلاقات المؤثرة التي تسهل الأعمال التجارية وغيرها من المعاملات guanxi-related perk expenditures مقارنةً بنفقات التسويق على الأداء طويل الأجل للشركات الصينية القائم على السوق والذي تم قياسه بمؤشرين هما: الحصة السوقية ومؤشر Tobin's Q. وما إذا كانت الروابط السياسية تُخفف من هذا التأثير أم لا. وتشير نتائج هذه الدراسة إلى أن نفقات الامتيازات المرتبطة بنظام guanxi تعزز من أداء الشركات على المدى الطويل بكلا المؤشرين. أما نفقات التسويق كان لها التأثير الأقوى على مؤشر Tobin's Q، ولكن لم يكن لها تأثير على الحصة السوقية. وتوصلت الدراسة أيضاً إلى أن الروابط السياسية تُضعف التأثير الإيجابي لنفقات الامتيازات على مقياسي الأداء.

أما دراسة (Golovko et al, 2022) فقد تناولت العلاقة بين نفقات التسويق المرتبطة بالتصدير وإنتاجية الشركة كمقياس لأدائه بالتطبيق على عينة من شركات التصنيع الإسبانية بالفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٩، وتم قياس نفقات التسويق بنسبة نفقات الإعلان والدعاية والعلاقات العامة إلى إجمالي المبيعات، كما تم قياس الإنتاجية الكلية للشركة على أساس القيمة المضافة السنوية محسوبة بطرح نفقات المواد الخام والمواد الاستهلاكية والخدمات من مبيعات الشركات. وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لنفقات التسويق المتعلقة بأنشطة التصدير على الإنتاجية الكلية للشركات، وأن نفقات التسويق المرتبطة بصادرات الشركة التي تُنفق بعد دخولها أسواق التصدير، تزيد من الإنتاجية الكلية للشركة، بينما نفقات التسويق المرتبطة بصادرات الشركة التي تُنفق استعداداً (مسبقاً) للتصدير لا يظهر لها تأثير على الإنتاجية الكلية للشركة.

وقد أولت الدراسات العلمية اهتماماً ملحوظاً بتحليل ودراسة تأثير أنشطة البحوث والتطوير على أداء الشركات منذ الربع الأخير من القرن العشرين سواء بقياس هذا الأداء بمؤشري الإنتاجية والمبيعات (O'Mahony & Vecchi, 2009; Yang & Chen, 2012) أو بمؤشر الربحية المستقبلية (Roberts & Hauptman, 1987). وتوصلت دراسة (Fortune & Shelton, 2014) إلى أن تأثير الاستثمار في أنشطة البحوث والتطوير على ربحية الشركة هو الأضعف تأثيراً مقارنة مع تأثير الاستثمار في البحث والتطوير على نمو المبيعات وأداء السوق، وأن زيادة الإنفاق في هذه الأنشطة يدعم الميزة التنافسية ويزيد من معدلات نمو الأرباح كمؤشر لأداء شركات التعدين الصينية والأمريكية. وأكدت دراسة (Rafiq et al, 2016) إلى أن نتائج هذه الدراسات جاءت غير حاسمة، وأنه لا توجد أدلة كافية على الآلية التي تؤثر بها أنشطة البحوث والتطوير على أداء الشركة أو كيفية تغيير العلاقة بينهما بمرور الوقت، كما أن التأثير الإيجابي لنفقات أنشطة البحوث والتطوير على المبيعات راسخ نسبياً في البحوث المنشورة، أما علاقتها بربحية الشركة لم يكن محسوماً. بل إن بعض البحوث توصلت إلى أن أنشطة البحوث والتطوير تؤثر سلباً على الأرباح في الحالات التي تكون فيها تكلفة الاستثمار في هذه الأنشطة مرتفعة جداً، بحيث لا يمكن تغطيتها من أرباح الشركة. لذا تناولت دراسة (Rafiq et al, 2016) تأثير نشاط البحوث والتطوير على ربحية ومبيعات شركات التعدين في الصين والولايات المتحدة، والدور المعدل لعمر الشركة في هذه العلاقة، وتوصلت الدراسة إلى أن الشركة التي تُشارك في أنشطة البحوث والتطوير تحقق في المتوسط مبيعات أعلى بنسبة ٤% إلى ١١%، وتُحقق أرباحاً أعلى بنسبة ٤% إلى ١٣% من الشركات التي لا تُشارك في أنشطة البحوث والتطوير. كما توصلت إلى أن عمر الشركة في قطاع التعدين يُخفف من العلاقة بين أنشطة البحوث والتطوير والأداء المالي. حيث تحقق الشركة النشطة في مجال البحوث والتطوير أرباحاً أعلى من غيرها من الشركات الأحدث عهداً وغير المُبتكرة بنسبة ٤.٤%، وتُحقق مبيعات أعلى بنسبة ٧.٢%.

وعلى مستوى الإنفاق على أنشطة الاستدامة أشارت دراسة (Boso et al, 2017) إلى أنه رغم استمرار الشركات النيجيرية الصغيرة والمتوسطة المصدرة في تخصيص

مواردها المالية الفائضة لدعم والإنفاق على قضايا الاستدامة، إلا أنه لا تزال المعرفة بطبيعة هذه العلاقة محدودة في ظل ظروف متفاوتة من ضغوط السوق والروابط السياسية في سوق الاقتصاديات النامية. وتوصلت الدراسة إلى أن زيادة فائض الموارد المالية ترتبط بانخفاض مستوى الإنفاق على الاستدامة. ويصبح هذا التأثير السلبي لفائض الموارد المالية على إنفاق الاستدامة إيجابياً عندما تكون مستويات ضغط السوق أعلى. ولكنها تصبح أكثر سلبية عندما تكون مستويات الروابط السياسية أعلى.

ويُشير كل من (Lys et al. 2015) إلى أن المسؤولية الاجتماعية غير الإلزامية للشركات لا تُحقق ربحاً مستقبلياً، ولكن تُشير فقط إلى الربح المستقبلي. إلا أن دراسة (Bhattacharyya & Rahman, 2019) أشارت إلى أن الهند فرضت الإنفاق على المسؤولية الاجتماعية للشركات بموجب المادة ١٣٥ من قانون الشركات الهندي لعام ٢٠١٣، وقامت هذه الدراسة باختبار العلاقة بين نفقات المسؤولية الاجتماعية للشركات وبين مستوى أداء الشركات مُقاساً بكل من العائد على الأصول والتدفقات النقدية من العمليات التشغيلية. وتوصلت الدراسة إلى أن هذه النفقات تحسن من أداء الشركات بغض النظر عن مستوى الإنفاق الفعلي مقارنةً بمستوى الإنفاق الإلزامي. وقد أشارت نفس الدراسة إلى أن تجاهل الدراسات السابقة لبعض المتغيرات في نماذج الانحدار مثل نوع القطاع، يثير احتمالية وجود تحيز في نتائج العلاقة بين نفقات المسؤولية الاجتماعية وبين أداء الشركة بسبب المتغيرات المحذوفة في نمذجة الانحدار. وللتغلب على ذلك، يفضل استخدام الإنفاق الفعلي على المسؤولية الاجتماعية للشركات بدلاً من المقاييس البديلة لها.

وبشكل عام، تُعزز الحجج النظرية القوية من الاعتقاد القائل بأن أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات والإنفاق عليها يُمثّلان استثماراً استراتيجياً يُمكن أن يُترجم إلى تحسين أداء الشركة (Nollet et al., 2016). على الرغم من أن العديد من الدراسات البحثية وجدت أن أداء الشركة يستجيب بشكل إيجابي لالتزام الشركات بأنشطة المسؤولية الاجتماعية، إلا أن بعض الدراسات كان لها وجهة نظر عكسية. على سبيل المثال توصلت دراسة كل من (Chen et al. 2018 ; Manchiraju & Rajgopal, 2017; Di Giuli & Kostovetsky, 2014) إلى وجود علاقة سلبية بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الشركة. وتوصلت دراسة (Mukherjee et al. 2018) إلى عدم وجود علاقة معنوية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات وأداء الشركة. وقد يعزى هذا التباين من وجهة نظر كل من (Manchiraju & Rajgopal, 2017; Nollet et al., 2016) إلى التحول من النظام الطوعي للمسؤولية الاجتماعية للشركات إلى النظام الإلزامي. عدم توافق إنفاق الشركة على المسؤولية الاجتماعية مع مصالح أصحاب المصلحة.

وقد توصلت دراسة (Nyeadi et al, 2018) إلى وجود علاقة إيجابية بين الأنشطة الاجتماعية التي تؤديها الشركات وبين أدائها المالي. وبالتالي يمكن استنتاج أن زيادة الإنفاق على الأنشطة الاجتماعية يترتب عليه تحسين الأداء المالي للشركة. وأكدت دراسة (George et al, 2023) على وجود تأثير إيجابي للإنفاق على المسؤولية الاجتماعية على ربحية البنوك الهندية، ولكنها توصلت أيضاً إلى عدم وجود علاقة جوهرية بين الإنفاق على

المسؤولية الاجتماعية وعوائد السوق للبنوك الهندية. حيث تناولت الدراسة تأثير الإنفاق الإلزامي على المسؤولية الاجتماعية لعينة مكونة من ٢٢ بنك هندي على أدائهم المالي في الفترة من ٢٠١٦ إلى ٢٠٢٢، واستخدمت أربع مؤشرات لقياس الأداء المالي للبنك منها ثلاثة مؤشرات للربحية هم: العائد على الأصول، العائد على حقوق الملكية، وصافي الربح، واستخدم مكرر الربحية لتقييم عوائد السوق. كما أكدت دراسة (Barman & Mahakud, 2024) على علاقة إيجابية ومعنوية بين الإنفاق على المسؤولية المجتمعية للشركات والأداء المالي للشركات المقيدة في الهند..

وفي المقابل توصل كل من (Qian et al, 2023) إلى أن الإنفاق على الأنشطة البيئية يعكس الإنفاق على أنشطة التشغيل. وأنه غالبًا ما تعاني الشركات التي تستثمر في القضايا البيئية من زيادة في تكاليف التشغيل وانخفاض في الأرباح. ما لم يكن لديها دافع رئيسي للاستثمار في هذه القضايا. ومن وجهة نظر (Sauerwald & Su, 2019; Tashman et al., 2019) يتعلق انخفاض الربحية على المدى القصير باستثمارات الشركات في أنشطة المسؤولية الاجتماعية، ويحفز الرؤساء التنفيذيين على مضاعفة إجراءات المسؤولية الاجتماعية للشركات على غير الحقيقة، أي خلق فجوة بين الأداء الحقيقي والمعلن عنه في هذا المجال. حيث أكد كل من (Hawn & Ioannou 2016) على أن الإفصاح عن المسؤولية الاجتماعية للشركات يمكن اعتباره شكلاً من أشكال المسؤولية الاجتماعية للشركات لاكتساب السمعة وإظهار صورة إيجابية عن الذات لدى أصحاب المصلحة. وبالتالي، قد يبالغ الرؤساء التنفيذيون في تقدير أداء المسؤولية الاجتماعية للشركات في إفصاحاتهم. وهذا يُؤدّ فجوة مصطنعة بين الأداء المعلن عنه والأداء الحقيقي.

وتناولت دراسة (Vashisht et al, 2025) العلاقة ثنائية الاتجاه بين الأداء البيئي للشركات (EP) والأداء المالي للشركات (FP) في الفترة من عام ٢٠١١ إلى عام ٢٠٢٠. وتوصلت إلى أن الإنفاق البيئي يؤثر على الأداء البيئي للشركات البنية فقط، وأن هذا التأثير يختلف باختلاف عوامل متعددة منها مواصفات النموذج المستخدم، ومقاييس الأداء البيئي والأداء المالي، مما يجعل هذا التأثير غير حاسم. إلا أن بعض الشركات تستثمر مواردها المتاحة في تحسين أدائها البيئي أو تقليل الانبعاثات السامة بغرض تحسين الكفاءة التشغيلية، مما يؤدي إلى تحسين أرباحها على اعتبار أن التلوث يمثل إهدارًا للموارد مثل المواد الخام والطاقة. كما أشارت الدراسة أيضا إلى أنه لا تزال العلاقة بينهما غامضة بعد عقود من الدراسة. وعلى عكس معظم الدراسات السابقة.

وفيما يتعلق بالإنفاق على نشاط الصحة والسلامة أشارت دراسة (Mustard & Yanar, 2023) إلى أن نفقات أصحاب العمل على الصحة والسلامة المهنية (OHS) في الدول ذات الدخل المرتفع قد تكون كبيرة، إلا أن العوائد المالية من هذه النفقات لم تُوصف بدقة. لذا هدفت هذه الدراسة إلى تقدير العائد المالي لأصحاب العمل من نفقات الصحة والسلامة المهنية في مقاطعة أونتاريو الكندية. وتضمنت خطة عمل الدراسة ثلاث مراحل هم: وضع تقدير دقيق لمتوسط التكلفة المباشرة لإصابات العمل أو الأمراض المُعيقة للعمل؛ وتحديد أصحاب العمل في قطاعات البناء والنقل والتصنيع الذين تتخفّض لديهم معدلات

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د. / إكرامي جمال السيد زهر

الإصابات والأمراض المهنية. وتضمنت العوائد المالية كلا من العوائد المالية الملموسة الناتجة عن تجنب إصابات العمل والأمراض المُعيقَة، والعوائد المالية غير الملموسة المرتبطة بتحسين الاحتفاظ بالموظفين ورفع معنوياتهم، وتحسين جودة الإنتاج، وتعزيز سمعة الشركة. وبلغ متوسط العائد على نفقات الصحة والسلامة المهنية ١.٢٤ لعدد ٢٨٩ صاحب عمل في قطاع التصنيع، و٢.١٤ لعدد ٥٦ صاحب عمل في قطاع النقل، و١.٣٤ لعدد ٨٨ صاحب عمل في قطاع البناء. وتفاوتت قيم متوسط العائد على الاستثمار هذه؛ إذ كان لكل ١٣٨ صاحب عمل (٣٢% من العينة) عائد استثمار مقدّر أقل من ١.٠ أي أن العوائد المالية الملموسة وغير الملموسة أقل من النفقات المستثمرة في الصحة والسلامة المهنية، بينما كان لكل ٢٩٥ صاحب عمل (٦٨% من العينة) عائد استثمار مقدّر أكبر من ١.٠ أي أن العوائد المالية الملموسة وغير الملموسة أقل من النفقات المستثمرة في الصحة والسلامة المهنية، وتراوحت تقديرات متوسط العوائد المالية لكبار أصحاب العمل في أونتاريو في القطاعات الثلاثة الممثلة لعينة الدراسة بين ١.٢٤ و٢.١٤. وتتوافق هذه التقديرات مع نطاق التقديرات المتاحة من الأبحاث في هذا المجال على مدى العقد الماضي. واستنتاجاً لما سبق:

- ركزت غالبية الدراسات السابقة على بند محدد أو أكثر من بنود الانفاق التشغيلي (مثل نفقات التشغيل والصيانة، النفقات الإدارية والبيعية، تكاليف البحوث والتطوير) وإهمال النظرة الأكثر شمولية للأنشطة لمختلف الأنشطة التشغيلية.
- اعتمدت غالبية الدراسات السابقة على مقاييس بديلة غير مباشرة بسبب قيود الإفصاح المحاسبي
- لم تأخذ غالبية الدراسات السابقة في الاعتبار بعض العوامل الإدارية كالتحسين الإداري التي قد تؤثر بشكل مباشر على قرارات الانفاق التشغيلية على الأداء.
- تباينت غالبية الدراسات السابقة فيما بينهم حول طبيعة وتجاهل العلاقة بين العديد من بنود الإنفاق وبين الأداء المالي.

لذلك يسعى الباحث تحقيقاً لأهداف البحث إلى اختبار الفرض الأول التالي:
"لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات".

٢/١/٥ قرارات الانفاق الاستثماري وفجوة الأداء المالي

لم يتناول الفكر المحاسبي العلاقة بين قرارات الإنفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي باستفاضة والوجه المأمول حيث لوحظ تناول هذه العلاقة بشكل غير مباشر باستثناء دراسة (Salehi et al 2018) والتي توصلت إلى أن الاستثمار في الابتكار قد يُقلل من الربح المحاسبي قصير الأجل، وبالتالي تنخفض تعويضات المديرين. لذلك، قد لا يُبدي المديرون الذين يُحجمون عن المخاطرة اهتماماً كافياً بالاستثمار في الابتكار. ومع ذلك، سوف تفقد الشركات التي لا تُطبّق الابتكار قيمتها السوقية، وبالتالي تُعرض مصالح مساهميها على المدى الطويل للخطر.

أما عن الدراسات التي تناولت العلاقة بين قرارات الإنفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي بشكل غير مباشر نجد منهم دراسة (Shah et al, 2013) والتي تناولت ملائمة القيمة لنفقات البحوث والتطوير في فترتي ما قبل وما بعد تطبيق معايير التقارير المالية الدولية (IFRS) في المملكة المتحدة. كما ركزت الدراسة أيضاً على تأثير حجم الشركة ونوع القطاع الذي تنتمي إليه على ملائمة قيمة نفقات البحوث والتطوير خلال فترة ٢٠٠١ - ٢٠١١. تشير النتائج إلى أن رسملة نفقات البحث والتطوير كانت ملائمة للقيمة خلال فترة الدراسة. وأنها لم تتحسن في فترة ما بعد تطبيق معايير التقارير المالية الدولية عن فترة ما قبل تطبيق هذه المعايير، كما تبين زيادة مستوى الملائمة لهذه النفقات في الشركات كبيرة الحجم مقارنةً بالشركات صغيرة الحجم، بينما لم تختلف باختلاف نوع كما توصلت الدراسة إلى أن رسملة نفقات البحوث والتطوير ترتبط سلباً بأسعار وعوائد الأسهم، كما أن الشركات الأصغر حجماً، والأكثر استدامةً، والأقل ربحيةً، وقليلة فرص النمو، تميل إلى اختيار رسملة البحث والتطوير.

وتناولت دراسة (Sitthipongpanich, 2015) تأثير الملكية العائلية على أداء الشركات التايلاندية ومدى ارتباط ذلك بقرارات الإنفاق من التدفق النقدي الحر المتاح في هذه الشركات، ومن ثم الإجابة عن كيفية استثمار الشركات التايلاندية لرؤوس أموالها، وما إذا كانت تُفرط في الاستثمار بعد الأزمة المالية الآسيوية عام ١٩٩٧ من عدمه. وأظهرت النتائج أن ٦١% من إجمالي الشركات المدرجة في تايلاند ذات ملكية عائلية بمتوسط ملكية ٤٤%. وتُعد نسبة التدفق النقدي إلى رأس المال ونسبة المبيعات إلى رأس المال في الشركات العائلية أعلى بكثير من نفس هذه النسب في الشركات غير العائلية. كما تبين أن قرارات استثمار الشركات المدرجة في تايلاند يعتمد على التدفق النقدي الداخلي. ويُعتبر تأثير التدفق النقدي على الاستثمار في الشركات العائلية سلبياً بشكل ملحوظ. وتتمتع الشركات العائلية بحساسية أقل للتدفق النقدي للاستثمار مقارنةً بالشركات غير العائلية. كما تبين وجود علاقة غير رتيبة بين الملكية العائلية وحساسية التدفق النقدي للاستثمار من ناحية، وبين الملكية العائلية وأداء الشركة من ناحية أخرى.

ودراسة (Liew et al, 2024) حيث تناولت العلاقة بين كفاءة تكلفة المعدات (ECE) وبين الأداء التشغيلي والمالي في إحدى الشركات. حيث ركزت الدراسة على فعالية تكلفة المعدات، كمقياس مناسب وموثوق فيه بغرض تحديد المجالات التي تحتاج إلى تحسين وتعظيم عائد الاستثمار في معدات التصنيع خصوصاً في ظل تبني قطاع التصنيع للأتمتة بشكل متزايد نتيجةً للمنافسة العالمية وظهور الثورة الصناعية الرابعة. وتوصلت الدراسة إلى أن تقييم كفاءة تكلفة المعدات يساهم في تحسين الأداء التشغيلي والنتائج المالية، ويضمن استدامة الشركات على المدى الطويل. وأن الاستثمارات الكبيرة في المعدات قد ترفع الكفاءة الإجمالية للمعدات، ولكن ليس بالضرورة تحقيق مكاسب مالية مكافئة.

وتناولت دراسة (Zhou, 2025) تأثير قرارات استثمار الشركات الصينية المدرجة في بورصات الأسهم غير المالية على كفاءة استثماراتها الصناعية بين عامي ٢٠١٢ و ٢٠٢٢. وتشير النتائج إلى أن مثل هذه الاستثمارات تُقلل بشكل ملحوظ من الكفاءة الحالية للاستثمار

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

الصناعي، إلا أنها تُعزز منها في الفترة اللاحقة. أى أن إعادة توجيه الأموال المتاحة للشركات من الاستثمار في الأنشطة الصناعية إلى الاستثمار في إدارة الثروات يؤثر سلباً على الكفاءة الحقيقية لاستثمار الشركات في الأنشطة الصناعية، خصوصاً إذا ترتب عليها تقليل نفقات البحوث والتطوير. ويترتب على ذلك في النهاية عدم كفاءة تخصيص رأس المال والتأثير على أداء الشركات في الأجلين القريب والبعيد والنمو الاستراتيجي بعيد المدى. واستنتاجاً لما سبق:

• يوجد قصور معرفي في الفكر المحاسبي حول العلاقة بين قرارات الإنفاق الاستثماري وبين فجوة الأداء المالي - في حدود علم الباحث - باستثناء دراسة (Salehi et al 2018) ولكنها تناولت العلاقة بين قرار الاستثمار في الابتكار وبين الربح المحاسبي قصير الأجل. ولم يتبين للباحثين دراسات سابقة أخرى تنثري الفكر المحاسبي حول العلاقة بين الإنفاق الاستثماري وبين فجوة الأداء المالي.

وفي ضوء ما سبق يسعى الباحث تحقيقاً لأهداف البحث إلى اختبار الفرض الثاني التالي:
" لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات".

٣/١/٥ قرارات الإنفاق التمويلي وفجوة الأداء المالي

يرتبط الإنفاق التمويلي بقرارات التمويل، وتعتبر الرافعة المالية من أهم هذه القرارات. كما يتعين على الشركات تحديد كيفية تمويل فرص النمو (Kamuriwo et al, 2024). كما أن قرارات الرفع المالي تُعد من القرارات بالغة الأهمية، لأن أي تغيير فيها قد يترتب عليه زيادة أو تقليل الضغوط المالية على الشركة، مما يؤثر على أدائها في النهاية (Findlay & Williams, 1987). وتُمثل الديون أحد مخاطر الضائقة المالية التي تتعرض لها الشركة، وتؤثر على مخاطر تدفقاتها النقدية (Kamuriwo et al, 2024) ومن ثم على أدائها المالي في النهاية. وأشارت دراسة (Zhiyuan et al., 2018) إلى أن التمويل من المشتري، في شكل دفعة مقدماً مع احتساب الفائدة يؤدي إلى زيادة أرباح الشركة مقارنة بالتمويل المصرفي.

وتناولت العديد من الدراسات السابقة قرارات التمويل من زوايا مختلفة مثل دراسة (Ni et al, 2017) والتي تناولت العلاقة بين مشكلة إدارة الطاقة الإنتاجية (Capacity Management) وقرارات التمويل بالدين في بيئة الأعمال الصينية، وتحليل تأثير مشكلة الوكالة على هذه العلاقة. ودراسة (Chang et al, 2019) التي هدفت إلى تأثير الظروف الاقتصادية الكلية المتغيرة بمرور الوقت على قرارات تمويل الشركات، ودراسة هذا الأثر في ظل المراحل الأربعة لدورة الأعمال بالنسبة للركود الاقتصادي وهم: التعافي المبكر، التعافي القوي، الذروة الاقتصادية، ونوافذ الفرصة في أسواق رأس المال غير المرتبطة بالركود. ودراسة (Gong, 2020) التي هدفت إلى تأثير تهديدات البيع على المكشوف على قرارات تمويل الشركات، وقدمت الدراسة أدلة على أن الشركات تختار سياسات مالية متحفظة للتخفيف من تعرضها لمخاطر البيع على المكشوف Short Selling Risks، لأن

هذا النوع من البيع يؤدي إلى انخفاض الرافعة المالية للشركات بصفة عامة، وخصوصاً الشركات التي تواجه تهديدات بيع على المكشوف متوقعة أكبر، والشركات التي تواجه مخاطر ضائقة مالية أعلى، والشركات التي يكون مديروها أكثر تحفظاً في المخاطرة. وعلى الرغم من وجود ثراء فكري في مجال قرارات التمويل إلا أن هذا الثراء الفكري كان بعيداً عن مجال الدراسة الحالية، ولم يتناول العلاقة بين قرارات الإنفاق التمويلي وبين فجوة الأداء المالي باستثناء دراستين فقط هما: دراسة (Guo et al 2024) والتي تناولت العلاقة بين نفقات التمويل وتقلب الأسعار في كل من قطاع النفط، وقطاع توليد الطاقة في الصين. ومن أهم النتائج وجود ارتباط بين متغيرات الدراسة، تراوحت نتائجها بين ٢٢% و ٨١%. ووجود ارتباط سلبي بين تقلبات أسعار النفط وبين نفقات التمويل الصناعية، تراوحت نتائجها بين ١٩% و ٩٠%. وجاءت هذه النتائج في السيناريوهات قصيرة وطويلة الأجل. ومن بين توصيات الدراسة ضرورة الفهم الشامل للعلاقة بين نفقات التمويل لصناعة النفط، وتقلبات أسعار النفط، وكثافة الموارد المرتبطة بتوليد الطاقة لما لها من آثار جوهرية على أداء كل من الحكومات والشركات والمستهلكين.

كما تناولت دراسة (Kamuriwo et al, 2024) قرارات الإنفاق من خلال التركيز على خمس مجالات: الرافعة المالية، دوران المخزون، كثافة البحث والتطوير، نمو الإيرادات، وإضافات الأصول الثابتة، وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه القرارات تتأثر بكل من المنافسة والرؤية الاستراتيجية للشركة، لذا يتعين أخذها في الاعتبار عند تقييم أثر قرارات الإنفاق على عوائد الأسهم. وتحديد أولويات هذه القرارات المهمة لتجاوز فترات الأزمات، وتحسين عوائد المساهمين.

واستنتاجاً لما سبق:

- يوجد قصور معرفي في الفكر المحاسبي حول العلاقة بين قرارات الإنفاق التمويلي وبين فجوة الأداء المالي باستثناء دراستين فقط - في حدود علم الباحث - هما: دراسة (Guo et al 2024) و دراسة (Kamuriwo et al, 2024)، إلا أنهما اقتصرتا على الإشارة إلى أن قرارات الإنفاق التمويلي يمكن أن تؤثر على أداء الحكومات، الشركات، والمستهلكين، وعوائد الأسهم.
- وفي ضوء ما سبق يسعى الباحث تحقيقاً لأهداف البحث إلى اختبار الفرض الثالث التالي:
- " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات".**

٢/٥ تأثير آليات التحصين الإداري على العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي

يُعرف التحصين أو الترسيع الإداري Management Entrenchment بأنه استراتيجية تقوم على السلوك الانتهازي للمديرين بغرض تعظيم مصالحهم الخاصة على حساب ملاك الشركة، وجعل الاستغناء عن هؤلاء المديرين أمراً صعباً بدون تحمل المنشأة تكلفة باهظة مقابل هذا الاستغناء (Hachana & Khemiri, 2016; Ji et al., 2020; Bilel, 2020; Kachouri et al., 2020). حيث يستغل المديرون المحصنون سلطاتهم

أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

للحفاظ على وظائفهم وتجنب رقابة أصحاب المصلحة عليهم بدلاً من تحقيق أهداف الشركة (Gyimah & Gyapong, 2021). أي أن المديرين وفقاً لهذه النظرية، جعلوا استبدالهم مكافئاً للشركة، مما يسمح لهم بزيادة سلطاتهم ومساحاتهم التقديرية. ومنحهم الفرصة لتبني بعض أساليب التحايل مثل تحسين مؤشرات الأداء على المدى القصير، والإفصاح عن الأخبار الإيجابية وتأخير الإفصاح عن الأخبار السلبية (Dakhli & Mtiraoui, 2023)، واستغلال أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات والتقارير عنها لتحقيق سلوكهم الانتهازي (Salehi & Alkhyoon, 2022).

أي أن التحصين الإداري يشير إلى الموقف الذي تُصبح فيه الإدارة العليا محمية بشكل كبير من التغيير أو الإقالة، مما يسمح لها باتخاذ قرارات تزيد من مصلحتها الخاصة مثل: الإنفاق على أنشطة تشغيلية غير مبررة، أو الإنفاق على مشاريع ضخمة تزيد من نفوذهم رغم ضعف عائدها على حساب تعظيم قيمة المساهمين.

وقد أشارت بعض الدراسات إلى أن التحصين الإداري يعتبر أحد المحددات المهمة للسياسة المالية للشركات (Isagawa, 2002). كما توصلت دراسة (li & Niu, 2015) إلى أن التحصين الإداري في البيئة الاقتصادية الصينية أصبحت في أعلى مستوياتها، وأنه كلما انخفضت رواتب المديرين عن مكاسب غيرهم من المديرين أو متوسط مستوى الرواتب في السوق، يزداد سخطهم ويقل مستوى حماسهم وجهدهم المبذول، ويتم اتخاذ إجراءات وقرارات تضر بمصالح الشركة، وتحقق لهم مكاسب شخصية على حساب مصلحة الشركة، وعندما تكون رواتب المديرين أعلى من مكاسب غيرهم من المديرين أو مستوى متوسط الرواتب في السوق، فإن دوافعهم تزداد نحو التحصين الإداري. كما أن المديرين من ذوي القدرات العالية يكونون أكثر حساسية تجاه أي ظلم فيما يتعلق بمكاسب غيرهم من المديرين، أما المديرين من ذوي القدرة المنخفضة لديهم حافز أكبر من المديرين ذوي القدرة العالية تجاه التحصين الإداري بسبب ارتفاع مخاطر استبعادهم. كما توصلت الدراسة إلى أن الحفاظ على التوازن بين مكاسب المديرين وبين مستوى متوسط الرواتب في السوق ومنحهم مكافآت عادلة وفقاً لقدراتهم يؤدي إلى تخفيف مستوى التحصين الإداري، ليس فقط بسبب البعد النفسي الناتج عن عدم العدالة، ولكن أيضاً بسبب التكلفة المتزايدة لعملية التدوير وتبديل الوظائف، مما يترتب عليه في النهاية خفض تكلفة الوكالة الناتجة عن التحصين الإداري، وتحسين كفاءة إدارة الشركة.

ويمكن القول بأن العلاقة بين التحصين الإداري وبين كل من قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي تتركز على نظريتين هما: نظرية الوكالة ونظرية التحصين، فنظرية الوكالة تعتقد بأن الفصل بين ملكية وسيطرة المديرين والمالكين يُسبب تضارباً في المصالح (Bauer, 2018). وأن مشاكل الوكالة تعتبر حافزاً للمديرين للاستثمار في المسؤولية الاجتماعية للشركات لا تُفيد المساهمين (Gharbi and Jarboui, 2023). ويؤدي تضارب الوكالة إلى زيادة الثقة المفرطة والسلوك الانتهازي للمديرين بشكل كبير من ناحية، وتنشأ مشكلة تضارب المصالح بين المديرين والمساهمين من ناحية أخرى، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة الشركة (Zaludin & Buyung, 2021)، وأشارت بعض الدراسات إلى أن

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

الشركات ذات المديرين المحصنين تُعاني من ضعف كبير في الأداء (Dah, 2020). وأنهم يُفضلون الرافعة المالية المنخفضة على الرافعة المالية المثلى (Agha, 2013). وفي إطار نظرية التحصين (الترسيخ) يعتقد (Elhabashy, 2023) أن الأخطاء والتجاوزات هي مجموعة من الإجراءات التي يتخذها المديرون للحفاظ على مناصبهم الحالية وزيادة تعويضاتهم. ويعتقد (Bilel, 2020) أن يستخدم المديرون استراتيجيات تجنب تسمح لهم بالانتفاف على آليات الرقابة كلياً أو جزئياً للحصول على مناصب امتيازية لا يمكن إخلاؤها، ويصعب إلغاؤها أو استبدالها ويكلف الكثير (بلال، ٢٠٢٠). وقد أكد كل من (Gharbi & Jarboui, 2024) على أن المدير المحصن يتوسع في إجراء تحديثات مكلفة على الشركة، مما يسمح لهم بتوسيع نفوذهم وسلطاتهم، وتحقيقاً لهذا الغرض، يتخذ المدير بعض الحلول البديلة، مثل تحسين مؤشرات الأداء على المدى القصير، أو نشر أخبار إيجابية، أو تأخير الكشف عن المعلومات السلبية.

ونظراً لخطورة والاهتمام المتزايد بمتغير التحصين الإداري منذ بداية القرن الحادي والعشرين بدأت الدراسات السابقة في اقتراح بعض المقاييس البديلة لهذا المتغير على مستوى الشركات مثل: استقلالية مجلس الإدارة، انتخاب مجلس الإدارة، تعويضات مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي، عمر المدير التنفيذي، عضوية المدير التنفيذي في لجان الترشيحات بالشركة، عضوية المدير التنفيذي في مجالس إدارات شركات أخرى، ملكية المدير التنفيذي (الملكية الإدارية)، معدل دوران المدير التنفيذي، مقياس مرحلة التحصين، وهو متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا زادت قيمة الشركة ويأخذ القيمة (٢) إذا انخفضت قيمة الشركة ويأخذ القيم (صفر) إذا كانت قيمة الشركة معيارية طبقاً لمقياس Tobins Q. بالإضافة إلى مؤشر متدرج للتحصين الإداري يأخذ القيم من صفر إلى ٦ (Faleye, 2007; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Arikawa & Mitsusada, 2011; Aubert et al, 2014; Bulkaran, 2014; Meo et al, 2017; Kachouri et al, 2019; Bilel, 2020; Amoah et al, 2020; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Seifzadeh et al, 2021; Salehi et al, 2018).

ولم يقتصر اهتمام الباحثين بقياس متغير التحصين الإداري، بل بدأت بعض البحوث المحاسبية في دراسة وتحليل العلاقة بين التحصين الإداري وبعض المتغيرات المحاسبية (Bilel, 2020; Elyasiani & Zhang, 2015; Thomas & Wang, 2011; Collins & Huang, 2011; Barclay et al, 2007; Faleye, 2007) ، إلا أن هذه الدراسات لم تتناول تأثير التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي للشركات إلا أن الباحث تمكن من حصر بعض الدراسات التي تناولت التأثير غير المباشر لبعض مقاييس التحصين الإداري على مستوى أداء الشركات وأنشطتها على النحو التالي:

يعتقد (Agha, 2013) أن المديرين المحصنين يُفضلون استخدام رافعة مالية أقل من المستوى الأمثل.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

وتناولت دراسة (jo & Pan , 2009) العلاقة بين التحصين الإداري وسياسة توزيع الأرباح لعينة مكونة من ١٤٠٠ شركة صناعية أمريكية خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٠٣)، واستخدمت الدراسة مؤشر متدرج مكون من ستة بنود فقط من إجمالي ٢٤ بند تمثل متطلبات الحماية ضد الاستحواذ (Anti-Takeover Provisions (ATPs). وقد أظهرت النتائج أن الشركات التي لديها تحصين إداري من المرجح أن توزع أرباحاً، ويستمر ميل الإدارة بمرور الوقت بشكل متزايد إلى التوزيع، كما يؤدي دفع توزيعات الأرباح إلى تقليل الاحتفاظ بالنقدية، مما يجعل الشركة أكثر عرضة لعمليات الاستحواذ غير المرغوب فيها (العدائية Hostile)، أما في حالة التوازن بين توزيع الأرباح والاحتفاظ بالنقدية، فإن الشركات ذات القيمة القصوى وفرص استثمار ضعيفة تحاول الإدارة منع عمليات الاستحواذ غير المرغوب فيها، وتحفيز الشركات على توزيع الأرباح بدلاً من محاربة عمليات الاستحواذ غير المرغوب فيها (Unwanted).

وتوصل كل من (Dikolli et al., 2014) إلى أن مدة تولي المدير التنفيذي ثقافق العلاقة بين الأداء ومعدل دوران الموظفين، لأن طول هذه المدة قد يترتب عليها انخفاض الميل إلى حل مشكلة الوكالة من خلال تبني بعض الإجراءات مثل التحفظ المحاسبي، لأن المدير التنفيذي مع طول مدة الخدمة يصبح أكثر نفوذاً وتحصناً. وبالتالي، من المرجح ميله إلى تطبيق إجراءات تحفظية، وتقليل تعويضاته على المدى القصير.

وتناولت دراسة (Elyasiani & Zhang, 2015) العلاقة بين التحصين الإداري وإدارة السيولة، وقد اعتمدت الدراسة على عينة مكونة من ٣٠٠ شركة خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠٠٣) بقاعدة بيانات COMPUSTAT. استخدمت الدراسة مؤشر للتحصين يتضمن ست متطلبات من بين ٢٤ بند تمثل متطلبات حماية الشركات من الاستحواذ العدائي غير المرغوب فيه وفقاً لدليل مركز أبحاث مسؤولية المستثمر the Investor Responsibility Research Center (IRRC) والتي تعكس أربعة متطلبات منها قيوداً على القوة التصويتية للمساهمين، ويمثل البندين الآخرين أحكاماً إرشادية حول مكافحة الاستحواذ وهما: شرط الأغلبية العظمى في حالتي الاندماج وتعديل الموائيق. وتوصلت الدراسة إلى أن تحصين المديرين التنفيذيين يؤدي إلى تشويه سياسة السيولة في الشركات لأن لديهم تفضيلات ومصالح شخصية متضاربة مع مصالح المساهمين. فالمديرين المحصنين يفضلون الآتي: المزيد من السيولة لأنها - تساعد في تقليل مخاطر شركاتهم، وتوفر لهم الأمن الوظيفي ومزيد من الثروة، وتمنحهم حرية التصرف لتحقيق مصالحهم الشخصية-، التعامل النقدي على الائتمان لأن - عمليات الائتمان مرتبطة بمراقبة البنوك أو الدائنين-، واستخدام المزيد من خطابات الاعتماد على الرغم من المراقبة المرتبطة بها لأنها توفر سيولة إضافية. كما توصلت الدراسة أيضاً إلى أن زيادة السيولة بسبب التحصين الإداري يبدو واضحاً في الشركات الأصغر والأكثر غموضاً مقارنة بالشركات الكبيرة والأكثر شفافية لأن هذه الشركات الكبرى تفضل الحفاظ على مستويات السيولة لديها مع تفضيل زيادة هذه المستويات عن نقصها. وأوصت الدراسة بأهمية المواءمة بين مصالح

الرؤساء التنفيذيين المحصنين ومصالح المساهمين للحد من الآثار غير المرغوب فيها للتحصين الإداري على إدارة السيولة.

وقامت دراسة (Jiang & Lie, 2016) باختبار العلاقة بين التحصين الإداري والاحتفاظ بالنقدية. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية خلال الفترة (١٩٨٠-٢٠٠٦) من واقع قاعدة بيانات combustat ، واستخدمت الدراسة مؤشر التحصين الذي يتضمن ستة بنود من إجمالي ٢٤ بند تمثل متطلبات حماية الشركات من الاستحواذ العدائي غير المرغوب فيه وذلك وفقا لدليل مركز أبحاث مسؤولية المستثمر والتي تعكس أربعة منها أحكام تقيد القوة التصويتية للمساهمين والبندين الآخرين يمثلان أحكاما إرشادية حول مكافحة الاستحواذ. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن مستوى الاحتفاظ بالنقدية في الشركات ذات التحصين الإداري أقل من الشركات الأخرى، وأن الشركات ذات التحصين الإداري تميل إلى عدم تسوية النقدية الزائدة عن المستوى المستهدف.

وهدف دراسة (Meo et al, 2017) إلى اختبار العلاقة بين التحصين الإداري وإدارة الأرباح. وذلك بالتطبيق على عينة من الشركات غير المالية خلال الفترة (١٩٩٢-٢٠١١) من واقع قاعدة بيانات combust at والتي بلغ عددها ٩٥٨ شركة أمريكية، واستخدمت الدراسة ثلاثة مؤشرات لقياس التحصين الإداري هي: مؤشر فترة عمل المدير التنفيذي، مؤشر الملكية الإدارية، ومؤشر التحصين الذي يتضمن ستة بنود من إجمالي ٢٤ بند تمثل متطلبات حماية الشركات من الاستحواذ العدائي غير المرغوب فيه وذلك وفقا لدليل مركز أبحاث مسؤولية المستثمر والتي تعكس أربعة منها أحكام تقيد القوة التصويتية للمساهمين والبندين الآخرين يمثلان أحكاما إرشادية حول مكافحة الاستحواذ. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج أهمها أن الضرر الذي يلحق بقيمة الشركات عالية الأرباح ولديها تحصين إداري يكون أقل في غيرها من الشركات. وأن المديرين التنفيذيين الأكثر تحصنا هم الأكثر قدرة على إدارة الأرباح بما لا يضر بمصالح المساهمين، وبالتالي فإن التحصين الإداري لا يضر دائما بمصالح المساهمين، وأنه يؤدي إلى تخفيف حدة السلوك الانتهازي للإدارة، وبالتالي تخفيف الضرر بالمساهمين.

وقامت دراسة (Cao et al, 2017) باختبار العلاقة بين رأس المال السياسي والتحصين الإداري. وطبقت الدراسة على عينة مكونة من ٤٧٥ شركة مدرجة في البورصات الصينية خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٧). وتوصلت الدراسة إلى انخفاض معدل دوران المديرين التنفيذيين الذين لديهم روابط سياسية مقارنة بأمثالهم ممن ليس لديهم روابط سياسية، كما أن عملية التدوير الاضطرابي أو الجبري للمديرين التنفيذيين غير المتصلين سياسيا تؤدي إلى تحسن في أداء جميع الشركات، ولكن تدوير المديرين التنفيذيين المتصلين سياسيا يترتب عليها تحسن في الأداء إذا كانت الشركة فقط متميزة سياسيا، ولذا قد يدعم رأس المال السياسي التحصين الإداري عندما توجد فجوة في درجة التفاهم بين الشركة والمدير التنفيذي.

وتناولت دراسة (Duquette & Ohn, 2018) العلاقة بين الشركات التي لها مؤسسات خيرية وبين سلوك الدفع وأثر التحصين الإداري على هذه العلاقة، وطبقت

الدراسة على عينة من الشركات المدرج بياناتها المالية في قاعدة Compustat خلال الفترة (١٩٩٨-٢٠١٢). واستخدمت الدراسة مؤشر التحصين والذي يتضمن ست متطلبات وفقا لدليل مركز أبحاث مسؤولية المستثمر والتي تعكس أربعة منها قيودا على القوة التصويتية للمساهمين والبندين الآخرين يمثلان أحكاما إرشادية حول مكافحة الاستحواذ. وتوصلت الدراسة إلى عدة نتائج منها أن الشركات التي لديها مديرين محصنين غالبا ما يتبعها مؤسسات أخرى، وأن مثل هذه الشركات تزيد مدفوعاتها بحوالي النصف مقارنة بغيرها من الشركات. أي أن الشركات التي ينتمى لها مؤسسات خيرية تعتبر إشارة على وجود تحصين إداري مع اعتبار أن ذلك قد لا يمثل بالضرورة ضررا على المساهمين في الأجل البعيد، ورغم أن هذه الشركات لم تسع لزيادة المدفوعات للمساهمين وقامت بزيادة المدفوعات للمديرين التنفيذيين إلى أنها قامت بزيادة الاستثمار في رأس المال ومعدلات النمو بطرق لم تقلل من الربحية.

وتناولت دراسة (Salehi et al, 2018) العلاقة بين التحصين الإداري وبين كل من إدارة الأرباح والابتكار. وقد تم اختيار عينة مكونة من ١٠٣ شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١١-٢٠١٦. واعتمدت الدراسة لقياس التحصين الإداري على خمسة مؤشرات هي الملكية الإدارية -عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة مقسوماً على إجمالي أسهم الشركات. وفقاً لذلك، كلما ارتفعت نتيجة النسبة، زادت ملكية الرئيس التنفيذي، ازدواجية وظيفة المدير التنفيذي - متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي عضواً في مجلس الإدارة ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك-.، إجمالي تعويضات المجلس - اللوغاريتم الطبيعي لتعويض المجلس-.، فترة عمل المدير التنفيذي متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت فترة عمل المدير التنفيذي ثلاث سنوات أو أكثر، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك-.، واستقلالية المجلس -نسبة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى إجمالي أعضاء المجلس. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التحصين الإداري وبين ابتكار الشركة، وعلاقة عكسية بين التحصين الإداري وبين إدارة الأرباح حيث تبين أن التحصين الإداري يجعلها تميل إلى عدم التلاعب بالأنشطة الحقيقية، وأن المديرين الذين يُحجمون عن المخاطرة قد لا يهتمون بصورة كافية بالإنفاق الاستثماري على الابتكار، وبالتالي تتعرض مصالح المساهمين على المدى الطويل للخطر.

وتشير دراسة (Anderson et al., 2018) إلى أن مستوى أداء الشركة يتأثر بمستوى التحصين الإداري بالشركة، ويؤكد كل من (Dah et al., 2020; Salehi & Arianpoor, 2021) على أن الشركات ذات المديرين المحصنين تُظهر أداءً ضعيفاً بشكل ملحوظ. ويرى (Dah et al., 2020) أن معدل دوران المدير التنفيذي يعتبر أحد مؤشرات الأداء التشغيلي للشركة، وتزداد احتمالية دوران المدير التنفيذي كلما زاد مستوى ضعف أداء الشركة.

وأشار كل من (Bhat et al. 2018) إلى أن القيمة السوقية والعائد على الأصول يرتبطان ارتباطاً وثيقاً وإيجابياً بقيمة الشركة، سواء كانت مملوكة للدولة أو غير مملوكة لها، وأن التعيين العادل لأعضاء مجلس الإدارة المستقلين، وحجم مجلس الإدارة المناسب،

وتحليل التكلفة والعائد لعقد اجتماعات متكررة، يمكن أن يساعد الشركات على تحسين أدائها. وتوصل كل من (Chen et al. 2017) إلى أن الشركات التي تضم عددًا أكبر من النساء في مجالس إدارتها تحقق أرباحًا أعلى. وأن التنوع الاجتماعي the gender composition لمجالس الإدارة تزيد بشكل كبير من توزيع الأرباح فقط في الشركات ذات الإدارة الضعيفة، مما يشير إلى أن القيادات النسائية تستخدم توزيعات الأرباح كآلية للحكمة. وأشار كل من (Atanassov & Mandell, 2018) أن الشركات ذات الحوكمة الأقل توزع أرباحًا نقدية أكثر من الشركات ذات الحوكمة الأفضل. ويخلص (Chen et al. 2019) إلى أن توزيعات الأرباح المدفوعة يرتبط ارتباطًا إيجابيًا بمكافآت أعضاء مجلس الإدارة الجدد، ويكون التأثير الإيجابي لتوزيع الأرباح أقوى بالنسبة للشركات التي لديها إدارة مجلس إدارة قوي.

وتناولت دراسة (Kachouri et al, 2019) تأثير التنوع بين الجنسين في مجلس الإدارة والتنوع بين الجنسين في فرق الإدارة العليا على العلاقة بين التحصين الإداري والمسؤولية الاجتماعية للشركات. وطبقت الدراسة على بيانات ٣٠٠ شركة بريطانية مدرجة في البورصة خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٧). وقد اعتمدت الدراسة في قياس التحصين الإداري على ثلاث مؤشرات هم: عمر فترة عمل المدير التنفيذي، الملكية الإدارية - متغير وهمي يأخذ قيمة (١) إذا كانت نسبة أسهم المديرين التنفيذيين إلى إجمالي أسهم الشركة تتراوح بين ١٨٪ و ٥٠٪ و يأخذ القيمة (٠) إذا كانت بخلاف ذلك، ومؤشر التحصين - متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المؤشر أكبر من ٣ ويأخذ القيمة (٠) إذا كان بخلاف ذلك ويتضمن هذا المؤشر ستة متطلبات وفقا لدليل مركز أبحاث مسؤولية المستثمر والتي تعكس أربعة منها أحكام تحد من قوة تصويت المساهمين والبندين الآخرين تمثل أحكام إرشادية حول مكافحة استيلاء وانتهاز الإدارة. وأظهرت النتائج أن العلاقة الإيجابية بين المسؤولية الاجتماعية للشركات والتحصين الإداري تكون أكثر وضوحا في الشركات التي يكون فيها تمثيل نسائي أكبر في مجلس الإدارة. وأن النساء الأعضاء في مجالس الإدارة يمكنهم تقليل مخاوف المساهمين من المسؤولية الاجتماعية للشركات.

وهدفت دراسة (Shan, 2019) إلى التحقق من مدى تحديد العلاقات ثنائية الاتجاه بين الملكية الإدارية واستقلالية مجلس الإدارة وأداء الشركات الأسترالية المدرجة خلال الفترة من ٢٠٠٥ إلى ٢٠١٥. وتوصلت الدراسة إلى أن الملكية الإدارية واستقلالية مجلس الإدارة يؤثران عكسيًا على أداء الشركة، على عكس ما توصلت إليه دراسة كل من (Chancharat, et al., 2012; Knyazeva, et al., 2013)؛ الركابي، ٢٠٢٣. كما أشارت دراسة (Shan, 2019) إلى أن استقلالية مجلس الإدارة يرتبط سلبًا بالملكية الإدارية، كما توفر استقلالية مجلس الإدارة مرونة إضافية لصانعي القرار في الشركات. وتشير دراسة (Salehi et al, 2020b) إلى وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين التحصين الإداري والأداء المالي. وبين التحصين الإداري وأنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات من ناحية أخرى.

تناولت دراسة (Bilel, 2020) الدور الوسيط الذي يلعبه التحصين الإداري وآليات حوكمة الشركات في العلاقة بين قرارات توزيعات الأرباح ومعنويات المستثمرين. وطبقت

الدراسة على عينة مكونة من جميع الشركات غير المالية المدرجة في بورصة تونس خلال السنوات (٢٠٠٤-٢٠١٧). وتم قياس التحصين الإداري من خلال خمسة مؤشرات: فترة عمل المدير التنفيذي، تعويضات مجلس الإدارة، ازدواجية دور المدير التنفيذي، الملكية الإدارية، ومرحلة التحصين - متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا زادت قيمة الشركة ويأخذ القيمة (٢) إذا انخفضت قيمة الشركة ويأخذ القيم (صفر) إذا كانت قيمة الشركة معيارية طبقاً لمقياس Tobins Q. وقد أظهرت النتائج أن الطريقة التي يقدر بها المستثمرون توزيعات الأرباح والحوافز التي تلبي رغباتهم تعتمد على كل من درجة التحصين الإداري، هيكل الملكية، حجم مجلس الإدارة، وبعض خصائص الشركة. فضلاً عن أن المستثمرين يميلون إلى تخفيض نسب توزيعات الأرباح في الشركات ذات المستويات العالية من الملكية الإدارية، كما تتأثر معنويات المستثمرين بشكل إيجابي في الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من التحصين الإداري لأنهم يتوقعون تلقيهم أرباح أعلى، كما أن قرارات توزيعات الأرباح المدفوعة في ظل الحوكمة الضعيفة، تُقلل من قيمة الشركة وقيمة سيولتها.

تناولت دراسة (ji & Zhang, 2020) كيفية تأثير التنوع على العلاقة بين حوكمة الشركات وهيكل رأس المال. وطبقت الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة (١٩٩٨ - ٢٠١٤) من واقع قاعدة بيانات Compustat. واستخدمت الدراسة لقياس التحصين الإداري مؤشر متدرج على أساس ست متطلبات لحماية الشركات من عمليات الاستحواذ العدائي غير المرغوب فيه. بالإضافة إلى ملكية المدير التنفيذي لأسهم الشركة وقوته. وأظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين حوكمة الشركات (على عكس التحصين الإداري) وبين الرافعة المالية في الشركات المركزة وعكس ذلك في الشركات المتنوعة. وأن المدير المحصن يفضل الرافعة المالية المنخفضة لتجنب مشاكل الأداء والوفاء بالتزامات الديون، وحماية مصالحه الخاصة التي يمكن أن تضع في حالة الإفلاس.

تناولت دراسة (Dah et al, 2020) العلاقة بين التحصين الإداري والنوع الجنسي للمدير التنفيذي (ذكر أو أنثى). وطبقت الدراسة على عينة من الشركات الأمريكية خلال الفترة (١٩٩٩ - ٢٠١٤) من واقع قاعدة بيانات Compustat. واستخدمت الدراسة لقياس التحصين الإداري مؤشر التحصين المتدرج على أساس ست متطلبات لحماية الشركات من عمليات الاستحواذ العدائي غير المرغوب فيه، بالإضافة إلى بعض المتغيرات الرقابية الأخرى ذات الصلة بالمدير التنفيذي وهي: فترة عمل المدير التنفيذي بالشركة، عمره، ازدواجية وظيفته، نسبة ملكيته، حجم مجلس الإدارة، واستقلالية المجلس. وأظهرت النتائج انخفاض معدل دوران المديرين التنفيذيين من الإناث مقارنة بالذكور في حالة الشركات ذات الأداء الضعيف. وأن وجود مديرات تنفيذيات يزيد مستوى التحصين الإداري مقارنة بأقرانهم من الذكور. وقد تلجأ إليهن بعض الشركات ذات الأداء الضعيف لأنهن يرصين بأجور ومكافآت نقدية أقل من الذكور على أن يتم تقديم تعويضات ملكية لهن أكثر من الذكور وقد يرجع ذلك إلى استراتيجية خفض التكاليف (توفير في الأجور والمكافآت مقابل زيادة تعويضات الملكية).

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

وتناولت دراسة (Salehi et al, 2021a) العلاقة بين التحصين الإداري وبين كل من أنشطة المسؤولية الاجتماعية للشركات والأداء المالي. وقد تم اختيار عينة مكونة من ١٠٣ شركة مدرجة في بورصة طهران للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٧. واعتمدت الدراسة لقياس التحصين الإداري على خمسة مؤشرات هي الملكية الإدارية - عدد الأسهم المملوكة من قبل أعضاء مجلس الإدارة مقسوماً على إجمالي أسهم الشركات. وفقاً لذلك، كلما ارتفعت نتيجة النسبة، زادت ملكية الرئيس التنفيذي، ازدواجية وظيفة المدير التنفيذي - متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كان المدير التنفيذي عضواً في مجلس الإدارة ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك.، إجمالي تعويضات المجلس - اللوغاريتم الطبيعي لتعويض المجلس، فترة عمل المدير التنفيذي متغير وهمي يأخذ القيمة (١) إذا كانت فترة عمل المدير التنفيذي ثلاث سنوات أو أكثر، ويأخذ القيمة (صفر) بخلاف ذلك.، واستقلالية المجلس - نسبة عدد أعضاء مجلس الإدارة المستقلين إلى إجمالي أعضاء المجلس. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة إيجابية بين التحصين الإداري وبين كل من أنشطة المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي للشركة.

وتشير دراسة (Salehi, et al, 2021c) إلى أن زيادة الملكية الإدارية قد تؤدي إلى تحسين أداء الشركات، مما يقلل من السلوك الإداري الانتهازي. وبالتالي، فإن هذا التأثير يُشير إلى أن المديرين الذين يمتلكون عدداً أكبر من الأسهم يكونون أكثر تحفيزاً للأداء بما يتماشى مع مصالح المساهمين الخارجيين. وعلى العكس من ذلك، فمن منظور التحصين الإداري يتمتع المديرون الذين يمتلكون أسهماً أعلى بسيطرة أكبر على عمليات الشركات. وأشار كل من (Salehi et al., 2018b) إلى أن الرؤساء التنفيذيين الذين يمتلكون عدداً أكبر من الأسهم يكونون أكثر انخراطاً في السلوك الانتهازي لزيادة مصالحهم. بينما رأى كل من (Haghighi & Safari Gerayli, 2020) أن الملكية الإدارية تزيد من خطر انهيار أسعار أسهم الشركات في إيران.

وقامت دراسة (Borochin & Knopf, 2021) عينة مكونة من ٥٦٨ شركة قامت بعمليات اكتتاب عام للجمهور خلال الفترة (١٩٨٦ - ٢٠٠٨). وتوصلت الدراسة إلى وجود أدلة قوية على أن الملكية الإدارية تقترب من ٢٠٪ إلى ٣٠٪، وأن المديرين الذين يتقاضون رواتب أعلى من المتوسط يميلون إلى امتلاك حصص أكبر في الملكية، كما أن الملكية الإدارية تمثل أحد العوامل المؤثرة في كل من عملية إصدار الأسهم، درجة الرافعة المالية، وسيولة السهم.

وتناولت دراسة (Gyimah & Gyapong, 2021) العلاقة بين التحصين الإداري وتوزيعات الأرباح. وقد اعتمدت الدراسة على عينة كبيرة مكونة من ٩٦٧٧ شركة أمريكية خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠١٦. وقد استخدمت الدراسة لقياس التحصين الإداري المفرد مؤشر التحصين المتدرج على أساس ست متطلبات لحماية الشركات من عمليات الاستحواذ العدائي غير المرغوب فيه، بالإضافة إلى مؤشر نسبة المديرين أو أعضاء أسرهم من إجمالي عدد أعضاء المجلس Insiders on board، ونسبة من يملك منهم أكثر من ١٠٪ من أسهم الشركة، ونسبة الملكية المؤسسية. وتوصلت الدراسة إلى أن الشركات التي لديها

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

تحصين إداري تكون الزيادة في احتمالية سداد التوزيعات واضحة فقط عندما يطالب المستثمرون الخارجيون بإجراء التوزيعات حتى يمكن تجنب ردود فعل السوق السلبية، وتخوفا من المطالبة باستبدالهم، ولذا في هذه الحالة يقل التأثير السلبي للتحصين الإداري على سياسة التوزيعات لأن الضغوط الخارجية هدفها الحد من مشكلات الوكالة في الشركات التي لديها تحصين إداري. كما تشير النتائج إلى أن الشركات تستجيب لهذه الضغوط الخارجية عندما يسيطر عليها الملكية الإدارية وليس الملكية المؤسسية.

كما توصلت دراسة (الركابي، ٢٠٢٣) إلى وجود تأثير إيجابي لكل من استقلالية مجلس الإدارة، وقرارات التمويل بالاقتراض على الأداء المالي للشركات المقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من ٢٠١٤ حتى ٢٠٢٠، بينما يوجد تأثير سلبي لازدواجية عمل المدير التنفيذي.

واستنتاجا لما سبق:

- يوجد قصور معرفي واضح حول الدور المعدل للتحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الإنفاق وبين فجوة الأداء المالي.
- يوجد تضارب في نتائج الدراسات السابقة حول تأثير التحصين الإداري على أداء الشركات مما يستلزم إجراء المزيد من الدراسات في هذا المجال.
- يوجد تباين بين الدراسات السابقة حول المؤشرات المستخدمة في قياس التحصين الإداري.

وفي ضوء ما سبق يسعى الباحث تحقيقاً لأهداف البحث إلى اختبار الفروض التالي:

الفرض الرابع: "لا يوجد وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق التشغيلي وفجوة الأداء المالي للشركات".

الفرض الخامس: "لا يوجد وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق الاستثماري وفجوة الأداء المالي للشركات".

الفرض السادس: "لا يوجد وجود تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق التمويلي وفجوة الأداء المالي للشركات".

ولفهم المزيد حول طبيعة تأثير التحصين الإداري على قرارات الانفاق وفجوة الأداء تم صياغة مجموعة إضافية من الفروض اعتمد فيها الباحث على التحصين الإداري كمتغير منظم تم على أساسه تقسيم عينة الدراسة إلى عینتين إحداهما تتمثل في شركات ذات مستوى تحصين إداري مرتفع والأخرى تتمثل في شركات ذات مستوى تحصين إداري منخفض على النحو التالي:

الفرض السابع: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري"

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

الفرض الثامن: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري"
الفرض التاسع: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري"

٦. منهجية الدراسة

تعرض منهجية الدراسة التطبيقية كلاً من مجتمع وعينة الدراسة، متغيرات الدراسة وطريقة قياسها، مصادر جمع البيانات، فضلاً عن الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة.

١/٦ مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات المقيدة والمتداول أسهمها في سوق الأوراق المالية المصري والبالغ عددها (٢٢٤) شركة وفقاً للبيانات المعلنة من جانب البورصة المصرية (البورصة المصرية، ٢٠٢٣)، وقد تم اختيار عينة الدراسة وفقاً للشروط التالية:

١. استمرار قيد وتداول أسهم الشركات في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة المالية من عام ٢٠١٦م إلى عام ٢٠٢٣م لتوافر التقارير المالية وإمكانية الحصول على البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة، وعليه تم استبعاد عدد (١٨) شركة من شركات الشركات المقيدة في البورصة.

٢. إعداد التقارير المالية للشركات في ١٢/٣١ من كل عام لإمكانية مقارنة نتائج الدراسة، وعليه تم استبعاد عدد (٤٧) شركة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٣. استبعاد الشركات غير مكتملة البيانات والتي بلغ عددها (٤) شركات الشركات المقيدة في البورصة المصرية.

٤. استبعاد قطاع البنوك وقطاع الخدمات المالية نظراً لتوافر اشتراطات ومعايير خاصة بهذه القطاعات، وعليه تم استبعاد عدد (٤٣) شركة من شركات الشركات المقيدة في البورصة.

٥. إعداد القوائم المالية للشركات بالعملة المحلية، وعليه تم استبعاد عدد (٧) شركات من الشركات المقيدة في البورصة وتصدر قوائمها بعملات أجنبية.

وبتطبيق الشروط السابق تحديدها بلغت عينة الدراسة من الشركات المقيدة في البورصة المصرية (١٠٥) شركة ممثلة لعدد (١٤) قطاعاً بإجمالي مشاهدات (٨٤٠) مشاهدة بواقع (٨) مشاهدات لكل شركة في فترة الدراسة من عام ٢٠١٦م إلى عام ٢٠٢٣م، ويوضح الجدول رقم (١) التالي عدد شركات العينة في كل قطاع ونسبة مساهمتها من إجمالي شركات القطاع.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (١): توزيع عينة الدراسة ونسبة مساهمة شركات في كل قطاع

م	القطاع	إجمالي الشركات المقيدة	خارج نطاق وفترة الدراسة	بيانات غير متاحة	شركات لا تصدر قوائمها في ١٢/٣١	شركات تصدر قوائمها بالدولار	إجمالي الشركات خارج العينة	عدد شركات العينة	نسبة شركات القطاع من إجمالي القطاع
1	اتصالات وإعلام وتكنولوجيا المعلومات	8	3	-	0	1	4	4	50%
2	أغذية ومشروبات وتبغ	31	3	1	12	-	16	15	48%
3	رعاية صحية وأدوية	19	4	0	5	-	9	10	53%
4	عقارات	32	5	1	1	-	7	25	78%
5	مواد البناء	11	-	-	1	-	1	10	91%
6	موارد أساسية	14	0	-	6	-	6	8	57%
7	مقاولات وإنشاءات هندسية	12	1	0	3	1	5	7	58%
8	سياحة وترفيه	13	0	2	1	2	5	8	62%
9	خدمات ومنتجات صناعية وسيارات	7	1	0	0	-	1	6	86%
10	منسوجات وسلع معمرة	8	-	-	3	1	4	4	50%
11	ورق ومواد تعبئة وتغليف	5	-	-	2	-	2	3	60%
12	تجارة وموزعون	5	-	0	2	-	2	3	60%
13	خدمات النقل والشحن	6	-	-	5	-	5	1	17%
14	مرافق	2	1	-	-	-	1	1	50%
15	خدمات تعليمية	5	0	0	5	-	5	0	0%
16	طاقة وخدمات مساندة	3	-	-	1	2	3	0	0%
17	خدمات مالية غير مصرفية	30	30	0	0	0	30	0	0%
18	بنوك	13	13	0	0	0	13	0	0%
	الإجمالي	224	61	4	47	7	119	105	47%

المصدر: إعداد الباحث

٢/٦ متغيرات الدراسة وطريقة قياسها

اعتمدت الدراسة على تحليل أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري وقد تم تحديد وتوصيف هذه المتغيرات في ضوء الدراسات السابقة ذات الصلة، ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

أولاً: المتغير المستقل: قرارات الانفاق (X)

اعتمدت الدراسة على تبويب قرارات الانفاق إلى ثلاث مجموعات رئيسية طبقاً لتصنيفات قائمة التدفقات النقدية وتتمثل في:

- قرار الانفاق التشغيلي (X₁): معدل التغير في التدفقات النقدية التشغيلية الخارجة الشركة (i) خلال الفترة الحالية (t) مقارنة بالفترة السابقة (t-1).
- قرار الانفاق الاستثماري (X₂): معدل التغير في التدفقات النقدية الاستثمارية الخارجة الشركة (i) خلال الفترة الحالية (t) مقارنة بالفترة السابقة (t-1).
- قرار الانفاق التمويلي (X₃): معدل التغير في التدفقات النقدية التمويلية الخارجة الشركة (i) خلال الفترة الحالية (t) مقارنة بالفترة السابقة (t-1).

ثانياً: المتغير المعدل: التحصين الإداري (M)

اعتمدت الدراسة على مؤشر مقترح لقياس التحصين الإداري يعتمد على خمس متغيرات فرعية التي اعتمدت عليها مختلف الجهود البحثية السابقة كآليات لقياس التحصين الإداري تتمثل في (Bilel, 2020; Antounian, et al., 2021; Seifzadeh, et al., 2022; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Miao, et al., 2024; Yahaya, 2025; Singh, 2025; Dah, 2025; Ijaz, et al., 2025؛ عفيفي وعبد الرحمن، ٢٠٢٣؛ سليمان والجوهري، ٢٠٢٣)

- **ازدواجية المدير التنفيذي:** متغير وهمي يأخذ قيمة (١) إذا الرئيس التنفيذي أو العضو المنتدب الأول في الشركة (i) خلال الفترة (t) يشغل منصب رئيس مجلس الإدارة، ويأخذ القيمة (٠) بخلاف ذلك. الازدواجية تساعد على زيادة التحصين الإداري (علاقة طردية بالتحصين).
- **فترة بقاء المدير التنفيذي:** يقاس بفترة بقاء الرئيس التنفيذي في الشركة (i) في منسبة منذ بداية تعيينه وحتى نهاية الفترة المالية (t)، وطول الفترة يساعد على زيادة التحصين الإداري (علاقة طردية بالتحصين).
- **استقلالية مجلس الإدارة:** نسبة عدد أعضاء المستقلين بمجلس الإدارة في الشركة (i) خلال الفترة (t) إلى إجمالي عدد أعضاء المجلس، ارتفاع هذه النسبة يساعد على تخفيض التحصين الإداري (علاقة عكسية بالتحصين).
- **الملكية الإدارية:** عدد الأسهم المملوكة لأعضاء مجلس الإدارة في الشركة (i) خلال الفترة (t) إلى إجمالي عدد الأسهم المصدرة، ارتفاع هذه النسبة يساعد على زيادة التحصين الإداري (علاقة طردية بالتحصين).
- **الرافعة المالية:** نسبة إجمالي الالتزامات على إجمالي الأصول للشركة (i) خلال الفترة (t)، ارتفاع هذه النسبة يساعد على تخفيض التحصين الإداري (علاقة عكسية بالتحصين).

تم تحويل هذه المتغيرات على اختلاف طرق قياسها إلى مؤشر باستخدام طريقتين:

- **الطريقة الأولى (المستخدمة في التحليل الأساسي):** يتم تحويل كافة المتغيرات إلى متغيرات ثنائية من خلال التصنيف الثنائي بناءً على المتوسط (Binary Categorization by Mean) بحيث يتم التعبير عن أي مشاهدة بقيم (١) إذا كانت أكبر من متوسط العينة، وإلى (٠) إذا كانت قيمة المشاهدة أقل من متوسط العينة وذلك على مستوى المتغيرات التي ترتبط طردياً بالتحصين الإداري (فترة بقاء المدير التنفيذي، والملكية الإدارية) والعكس في المتغيرات التي ترتبط عكسياً لتحصين الإداري (استقلالية مجلس الإدارة، والرافعة المالية)، ثم تم تجميع قيمة جميع المتغيرات للشركة (i) في الفترة (t) والقسم على عددهم (Schweizer, et al., 2019; Tran, et al., 2024; Liu & Kang, 2025).

➤ المؤشر الثاني (المستخدمة في التحليل الإضافي): تم الاعتماد على طريقة الترتيب (Ranking) والتي تقوم على ترتيب كل متغير فرعي (آليات التحسين) حسب علاقته بالمتغير المطلوب إنشائه (التحسين الإداري) بحيث يتم ترتيب المتغيرات التي ترتبط بالمتغير الإجمالي بعلاقة طردية (ازدواجية المدير التنفيذي، وفرة بقاء المدير التنفيذي، والملكية الإدارية) ترتيباً تصاعدياً، والمتغيرات التي ترتبط بالمتغير الإجمالي بعلاقة عكسية (استقلالية مجلس الإدارة، والرافعة المالية) ترتيباً تنازلياً، ثم تم تجميع قيمة جميع المتغيرات للشركة (i) في الفترة (t) والقسمه على عددهم (Sodan, 2015; Mubaideen, et al., 2024).

ثالثاً: المتغير التابع: فجوة الأداء المالي (Y):

اعتمدت الدراسة على طريقتين مختلفتين لقياس فجوة الأداء على أساس بيانات دفترية، وبيانات سوقية ودفترية معاً، وذلك بهدف مقارنة النتائج، بجانب التحقق من جودة العلاقة بين المتغيرات خاصة في ظل اختلاف طرق القياس، وتتمثل هذه الطرق في:

▪ (Y₁): معدل العائد على حقوق الملكية (ROE): اعتمدت العديد من الجهود البحثية السابقة (Bilel, 2020; Seifzadeh, et al., 2022; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Wu, et al., 2024; Inamdar, 2024; Tran, et al., 2025; Alhajjeah, et al., 2025; Deng & Zhang, 2025) على معدل العائد على حقوق الملكية في قياس مستوى أداء الشركات وذلك من خلال قسمة صافي الدخل على متوسط إجمالي حقوق الملكية للشركة (i) في الفترة (t)، وقياساً على ذلك تم الاعتماد على هذا المعدل بعد طرح تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في معدل العائد السنوي على الإيداع السائد في البنك المركزي المصري وذلك للتعبير عن فجوة أو جودة الأداء المالي، وبالتالي كلما زاد الفرق بينهما كانت فجوة الأداء المالي لصالح الشركة والعكس صحيح.

▪ (Y₂): قيمة الشركة معبر عنها بقيمة (Tobin's Q): اعتمدت العديد من الجهود البحثية السابقة (Antounian, et al., 2021; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Wei, et al., 2024; Marie, et al., 2024; Yahaya, 2025; Liu, et al., 2025; Naibaho, et al., 2025; Alhajjeah, et al., 2025; Dah, 2025) على قيمة (Tobin's Q) في قياس مستوى أداء الشركات، وذلك من خلال قسمة مجموع كل من القيمة السوقية لحقوق المساهمين والقيمة الدفترية لديون أو التزامات الشركة على القيمة الدفترية لإجمالي الأصول للشركة (i) في الفترة (t)، وقياساً على ذلك تم الاعتماد على هذا القيمة بعد طرح قيمة متوسط القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وذلك للتعبير عن فجوة أو جودة الأداء المالي.

رابعاً: المتغيرات الحاكمة (C):

تتمثل المتغيرات الحاكمة في العوامل المؤثرة على الأداء المالي للشركات، وقد أشارت الدراسات السابقة ذات الصلة (Seifzadeh, et al., 2022; Dakhli & Mtiraoui, 2023; Duong et al., 2024; Gu, et al., 2024; Wei, et al., 2024; Wu, et al., 2024; Marie, et al., 2024; Miao, et al., 2024; Dah, 2025; Yahaya, 2025; Chen, et al., 2025; Liu, et al., 2025; Deng & Zhang, 2025; Ijaz, et al., 2025; Alhajjeah, et al., 2025; Naibaho, et al., 2025) إلى أن أكثر هذه العوامل تتمثل في:

- **(C₁) حجم الشركة (Firm Size):** وذلك لان الشركات كبيرة الحجم غالباً ما تستفيد من وفورات الحجم وتُظهر أداءً مالياً أفضل، بجانب ميل الشركات كبيرة الحجم إلى امتلاك موارد مالية وبشرية وتكنولوجية تمكنها من استغلال الفرض المتاحة، ويتم التعبير عن الحجم باللوغاريتم لحجم أصول للشركة (i) في الفترة (t).
- **(C₂) عمر الشركة (Firm Age):** والذي يعكس خبرة الشركة منذ تأسيسها، الناتجة من تراكم مستويات مختلفة من العلاقات، والكفاءات، والاحداث، ومواجهة الظروف الطارئة مقارنة بالشركات حديثة العهد، ويتم التعبير عن عمر الشركة باللوغاريتم الطبيعي للفرق بين تاريخ نهاية السنة المالية للشركة (i) في السنة (t)، وتاريخ إنشاء الشركة.
- **(C₃) معدل نمو المبيعات (Sales Growth):** والذي يعد مؤشراً مهماً لتقييم وضع نمو الحصة السوقية وقدرة الشركة على التوسع المستقبلي وذلك لان الشركات ذات معدلات النمو تكون أكثر اهتماماً بفهم وتقييم وتوقع لاحتياجات السوق المستقبلية، ويتم التعبير عنه من خلال التغير في المبيعات (مبيعات الفترة الحالية (t) - مبيعات الفترة السابقة (t-1)) ÷ مبيعات الفترة السابقة (t-1).
- **(C₄) نوع القطاع (Sector):** متغير وهمي يأخذ قيم من (١) إلى (١٤) بالإشارة إلى عدد قطاعات عينة الدراسة.
- **(C₅) مستوى الاحتفاظ بالنقدية (Cash Holding):** مقاساً بقيمة النقدية وما في حكمها للشركة (i) في السنة (t) مرجحاً بإجمالي أصولها.
- **(C₆) معدل استغلال الأصول (Asset Utilization Ratio):** والذي يعد من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس مدى كفاءة الشركة في استخدام أصولها لتحقيق الإيرادات. ويتم التعبير عنه من خلال قسمة صافي المبيعات على إجمالي الأصول للشركة (i) في السنة (t).

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

٣/٦ نماذج الدراسة المقترحة

تحقيقاً لأهداف الدراسة تم إعداد مجموعة من نماذج الانحدار المقترحة لاختبار مدي تأثير المتغيرات المستقلة التفسيرية على المتغير التابع وذلك على النحو التالي:

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات

Model (1)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (2)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات

Model (3)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (4)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات

Model (5)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (6)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحسين الإداري

Model (7)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{1it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (8)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{1it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحسين الإداري

Model (9)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 X_{2it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (10)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 X_{2it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري

Model (11)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 X_{3it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (12)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 X_{3it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري

Model (13-L)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (13-H)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (14-L)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (14-H)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري

Model (15-L)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (15-H)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (16-L)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (16-H)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- نموذج اختبار أثر قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري

Model (17-L)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (17-H)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (18-L)	$Y_2 (TQ) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (18-H)	$Y_2 (TQ) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

٤/٦ مصادر جمع البيانات

اعتمدت الدراسة في جميع بياناتها اللازمة لاختبار فرضياتها على المصادر الثانوية من القوائم المالية المنشورة ممثلة في قائمة المركز المالي، قائمة الدخل، قائمة التدفقات النقدية، والإيضاحات المتممة للقوائم المالية، وكذلك تقارير مجلس الإدارة وتقارير الحوكمة لشركات عينة الدراسة على مواقعها الإلكترونية على شبكة الانترنت خلال الفترة من عام ٢٠١٥م إلى عام ٢٠٢٣م، وموقع البورصة المصرية (www.egx.com.eg)، وموقع معلومات مباشر مصر (www.mubasher.info/countries/eg).

٥/٦ الأساليب الإحصائية المستخدمة في تحليل بيانات الدراسة

لأغراض اختبار فروض الدراسة والتحقق من مدى صحتها تم الاعتماد على مجموعة من الأساليب الإحصائية المتوفرة في برنامج ستاتا الإصدار السابع عشر (STATA – v17)، وتتمثل تلك الأساليب في:

- التحليل الوصفي (*Descriptive Analysis*) بغرض وصف بيانات عينة الدراسة حيث اعتمدت الدراسة على استخدام المتوسطات الحسابية، الحد الأدنى، الحد الأعلى، والانحرافات المعيارية.
- اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات (*Time Series Stationarity*)، وتم الاعتماد على ثلاث اختبارات مختلفة من اختبارات جذور الوحدة التي تصلح في حالة البيانات اللوحية (*Panel Data*) وهم اختبار (Levin, Lin & Chu t) واختبار ((LLC)، واختبار (*Augmented Dickey-Fuller Test - ADF*)، واختبار (*Phillips-Perron Fisher (PP- Fisher)*)، ويرجع السبب الرئيسي في الاعتماد على ثلاث اختبارات مختلفة إلى تركيز كل اختبار على التحقق من أحد الخصائص البيانات والتي منها التوازن، والارتباط الذاتي، والتجانس.
- اختبار ملائمة وصلاحية نماذج الانحدار تم إجراء مجموعة من الاختبارات لنماذج الانحدار المختلفة وذلك لتحديد طريقة الانحدار المناسبة لاختبار فرضيات الدراسة،

- وكذلك للحكم على مدى صلاحية نتائج نماذج الدراسة ومدى قبول نتائجها، وتم الاعتماد على ثلاث اختبارات أساسية وهي:
- اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي أو عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية، وذلك من خلال رسم منحى التوزيع الطبيعي للبواقي في التحليلات الأساسية، واختبار (Kolmogorov-Smirnov) في التحليلات الإضافية.
 - اختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) من خلال مستوى معنوية الاختبار.
 - اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) في نماذج الدراسة.
 - اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity) لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي وتحديد مدى قدرة نموذج الدراسة على تفسير مخاطر الانخفاض على أساس محاسبي، وقد اعتمدت الدراسة على استخدام مقياس (Collinearity Diagnostics) من خلال تحديد قيمة تضخم التباين (Inflation Factor Variance - VIF)، وقيمة التباين المسموح به (Tolerance).
 - تحليل الانحدار باستخدام (Cross- Sectional time series FGLS Regression) لبناء نماذج لتقدير أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.
٧. تحليل نتائج الدراسة

قامت الدراسة بتوظيف البيانات التي تم الحصول عليها بهدف تحديد أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري، وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة من الأساليب الإحصائية المختلفة بغرض تحليل بيانات الدراسة واختبار مدي صحة فرضيات الدراسة واستخلاص نتائجها، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

١/٧ التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

يستخدم التحليل الوصفي لوصف سلوك متغيرات الدراسة من خلال عرض المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والحد الأدنى والحد الأعلى لقيم متغيرات الدراسة، ويمكن توضيح التحليل الوصفي لتلك المتغيرات من خلال الجدول رقم (٢) التالي:

جدول رقم (٢): نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغيرات المتصلة						
Std. dev.	Max	Min	Mean	Obs	Name	Var.
0.663	13.535	-4.939	0.015	840	فجوة الأداء (ROE)	Y_1
0.931	13.170	-1.593	0.013	840	فجوة الأداء (T.Q)	Y_2
6.374	47.475	-45.667	-0.688	840	الإنفاق التشغيلي	X_1
7.298	55.268	-50.383	0.059	840	الإنفاق الاستثماري	X_2
6.053	39.896	-47.34	-0.548	840	الإنفاق التمويلي	X_3

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

M	التحصين الإداري (التحليل الأساسي)	840	0.489	0.000	1.000	0.215
C ₁	عمر الشركة	840	3.362	0.621	4.754	0.495
C ₂	حجم الشركة	840	9.046	7.186	11.305	0.840
C ₃	نمو المبيعات	840	0.27	-5.803	9.867	0.898
C ₅	الاحتفاظ بالنقدية	840	0.084	0.000	0.569	0.098
C ₆	معدل استغلال الأصول	840	0.611	-0.025	3.495	0.566
المتغيرات المنفصلة						
Var.	Name	Obs	Low Managerial Entrenchment		High Managerial Entrenchment	
			%	Freq.	%	Freq.
M	التحصين الإداري (التحليل الإضافي)	840	48.3	406	51.7	434

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص بيانات الجدول رقم (٢) السابق تبين ما يلي:

- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لفجوة الأداء المالي المقاسة بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي (٠.٠١٥)، بحد أدنى (-٤.٩٣٩) وحد أقصى (13.535)، كما بلغ الانحراف المعياري (0.663)، لذلك نجد ارتفاع مستوى التقلب في المتغير البحثي بعينة الدراسة، حيث بلغت قيمة معامل الاختلاف (الانحراف المعياري مقسوم على المتوسط) (٤٤.٢٠%) وهذا ما يؤكد الفجوة الكبيرة بين الحد الأدنى والحد الأعلى، مما يتطلب دراسة أسباب هذه الفجوة.
- بلغت قيمة المتوسط الحسابي لفجوة الأداء المالي المقاسة بالفرق بين متوسط القطاع وقيمة (Tobin's Q) لكل شركة (٠.٠١٣)، بحد أدنى (-١.٥٩٣) وحد أقصى (13.170)، كما بلغ الانحراف المعياري (0.663)، لذلك نجد ارتفاع مستوى التقلب والتغير في المتغير البحثي حيث بلغت قيمة معامل الاختلاف (الانحراف المعياري مقسوم على المتوسط) (٧٧.٦٢%) وهذا ما يؤكد الفجوة الكبيرة بين الحد الأدنى والحد الأعلى، وتوافق هذه النتائج مع مثيلتها عند قياس فجوة الأداء بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر الفائدة. مما يؤكد أهمية دراسة أسباب هذه الفجوة.
- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للإنفاق التشغيلي (-٠.٦٨٨)، بحد أدنى (-٤٥.٦٦٧) وحد أقصى (٤٧.٤٧٥)، كما بلغ الانحراف المعياري (٦.٣٧٤)، وتدل هذه النتائج على انخفاض مستوى الإنفاق على أنشطة التشغيل في عينة الدراسة الأمر الذي قد ينعكس سلباً على فجوة الأداء المالي.
- بلغت قيمة المتوسط الحسابي للإنفاق الاستثماري (٠.٠٥٩)، بحد أدنى (-٥٠.٣٨٣) وحد أقصى (٥٥.٢٦٨)، كما بلغ الانحراف المعياري (٧.٢٩٨)، وتدل هذه النتائج

على ارتفاع مستوى الإنفاق على أنشطة الاستثمار بعينة الدراسة الأمر الذي قد ينعكس إيجاباً على فجوة الأداء المالي.

■ بلغت قيمة المتوسط الحسابي الإنفاق التمويلي (-٠.٥٤٨)، بحد أدنى (-٤٧.٣٤) وحد أقصى (٣٩.٨٩٦)، كما بلغ الانحراف المعياري (٦.٠٥٣)، انخفاض مستوى الإنفاق على أنشطة التمويل في عينة الدراسة الأمر الذي قد ينعكس سلباً على فجوة الأداء المالي.

■ بلغت قيمة المتوسط الحسابي لمؤشر التحصين الإداري (التحليل الأساسي) (-٠.٤٨٩)، بحد أدنى (-٠.٠٠٠) وحد أقصى (١.٠٠٠)، كما بلغ الانحراف المعياري (٠.٢١٥)، وبمقارنة هذا المتوسط مع الدراسات السابقة نجد أن هناك ارتفاع عن المتوسط في دراسة (Gharbi & Jarboui, 2024) حيث بلغ (0.1633).

■ فيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة للدراسة، بلغت قيمة المتوسط الحسابي لعمر الشركة (٣.٣٦٢)، بحد أدنى (٠.٦٢١) وحد أقصى (٤.٧٥٤)، كما بلغ الانحراف المعياري (٠.٤٩٥)، كما بلغت قيمة المتوسط الحسابي لحجم الشركة (٩.٠٤٦)، بحد أدنى (٧.١٨٦) وحد أقصى (١١.٣٠٥)، كما بلغ الانحراف المعياري (٠.٨٤٠)، وبلغت قيمة المتوسط الحسابي لنمو المبيعات (٠.٢٧٠)، بحد أدنى (-٥.٨٠٣) وحد أقصى (٩.٨٦٧)، كما بلغ الانحراف المعياري (٠.٨٩٨)، وبلغت قيمة المتوسط الحسابي لمستوي الاحتفاظ بالنقدية (٠.٠٨٤)، بحد أدنى (-٠.٠٠٠) وحد أقصى (٠.٥٦٩)، كما بلغ الانحراف المعياري (٠.٠٩٨)، وبلغت قيمة المتوسط الحسابي معدل استغلال الأصول (٠.٦١١)، بحد أدنى (-٠.٠٢٥) وحد أقصى (٣.٤٩٥)، كما بلغ الانحراف المعياري (٠.٥٦٦).

■ أما فيما يتعلق بالمتغيرات المنفصلة، فنجد أن عدد المشاهدات للشركات التي تتصف بمستوى منخفض من التحصين الإداري (طبقاً لمؤشر التحصين الإداري المستخدم في التحليل الإضافي كمتغير منظم) قد بلغت (٤٠٦) مشاهدة بنسبة (٤٨.٣%) مقابل (٤٣٤) مشاهدة بنسبة (٥١.٧%) لمشاهدات الشركات التي لم تتصف بمستوى مرتفع من التحصين الإداري.

٢/٧ اختبار استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات

للتحقق من مدى استقرار السلاسل الزمنية (Time Series Stationarity) لمتغيرات الدراسة المتصلة خلال فترة الدراسة تم الاعتماد على اختبارات جذور الوحدة (Unit Root Tests)، وتكون السلسلة الزمنية مستقرة (Stationary) إذا كان هناك ثبات في خصائصها الإحصائية مثل الوسط الحسابي والتباين عبر الزمن، والتحقق من هذا الاستقرار يساعد على تجنب مشكلة العلاقات الزائفة والارتباطات الوهمية بين المتغيرات هذا بجانب افتراض معظم النماذج الإحصائية والقياسية على استقرار وثبات السلاسل الزمنية وبالتالي عدم استقرارها يؤدي إلى ظهور نتائج مضللة، وبالتالي إذا كانت السلسلة غير ثابتة في صورتها الأصلية نلجأ إلى تحويل البيانات باستخدام مجموعة من الأساليب الإحصائية منها أخذ الفرق

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

الأول (First Difference) ثم الفرق الثاني (Second Difference) وهكذا حتى تستقر السلسلة.

ولاختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة تم الاعتماد على ثلاثة اختبارات مختلفة من اختبارات جذور الوحدة التي تصلح في حالة البيانات اللوحية (Panel Data) وهم اختبار ((Levin, Lin & Chu t (LLC)، واختبار (Augmented (Phillips-Perron Fisher (PP- Fisher)، واختبار (Dickey-Fuller (ADF)، ويرجع السبب الرئيسي في الاعتماد على ثلاث اختبارات مختلفة إلى تركيز كل اختبار على التحقق من أحد الخصائص البيانات والتي منها التوازن، والارتباط الذاتي، والتجانس، وبالتالي فإن نتائج هذه الاختبارات تدعم وتكمل بعضها الآخر، ويتم الحكم على نتائج هذه الاختبارات من خلال مستوى المعنوية (P-Value) فإذا كانت أقل من ٥% فإن السلسلة الزمنية مستقرة والعكس صحيح، والجدول رقم (٣) التالي يعرض نتائج استقرار السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (٣): نتائج اختبارات استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة

رمز	المتغير	Unit Root Tests					
		PP- Fisher		Augmented Dickey-Fuller (ADF)		Levin, Lin & Chu t (LLC)	
		P-value	Statistic	P-value	Statistic	P-value	Statistic
Y ₁	فجوة الأداء (ROE)	0.000	31.401	0.000	19.788	0.000	-22.419
Y ₂	فجوة الأداء (T.Q)	0.000	5.901	0.000	11.708	0.000	-19.311
X ₁	الإنفاق التشغيلي	0.000	42.920	0.000	31.306	0.000	-30.467
X ₂	الإنفاق الاستثماري	0.000	23.185	0.000	20.539	0.000	-27.961
X ₃	الإنفاق التمويلي	0.000	37.641	0.000	31.025	0.000	-34.974
M	التحسين الإداري (التحليل الأساسي)	0.000	6.908	0.726	-0.601	0.000	-15.361
C ₁	عمر الشركة	0.000	355.58	0.000	334.4 ^٧	0.000	-23.084
C ₂	حجم الشركة	0.000	9.022	0.000	21.295	0.000	-25.274
C ₃	نمو المبيعات	0.000	18.873	0.000	11.481	0.000	-24.71 ^٢
C ₅	الاحتفاظ بالنقدية	0.000	27.025	0.000	19.968	0.000	-30.25 ^٧
C ₆	معدل استغلال الأصول	0.000	17.210	0.000	26.817	0.000	-21.00 ^٠

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص بيانات الجدول رقم (٣) تبين أن قيمة معنوية (P-value) كل الاختبارات لجميع متغيرات الدراسة أقل من ٥%، فيما عدا التحسين الإداري وذلك في اختبار (Augmented Dickey-Fuller)، مما يعكس وجود قصور نسبي في أحد أو بعض سمات

هذا المتغير وسوف يتم معالجته من خلال اختبارات الصلاحية المستخدمة في نماذج الانحدار، وهذا يشير إلى استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة وعدم وجود علاقات زائفة وارتباطات وهمية بين المتغيرات، هذا بالإضافة إلى إمكانية تطبيق نماذج الانحدار الخطي المتعدد بطريقة المربعات الصغرى والتي تفترض استقرار السلاسل الزمنية.

٣/٧ نتائج اختبار فروض الدراسة

اعتمدت الدراسة في اختبار الفروض على النماذج الإحصائية التي تناسب طبيعة بيانات عينة الدراسة، وتمثل هذا البيانات مزيجاً من البيانات القطاعية (Cross Sectional Data) حيث بلغت (١٠٥ شركة موزعة على ١٤ قطاعاً)، وبيانات السلاسل الزمنية (Time Series Data) حيث تمتد السلسلة الزمنية لفترة ٨ سنوات من عام ٢٠١٦م إلى ٢٠٢٣م. وينتج عن الجمع بين هذين النوعين من البيانات ما يسمى بالبيانات الزمنية المقطعية أو البيانات اللوحية (Panel Data)، وقامت الدراسة بإجراء اختبار ملائمة وصلاحية نماذج الانحدار وذلك لتحديد طريقة الانحدار المناسبة لاختبار فرضيات الدراسة، وكذلك للحكم على مدى صلاحية نتائج نماذج الدراسة ومدى قبول نتائجها، وذلك من خلال ثلاث خطوات أساسية (Hayes & Rockwood, 2020; Gujarati, 2022):

■ تطبيق نموذج المربعات الصغرى الاعتيادي (OLS) وذلك لتحديد مقدار التأثير المقدر.

■ يتم اختبار ملائمة وصلاحية نماذج الانحدار المطبقة في الخطوة الأولى وذلك للحكم على مدى صلاحية نتائج النموذج ومدى قبول نتائجه، وتم اختيار هذه الاختبارات في ضوء الافتراضات التي يعتمد نموذج (OLS) على توافرها حيث تم إجراء أربع اختبارات أساسية وهي:

➤ اختبار مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي أو عدم اعتدالية الأخطاء العشوائية، وتم من خلال رسم منحى التوزيع الطبيعي للبواقي في التحليلات الأساسية، واختبار (Kolmogorov-Smirnov) في التحليلات الإضافية.

➤ اختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) من خلال مستوى معنوية الاختبار فإذا كانت المعنوية أكبر من ٥% فإن بيانات الدراسة لا يوجد بها مشكلة عدم تجانس تباين، أما إذا كانت مستوى المعنوية أقل من ٥% فهذا يدل على وجود مشكلة في عدم تجانس تباين وبالتالي لا يصلح الاعتماد على نموذج انحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS).

➤ اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation) في نماذج الدراسة من خلال مستوى معنوية الاختبار فإذا كانت المعنوية أكبر من ٥% فلا يوجد مشكلة الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة، أما إذا كانت مستوى المعنوية أقل من ٥% فهذا يدل على وجود مشكلة ارتباط ذاتي لبيانات الدراسة وبالتالي لا يصلح تطبيق طريقة الانحدار

باستخدام نموذج التأثيرات الثابتة (Fixed effect mode) ونموذج التأثيرات العشوائية (Random effect mode).

➤ اختبار التداخل الخطي (Multicollinearity) لفحص مدى وجود مشكلة التداخل الخطي وتحديد مدى قدرة نموذج الدراسة على تفسير المتغير التابع، ويتم الاعتماد على استخدام مقياس (Collinearity Diagnostics) من خلال تحديد قيمة تضخم التباين (Inflation Factor Variance - VIF)، وقيمة التباين المسموح به (Tolerance)، فإذا كانت قيمة (VIF) أقل من ١٠ وقيمة (Tolerance) أكبر من ٥% فلا توجد مشكلة تداخل خطي بين متغيرات الدراسة.

■ في حالة وجود مشاكل في الاختبارات السابقة يتم اختيار أسلوب انحدار مناسب يراعى هذه المشاكل بالشكل الذي يساعد على إعداد نماذج مقدرة تستخدم الوصف والتحليل والتفسير والتنبؤ بشكل أكثر مصداقية.

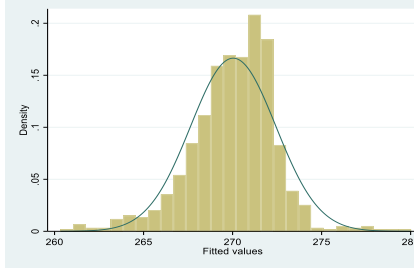
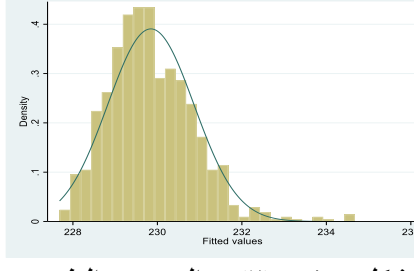
١/٣/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات

لاختبار تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات تم صياغة الفرض الأول القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (1)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (2)	$Y_2 (TQ) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقا لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحيّة نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (٤) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

جدول رقم (٤): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض الأول

Normality			Model (2)		Model (1)		Test		
			Y ₂ (T.Q)		Y ₁ (ROE)				
			131.67		49.27		chi2		White's test
			0.000		0.0555		p-v		
			accept H0: Heteroskedasticity		reject H0: Heteroskedasticity		decision		
شكل رقم (١): التوزيع الطبيعي لـ (Model1)			29.203		12.496		F		Wooldridge test
			0.000		0.001		Prob > F		
			reject H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		decision		Regression Method
			FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Autocorrelation				
C ₆	C ₅	C ₄	C ₃	C ₂	C ₁	X ₁	var	inearity Multicoll	
1.046	1.034	1.024	1.006	1.038	1.028	1.012	vif		
0.956	0.967	0.977	0.994	0.963	0.972	0.988	Tol.		

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي
وبفحص نتائج جدول رقم (٤) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، كما هو موضح في الشكل رقم (١) والشكل رقم (٢).
- عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₁)، وذلك لان معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₂) لان مستوى المعنوية أقل من ٥%.
- وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لان معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كلا النموذجين.
- عدم وجود مشكلة تداخل الخطي (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لان تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كلا النموذجين.
- وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₁)، مقابل اختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₂)، والجدول رقم (٥) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.
- جدول رقم (٥): نتائج تحليل الانحدار لأثر قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات

رمز	المتغير	Model (1)				Model (2)			
		Y ₁ (ROE)				Y ₂ (T.Q)			
		p-value	t-value	Std. err.	Coef.	p-value	t-value	Std. err.	Coef.
X ₁	الإنفاق التشغيلي	0.003	-2.996	0.041	-0.124***	0.153	-1.427	0.426	-0.608
C ₁	عمر الشركة	0.029	2.177	0.133	0.290**	0.000	3.646	0.281	1.026***
C ₂	حجم الشركة	0.005	2.827	0.595	1.682***	0.080	1.75	0.211	0.369
C ₃	نمو المبيعات	0.606	0.516	0.297	0.153	0.571	0.567	0.048	0.027
C ₄	القطاع	0.881	0.15	0.180	0.027	0.000	4.157	0.038	0.158***
C ₅	الاحتفاظ بالنقدية	0.018	-2.369	3.800	-9.001**	0.000	-4.213	0.533	-2.246***
C ₆	معدل استغلال الأصول	0.001	-3.36	0.876	-2.945***	0.000	6.26	0.202	1.262***
	Constant	0.000	46.464	5.459	253.7***	0.000	88.474	2.519	222.8***
	Obs	840				840			
	Chi-square	40.64				151.67			
	Prob > chi2	0.000				0.000			
	R-squared	39.93%				55.96%			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (٥) السابق تبين ما يلي:

١- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاس بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:

- وجود تأثير عكسي سلبي لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، وقد يرجع ذلك إلى الزيادة في بنود الإنفاق التشغيلي بدون مبرر مع عدم زيادة الإيرادات أو زيادتها بمعدل أقل من معدل الزيادة في النفقات التشغيلية أو عدم توجيه بنود الإنفاق نحو الحلول طويلة الأجل بدلا من الحلول المؤقتة والمكلفة على الشركة. وهذا يتفق مع دراسة (Adalesossi, 2024) التي أشارت إلى أن زيادة نفقات الموظفين والكفاءة التشغيلية تُضعف الأداء المالي، في حين يختلف مع دراسة (Markovitch et al, 2020; Vartiainen et al 2015) التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، وحجم الشركة على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، بينما وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من نمو المبيعات، ونوع القطاع على فجوة الأداء المالي.

- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (40.64) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (39.93%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (39.93%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (1)	$Y_1 (ROE) = 253.7 - 0.124 X_1 + 0.290 C_1 + 1.682 C_2 + 0.153 C_3 + 0.027 C_4 - 9.001 C_5 - 2.945 C_6$
----------------------------	---

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المعبر عنها بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

- عدم وجود تأثير معنوي لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي، وهذه النتيجة تختلف مع دراسة (Adalesossi, 2024) التي أشارت إلى أن زيادة نفقات الموظفين والكفاءة التشغيلية تُضعف الأداء المالي، ومع دراسة (Markovitch et al, 2020; Vartiainen et al 2015) التي توصلت إلى وجود تأثير إيجابي.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، ونوع القطاع، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

مستوى معنوية أقل من (١%)، كما تبين وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من حجم الشركة، ونمو المبيعات على فجوة الأداء المالي.

■ معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (151.67) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (55.96%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (55.96%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (2)	$Y_2 (T.Q) = 222.8 - 0.608 X_1 + 1.026 C_1 + 0.369 C_2 + 0.027 C_3 + 0.158 C_4 - 2.246 C_5 + 1.262 C_6$
---------------------	---

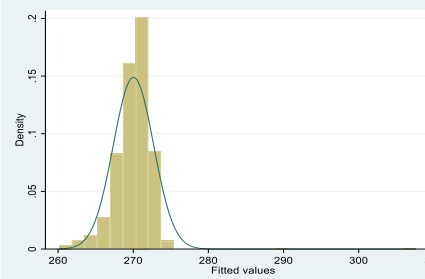
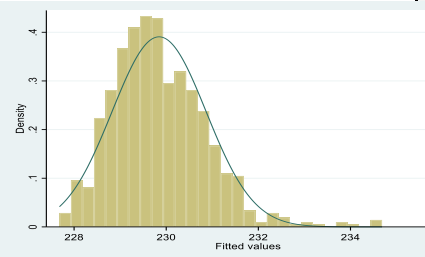
وفي ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض الأول القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات"، وذلك عند التعبير عن فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي، مقابل قبول هذا الفرض عند التعبير عن فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع.

٢/٣/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات
لاختبار أثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات تم صياغة الفرض الثاني القائل بأنه " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (3)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (4)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقاً لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحيّة نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (٦) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

جدول رقم (٦): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض الثاني

Normality			Model (4)	Model (3)		Test		
			Y ₂ (T.Q)	Y ₁ (ROE)				
 شكل رقم (٣): التوزيع الطبيعي لـ (Model3)			133.91	23.42	chi2	White's test		
			0.000	0.932	p-v			
			accept H ₀ : Heteroskedasticity	reject H ₀ : Heteroskedasticity	Decision			
			29.600	9.225	F	Wooldridge test		
 شكل رقم (٤): التوزيع الطبيعي لـ (Model4)			0.000	0.003	Prob > F			
			reject H ₀ : no first order autocorrelation	reject H ₀ : no first order autocorrelation	Decision	Regression Method		
			FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation	FGLS regression with Autocorrelation				
C ₆	C ₅	C ₄	C ₃	C ₂	C ₁	X ₂	Var	Multicollinearity
1.063	1.035	1.023	1.023	1.044	1.026	1.016	Vif	
0.941	0.966	0.977	0.978	0.958	0.974	0.984	Tol.	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

وبفحص نتائج جدول رقم (٦) تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، كما هو موضح في الشكل رقم (٣) والشكل رقم (٤).
- عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₃)، وذلك لأن معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₄) لأن مستوى المعنوية أقل من ٥%.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

■ وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لان معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كلا النموذجين.

■ عدم وجود مشكلة تداخل الخطي (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لان تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كلا النموذجين.

وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₃)، مقابل اختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₄)، والجدول رقم (٧) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.

جدول رقم (٧): نتائج تحليل الانحدار لأثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات

رمز	المتغير	Model (3) Y ₁ (ROE)				Model (4) Y ₂ (T.Q)			
		p-value	t-value	Std. err.	Coef.	p-value	t-value	Std. err.	Coef.
X ₂	الإنفاق الاستثماري	0.004	2.872	0.657	1.887***	0.049	1.967	0.048	0.094**
C ₁	عمر الشركة	0.037	2.083	0.134	0.279**	0.000	3.893	0.281	1.095***
C ₂	حجم الشركة	0.008	2.658	0.597	1.586***	0.077	1.768	0.211	0.373
C ₃	نمو المبيعات	0.164	1.391	0.388	0.539	0.146	1.455	0.054	0.079
C ₄	القطاع	0.860	0.176	0.178	0.031	0.000	4.193	0.038	0.159***
C ₅	الاحتفاظ بالنقدية	0.024	-2.259	3.806	-8.600**	0.000	-4.158	0.533	-2.216***
C ₆	معدل استغلال الأصول	0.000	-3.719	0.888	-3.304***	0.000	6.338	0.201	1.275***
	Constant	0.000	46.531	5.477	254.83***	0.000	95.225	2.317	220.7***
	Obs	840				840			
	Chi-square	38.70				154.58			
	Prob > chi2	0.000				0.000			
	R-squared	41.19%				64.41%			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الاحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (٧) السابق تبين ما يلي:
١- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:

■ وجود تأثير طردي إيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، وقد يرجع ذلك إلى حسن اختيار إدارة الشركة لمشروعات الاستثمار المدرة للعائد وتختلف هذه النتيجة مع دراسة (Salehi et al 2018).

■ وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، وحجم الشركة على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، بينما وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من نمو المبيعات، ونوع القطاع على فجوة الأداء المالي.

■ معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (38.70) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (41.19%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (41.19%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (3)	$Y_1 (ROE) = 254.83 - 1.887 X_2 + 0.290 C_1 + 1.586 C_2 + 0.539 C_3 + 0.031 C_4 - 8.600 C_5 - 3.304 C_6$
---------------------	--

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

■ وجود تأثير طردي إيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وقد يرجع ذلك إلى حسن اختيار إدارة الشركة لمشروعات الاستثمار المدرة للعائد وتختلف هذه النتيجة مع دراسة (Salehi et al 2018).

■ وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، ونوع القطاع، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، كما تبين وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من حجم الشركة، ونمو المبيعات على فجوة الأداء المالي.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (154.58) عند مستوى ثقة أكبر من (99%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (1%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (64.41%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (64.41%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (4)	$Y_2 (T.Q) = 220.7 + 0.094 X_2 + 1.095 C_1 + 0.373 C_2 + 0.079 C_3 + 0.159 C_4 - 2.216 C_5 + 1.275 C_6$
---------------------	---

وفي ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض الثاني القائل بأنه: " لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات"، وذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي، وكذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع.

٣/٣/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات

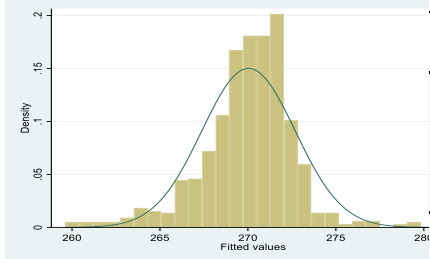
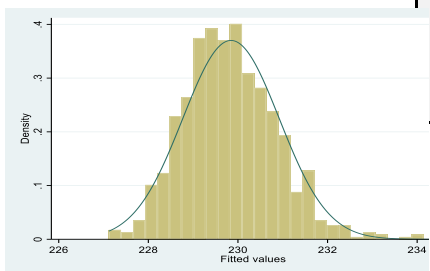
لاختبار قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات تم صياغة الفرض الثالث القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (5)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_3 it + \beta_2 C_1 it + \beta_3 C_2 it + \beta_4 C_3 it + \beta_5 C_4 it + \beta_6 C_5 it + \beta_7 C_6 it + \varepsilon it$
Model (6)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_3 it + \beta_2 C_1 it + \beta_3 C_2 it + \beta_4 C_3 it + \beta_5 C_4 it + \beta_6 C_5 it + \beta_7 C_6 it + \varepsilon it$

ولاختبار هذا النموذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقاً لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحيّة نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (٨) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (٨): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض الثالث

Normality			Model (6)		Model (5)		Test	
			Y_2 (T.Q)		Y_1 (ROE)			
			130.93		31.61		chi2	White's test
			0.000		0.633		p-v	
			accept H_0 : Heteroskedasticity		reject H_0 : Heteroskedasticity		decision	
			29.66		10.622		F	Wooldridge test
شكل رقم (٥): التوزيع الطبيعي لـ (Model5)			0.000		0.001		Prob > F	
			reject H_0 : no first order autocorrelation		reject H_0 : no first order autocorrelation		decision	Regression Method
			FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Autocorrelation			
C_6	C_5	C_4	C_3	C_2	C_1	X_3	var	Minitab
1.053	1.033	1.022	1.022	1.044	1.025	1.003	vif	
0.949	0.968	0.979	0.978	0.958	0.975	0.997	Tol.	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي
وبفحص نتائج جدول رقم (٨) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، كما هو موضح في الشكل رقم (٥) والشكل رقم (٦).
- عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₅)، وذلك لان معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₆) لان مستوى المعنوية أقل من ٥%.
- وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لان معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كلا النموذجين.
- عدم وجود مشكلة تداخل الخطي (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لان تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كلا النموذجين.
- وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₅)، مقابل اختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₆)، والجدول رقم (٩) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.
- جدول رقم (٩): نتائج تحليل الانحدار لأثر قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات

رمز	المتغير	Model (5)				Model (6)			
		Y ₁ (ROE)				Y ₂ (T.Q)			
		p-value	t-value	Std. err.	Coef.	p-value	t-value	Std. err.	Coef.
X ₃	الإتفاق التمويلي	0.034	-2.123	0.051	-0.109**	0.036	2.095	0.007	0.014**
C ₁	عمر الشركة	0.026	2.226	0.126	0.280**	0.000	3.552	0.269	0.956***
C ₂	حجم الشركة	0.008	2.643	0.587	1.551***	0.015	2.434	0.209	0.510**
C ₃	نمو المبيعات	0.270	1.103	0.385	0.424	0.360	0.915	0.051	0.047
C ₄	القطاع	0.958	-0.052	0.174	-0.009	0.000	3.744	0.040	0.150***
C ₅	الاحتفاظ بالنقدية	0.013	-2.474	3.725	-9.214**	0.000	-4.909	0.541	-2.658***
C ₆	معدل استغلال الأصول	0.000	-3.493	0.878	-3.066***	0.000	6.244	0.206	1.284***
	Constant	0.000	47.862	5.33	255.12***	0.000	96.347	2.289	220.6***
	Obs	840				840			
	Chi-square	37.41				149.21			
	Prob > chi2	0.000				0.000			
	R-squared	40.49%				64.46%			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الاحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (٩) السابق تبين ما يلي:

١- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:

- وجود تأثير عكسي سلبي لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وقد يرجع ذلك إلى عدم مرونة الهيكل التمويلي، تبني سياسات غير ملائمة لتوزيع الأرباح، والاحتفاظ بالنقدية.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، وحجم الشركة على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، بينما وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من نمو المبيعات، ونوع القطاع على فجوة الأداء المالي.

- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (37.41) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (40.49%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (40.49%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (5)	$Y_1 (ROE) = 255.12 - 0.109 X_3 + 0.280 C_1 + 1.551 C_2 + 0.424 C_3 - 0.009 C_4 - 9.214 C_5 - 3.066 C_6$
---------------------	--

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

- وجود تأثير طردي إيجابي لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وقد يرجع ذلك إلى دراسة وتقييم قرارات الإنفاق في ضوء ظروف السوق.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، ونوع القطاع، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، وكذلك تأثير طردي إيجابي لحجم الشركة على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، كما تبين وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي لنمو المبيعات على فجوة الأداء المالي.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (149.21) عند مستوى ثقة أكبر من (99%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (1%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (64.46%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (64.46%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (6)	$Y_2 (T.Q) = 220.6 + 0.014 X_3 + 0.956 C_1 + 0.510 C_2 + 0.047 C_3 + 0.150 C_4 - 2.658 C_5 + 1.284 C_6$
---------------------	---

وفي ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض الثالث القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات"، وذلك لوجود تأثير سلبي عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي، في حين وجود تأثير إيجابي عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع.

٤/٣/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحسين الإداري

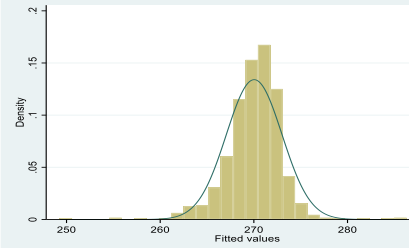
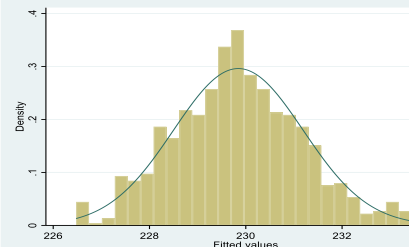
لاختبار أثر قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحسين الإداري تم صياغة الفرض الرابع القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحسين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق التشغيلي وفجوة الأداء المالي للشركات"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (7)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{1it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (8)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{1it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقاً لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحيّة نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (١٠) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (١٠): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض الرابع

Normality				Model (8) Y_2 (T.Q)		Model (7) Y_1 (ROE)		Test	
				151.01		64.23		chi2	White's test
				0.000		0.025		p-v	
				accept H_0 : Heteroskedasticity		accept H_0 : Heteroskedasticity		Decision	
شكل رقم (٧): التوزيع الطبيعي لـ (Model7)				28.937		11.489		F	Wooldridge test
				0.000		0.001		Prob > F	
				reject H_0 : no first order autocorrelation		reject H_0 : no first order autocorrelation		Decision	Regression Method
				FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation			
شكل رقم (٨): التوزيع الطبيعي لـ (Model8)									
C_6	C_5	C_4	C_3	C_2	C_1	X_1^* M	X_1	Var	Multicollinearity
1.054	1.034	1.027	1.027	1.044	1.030	6.620	6.624	Vif	
0.948	0.967	0.973	0.974	0.958	0.971	0.151	0.151	Tol.	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي
وبفحص نتائج جدول رقم (١٠) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، كما هو موضح في الشكل رقم (٧) والشكل رقم (٨).
- وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) وذلك لان معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية العدمية بأن هناك عدم تجانس تباين البواقي في كلا النموذجين.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د. / إكرامي جمال السيد زهر

■ وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لان معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كلا النموذجين.

■ عدم وجود مشكلة تداخل الخطي (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لان تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كلا النموذجين.

وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في كلا النموذجين، والجدول رقم (١١) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.

جدول رقم (١١): نتائج تحليل الانحدار لأثر قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري

Model (8) Y ₂ (T.Q)				Model (7) Y ₁ (ROE)				المتغير	رمز
p-value	t-value	Std. err.	Coef.	p-value	t-value	Std. err.	Coef.		
0.369	-0.898	0.395	-0.355	0.016	2.401	0.121	0.291**	الإنفاق التشغيلي	X ₁
0.000	-3.844	0.154	-0.593***	0.000	-3.812	0.248	-0.944***	التفاعل بين الإنفاق التشغيلي والتحسين الإداري	X ₁ * M
0.012	2.523	0.299	0.755**	0.017	2.378	0.137	0.325**	عمر الشركة	C ₁
0.110	1.6	0.193	0.309	0.001	3.356	0.581	1.951***	حجم الشركة	C ₂
0.561	0.582	0.053	0.031	0.243	1.167	0.406	0.474	نمو المبيعات	C ₃
0.000	4.242	0.043	0.184***	0.464	0.733	0.181	0.133	القطاع	C ₄
0.000	-3.833	0.524	-2.009***	0.035	-2.104	3.768	-7.930**	الاحتفاظ بالنقدية	C ₅
0.000	6.511	0.212	1.382***	0.000	-4.183	0.871	-3.645***	معدل استغلال الأصول	C ₆
0.000	91.377	2.452	224.1***	0.000	47.096	5.321	250.6***	Constant	
840				840				Obs	
165.16				63.68				Chi-square	
0.000				0.000				Prob > chi2	
56.39%				40.29%				R-squared	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (١١) السابق تبين ما يلي:
١- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:

■ وجود تأثير طردي إيجابي لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، ووجود تأثير عكسي سلبي للأثر التفاعلي بين الإنفاق التشغيلي والتحصين الإداري على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%).

■ وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، وحجم الشركة على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، بينما وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من نمو المبيعات، ونوع القطاع على فجوة الأداء المالي.

■ معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (63.68) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (40.29%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (40.29%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (7)	$Y_1 (ROE) = 250.6 + 0.291 X_1 - 0.944 X_1 * M + 0.325 C_1 + 1.951 C_2 + 0.474 C_3 + 0.133 C_4 - 7.930 C_5 - 3.645 C_6$
----------------------------	---

■ وبمقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج النموذج (Model.1) في الجدول رقم (٥) والذي يعكس تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات بدون الأثر المعدل للتحصين الإداري نجد أن:

➤ تغير تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات من تأثير عكسي سلبي عند مستوى معنوية أقل من (١%) إلى تأثير عكسي سلبي ولكن عند مستوى معنوية أقل من (٥%) وذلك في ظل المعدل للتحصين الإداري.
➤ عدم تغير طبيعة واتجاه تأثير المتغيرات الحاكمة على فجوة الأداء المالي للشركات، فيما عدا ارتفاع مستوى معنوية التأثير العكسي السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية من أقل من (٥%) إلى أقل من (١%) في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

➤ ارتفاع في القدرة التفسيرية للنموذج حيث نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تغيرت من (٣٩.٩٣%) في النموذج (Model.1) إلى (40.29%) في النموذج (Model.7) الذي يعكس وجود التأثير المعدل للتحصين الإداري.
٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

- عدم وجود تأثير معنوي لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي، في حين وجود تأثير عكسي سلبي للأثر التفاعل بين الإنفاق التشغيلي والتحسين الإداري على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%).
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لعمر الشركة على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وكذلك وجود تأثير طردي إيجابي لكل من نوع القطاع، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، كما تبين وجود تأثير عكسي سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من حجم الشركة، ونمو المبيعات على فجوة الأداء المالي.
- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (165.16) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (56.39%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (56.39%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (8)	$Y_2 (x,q) = 224.1 - 0.355 X_1 - 0.593 X_1 * M + 0.755 C_1 + 0.309 C_2 + 0.031 C_3 + 0.184 C_4 - 2.009 C_5 + 1.382 C_6$
---------------------	---

- وبمقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج النموذج (Model.2) في الجدول رقم (٥) والذي يعكس تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات بدون الأثر المعدل للتحصين الإداري نجد أن:
➤ استمرار التأثير غير المعنوي لقرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات سواء مع أو بدون الدور المعدل للتحصين الإداري.
➤ عدم تغير طبيعة واتجاه تأثير المتغيرات الحاكمة على فجوة الأداء المالي للشركات سواء مع أو بدون الدور المعدل للتحصين الإداري، فيما عدا انخفاض مستوى معنوية التأثير الإيجابي لعمر الشركة من أقل من (١%) إلى أقل من (٥%) في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

➤ ارتفاع في القدرة التفسيرية للنموذج حيث نجد أن قيمة معامل التحديد R^2 تغيرت من (96.5%) في النموذج (Model.2) إلى (56.39%) في النموذج (Model.8) الذي يعكس وجود التأثير المعدل للتحصين الإداري. وفي ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض الرابع القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق التشغيلي وفجوة الأداء المالي للشركات"، وذلك عند قياس فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي، مقابل قبول هذا الفرض عند قياس فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع.

٥/٣/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري

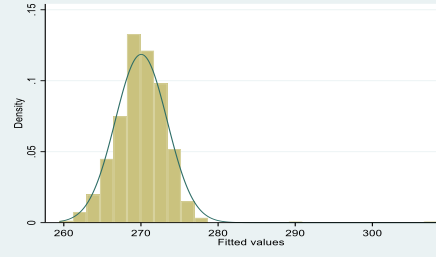
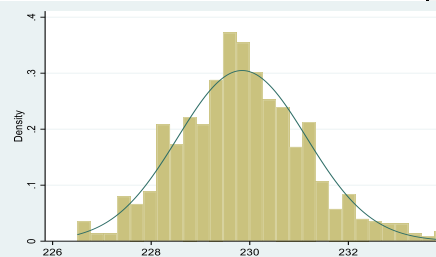
لاختبار أثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري تم صياغة الفرض الخامس القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق الاستثماري وفجوة الأداء المالي للشركات"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (9)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 X_{2it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (10)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 X_{2it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقا لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحيّة نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (١٢) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (١٢): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض الخامس

Normality				Model (10) Y_2 (T.Q)		Model (9) Y_1 (ROE)		Test	
 شكل رقم (٩): التوزيع الطبيعي لـ (Model9)				151.43		28.12		chi2	White's test
				0.000		0.961		p-v	
				accept H0: Heteroskedasticity		reject H0: Heteroskedasticity		Decision	
				29.309		9.226		F	Wooldridge test
				0.000		0.003		Prob > F	
 شكل رقم (١٠): التوزيع الطبيعي لـ (Model10)				reject H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		Decision	Regression Method
				FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Autocorrelation			
C_6	C_5	C_4	C_3	C_2	C_1	$X_2^* M$	X_2	Var	Multicollinearity
1.076	1.055	1.025	1.023	1.044	1.043	3.325	3.325	Vif	
0.929	0.948	0.976	0.978	0.958	0.959	0.301	0.301	Tol.	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

وبفحص نتائج جدول رقم (١٢) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، كما هو موضح في الشكل رقم (٩) والشكل رقم (١٠).
- عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباین بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₅)، وذلك لان معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₁₀) لان مستوى المعنوية أقل من ٥%.
- وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لان معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كلا النموذجين.
- عدم وجود مشكلة تداخل الخطي (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لان تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كلا النموذجين.
- وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₉)، مقابل اختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₁₀)، والجدول رقم (١٣) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.

جدول رقم (١٣): نتائج تحليل الانحدار لأثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري

Model (10) Y ₂ (T.Q)				Model (9) Y ₁ (ROE)				المتغير	رمز
p-value	t-value	Std. err.	Coef.	p-value	t-value	Std. err.	Coef.		
0.001	3.461	0.075	0.258***	0.000	4.059	6.104	24.78***	الإنفاق الاستثماري	X ₂
0.001	-	0.072	-	0.000	-	30.293	-	التفاعل بين الإنفاق الاستثماري والتحسين الإداري	X ₂ * M
0.005	2.807	0.292	0.821***	0.046	1.999	0.132	0.264**	عمر الشركة	C ₁
0.142	1.47	0.192	0.283	0.003	2.953	0.563	1.662***	حجم الشركة	C ₂
0.210	1.252	0.061	0.077	0.208	1.258	0.392	0.493	نمو المبيعات	C ₃
0.000	4.518	0.042	0.190***	0.703	-	0.381	-0.062	القطاع	C ₄
0.000	-	0.524	-	0.005	-	2.838	-	الاحتفاظ بالنقدية	C ₅
0.000	6.898	0.198	1.367***	0.000	-	3.887	-	معدل استغلال الأصول	C ₆
0.000	97.163	2.284	221.9***	0.000	49.428	5.129	253.5***	Constant	
840				840				Obs	
188.06				60.40				Chi-square	
0.000				0.000				Prob > chi2	
67.26%				41.19%				R-squared	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (١٣) السابق تبين ما يلي:

- ١- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:
 - وجود تأثير طردي إيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، في حين وجود تأثير عكسي سلبي للأثر التفاعل بين الإنفاق الاستثماري والتحصين الإداري على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%).
 - وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، وحجم الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، بينما وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من نمو المبيعات، ونوع القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات.
 - معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (60.40) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (41.19%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (41.19%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (٩)	$Y_1 (ROE) = 253.5 + 24.78 X_2 - 114.3 X_2 * M + 0.264 C_1 + 1.662 C_2 + 0.493 C_3 - 0.062 C_4 - 10.95 C_5 - 3.414 C_6$
---------------------	---

- وبمقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج النموذج (Model.3) في الجدول رقم (٧) والذي يعكس تأثير قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات بدون الأثر المعدل للتحصين الإداري نجد أن:
 - عدم تغير التأثير الإيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (١%) سواء مع أو بدون الدور المعدل للتحصين الإداري.
 - عدم تغير نوع واتجاه تأثير المتغيرات الحاكمة على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل وجود أو عدم وجود الدور المعدل للتحصين الإداري.
 - عدم تغير القدرة التفسيرية للنموذج حيث نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared بلغت (41.19%) في كلا النموذجين، وبالتالي هناك تقارب كبير جدا بين النموذجين.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المعبر عنها بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

- وجود تأثير طردي إيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، في حين وجود تأثير عكسي سلبي للأثر التفاعل بين الانفاق الاستثماري والتحصين الإداري على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%).
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، ونوع القطاع، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، كما تبين وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من حجم الشركة، ونمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات.
- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (188.06) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (67.26%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (67.26%) من التغير في فجوة الأداء المالي للشركات. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (١٠)	$Y_2 (x.Q) = 221.9 + 0.258 X_2 - 0.248 X_2 * M + 0.821 C_1 + 0.283 C_2 + 0.077 C_3 + 0.190 C_4 - 2.015 C_5 + 1.367 C_6$
----------------------	---

- وبمقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج النموذج (Model.4) في الجدول رقم (٧) والذي يعكس تأثير قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات بدون الأثر المعدل للتحصين الإداري نجد أن:
- ارتفاع مستوى معنوية التأثير الإيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات من أقل من (٥%) إلى أقل من (١%) في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري.
- عدم تغير نوع واتجاه تأثير المتغيرات الحاكمة على فجوة الأداء المالي للشركات سواء في ظل وجود أو عدم وجود الدور المعدل للتحصين الإداري..
- ارتفاع في القدرة التفسيرية للنموذج حيث نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تغيرت من (64.41%) في النموذج (Model.4) إلى (67.26%) في النموذج (Model.10) الذي يعكس وجود التأثير المعدل للتحصين الإداري.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

وفى ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض الخامس القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحسين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق الاستثماري وفجوة الأداء المالي للشركات"، وذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي، وكذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع.

٦/٣/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحسين الإداري

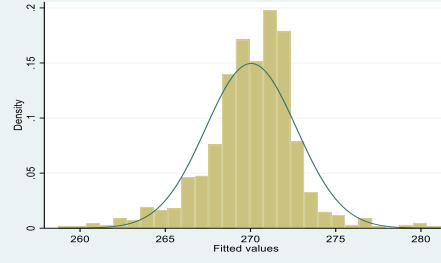
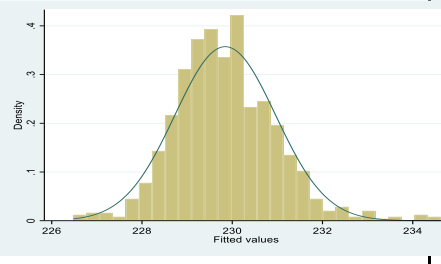
لاختبار تأثير قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحسين الإداري تم صياغة الفرض السادس القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحسين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق التمويلي وفجوة الأداء المالي للشركات"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (11)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 X_{3it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (12)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 X_{3it} * M_{it} + \beta_3 C_{1it} + \beta_4 C_{2it} + \beta_5 C_{3it} + \beta_6 C_{4it} + \beta_7 C_{5it} + \beta_8 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقا لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحيّة نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (١٤) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (١٤): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض السادس

Normality				Model (12) Y_2 (T.Q)		Model (11) Y_1 (ROE)		Test	
 شكل رقم (11): التوزيع الطبيعي لـ (Model11)				137.25		39.39		chi2	White's test
				0.000		0.669		p-v	
				accept H0: Heteroskedasticity		reject H0: Heteroskedasticity		decision	
				29.847		10.775		F	Wooldridge test
				0.000		0.001		Prob > F	
 شكل رقم (12): التوزيع الطبيعي لـ (Model12)				reject H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		decision	Regression Method
				FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Autocorrelation			
C_6	C_5	C_4	C_3	C_2	C_1	$X_3^* M$	X_3	var	Multicollinearity
1.054	1.033	1.023	1.022	1.045	1.025	4.881	4.873	vif	
0.949	0.968	0.977	0.978	0.957	0.975	0.205	0.205	Tol.	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

وبفحص نتائج جدول رقم (١٤) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، كما هو موضح في الشكل رقم (١١) والشكل رقم (١٢).
- عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₁₁)، وذلك لان معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model₁₂) لان مستوى المعنوية أقل من ٥%.
- وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لان معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كلا النموذجين.
- عدم وجود مشكلة تداخل الخطي (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لان تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كلا النموذجين.
- وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₁₀)، مقابل اختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model₁₂)، والجدول رقم (١٥) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.

جدول رقم (١٥): نتائج تحليل الانحدار لأثر قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المعدل للتحصين الإداري

رمز	المتغير	Model (11) Y ₁ (ROE)				Model (12) Y ₂ (T.Q)			
		p-value	t-value	Std. err.	Coef.	p-value	t-value	Std. err.	Coef.
X ₃	الإنفاق التمويلي	0.560	-0.582	0.138	-0.081	0.464	-0.733	0.019	-0.014
X ₃ * M	التفاعل بين الإنفاق التمويلي والتحصين الإداري	0.833	-0.21	0.252	-0.053	0.111	1.595	0.041	0.065
C ₁	عمر الشركة	0.025	2.238	0.126	0.283**	0.000	3.707	0.273	1.014***
C ₂	حجم الشركة	0.008	2.654	0.586	1.556***	0.024	2.26	0.206	0.467**
C ₃	نمو المبيعات	0.276	1.09	0.384	0.419	0.176	1.352	0.056	0.075
C ₄	القطاع	0.939	-0.077	0.174	-0.013	0.000	4.038	0.040	0.161***
C ₅	الاحتفاظ بالنقدية	0.015	-2.442	3.726	-9.097**	0.000	-4.677	0.536	-2.506***
C ₆	معدل استغلال الأصول	0.000	-3.516	0.872	-3.067***	0.000	5.882	0.211	1.242***
	Constant	0.000	47.883	5.327	255.1***	0.000	97.315	2.268	220.7***
	Obs	840				840			
	Chi-square	37.52				150.81			
	Prob > chi2	0.000				0.000			
	R-squared	40.50%				55.98%			

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (١٥) السابق تبين ما يلي:

- ١ - بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:
 - عدم وجود تأثير معنوي لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات، وكذلك عدم وجود تأثير معنوي للأثر التفاعل بين الإنفاق التمويلي والتحصين الإداري على فجوة الأداء المالي للشركات.
 - وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير طردي إيجابي لكل من عمر الشركة، وحجم الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، بينما وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، وأقل من (١%) على الترتيب، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي من لكل من نمو المبيعات، ونوع القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات.
 - معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (37.52) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (40.50%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (40.50%) من التغير في فجوة الأداء المالي. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (11)	$Y_1 \text{ (ROE)} = 255.1 - 0.081 X_3 - 0.053 X_3 * M + 0.283 C_1 + 1.556 C_2 + 0.419 C_3 - 0.013 C_4 - 9.097 C_5 - 3.067 C_6$
-----------------------	---

- وبمقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج النموذج (Model.5) في الجدول رقم (٩) والذي يعكس تأثير قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات بدون الأثر المعدل للتحصين الإداري نجد أن:
 - تغير التأثير السلبي لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، إلى تأثير غير معنوي في ظل وجود الدور المعدل للتحصين الإداري.
 - عدم تغير نوعه واتجاه تأثير المتغيرات الحاكمة على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل وجود أو عدم وجود الدور المعدل للتحصين الإداري.
 - عدم تغير القدرة التفسيرية للنموذج حيث نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared بلغت (40.50%) في كلا النموذجين، وبالتالي هناك تقارب كبير جدا بين النموذجين.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

- عدم وجود تأثير معنوي لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات، وكذلك عدم وجود تأثير معنوي للأثر التفاعل بين الإنفاق التمويلي والتحصين الإداري على فجوة الأداء المالي للشركات.
- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين وجود تأثير إيجابي لكل من عمر الشركة، ونوع القطاع، ومعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، وكذلك وجود تأثير إيجابي لحجم الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، كما تبين وجود تأثير عكسي سلبي لكل من مستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات وذلك عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين تبين عدم وجود تأثير معنوي لنمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات.
- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (150.81) عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (55.98%) وهذا يشير إلى أن المتغيرات المستقلة تفسر ما يعادل (55.98%) من التغير في فجوة الأداء المالي للشركات. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نموذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (١٢)	$Y_2 (T.Q) = 220.7 - 0.014 X_3 - 0.065 X_3 * M + 1.014 C_1 + 0.467 C_2 + 0.075 C_3 + 0.161 C_4 - 2.506 C_5 + 1.242 C_6$
----------------------	---

- وبمقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج النموذج (Model.6) في الجدول رقم (٩) والذي يعكس تأثير قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات بدون الأثر المعدل للتحصين الإداري نجد أن:
- تغير التأثير الإيجابي لمستوى الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، إلى تأثير غير معنوي في ظل وجود الدور المعدل للتحصين الإداري.
- عدم تغير نوع واتجاه تأثير المتغيرات الحاكمة على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل وجود أو عدم وجود الدور المعدل للتحصين الإداري.
- انخفاض في القدرة التفسيرية للنموذج حيث نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تغيرت من (64.46%) في النموذج (Model.6) إلى (55.98%) في النموذج (Model. 12) الذي يعكس وجود التأثير المعدل للتحصين الإداري.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د. / إكرامي جمال السيد زهر

وفى ضوء النتائج السابقة يمكن قبول الفرض السادس القائل بأنه: "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية للدور المعدل لمستوى التحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الانفاق التمويلي وفجوة الأداء المالي للشركات"، وذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي، وكذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع.

٤/٧ تحليلات إضافية

في هذا الجزء تم إجراء تحليل إضافي لتقييم دور التحصين الإداري في تفسير أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات. وذلك باستخدام التحصين الإداري كمتغير منظم للعلاقة بين قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات، من خلال بناء مؤشر للتحصين الإداري باستخدام طريقة الترتيب (Ranking) وهي طريقة تعتمد على ترتيب كل متغير فرعي (آليات التحصين) حسب علاقته بالمتغير المطلوب إنشاءه (التحصين الإداري)، وذلك لتقسيم الشركات إلى شركات ذات مستوى مرتفع من التحصين الإداري، وشركات ذات مستوى منخفض من التحصين الإداري، حيث تعتبر الشركات صاحبة المشاهدات الأكبر من المتوسط شركات ذات مستوى مرتفع من التحصين الإداري. وقد بلغ عدد المشاهدات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري (٤٣٤) مشاهدة بنسبة ٥١.٧%، في حين تعتبر الشركات صاحبة المشاهدات الأقل من المتوسط شركات ذات مستوى منخفض من التحصين الإداري، حيث بلغ عدد المشاهدات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري (٤٠٦) مشاهدة بنسبة ٤٨.٣%.

وعليه يتم إجراء تحليل الانحدار لتحديد أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ضوء تقسيم عينة الدراسة إلى شركات ذات مستوى مرتفع من التحصين الإداري، وشركات ذات مستوى منخفض من التحصين الإداري، ويمكن عرض ذلك على النحو التالي:

١/٤/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري

لاختبار تأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري تم صياغة الفرض السابع القائل بأنه "لا يوجد أثر لمستوى قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (13-L)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (13-H)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (14-L)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (14-H)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقا لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحية نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (١٦) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

جدول رقم (١٦): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض السابع

Y2 (T.Q)				Y1 (ROE)				Test	
Model.14-H		Model.14-L		Model.13-H		Model.13-L			
High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment		High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment			
0.0701		0.0763		0.0879		0.0209		K-S	Kolmogorov-Smirnov
0.101		0.365		0.152		0.479		p-v	
114.06		76.02		88.71		25.18		chi2	White's test
0.000		0.000		0.000		0.8896		p-v	
accept H0: Heteroskedasticity		accept H0: Heteroskedasticity		accept H0: Heteroskedasticity		reject H0: Heteroskedasticity		Decision	
29.522		96.864		3.372		11.513		F	Wooldridge test
0.000		0.000		0.071		0.001		Prob > F	
reject H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		accept H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		decision	
FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Heteroskedasticity		FGLS regression with Autocorrelation		Regression Method	
Tol.	vif	Tol.	vif	Tol.	vif	Tol.	vif	var	Multicollinearity
0.965	1.036	0.992	1.008	0.957	1.045	0.995	1.005	X ₁	
0.975	1.026	0.906	1.104	0.978	1.022	0.928	1.077	C ₁	
0.916	1.091	0.957	1.045	0.915	1.093	0.957	1.045	C ₂	
0.999	1.001	0.970	1.031	0.983	1.017	0.939	1.065	C ₃	
0.957	1.045	0.959	1.043	0.959	1.043	0.956	1.046	C ₄	
0.866	1.155	0.954	1.048	0.962	1.039	0.959	1.043	C ₅	
0.844	1.185	0.939	1.065	0.926	1.080	0.924	1.082	C ₆	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الاحصائي

وبفحص نتائج جدول رقم (١٦) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، وذلك لأن معنوية اختبار (Kolmogorov-Smirnov) الخاص بالتوزيع الطبيعي أكبر من ٥%.
 - عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model.13-H)، وذلك لأن معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في كل من (Model.13-L)، (Model.14-L)، (Model.14-H) لأن مستوى المعنوية أقل من ٥%.
 - وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لأن معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كل من (Model.13-L)، (Model.14-L)، (Model.14-H)، مقابل عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي في (Model.13-H) لأن مستوى المعنوية أكبر من ٥%.
 - عدم وجود مشكلة تداخل الخطى (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لأن تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كل النماذج.
- وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود وجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model.13-L)، مقابل اختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس بين البواقي في (Model.13-H)، في حين تم الاعتماد على اختبار (FGLS regression) الذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model.14-L)، (Model.14-H) والجدول رقم (١٧) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (١٧): نتائج تحليل الانحدار لتأثير قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري

Y2 (T.Q)				Y1 (ROE)				المتغير	رمز
Model.14-H		Model.14-L		Model.13-H		Model.13-L			
High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment		High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment			
p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.		
0.114	0.983	0.003	-0.507***	0.000	-0.325***	0.023	-0.059**	الإنتاج التشغيلي	X ₁
0.000	-1.861***	0.000	1.466***	0.000	0.373***	0.513	-0.086	عمر الشركة	C ₁
0.641	-0.076	0.373	-0.189	0.023	-1.036**	0.000	3.232***	حجم الشركة	C ₂
0.319	0.065	0.717	0.034	0.684	-0.182	0.025	0.688**	نمو المبيعات	C ₃
0.141	0.073	0.000	0.222***	0.010	-0.353**	0.000	0.450***	القطاع	C ₄
0.005	-1.819***	0.136	-0.506***	0.408	-3.702	0.001	-9.518***	الاحتفاظ بالنقدية	C ₅
0.000	1.518***	0.195	0.412	0.000	-2.573***	0.004	-2.863***	معدل استغلال الأصول	C ₆
0.000	233.1***	0.000	226.6***	0.000	279.3***	0.000	240.2***	Constant	
434		406		434		406		Obs	
475.71		509.16		3207.83		212.92		Chi-square	
0.000		0.000		0.000		0.000		Prob > chi2	
65.90%		58.38%		51.17%		42.98%		R-squared	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي
بفحص نتائج جدول رقم (١٧) السابق تبين ما يلي:

- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:
 - وجود تأثير عكسي سلبي لمستوى الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (٥%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
 - وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين اتفاق جميع الشركات بغض النظر عن مستوى التحصين الإداري مرتفع أم منخفض في وجود تأثير عكسي سلبي لمعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين اختلفت في:

- عدم وجود تأثير معنوي لعمر الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل وجود تأثير طردي إيجابي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
- وجود تأثير طردي إيجابي لكل من حجم الشركة، وطبيعة القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل وجود تأثير عكسي سلبي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (٥%).
- وجود تأثير طردي إيجابي لنمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (٥%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
- وجود تأثير عكسي سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (212.92) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، وبلغت (3207.83) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (42.98%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، مقابل (51.17%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نماذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (13-L)	$Y_1 \text{ (ROE)} = 240.2 - 0.059 X_1 - 0.086 C_1 + 3.232 C_2 + 0.688 C_3 + 0.450 C_4 - 9.518 C_5 - 2.863 C_6$
Model (13-H)	$Y_1 \text{ (ROE)} = 279.3 - 0.325 X_1 - 0.325 C_1 - 1.036 C_2 - 0.182 C_3 - 0.353 C_4 - 3.702 C_5 - 2.573 C_6$

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

- وجود تأثير عكسي سلبي لمستوى الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المنخفض

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري..... أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

من التحصين الإداري مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.

■ وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين اتفاق جميع الشركات بغض النظر عن مستوى التحصين الإداري مرتفع أم منخفض في عدم وجود تأثير معنوي لكل من حجم الشركة، ونمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات، وكذلك في التأثير السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين اختلفت في:

➤ وجود تأثير طردي إيجابي لعمر الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل وجود تأثير سلبي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%).

➤ وجود تأثير طردي إيجابي لطبيعة القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.

➤ عدم وجود تأثير معنوي لمعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل وجود تأثير إيجابي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.

■ معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (509.16) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، وبلغت (475.71) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (58.38%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، مقابل (65.90%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نماذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (14-L)	$Y_2 (T.Q) = 226.6 - 0.507 X_1 + 1.466 C_1 - 0.189 C_2 + 0.034 C_3 + 0.222 C_4 - 0.506 C_5 + 0.412 C_6$
Model (14-H)	$Y_2 (T.Q) = 233.1 + 0.983 X_1 - 1.861 C_1 - 0.076 C_2 + 0.065 C_3 + 0.073 C_4 - 1.819 C_5 + 1.518 C_6$

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

وفى ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض السابع القائل بأنه: "لا يوجد أثر لمستوى قرارات الانفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحسين الإداري"، وذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي وذلك بغض النظر عن مستوى التحسين الإداري، وكذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري، وقبوله في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري.

٢/٤/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحسين الإداري

لاختبار أثر قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحسين الإداري تم صياغة الفرض الثامن القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحسين الإداري"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (15-L)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (15-H)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (16-L)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (16-H)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{2it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقا لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحية نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (١٨) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (١٨): اختبار ملائمة وصلاحية نماذج انحدار الفرض الثامن

Y2 (T.Q)				Y1 (ROE)				Test	
Model.16-H		Model.16-L		Model.15-H		Model.15-L			
High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment		High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment			
0.0621		0.0675		0.4508		0.0414		K-S	Kolmogorov–Smirnov
0.202		0.132		0.000		0.113		p-v	
116.37		82.37		28.15		21.25		chi ²	White's test
0.000		0.000		0.788		0.967		p-v	
accept H0: Heteroskedasticity		accept H0: Heteroskedasticity		reject H0: Heteroskedasticity		reject H0: Heteroskedasticity		decision	
29.699		94.635		3.525		7.753		F	Wooldridge test
0.000		0.000		0.065		0.007		Prob > F	
reject H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		accept H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		decision	
FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression		FGLS regression with Autocorrelation		Regression Method	
Tol.	vif	Tol.	vif	Tol.	vif	Tol.	vif	var	Multicollinearity
0.982	1.018	0.994	1.006	0.847	1.180	0.955	1.047	X ₂	
0.987	1.014	0.905	1.105	0.952	1.051	0.929	1.077	C ₁	
0.910	1.099	0.956	1.046	0.887	1.127	0.956	1.047	C ₂	
0.999	1.001	0.971	1.030	0.992	1.008	0.937	1.068	C ₃	
0.967	1.034	0.958	1.044	0.944	1.059	0.949	1.054	C ₄	
0.870	1.150	0.954	1.048	0.952	1.051	0.953	1.049	C ₅	
0.843	1.186	0.942	1.061	0.907	1.103	0.895	1.117	C ₆	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

قسم المحاسبة والمراجعة ... كلية التجارة ... جامعة مدينة السادات

وبفحص نتائج جدول رقم (١٨) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، وذلك لأن معنوية اختبار (Kolmogorov-Smirnov) الخاص بالتوزيع الطبيعي أكبر من ٥%، فيما عدا (Model.15-H) الذي يعاني من توزيع غير منتظم لبواقي النموذج.
 - عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في كلا من (Model.15-L)، (Model.15-H)، وذلك لأن معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في كل من (Model.16-L)، (Model.16-H) لأن مستوى المعنوية أقل من ٥%.
 - وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لأن معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كل من (Model.15-L)، (Model.16-L)، (Model.16-H)، مقابل عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي في (Model.15-H) لأن مستوى المعنوية أكبر من ٥%.
 - عدم وجود مشكلة تداخل الخطى (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لأن تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كل النماذج.
- وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود وجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model.15-L)، مقابل اختبار (FGLS regression) في (Model.15-H)، في حين تم الاعتماد على اختبار (FGLS regression) الذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model.16-L)، (Model.16-H) والجدول رقم (١٩) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (١٩): نتائج تحليل الانحدار تأثير قرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري

Y2 (T.Q)				Y1 (ROE)				المتغير	رمز
Model.16-H		Model.16-L		Model.15-H		Model.15-L			
High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment		High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment			
P-value	Coef.	p-value	Coef.	P-value	Coef.	p-value	Coef.		
0.002	0.242***	0.372	-0.112	0.000	-94.89***	0.000	2.006***	الإنفاق الاستثماري	X ₂
0.000	-1.809***	0.000	1.502***	0.093	0.226	0.975	-0.004	عمر الشركة	C ₁
0.935	-0.013	0.264	-0.214	0.000	-1.526***	0.000	3.225***	حجم الشركة	C ₂
0.022	0.161**	0.584	0.049	0.742	-0.146	0.000	1.057***	نمو المبيعات	C ₃
0.108	0.077	0.000	0.245***	0.000	-0.312***	0.000	0.469***	القطاع	C ₄
0.013	-1.447**	0.110	-0.545	0.094	-7.226	0.000	-10.78***	الاحتفاظ بالنقدية	C ₅
0.000	1.395***	0.066	0.631	0.000	-2.706***	0.001	-3.356***	معدل استغلال الأصول	C ₆
0.000	233.3***	0.000	225.8***	0.000	281.6***	0.000	240.2***	Constant	
434		406		434		406		Obs	
605.52		745.88		117.51		214.00		Chi-square	
0.000		0.000		0.000		0.000		Prob > chi2	
65.91%		58.34%		50.20%		45.38%		R-squared	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (١٩) السابق تبين ما يلي:

- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المعبر عنها بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:
 - وجود تأثير إيجابي طردي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، ووجود تأثير عكسي سلبي لمستوى الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
 - وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين اتفاق جميع الشركات بغض النظر عن مستوى التحصين الإداري مرتفع أم منخفض في وجود تأثير سلبي لمعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (١%)، وكذلك عدم

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري..... أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

وجود تأثير معنوي لعمر الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات، في حين اختلفت في:

➤ وجود تأثير طردي إيجابي لكل من حجم الشركة، وطبيعة القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل وجود تأثير عكسي سلبي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%).

➤ وجود تأثير إيجابي لنمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري.

➤ وجود تأثير سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري.

■ معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (214.00) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري، وبلغت (117.51) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (45.38%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري، مقابل (50.20%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نماذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (15-L)	$Y_1 \text{ (ROE)} = 240.2 + 2.006 X_2 - 0.004 C_1 + 3.225 C_2 + 1.057 C_3 + 0.469 C_4 - 10.78 C_5 - 3.356 C_6$
Model (15-H)	$Y_1 \text{ (ROE)} = 281.6 - 94.89 X_2 + 0.226 C_1 - 1.526 C_2 - 0.146 C_3 - 0.312 C_4 - 7.226 C_5 - 2.706 C_6$

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المقاسة بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

■ عدم وجود تأثير معنوي لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري، مقابل وجود تأثير طردي إيجابي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري..... أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين اتفاق جميع الشركات بغض النظر عن مستوى التحصين الإداري مرتفع أم منخفض في عدم وجود تأثير معنوي لحجم الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات، في حين اختلفت في:
 - وجود تأثير إيجابي لعمر الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل وجود تأثير سلبي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%).
 - عدم وجود تأثير معنوي لمعدل نمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل وجود تأثير إيجابي عند مستوى معنوية أقل من (٥%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
 - وجود تأثير إيجابي لنوع القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
 - عدم وجود تأثير معنوي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل وجود تأثير سلبي عند مستوى معنوية أقل من (٥%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
 - عدم وجود تأثير معنوي لمعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل وجود تأثير إيجابي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.
- معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (745.88) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، وبلغت (605.52) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (58.34%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، مقابل (65.91%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نماذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (16-L)	$Y_2 (T.Q) = 225.8 - 0.112 X_2 + 1.502 C_1 - 0.214 C_2 + 0.049 C_3 + 0.245 C_4 - 0.545 C_5 + 0.631 C_6$
Model (16-H)	$Y_2 (T.Q) = 233.3 + 0.242 X_2 - 1.809 C_1 - 0.013 C_2 + 0.161 C_3 + 0.077 C_4 - 1.447 C_5 + 1.395 C_6$

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

وفى ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض الثامن القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري"، وذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي وذلك بغض النظر عن مستوى التحصين الإداري، وكذلك عند التعبير على فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري، وقبوله في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري.

٣/٤/٧ اختبار تأثير قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري

لاختبار تأثير قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري تم صياغة الفرض التاسع القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري"، ولتحقق من صحة هذا الفرض تم صياغة نماذج الانحدار التالي:

Model (17-L)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (17-H)	$Y_1 (ROE) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (18-L)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$
Model (18-H)	$Y_2 (T.Q) = \beta_0 + \beta_1 X_{3it} + \beta_2 C_{1it} + \beta_3 C_{2it} + \beta_4 C_{3it} + \beta_5 C_{4it} + \beta_6 C_{5it} + \beta_7 C_{6it} + \varepsilon_{it}$

ولاختبار هذا النماذج تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد وفقا لطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) بشكل مبدئي، ثم تم إجراء اختبار ملائمة وصلاحيّة نموذج الانحدار من خلال مشكلة التوزيع الطبيعي (Normality) للبواقي، واختبار (White's test) لفحص مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity)، اختبار (Wooldridge test) لفحص مدى وجود مشكلة الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، واختبار التداخل الخطي (Multicollinearity). والجدول رقم (٢٠) التالي يوضح نتائج هذه الاختبارات.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

جدول رقم (٢٠): اختبار ملائمة وصلاحيّة نماذج انحدار الفرض التاسع

Y2 (T.Q)				Y1 (ROE)				Test	
Model.18-H		Model.18-L		Model.17-H		Model.17-L			
High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment		High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment			
0.0678		0.065		0.0574		0.0142		K-S	Kolmogorov-Smirnov
0.1٠٢		0.١٥١		0.٤٢٣		0.712		p-v	
112.38		77.46		51.81		24.73		chi2	White's test
0.000		0.000		0.033		0.902		p-v	
accept H0: Heteroskedasticity		accept H0: Heteroskedasticity		accept H0: Heteroskedasticity		reject H0: Heteroskedasticity		decision	
29.94		93.857		3.513		10.275		F	Wooldridge test
0.000		0.000		0.065		0.002		Prob > F	
reject H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		accept H0: no first order autocorrelation		reject H0: no first order autocorrelation		decision	
FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Heteroskedasticity & Autocorrelation		FGLS regression with Heteroskedasticity		FGLS regression with Autocorrelation		Regression Method	
Tol.	vif	Tol.	vif	Tol.	vif	Tol.	vif	var	Multicollinearity
0.980	1.020	0.990	1.011	0.981	1.020	0.928	1.078	X ₃	
0.983	1.017	0.904	1.106	0.992	1.008	0.954	1.048	C ₁	
0.914	1.094	0.955	1.047	0.913	1.095	0.941	1.063	C ₂	
0.999	1.001	0.971	1.030	0.993	1.007	0.957	1.045	C ₃	
0.964	1.038	0.958	1.043	0.961	1.040	0.958	1.044	C ₄	
0.870	1.150	0.949	1.054	0.966	1.035	0.925	1.081	C ₅	
0.843	1.187	0.944	1.060	0.927	1.079	0.995	1.005	C ₆	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

وبفحص نتائج جدول رقم (٢٠) السابق تبين:

- اقتراب توزيع بواقي جميع نماذج الانحدار من التوزيع الطبيعي (Normality)، وذلك لأن معنوية اختبار (Kolmogorov-Smirnov) الخاص بالتوزيع الطبيعي أكبر من ٥%.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- عدم وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في (Model.17-L)، وذلك لان معنوية اختبار (White's test) الخاص بعدم التجانس (Heteroskedasticity) أكبر من ٥% وبالتالي رفض الفرضية العدمية بأن هناك عدم تجانس تباين البواقي، مقابل وجود مشكلة عدم تجانس تباين بيانات الدراسة (Heteroskedasticity) في كل من (Model.17-H)، (Model.18-L)، (Model.18-H) لان مستوى المعنوية أقل من ٥%.
 - وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي (Autocorrelation)، وذلك لان معنوية اختبار (Wooldridge test) أقل من ٥% وبالتالي قبول الفرضية البديلة بأن هناك ارتباط ذاتي في كل من (Model.17-L)، (Model.18-L)، (Model.18-H)، مقابل عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي للبواقي في (Model.17-H) لان مستوى المعنوية أكبر من ٥%.
 - عدم وجود مشكلة تداخل الخطى (Multicollinearity) بين متغيرات الدراسة، وذلك لان تضخم التباين (VIF) أقل من ١٠ وقيمة التباين المسموح به (Tolerance) أكبر من ٥%، مما يشير إلى ارتفاع الثقة في قدرة النموذج على تفسير التغير في المتغير التابع في كل النماذج.
- وفي ضوء هذه النتائج نجد أن نموذج الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) لا يصلح للتعبير عن بيانات الدراسة، وتم الاعتماد على تحليل الانحدار وفقاً لاختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model.17-L)، مقابل اختبار (FGLS regression) والذي يراعى وجود عدم تجانس بين البواقي في (Model.17-H)، في حين تم الاعتماد على اختبار (FGLS regression) الذي يراعى وجود عدم تجانس تباين البواقي ووجود ارتباط ذاتي بين البواقي في (Model.18-L)، (Model.18-H) والجدول رقم (٢١) التالي يوضح نتائج هذا النموذج.
- جدول رقم (٢١): نتائج تحليل الانحدار لأثر قرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري**

رمز	المتغير	Y1 (ROE)				Y2 (T.Q)			
		Model.17-H		Model.17-L		Model.18-H		Model.18-L	
		High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment		High Managerial Entrenchment		Low Managerial Entrenchment	
		p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.	p-value	Coef.
X ₃	الانفاق التمويلي	0.000	-0.318***	0.878	0.005	0.048	0.019**	0.000	0.040***
C ₁	عمر الشركة	0.002	0.364***	0.904	0.015	0.000	-1.922***	0.000	1.821***
C ₂	حجم الشركة	0.000	-1.751***	0.000	3.359***	0.904	0.017	0.476	-0.150
C ₃	نمو المبيعات	0.289	-0.461	0.006	0.757***	0.592	0.035	0.300	0.082

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

0.150	0.065	0.000	0.310***	0.000	-0.347***	0.000	0.458***	القطاع	C ₄
0.000	-2.220***	0.010	-1.117**	0.095	-6.883	0.000	-8.752***	الاحتفاظ بالتفدية	C ₅
0.000	1.605***	0.101	0.528	0.000	-2.643***	0.007	-2.650***	معدل استغلال الأصول	C ₆
0.000	234.9***	0.000	223.3***	0.000	286.4***	0.000	237.9***	Constant	
434		406		434		406		Obs	
2445.51		223.34		725.52		347.59		Chi-square	
0.000		0.000		0.000		0.000		Prob > chi2	
66.32%		58.72%		51.30%		43.37%		R-squared	

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الإحصائي

بفحص نتائج جدول رقم (٢١) السابق تبين ما يلي:

١- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المعبر عنها بالفرق بين معدل العائد على حقوق

الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي:

■ عدم وجود تأثير معنوي لمستوى الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري، مقابل وجود تأثير عكسي سلبي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري.

■ وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين اتفاق جميع الشركات بغض النظر عن مستوى التحسين الإداري مرتفع أم منخفض في وجود تأثير سلبي لمعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (١%)، في حين اختلفت في:

➤ عدم وجود تأثير معنوي لعمر الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري مقابل وجود تأثير إيجابي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري.

➤ وجود تأثير إيجابي لكل من حجم الشركة، وطبيعة القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل وجود تأثير سلبي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%).

➤ وجود تأثير إيجابي لنمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحسين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحسين الإداري.

➤ وجود تأثير سلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.

■ معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (347.59) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، وبلغت (725.52) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (43.37%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، مقابل (51.30%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نماذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (17-L)	$Y_1 \text{ (ROE)} = 237.9 + 0.005 X_3 + 0.015 C_1 + 3.359 C_2 + 0.757 C_3 + 0.458 C_4 - 8.752 C_5 - 2.650 C_6$
Model (17-H)	$Y_1 \text{ (ROE)} = 286.4 - 0.318 X_3 + 0.364 C_1 - 1.751 C_2 - 0.461 C_3 - 0.347 C_4 - 6.883 C_5 - 2.643 C_6$

٢- بالنسبة للتأثير على فجوة الأداء المعبر عنها بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع:

■ وجود تأثير إيجابي لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل مستوى معنوية أقل من (٥%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري

■ وفيما يتعلق بالمتغيرات الحاكمة تبين اتفاق جميع الشركات بغض النظر عن مستوى التحصين الإداري مرتفع أم منخفض في عدم وجود تأثير معنوي لكل من حجم الشركة، ونمو المبيعات على فجوة الأداء المالي للشركات، في حين اختلفت في:

➤ وجود تأثير إيجابي لعمر الشركة على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل وجود تأثير سلبي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%).

➤ وجود تأثير إيجابي لطبيعة القطاع على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري عند مستوى معنوية أقل من (١%)، مقابل عدم وجود تأثير معنوي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.

➤ وجود اختلاف في مستوى معنوية التأثير السلبي لمستوى الاحتفاظ بالنقدية على فجوة الأداء المالي للشركات، وذلك عند مستوى معنوية أقل من (٥%) في

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، مقابل عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.

➤ عدم وجود تأثير معنوي لمعدل استغلال الأصول على فجوة الأداء المالي للشركات في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري مقابل وجود تأثير إيجابي عند مستوى معنوية أقل من (١%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري.

■ معنوية النموذج المستخدم ككل حيث بلغت قيمة Wald chi2 المحسوبة (223.34) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، وبلغت (2445.51) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري عند مستوى ثقة أكبر من (٩٩%) وذات دلالة معنوية P-Value أقل من (١%)، أما فيما يتعلق بالقدرة التفسيرية للنموذج نجد أن قيمة معامل التحديد R-squared تبلغ (58.72%) في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، مقابل (66.32%) في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري. وفي ضوء ذلك يمكن التعبير عن نماذج الانحدار وفقاً لأسلوب FGLS Regression كما يلي:

Model (18-L)	$Y_2 (T.Q) = 223.3 + 0.040 X_3 + 1.821 C_1 - 0.150 C_2 + 0.082 C_3 + 0.310 C_4 - 1.117 C_5 + 0.528 C_6$
Model (18-H)	$Y_2 (T.Q) = 234.9 + 0.019 X_3 - 1.922 C_1 + 0.017 C_2 + 0.035 C_3 + 0.065 C_4 - 2.220 C_5 + 1.605 C_6$

وفي ضوء النتائج السابقة يمكن رفض الفرض التاسع القائل بأنه "لا يوجد تأثير ذو دلالة إحصائية لقرارات الانفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل الدور المنظم للتحصين الإداري"، وذلك عند التعبير عن فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين معدل العائد على حقوق الملكية ومتوسط سعر العائد على الإيداع السائد في البنك المركزي في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري، وقبوله في الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، وكذلك رفضه عند التعبير عن فجوة الأداء المالي للشركات بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القطاع وذلك بغض النظر عن مستوى التحصين الإداري.

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
 أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

ويمكن تلخيص نتائج اختبارات الفروض السابقة في الجدول رقم (٢٢) التالي:

جدول رقم (٢٢)

ملخص نتائج اختبارات فروض الدراسة في التحليلات الأساسية والاضافية

الفروض												رمز المتغير
الفرعي التاسع		الفرعي الثامن		الفرعي السابع		الفرعي السادس	الفرعي الثالث	الفرعي الخامس	الفرعي الثاني	الفرعي الرابع	الفرعي الأول	
منظم مرتفع	منظم منخفض	منظم مرتفع	منظم منخفض	منظم مرتفع	منظم منخفض	في ظل معدل	بدون معدل	في ظل معدل	بدون معدل	في ظل معدل	بدون معدل	
Mode 1 (17-H)	Mode 1 (17-L)	Mode 1 (15-H)	Mode 1 (15-L)	Mode 1 (13-H)	Mode 1 (13-L)	Mode 1 (11)	Mode 1 (5)	Mode 1 (9)	Mode 1 (3)	Mode 1 (7)	Mode 1 (1)	Y ₁
				***	**					***	***	X ₁
		***	***					***	***			X ₂
***	+					-	**					X ₃
										***		M*X ₁
								***				M*X ₂
						-						M*X ₃
***	+	+	-	***	-	***	***	***	***	***	***	C ₁
***	***	***	***	**	***	***	***	***	***	***	***	C ₂
-	***	-	***	-	***	+	+	+	+	+	+	C ₃
***	***	***	***	***	***	-	-	-	+	+	+	C ₄
-	***	-	***	-	***	**	**	***	**	**	**	C ₅
***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	C ₆
51.30	43.37	50.20	45.38	51.17	42.98	40.5	40.49	41.19	41.19	40.29	39.93	R ²
Mode 1 (18-H)	Mode 1 (18-L)	Mode 1 (16-H)	Mode 1 (16-L)	Mode 1 (14-H)	Mode 1 (14-L)	Mode 1 (12)	Mode 1 (6)	Mode 1 (10)	Mode 1 (4)	Mode 1 (8)	Mode 1 (2)	Y ₂
				+	***					***	-	X ₁
		***	-					***	***			X ₂
***	***					-	***					X ₃
										***		M*X ₁
								***				M*X ₂
						+						M*X ₃
***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	***	C ₁
+	-	-	-	-	-	***	***	+	+	+	+	C ₂
+	+	***	+	+	+	+	+	+	+	+	+	C ₃
+	***	+	***	+	***	***	***	***	***	***	***	C ₄
***	**	**	-	***	***	***	***	***	***	***	***	C ₅
***	+	***	+	***	+	***	***	***	***	***	***	C ₆
66.32	58.72	65.91	58.34	65.90	58.38	55.98	64.46	67.26	64.41	56.39	55.96	R ²

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على نتائج التحليل الاحصائي

٨. نتائج الدراسة

تتلخص أهم نتائج الدراسة في الآتي:

٨.١. بالنسبة للعلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي

- عند قياس فجوة الأداء بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، تبين تأثير قرارات الإنفاق التشغيلي سلبياً على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة عند مستوى معنوية ٠.٠٠١، بينما أثرت قرارات الإنفاق الاستثماري إيجابياً على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة عند مستوى معنوية ٠.٠٠١، وتبين تأثير قرارات الإنفاق التمويلي سلبياً على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥.
- عند قياس فجوة الأداء بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع، تبين عدم وجود تأثير لقرارات الإنفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة، بينما أثرت كل من قرارات الإنفاق الاستثماري وقرارات الإنفاق التمويلي إيجابياً على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥.

٨.٢. بالنسبة للدور المعدل للتحصين الإداري في العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي

- عند قياس فجوة الأداء بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، تبين في ظل وجود التحصين الإداري كمتغير معدل تأثير كل من قرارات الإنفاق التشغيلي وقرارات الإنفاق الاستثماري سلبياً على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة عند مستوى معنوية ٠.٠٠١، بينما تبين عدم وجود تأثير لقرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة.
- عند قياس فجوة الأداء بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع، تبين في ظل وجود التحصين الإداري كمتغير معدل تأثير كل من قرارات الإنفاق التشغيلي وقرارات الإنفاق الاستثماري سلبياً على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة عند مستوى معنوية ٠.٠٠١، بينما تبين عدم وجود تأثير لقرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات محل الدراسة.

٨.٣. بالنسبة للدور المنظم للتحصين الإداري في تقييم العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي

- عند قياس فجوة الأداء بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، تبين تأثير قرارات الإنفاق التشغيلي سلبياً على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض للتحصين الإداري عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥، وللشركات ذات المستوى المرتفع عند مستوى معنوية ٠.٠٠١. بينما تبين تأثير قرارات الإنفاق الاستثماري إيجابياً على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض للتحصين الإداري عند مستوى معنوية ٠.٠٠١، ولكن كان التأثير سلبياً للشركات ذات المستوى المرتفع عند مستوى معنوية ٠.٠٠٥. كما تبين عدم

وجود تأثير لقرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض للتحصين الإداري، ولكن كان التأثير سلبيا للشركات ذات المستوى المرتفع عند مستوى معنوية ٠.٠١.

➤ عند قياس فجوة الأداء بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع، تبين تأثير قرارات الإنفاق التشغيلي سلبيا على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض للتحصين الإداري عند مستوى معنوية ٠.٠١، وعدم وجود تأثير معنوي للشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري. وتبين عدم وجود تأثير معنوي لقرارات الإنفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض للتحصين الإداري، مع وجود تأثير إيجابي لهذه القرارات للشركات ذات المستوى المرتفع للتحصين الإداري عند مستوى معنوية ٠.٠١، كما تبين وجود تأثير إيجابي لقرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي للشركات ذات المستوى المنخفض للتحصين الإداري عند مستوى معنوية ٠.٠١، وللشركات ذات المستوى المرتفع عند مستوى معنوية ٠.٠٥.

٨.٤. يوجد تحسن ملحوظ في أثر قرارات الإنفاق التشغيلي والتمويلي على فجوة الأداء المالي عند قياسها بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع مقابل قياسها بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، بينما تبين انخفاض التأثير الإيجابي لقرارات الإنفاق الاستثماري من مستوى المعنوية ٠.٠١ إلى مستوى المعنوية ٠.٠٥. وقد يرجع ذلك إلى: فعالية الإنفاق التشغيلي بشكل عام، مثل الإنفاق على بحوث وتطوير يحقق زيادة في هامش الربح، والتدفقات النقدية الحالية والمستقبلية، ومعدلات النمو، واتخاذ قرارات تمويلية تحقق التوازن الأمثل بين النمو والمخاطر، وكل هذا ينعكس بشكل إيجابي على فجوة الأداء المالي المقاسة بقيم سوقية بجانب القيم الدفترية، وقد يرجع إلى إجماع الشركات عن الإنفاق الاستثماري الضروري. للحفاظ على أصولها ودعم قدراتها التنافسية، أو الإنفاق على مشروعات استثمارية غير مربحة أو غير ضرورية مما ينعكس سلبيا على القيمة السوقية للشركات وبالتالي انخفاض جودة الأداء المالي المقاس على أساس سوقي.

٨.٥. لم يختلف الأثر التفاعلي بين التحصين الإداري وقرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة (التشغيلي، الاستثماري، والتمويلي) على فجوة الأداء المالي عند قياسها سواء بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع أو بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، مما يؤكد على مصداقية النتائج الدراسة.

٨.٦. يوجد انخفاض ملحوظ في أثر قرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة على فجوة الأداء المالي عند قياسها بالفرق بين العائد على الملكية وعائد الإيداع السائد في البنك المركزي المصري، في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري مقارنة مع الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، حيث تحول

أثر قرارات الانفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

الأثر السلبي لقرارات الانفاق التشغيلي عند مستوى معنوية ٠.٠٥ إلى مستوى معنوية ٠.٠١ ، وتحول الأثر الإيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري عند مستوى معنوية ٠.٠١ إلى أثر سلبي عند مستوى معنوية ٠.٠١ ، وتحول عدم التأثير لقرارات الانفاق التمويلي إلى تأثير سلبي عند مستوى معنوية ٠.٠١. وقد يرجع ذلك إلى أن الشركات الأكثر تحصنا تميل أكثر من غيرهم إلى: المبالغة في الاستثمار خصوصا في الاستثمارات التي تخدم مصالحهم الذاتية، زيادة الإنفاق الترفيهي على حساب مصالح المساهمين، وتقاعس بعض المديرين المحصنين عن العمل الجاد، فضلا عن انخفاض الانفاق على الابتكار والبحوث والتطوير.

٨.٧. يوجد تحسن ملحوظ في أثر قرارات الإنفاق بأنواعه المختلفة باستثناء قرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي عند قياسها بالفرق بين قيمة (Tobin's Q) للشركة ومتوسط القيمة بالقطاع ، في الشركات ذات المستوى المرتفع من التحصين الإداري مقارنة مع الشركات ذات المستوى المنخفض من التحصين الإداري، حيث تحول الأثر السلبي لقرارات الانفاق التشغيلي عند مستوى معنوية ٠.٠١ إلى عدم تأثير معنوي، وتحول عدم التأثير إلى أثر إيجابي لقرارات الانفاق الاستثماري عند مستوى معنوية ٠.٠١ بينما تحول الأثر الإيجابي لقرارات الإنفاق التمويلي عند مستوى معنوية ٠.٠١ إلى تأثير إيجابي عند مستوى معنوية ٠.٠٥. وقد يرجع ذلك إلى: تحرر إدارة الشركات الأكثر تحصنا من ضغوط السوق والمستثمرين لتوزيع أرباح دورية قصيرة الأجل، وتركيزهم على التوسع في أسواق جديدة والمشروعات الضخمة التي تؤتي ثمارها في الأجل البعيد وبالتالي تعمل إدارة هذه الشركات برؤية استراتيجية طويلة الأجل، استقطاب الموارد البشرية من أصحاب المهارات والمواهب الإدارية العالية لضمان الاستقرار الإداري خلال فترة بقاء المديرين المحصنين ، فضلا عن أن فترة الدراسة تمثل فترة مليئة بالظروف عدم اليقين الاقتصادي والأزمات المالية محليا وعالمية وتتطلب اتخاذ قرارات جريئة وصعبة دون قلق من الإقالة مثل خفض التكاليف، وإعادة الهيكلة، والاندماج المؤسسي.

٩. توصيات الدراسة

يوصى الباحث في ضوء ما توصل إليه من نتائج بالآتي:

- لضمان الحد من التأثير السلبي لقرارات الإنفاق التشغيلي على فجوة الأداء المالي يتعين على إدارة الشركات محل الدراسة تبني مدخل استراتيجي متكامل عند الإنفاق على أنشطة التشغيل يحول قرارات الإنفاق التشغيلي من مجرد مصروفات إلى استثمارات محسوبة تضمن جودة الأداء المالي والنمو المستدام للشركة على أن يركز هذا المدخل على كل من:
- فهم الأسباب الحقيقية التي تزيد الإنفاق التشغيلي للتخلص من بنود الإنفاق غير المبررة،
- تحقيق أقصى قيمة مقابل المال المنفق وعدم التركيز فقط على خفض التكاليف،
- توجيه قرارات الإنفاق التشغيلي نحو حلول طويلة الأجل لتعظيم قيمة الشركة وتحقيق أهدافها المالية الاستراتيجية،

أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحصين الإداري..... أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- غرس ثقافة المساءلة ومنع القرارات الفردية غير المدروسة عند اتخاذ قرارات الإنفاق،
- الالتزام بسياسة ملائمة للاحتفاظ بالنقدية لتجنب الشركة غرامات التأخير أو تكاليف التمويل الطارئ.
- لضمان تنمية الأثر الإيجابي لقرارات الإنفاق الاستثماري على فجوة الأداء المالي يتعين على إدارة الشركات محل الدراسة:
- دراسة وتقييم بديل الإنفاق الاستثماري بناءً على مدى مساهمته في تحقيق الأهداف الاستراتيجية للشركة مقارنة بالاستثمارات البديلة،
- إجراء تقييم مالي شامل لكل بديل استثماري، وتقدير المخاطر المصاحبة له.
- لضمان الحد من التأثير السلبي لقرارات الإنفاق التمويلي على فجوة الأداء المالي يتعين على إدارة الشركات محل الدراسة:
- تحديد الهيكل التمويلي الأفضل الذي يقلل من تكلفة رأس المال دون تعرض الشركة لمخاطر مالية مرتفعة،
- تبني قرارات التمويل بناءً على ظروف السوق،
- تبني سياسات ملائمة لتوزيعات الأرباح تحقق التوازن بين مطالب المساهمين وبين الحاجة للنمو،
- الإدارة الرشيدة للسيولة والملاءة المالية للشركة لضمان قدرة الشركة على سداد ديونها قصيرة وطويلة الأجل،
- والحفاظ على مرونة الهيكل التمويلي لمواجهة الضائقة المالية، وظهور الفرص الاستثمارية المفاجئة.
- لتقليل التأثير السلبي للتحصين الإداري على العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي للشركات يتعين على الإدارة والمساهمين اتخاذ الإجراءات التالية:
- تفعيل آليات حوكمة قوية تضمن دعم قرارات الإنفاق لمصلحة المساهمين وليس للمصالح الذاتية للإدارة العليا فقط،
- إجراء تحليل مالي دقيق ومستقل لقرارات الإنفاق،
- تعيين خبراء استشاريين أو لجان تقييم خارجية محايدة لمراجعة دراسات جدوى المشروعات الكبيرة، لضمان عدم المبالغة في الإيرادات المتوقعة أو تقليل التكاليف المتوقعة لتبرير الإنفاق،
- ربط المكافآت بالنتائج الفعلية،
- زيادة عدد الأعضاء المستقلين في مجالس الإدارة،
- فصل الأدوار بين منصب رئيس مجلس الإدارة ومنصب الرئيس التنفيذي (CEO)،
- زيادة تداول (سيولة) الأسهم مما يزيد من ضغط السوق على الإدارة لتحسين الأداء لأنها تجعل من السهل على المستثمرين غير الراضين بيع أسهمهم،

أثر قرارات الإنفاق على فجوة الأداء المالي للشركات في ظل التحسين الإداري.....
أ.م.د / إكرامي جمال السيد زهر

- تحسين الشفافية في التقارير المالية مما يصعب على الإدارة إخفاء آثار قرارات الإنفاق السيئة،
- التركيز على مقاييس أداء تعكس القيمة الفعلية للمساهمين، مما يدفع الإدارة إلى اتخاذ قرارات تحقق عوائد تفوق التكلفة،
- المراجعة الدورية للتدفقات النقدية للتأكد من أن قرارات الإنفاق تساهم فعليًا في توليد تدفقات نقدية إيجابية.

١٠. الدراسات المستقبلية المقترحة

في ضوء ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، توصي الدراسة الأكاديميين والباحثين بما يلي:

- العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي في ظل ظروف عدم اليقين الاقتصادي.
- دور السياسات الداخلية للشركات في تحسين العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي.
- أثر الروابط السياسية على العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي.
- العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي في الشركات العائلية
- دور حوكمة الشركات في تحسين العلاقة بين قرارات الإنفاق وفجوة الأداء المالي.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- الكاربي، محمد عبد السلام، (٢٠٢٣). " أثر الثقة الإدارية المفرطة على العلاقة بين آليات حوكمة الشركات والأداء المالي للشركة- دراسة تطبيقية على الشركات غير المالية المقيدة في البورصة المصرية"، المجلة العلمية للبحوث التجارية، كلية التجارة جامعة المنوفية، ٥٠ (٣) ٢، ٨١٥-٨٧٠.
- حسن، محمد جمال عبد الناصر رجب، الخولي، هالة عبد الله، وعرفه، إيمان ممدوح، (٢٠٢١). "العلاقة بين أنشطة المسؤولية الاجتماعية والأداء المالي لمنظمات الأعمال: دراسة نظرية". مجلة الدراسات التجارية والمالية، ٣١ (١)، ٨٢-١٤٢.
- خير، يسري محمد علي، (٢٠٢٢). أثر التحصين الإداري على السلوك غير المتماثل للتكلفة في إطار نظرية الوكالة: دراسة تطبيقية، المجلة المصرية للدراسات التجارية، كلية التجارة - جامعة المنصورة، ٤٦ (٤)، ٣٩٦:٣٣٦.
- سليمان، حامد نبيل حامد؛ الجوهري، إبراهيم السيد محمد إبراهيم (٢٠٢٣). آليات التحصين الإداري وعلاقتها بمستوى التحفظ المحاسبي: أدلة عملية من البيئة المصرية. المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤ (١) ٢، ٨١٩ - ٨٦٧.
- عفيفي، أشرف السعيد أحمد السيد، وعبد الرحمن، وليد محمد السيد. (٢٠٢٣). العلاقة بين آليات التحصين الإداري وكفاءة الاستثمار في إطار نظرية الوكالة: دراسة اختبارية على الشركات المساهمة المصرية، مجلة البحوث الإدارية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، ٤١ (٣)، ١-٥٥.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية:

- Adalelessossi, K. (2024). What are the determinants of the financial and social performance of MFIs in Togo? Does gender borrower matter on financial performance?. Finance Research Letters, 62, 105192.
- Agha, M. (2013). Leverage, executive incentives and corporate governance. Accounting & Finance, 53(1), 1-30.
- Alhajjeah, D., Besim, M., & Al-Hajieh, H. (2025). Mitigating Crisis Impact: The Influence of Corporate Social Responsibility on Non-Financial Firms' Financial Performance. International Review of Economics & Finance, 101, 104180.
- Amoah, N.Y., Bonaparte, I., Lamptey, E.K., & Kelly, M., (2020). "Management Entrenchment and Stock Option Backdating". Resistance and Accountability. Advances in Public Interest Accounting, 22. 1-22.
- Anderson, R. W., Bustamante, M. C., Guibaud, S., & Zervos, M. (2018). Agency, firm growth, and managerial turnover. The Journal of Finance, 73(1), 419-464.

- Antounian, C., Dah, M. A., & Harakeh, M. (2021). Excessive managerial entrenchment, corporate governance, and firm performance. *Research in International Business and Finance*, 56, 101392.
- Arikawa, Y., & Mitsusada, Y. (2011). The adoption of poison pills and managerial entrenchment: Evidence from Japan. *Japan and the World Economy*, 23(1), 63-77.
- Atanasov, J., & Mandell, A. J. (2018). Corporate governance and dividend policy: Evidence of tunneling from master limited partnerships. *Journal of Corporate Finance*, 53, 106-132.
- Aubert, N., Garnotel, G., Lapied, A., & Rousseau, P. (2014). Employee ownership: A theoretical and empirical investigation of management entrenchment vs. reward management. *Economic Modelling*, 40, 423-434.
- Bai, C., & Zheng, J. (2024). Moderating effect of business environment on the relationship between fiscal science and technology expenditure and venture capital. *International Review of Financial Analysis*, 96, 103655.
- Balsam, S., Fernando, G. D., & Tripathy, A. (2011). The impact of firm strategy on performance measures used in executive compensation. *Journal of business research*, 64(2), 187-193.
- Barclay, M. J., Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (2007). Private placements and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 13(4), 461-484.
- Barman, S., & Mahakud, J. (2024). Corporate social responsibility and financial performance: Do group affiliation and mandatory corporate social responsibility norms matter?. *IIMB Management Review*, 36(3), 256-268.
- Bates, T. W., Becher, D. A., & Lemmon, M. L. (2008). Board classification and managerial entrenchment: Evidence from the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 656-677.
- Baulkaran, V. (2014). Management entrenchment and the valuation discount of dual class firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 54(1), 70-81.
- Bhat, K. U., Chen, Y., Jebran, K., & Bhutto, N. A. (2018). Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 18(6), 1196-1206.

- Bhattacharyya, A., & Rahman, M. L. (2019). Mandatory CSR expenditure and firm performance. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 15(3), 100163.
- Bhattacharyya, A., Wright, S., & Rahman, M. L. (2021). Is better banking performance associated with financial inclusion and mandated CSR expenditure in a developing country?. *Accounting & Finance*, 61(1), 125-161.
- Bilel, H. (2020). Does entrenchment of managers affect entrepreneurial dividend decision and investor sentiment?. *Asia Pacific Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 14(3), 275-288.
- Borochin, P., & Knopf, J. D. (2021). Do managers seek control and entrenchment?. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101806.
- Boso, N., Danso, A., Leonidou, C., Uddin, M., Adeola, O., & Hultman, M. (2017). Does financial resource slack drive sustainability expenditure in developing economy small and medium-sized enterprises?. *Journal of Business Research*, 80, 247-256.
- Brad E., B., (2024). How Gap Analysis Can Drive Strategic Change in Your Organization". Harvard business school online. 10 DEC. 2024. Available at: <https://online.hbs.edu/blog/post/gap-analysis>.
- Cao, X., Pan, X., Qian, M., & Tian, G. G. (2017). Political capital and CEO entrenchment: Evidence from CEO turnover in Chinese non-SOEs. *Journal of Corporate Finance*, 42, 1-14.
- Chakraborty, A., Rzakhanov, Z., & Sheikh, S. (2014). Antitakeover provisions, managerial entrenchment and firm innovation. *Journal of Economics and Business*, 72, 30-43.
- Chang, X., Chen, Y., & Dasgupta, S. (2019). Macroeconomic conditions, financial constraints, and firms' financing decisions. *Journal of Banking & Finance*, 101, 242-255.
- Chauhan, S. (2014). A relational study of firm's characteristics and CSR expenditure. *Procedia Economics and Finance*, 11, 23-32.
- Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2017). The impact of board gender composition on dividend payouts. *Journal of Corporate finance*, 43, 86-105.
- Chen, J., Song, W., & Goergen, M. (2019). Passing the dividend baton: the impact of dividend policy on new CEOs' initial compensation. *Journal of Corporate Finance*, 56, 458-481.

- Chen, M., Guo, G., Huang, D., Wang, Y., & Wu, B. (2025). Interlocking directorates and firm performance: Evidence from china. *China Economic Review*, 91, 102412.
- Chen, Y. C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of accounting and economics*, 65(1), 169-190.
- Cheng, L. T., Chan, R. Y., & Leung, T. Y. (2018). Impact of perk expenditures and marketing expenditures on corporate performance in China: The moderating role of political connections. *Journal of Business Research*, 86, 83-95.
- Clausen, S., & Flor, C. R. (2015). The impact of assets-in-place on corporate financing and investment decisions. *Journal of banking & finance*, 61, 64-80.
- Cohen, R. B., Polk, C., & Vuolteenaho, T. (2003). The value spread. *The Journal of Finance*, 58(2), 609-641.
- Cohen, W. M., & Levinthal, D. A. (1990). Absorptive capacity: A new perspective on learning and innovation. *Administrative science quarterly*, 35(1), 128-152.
- Collins, D., & Huang, H. (2011). Management entrenchment and the cost of equity capital. *Journal of Business Research*, 64(4), 356-362.
- Dah, M. A. (2025). Refreshing boards: Countering CEO entrenchment. *Research in International Business and Finance*, 75, 102740.
- Dah, M. A., Jizi, M. I., & Kebbe, R. (2020). CEO gender and managerial entrenchment. *Research in International Business and Finance*, 54, 101237.
- Dakhli, A., & Mtiraoui, A. (2023). Corporate characteristics, audit quality and managerial entrenchment during the COVID-19 crisis: Evidence from an emerging country. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 72(4), 1182-1200.
- Damanpour, F. (2010). An integration of research findings of effects of firm size and market competition on product and process innovations. *British Journal of Management*, 21(4), 996-1010.
- Deng, Y., & Zhang, Z. (2025). The Spillover Effects of Green Bond Issuance in Peer Firms' Performance. *Research in International Business and Finance*, 77, 102895.

- Di Giuli, A., & Kostovetsky, L. (2014). Are red or blue companies more likely to go green? Politics and corporate social responsibility. *Journal of financial economics*, 111(1), 158-180.
- Dow, J. (2013). Boards, CEO entrenchment, and the cost of capital. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 680-695.
- Duong, H. K., Wu, Y., Schiehl, E., & Yao, H. (2024). Environmental and social disclosure, managerial entrenchment, and investment efficiency. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 20(3), 100435.
- Duquette, N. J., & Ohn, E. C. (2018). Corporate charitable foundations, executive entrenchment, and shareholder distributions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 152, 235-253.
- Elhabashy, H.A. (2023), "The impact of business strategies and managerial entrenchment on stock price crash risk in Egypt", *Science Journal for Commercial Research*, pp. 138-181.
- Elyasiani, E., & Zhang, L. (2015). CEO entrenchment and corporate liquidity management. *Journal of Banking & Finance*, 54, 115-128.
- Elyasiani, E., & Zhang, L. (2018). CEO entrenchment and loan syndication. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 334-346.
- Faleye, O. (2007). Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. *Journal of financial economics*, 83(2), 501-529.
- Findlay, M. C., & Williams, E. E. (1987). Toward a positive theory of corporate financial policy. *Abacus*, 23(2), 107-121.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1990). Top-management-team tenure and organizational outcomes: The moderating role of managerial discretion. *Administrative science quarterly*, 484-503.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: An empirical investigation using UK panel data. *European Financial Management*, 15(3), 497-528.
- Fortune, A., & Shelton, L. M. (2014). Age Matters: Disentangling the Effect of R&D Investment in the Global Chemical Products Industry. *Business Management Dynamics*, 3(11), 35-54.
- Gao, Y., & Hoepner, A. G. (2024). Virtues of impact financing: Do financial institutions benefit from considering the environmental impact on financing decisions?. *Journal of Environmental Management*, 354, 120259.

- Garg, A., Gupta, P. K., & Bhullar, P. S. (2021). Is CSR expenditure relevant to the firms in India? Organizations and Markets in Emerging Economies, 23(12). 178–179.
- George, A. K., Kayal, P., & Maiti, M. (2023). Nexus of corporate social responsibility expenditure (CSR) and financial performance: Indian banks. The Quarterly Review of Economics and Finance, 90, 190-200.
- Gharbi, M. & Jarboui, A. (2023), “The moderating effect of dividend policy on the relationship between corporate social responsibility and financial performance: evidence from French context”, International Journal of Economics and Business Administration, Vol. 11 No. 2, pp. 97-114.
- (2024), “The impact of corporate social responsibility on firm financial performance: does corporate governance matter?”, International Journal of Law and Management.
- (2025). Managerial entrenchment, corporate social responsibility and the moderating effect of dividend policy: empirical evidence from French listed companies. International Journal of Law and Management, 67(4), 432-444.
- Golovko, E., Lopes-Bento, C., & Sofka, W. (2022). Marketing learning by exporting—how export-induced marketing expenditures improve firm performance. Journal of Business Research, 150, 194-207.
- Gong, R. (2020). Short selling threat and corporate financing decisions. Journal of Banking & Finance, 118, 105853.
- Graafland, J., & Smid, H. (2019). Decoupling among CSR policies, programs, and impacts: An empirical study. Business & society, 58(2), 231-267.
- Gu, J., Wang, J., Shi, X., & Xu, X. (2024). Investigating supply chain participants’ circular economy action effects on firm financial performance from a stakeholder theory perspective. Journal of Purchasing and Supply Management, 30(4), 100903.
- Gujarati, D. N. (2022). Basic econometrics (5th Ed.). Prentice Hall, USA.
- Guthrie, G. (2021). A dynamic model of managerial entrenchment and the positive incentives it creates. Journal of Economic Dynamics and Control, 123, 104057.

- Gyimah, D., & Gyapong, E. (2021). Managerial entrenchment and payout policy: A catering effect. *International Review of Financial Analysis*, 73, 101600.
- Hachana, R. & Khemiri, A. (2016). Evidence on the association between intangible investments and entrenchment strategies: lessons from an emergent context. *International Journal of Research in Business and Technology* (ISSN: 2291-2118), 9(1), 1007-1016.
- Haghighi, A., & Safari Gerayli, M. (2020). Managerial ownership and stock price crash risk: a case of Iranian firms. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 13(1), 42-55.
- Hanssens, D. M., Rust, R. T., & Srivastava, R. K. (2009). Marketing strategy and Wall Street: nailing down marketing's impact. *Journal of Marketing*, 73(6), 115-118.
- Hawn, O., & Ioannou, I. (2016). Mind the gap: The interplay between external and internal actions in the case of corporate social responsibility. *Strategic management journal*, 37(13), 2569-2588.
- Hayes, A.F., & Rockwood, N.J. (2020). Conditional Process Analysis: Concepts, Computation, and Advances in the Modeling of the Contingencies of Mechanisms. *American Behavioral Scientist*, 64, 19 - 54.
- Hill, C. W., & Rothaermel, F. T. (2003). The performance of incumbent firms in the face of radical technological innovation. *Academy of management review*, 28(2), 257-274.
- Hou, K., & Robinson, D. T. (2006). Industry concentration and average stock returns. *The journal of finance*, 61(4), 1927-1956.
- Ijaz, M., Sadiq, N. and Abbas, S.F. (2025), "Strategic turnaround: unraveling the impact of CEO power on firm performance during retrenchment", *International Journal of Law and Management*, 67 (1), 120-144. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2024-0010>
- Inamdar, M. (2024). Moderating role of ESG disclosures and its impact on firm financial performance. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 97, 101892.
- Isagawa, N. (2002). Callable convertible debt under managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 8(3), 255-270.
- Ji, S., Mauer, D. C., & Zhang, Y. (2020). Managerial entrenchment and capital structure: The effect of diversification. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101505.

- Jiang, W., Adams, M., & Jia-Upreti, J. (2012). Does managerial entrenchment motivate the insurance decision?. *International Review of Financial Analysis*, 24, 117-128.
- Jiang, Z., & Lie, E. (2016). Cash holding adjustments and managerial entrenchment. *Journal of Corporate Finance*, 36, 190-205.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., & Kim, Y. S. (2012). Analyst following, staggered boards, and managerial entrenchment. *Journal of Banking & Finance*, 36(11), 3091-3100.
- Jo, H., & Pan, C. (2009). Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends?. *Review of Accounting and Finance*, 8(1), 87-116.
- Kachouri, M., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020). The impact of gender diversity on the relationship between managerial entrenchment and corporate social responsibility: evidence from UK companies. *Journal of Global Responsibility*, 11(3), 197-217.
- Kamuriwo, D. S., Muradoglu, G., Sivaprasad, S., & Malki, I. (2024). Stock returns, industry concentration and firm expenditure decisions. *Journal of Economics and Business*, 131, 106195.
- Katsikeas, C. S., Morgan, N. A., Leonidou, L. C., & Hult, G. T. M. (2016). Assessing performance outcomes in marketing. *Journal of marketing*, 80(2), 1-20.
- Keller, K. L., & Lehmann, D. R. (2006). Brands and branding: Research findings and future priorities. *Marketing science*, 25(6), 740-759.
- Kotler, P., & Keller, K. L. (2016). *Marketing management* (15th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall
- Kuntluru, S. (2019). Corporate social responsibility and firm performance: Indian evidence. Working papers Indian Institute of Management Kozhikode.
- Lemma, T. T., Negash, M., Mlilo, M., & Lulseged, A. (2018). Institutional ownership, product market competition, and earnings management: Some evidence from international data. *Journal of Business Research*, 90, 151-163.
- Li, S., Shang, J., & Slaughter, S. A. (2010). Why do software firms fail? Capabilities, competitive actions, and firm survival in the software industry from 1995 to 2007. *Information Systems Research*, 21(3), 631-654.
- Liew, C. F., Prakash, J., & Ong, K. S. (2024). Equipment cost efficiency: A comprehensive metric for evaluating operational

- and financial performance in manufacturing. *Manufacturing Letters*, 39, 16-19.
- Lin, W. L., Ho, J. A., Ng, S. I., & Lee, C. (2020). Does corporate social responsibility lead to improved firm performance? The hidden role of financial slack. *Social Responsibility Journal*, 16(7), 957-982.
- Liu, C., & Kang, M. (2025). Director overseas experience and cross-border acquisitions: Evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 75, 102730.
- Liu, C., Wu, Q., & Lin, Y. E. (2025). ESG ratings and firm performance: The moderating role of ESG rating disagreement. *Borsa Istanbul Review*.
- Lodish, L. M., Abraham, M., Kalmenson, S., Livelsberger, J., Lubetkin, B., Richardson, B., & Stevens, M. E. (1995). How TV advertising works: A meta-analysis of 389 real world split cable TV advertising experiments. *Journal of marketing research*, 32(2), 125-139.
- Lys, T., Naughton, J. P., & Wang, C. (2015). Signaling through corporate accountability reporting. *Journal of accounting and economics*, 60(1), 56-72.
- Manchiraju, H., & Rajgopal, S. (2017). Does corporate social responsibility (CSR) create shareholder value? Evidence from the Indian Companies Act 2013. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1257-1300.
- Marie, M., Qi, B., Elgammal, M., & Elnahass, M. (2024). A more sustainable future: Can politically connected CEOs spur the nexus between ESG performance and firm financial performance?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 96, 102056.
- Markovitch, D. G., Huang, D., & Ye, P. (2020). Marketing intensity and firm performance: Contrasting the insights based on actual marketing expenditure and its SG&A proxy. *Journal of Business Research*, 118, 223-239.
- Meo, F.D, Lara, J. M. G., & Surroca, J. A. (2017). Managerial entrenchment and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(5), 399-414.
- Mertzanis, C. (2020). Financial supervision structure, decentralized decision-making and financing constraints. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 174, 13-37.

- Miao, Y., Li, Y., & Li, Z. (2024). Does executives' political identity improve firm financial performance? Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 88, 102518.
- Mubaideen, A. M., Laili, N. H., Jamil, N. N., & Khairi, K. F. (2024). The Effect of Fair Value Accounting on Earnings Quality: A Comparative Study among Banking and Real Estate Sectors in Jordan. *Global Business & Management Research*, 16.
- Muñoz-Cerón, E., Lomas, J. C., Aguilera, J., & de la Casa, J. (2018). Influence of Operation and Maintenance expenditures in the feasibility of photovoltaic projects: The case of a tracking pv plant in Spain. *Energy policy*, 121, 506-518.
- Mustard, C. A., & Yanar, B. (2023). Estimating the financial benefits of employers' occupational health and safety expenditures. *Safety science*, 159, 106008.
- Naibaho, E. A. B., Leon, F. M., & Usman, B. (2025). The Effect of Conservatism, Slack, Managerial Ability, and Uncertainty on Company Financial Performance. *Journal of Applied Finance & Banking*, 15(1), 47-66.
- Needles, B. E., Powers, M., & Crosson, S. V. (2011). *Financial and managerial accounting*. 9e. Mason, OH: South-Western Cengage Learning.
- Ni, J., Chu, L. K., & Li, Q. (2017). Capacity decisions with debt financing: The effects of agency problem. *European Journal of Operational Research*, 261(3), 1158-1169.
- Nollet, J., Filis, G., & Mitrokostas, E. (2016). Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. *Economic Modelling*, 52, 400-407.
- Nyeadi, J. D., Ibrahim, M., & Sare, Y. A. (2018). Corporate social responsibility and financial performance nexus: Empirical evidence from South African listed firms. *Journal of Global Responsibility*, 9(3), 301-328.
- O'Mahony, M., & Vecchi, M. (2009). R&D, knowledge spillovers and company productivity performance. *Research Policy*, 38(1), 35-44.
- O'Connor, M., Lewis, T., & Dalton, G. (2013). Operational expenditure costs for wave energy projects and impacts on financial returns. *Renewable Energy*, 50, 1119-1131.
- Pessanha, J. F., & Melo, A. C. (2021). Benchmarking the operational expenditures of Brazilian transmission utilities by using DEA models. *Electric Power Systems Research*, 190, 106675.

- Ptok, A., Jindal, R. P., & Reinartz, W. J. (2018). Selling, general, and administrative expense (SGA)-based metrics in marketing: Conceptual and measurement challenges. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 46(6), 987-1011.
- Qian, X., Ding, H., & Ding, Z. (2023). Governmental inspection and firm environmental protection expenditure: Evidence from China. *Economic Modelling*, 123, 106284.
- Rafiq, S., Salim, R., & Smyth, R. (2016). The moderating role of firm age in the relationship between R&D expenditure and financial performance: Evidence from Chinese and US mining firms. *Economic Modelling*, 56, 122-132.
- Rahaman, M. M., Zhang, M., & Feng, J. (2022). Two-sided market power and firm performance. *Journal of Business Research*, 150, 585-605.
- Rahman, M., Rodríguez-Serrano, M. Á., & Hughes, M. (2021). Does advertising productivity affect organizational performance? Impact of market conditions. *British Journal of Management*, 32(4), 1359-1383.
- Rakshit, B., & Bardhan, S. (2022). An empirical investigation of the effects of competition, efficiency and risk-taking on profitability: An application in Indian banking. *Journal of Economics and Business*, 118, 106022.
- Roberts, E. B., & Hauptman, O. (1987). The financing threshold effect on success and failure of biomedical and pharmaceutical start-ups. *Management Science*, 33(3), 381-394.
- Salehi, M., & Alkhyoon, H. (2022). The relationship between managerial entrenchment, social responsibility, and firm's risk-taking and shareholders' activity. *Social Responsibility Journal*, 18(5), 1035-1049.
- Salehi, M., & Arianpoor, A. (2022). The relationship between business strategy and management entrenchment. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 71(5), 1625-1641.
- Salehi, M., Mahmoudabadi, M., & Adibian, M. S. (2018). The relationship between managerial entrenchment, earnings management and firm innovation. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 67(9), 2089-2107.
- Salehi, M., Mahmoudabadi, M., Adibian, M. S., & Rezaei Ranjbar, H. (2021). The potential impact of managerial entrenchment on firms' corporate social responsibility activities and financial

- performance: evidence from Iran. International Journal of Productivity and Performance Management, 70(7), 1793-1815.
- Salehi, M., Tarighi, H., & Safdari, S. (2018). The relation between corporate governance mechanisms, executive compensation and audit fees: Evidence from Iran. Management Research Review, 41(8), 939-967.
- Sarkar, S., & Zhang, C. (2020). Investment and financing decisions with learning-curve technology. Journal of Banking & Finance, 121, 105967.
- Sauerwald, S., & Su, W. (2019). CEO overconfidence and CSR decoupling. Corporate Governance: An International Review, 27(4), 283-300.
- Schweizer, D., Walker, T., Zhang, A., (2019). "Cross-border acquisitions by Chinese enterprises: The benefits and disadvantages of political connections", Journal of Corporate Finance, 57, PP. 63-85.
- Seifzadeh, M., Rajaei, R., & Allahbakhsh, A. (2022). The relationship between management entrenchment and financial statement fraud. Journal of Facilities Management, 20(1), 102-119.
- Seifzadeh, M., Rajaei, R., & Allahbakhsh, A. (2022). The relationship between management entrenchment and financial statement fraud. Journal of Facilities Management, 20(1), 102-119.
- Seifzadeh, M., Salehi, M., Abedini, B., & Ranjbar, M. H. (2021). The relationship between management characteristics and financial statement readability. EuroMed Journal of Business, 16(1), 108-126.
- Seifzadeh, M., Salehi, M., Khanmohammadi, M., & Abedini, B. (2022). The relationship between management attributes and accounting comparability. Journal of Facilities Management, 20(1), 1-18.
- Shah, S. Z. A., Liang, S., & Akbar, S. (2013). International Financial Reporting Standards and the value relevance of R&D expenditures: Pre and post IFRS analysis. International Review of Financial Analysis, 30, 158-169.
- Shan, Y. G. (2019). Managerial ownership, board independence and firm performance. Accounting Research Journal, 32(2), 203-220.
- Singh, D. (2025). Corporate governance, board networks and firm performance. Journal of International Management, 101261.

- Singh, P. K., Singh, E. N., & Das, B. K. (2021). Relationship between Corporate Social Responsibility and Firms' Financial Performance: A Study of Indian Banking Industry. *Management Convergence*, 12(2), 89–101.
- Sodan, S. (2015). The impact of fair value accounting on earnings quality in eastern European countries. *Procedia Economics and Finance*, 32, 1769-1786.
- Su, Z., Guo, H., & Sun, W. (2017). Exploration and firm performance: The moderating impact of competitive strategy. *British Journal of Management*, 28(3), 357-371.
- Sueyoshi, T., & Goto, M. (2009). Can environmental investment and expenditure enhance financial performance of US electric utility firms under the clean air act amendment of 1990?. *Energy Policy*, 37(11), 4819-4826.
- Tashman, P., Marano, V., & Kostova, T. (2019). Walking the walk or talking the talk? Corporate social responsibility decoupling in emerging market multinationals. *Journal of International Business Studies*, 50(2), 153-171.
- Thomas, C., & Wang, Y. (2011). When managers cannot commit: Capital structure under inalienable managerial entrenchment. *Economics Letters*, 110(2), 107-109.
- Tran, N. T., Pham, T. N. D., Nguyen, D. D., Tran, T. K., Phan, G. Q., & Nguyen, T. T. H. (2024). The link between firm risk-taking and CEO power of listed firms on the Vietnamese stock market: the role of state ownership. *Cogent Business & Management*, 11(1), 2302193.
- Tran, T., Van den Broeke, M., & Paparoidamis, N. G. (2025). The dual role of flexibility in driving innovation ambidexterity and firm performance. *Journal of Business Research*, 194, 115314.
- Ugur, M., Trushin, E., & Solomon, E. (2016). A firm-level dataset for analyzing entry, exit, employment and R&D expenditures in the UK: 1997–2012. *Data in Brief*, 8, 153-157.
- Vartiainen, E., Masson, G., & Breyer, C. (2015, September). PV LCOE in Europe 2015–2050. In *Proceedings of the 31st European Photovoltaic Solar Energy Conference*, Hamburg, Germany (pp. 14-18).
- Vashisht, R., Calvo-Pardo, H., & Olmo, J. (2025). A causal analysis of environmental and financial performance: Differences between brown and green firms. *Economic Modelling*, 144, 106949.

- Waldron, T. L., Graffin, S. D., Porac, J. F., & Wade, J. B. (2013). Third-party endorsements of CEO quality, managerial discretion, and stakeholder reactions. *Journal of Business Research*, 66(12), 2592-2599.
- Wei, Y., Zhu, M., Lam, K., Liu, F., Yeung, C., Cheng, T. & Zhou, H. (2024). Protagonists in digital transformation: the impact of chief digital officers on firms' financial performance. *Journal of Industrial Information Integration*, 41, 100678.
- Wu, W., Zhang, S., Fan, Y., & Shi, Y. (2024). Financial flexibility, firm performance, and financial distress: A comparative study of China and the US during pandemics. *International Review of Financial Analysis*, 96, 103706.
- Yahaya, O. A. (2025). CEO Power and firm performance: The mediating role of board independence. Available at SSRN 5158574.
- Yang, C. H., & Chen, Y. H. (2012). R&D, productivity, and exports: Plant-level evidence from Indonesia. *Economic Modelling*, 29(2), 208-216.
- Yang, H., Sun, F., Chen, J., & Chen, B. (2019). Financing decisions in a supply chain with a capital-constrained manufacturer as new entrant. *International Journal of Production Economics*, 216, 321-332.
- Zhang, Z., Chen, W., & Li, C. (2023). Repurchase or pledge? Financing and production decisions of engineering machinery remanufacturing firms. *Journal of Cleaner Production*, 429, 139309.
- Zheng, Z., Lin, Y., Yu, X., & Liu, X. (2021). Product market competition and the cost of equity capital. *Journal of Business Research*, 132, 1-9.
- Zhiyuan, G., Meihua, Z., & Hongjun, P. (2018). Financing strategies for coal-electricity supply chain under yield uncertainty. *International Journal of Mining Science and Technology*, 28(2), 353-358.